



Tatu Mikkola

**ARVONLUONTI VELKARAHOITTEISISSA YRITYSOSTOISSA JA
PÄÄOMASIJOITTAMISESSA**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2021

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	3
2	PÄÄOMASIJOTTAMINEN	6
2.1	Pääomarahoitus	6
2.2	Pääomasijoitusrahastot	6
2.3	Velkarahoitteinen yritysosto	8
2.3.1	Buyout-prosessi.....	9
2.3.2	LBO:n pääomarakenne	11
2.4	Pääomarakenneteoriat	13
3	ARVONLUONTI BUYOUTEISSA/LEVERAGED BUYOUTEISSA	15
3.1	Arvonluonnin arviointi	15
3.2	Arvonluonnin lähteet	16
3.2.1	Hallinnolliset muutokset	17
3.2.2	Rahoitukselliset muutokset	19
3.2.3	Operatiivinen kehitys	20
4	TUTKIMUS ARVONLUONNISTA	22
4.1	Arvonluonti transaktiotasolla	22
4.2	Arvonluonti rahastoissa	25
5	YHTEENVETO	28
	LÄHTEET	30

1 JOHDANTO

Pääomasijoituksissa olevan varallisuuden määrä on seitsenkertaistunut sitten vuoden 2002, mikä on kaksi kertaa enemmän kuin pörssilistatuissa osakkeissa vastaavana aikana. (McKinsey, 2019) Konsulttiyhtiö Deloitte (2020) ennustaa, että pääomasijoituksissa olevan varallisuuden määrä saavuttaa globaalisti 5,8 biljoonaan dollarin rajapyykin vuoteen 2025 mennessä. Työn tarkoituksena on selvittää keinoja, joilla pääomasijoitusyhtiöt pyrkivät luomaan arvoa.

Tässä kandidaatintutkielmassa tarkastellaan, kuinka pääomasijoittajat kykenevät luomaan arvoa buyout-järjestelyillään ja rahastoillaan sekä tutkitaan arvon luonnissa eri aikoina mahdollisesti tapahtuneita muutoksia. Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena perehtymällä olemassa oleviin tutkimuksiin. Tutkimuskysymyksiä on kolme.

1. Millä keinoin pääomasijoittajat luovat arvoa buyout-järjestelyissä?
2. Ovatko pääomarahastot onnistuneet tarjoamaan indeksejä parempaa tuottoa?
3. Onko arvonluontikeinoissa tapahtunut muutoksia?

Suomalainen pääomasijoitusala on vahva ja kehittyy hyvin. Suomalaiset kasvuyhtiöt saivat venture capital- sijoittajilta vuonna 2018 Euroopan eniten sijoituksia suhteessa maan bruttokansantuotteeseen. Suomalaisiin yhtiöihin tehtiin samana vuonna myös merkittäviä määriä buyout-sijoituksia, Euroopan neljänneksi eniten suhteessa bruttokansantuotteeseen. (Pääomasijoittajat, 2019.) Viime vuosien keskuspankkivetoisen rahapolitiikan vuoksi markkinoilla vallitsee olosuhteet, jossa rahan hinta on matala. Pitkään jatkuneiden matalien korkojen vuoksi myös korkosijoituksiin keskittyneet toimijat kuten eläkevakuutusyhtiöt ovat joutuneet siirtämään sijoituksiaan korkomarkkinoilta muihin omaisuusluokkiin, ja sen seurauksena myös osa varallisuudesta on siirtynyt pääomasijoituksiin.

Pääomasijoittaminen voidaan jakaa kahteen kategoriaan venture capital- ja private equity-toimintaan. Private equity-sijoittajia kutsutaan myös buyout-sijoittajiksi. Venture capital-sijoitustoiminnassa sijoituksia tehdään pienempiin ja elinkaarensa alkuvaiheessa oleviin kasvuyhtiöihin ja tehdyt sijoitukset ovat useimmiten

vähemmistöosjoiutuksia. Tämä tutkielma käsittelee tarkemmin buyout-toimintaa, jossa sijoitetaan enemmistöosuuksia jo vakiintuneisiin ja venture capitaliin verrattuna suurempiin yhtiöihin.

Empiirisen tutkimuksen mukaan pääomasijoittajan ostokohteeksi päätymisellä on positiivinen vaikutus yhtiön kehitykselle. On näyttöä, että pääomasijoittajat kykenevät omistusaikana kehittämään kohdeyhtiön operatiivista toimintaa, mutta tutkimustulokset ovat vaihtelevia sen suhteen, kuinka merkittävää tämä kehitys on suhteessa julkisiin verrokkiyhtiöihin. Pääomasijoittajat pyrkivät myös toteuttamaan kohdeyrityksissään rahoituksellisia ja hallinnollisia muutoksia Arvonluonnin nähtiin olevan suurinta 80-luvulla, jolloin buyoutit yleistyivät ensimmäistä kertaa ja niissä oli mahdollista hyödyntää erittäin suurta velkavipua, jonka määrä on 2000-luvulla toteutetuissa transaktioissa laskenut. Käytettyjen velkavipujen koko on kääntynyt järjestelyissä laskuun erityisesti finanssikriisin jälkeen, jolloin operatiivisen toiminnan kehitys ja hallinnolliset uudistukset ovat nostaneet suhteellista merkitystään arvonluonnissa.

Osa arvonluonnista ei ole suoraa seurausta pääomasijoittajien kohdeyhtiölle itselleen tekemistä muutoksista. Pääomasijoitusyhtiöt ovat aktiivisia toimijoita yritysjärjestelymarkkinoilla. Vahvojen toimialaan liittyvien taitojen lisäksi heillä on myös rahoitusmarkkinoilla laajat verkostot, jota hyödyntämällä heidän on helpompaa tunnistaa ja löytää potentiaalisia kohdeyhtiöitä sekä saada niihin tarvittava rahoitus. Osa luodusta arvosta on seurausta kohdeyhtiön arvostuskertoimien kasvusta oston ja myynnin välillä. Ei voida tarkasti määrittää sitä osaa, joka on seurausta pääomasijoittajan toimista ja mikä seurausta julkisten verrokkien arvostuskertoimien kasvusta.

Tutkielma etenee seuraavanlaisesti. Luvussa kaksi käsitellään pääomasijoittamista ja esitellään pääomasijoitusrahaston toimintaa ja rakennetta. Luvussa esitellään myös velkarahoitteen yritysoston prosessi ja sen pääomarakennetta. Luvun viimeisessä alaluvussa esitellään lyhyesti yritysten pääomarakenteita selvittäviä teorioita. Luku kolme käsittelee arvonluontia buyouteissa. Ensin käyden läpi, miten arvon luontia arvioidaan, ja sitten esitellään keinot, joilla pääomasijoittajat pyrkivät luomaan arvoa kohdeyhtiöissään. Luvussa neljä esitellään empiiristä näyttöä arvonluonnille.

Ensimmäinen alaluku esittelee näyttöä arvonluonnille transaktiotasolla erotellen, miten luotu arvo jakaantuu käytetyille keinoille. Toinen alaluku käsittelee, miten pääomarahastot ovat kyenneet luomaan arvoa ja miten rahastojen tuotot vertautuvat indeksin tuottoihin samalla ajanjaksolla. Luvussa kuusi luodaan yhteenveto tutkielmasta.

2 PÄÄOMASIOITTAMINEN

2.1 Pääomarahoitus

Pääomasijoittaminen on osa laajempaa vaihtoehtoisten sijoitusten luokkaa, johon kuuluvat esimerkiksi kiinteistöt, raaka-aineet, valuutat, korot ja absoluuttisen tuoton rahastot eli hedge-rahastot. Pääomasijoittamisessa sijoitetaan kohteisiin, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Tästä johtuen niiden hinnat eivät muodostu markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan, vaan pitkälti myös neuvottelun tuloksena. (Loos, 2005.)

Pääomasijoitustoiminta voidaan jakaa venture capital- ja private equity -toimintaan. Venture capital -sijoittajat tekevät sijoituksia pääsääntöisesti nuoriin kasvuyrityksiin, ja sijoitukset ovat useimmiten vähemmistöisijoituksia. Saatu pääoma käytetään yleensä yrityksen alkuvaiheen kehitykseen sekä tuotekehitykseen. Private equity -sijoittajia kutsutaan myös buyout-sijoittajiksi. Buyout-sijoittajat tekevät enemmistöisijoituksia yrityksiin, joiden toiminta on jo vakiintunut ja joiden menestymisellä on historiallista näyttöä tai merkittävää potentiaalia. (Niemelä, Lauriala, Katramo, Matinlauri, Svernans & Wilkman, 2011, s. 314.)

2.2 Pääomasijoitusrahastot

Pääomasijoitusyhtiöt eivät yleensä tee sijoituksia oman yhtiönsä taseeseen, vaan sijoitukset toteutetaan erikseen perustettavan pääomasijoitusrahaston kautta. Rahastot ovat juridiselta rakenteeltaan henkilöyhtiöitä (limited partnership). (Kaplan & Strömberg, 2009.) Suomessa vastaavaa yritysmuotoa edustaa kommandiittiyhtiö.

Rahastoista suurin osa on suljettuja (closed-end), eli niihin sijoittaneet eivät voi nostaa sijoitustaan pois rahaston elinaikana. Rahastojen keskimääräinen elinaika on kymmenen vuotta, mutta sitä voidaan kuitenkin tarpeen vaatiessa jatkaa. Perustamisen jälkeen rahastoa hoitavalla pääomasijoitusyhtiöllä on tavallisesti korkeintaan viisi vuotta aikaa sijoittaa kerätyt varat, minkä jälkeen taas viidestä kahdeksaan vuotta irtautua kohdeyhtiöistä voitollisesti ja tulouttaa tuotot takaisin sijoittajille. Pääomasijoitusyhtiö toimii rahastonhoitajana (general partner, Suomessa

vastuunalainen yhtiömies) ja hallinnoi rahaston pääomia sekä tekee sijoituspäätökset. Äänettömät yhtiömiehet (limited partners), joiden sijoitukset muodostavat suurimman osan rahaston pääomanasta, ovat yleensä institutionaalisia sijoittajia, kuten eläkerahastoja, pankkeja, vakuutusyhtiöitä, varakkaita yksityishenkilöitä, tai toisia pääomasijoitusrahastoja, niin sanottuja rahastojen rahastoja (fund of funds). Perinteisesti myös äänivaltaisena yhtiömiehenä toimiva pääomasijoitusyhtiö sijoittaa pienen osan pääomasta, yleensä vähintään yhden prosentin. (Kaplan & Strömberg, 2009.)

Sijoituspäätöksen tehtyään äänettömillä yhtiömiehillä ei ole päätäntävaltaa, mihin rahastonhoitaja (general partner) päättää varoja sijoittaa. Pääomasijoitusyhtiön tulee kuitenkin noudattaa rahaston perustamissopimuksessa määrättyjä kovenantteja, eli sopimusvakuuksia. Yleisesti käytettyjä rahastonsopimuksen kovenantteja ovat esimerkiksi rajoitukset siitä, kuinka paljon rahaston pääomia voidaan sijoittaa yksittäiseen yhtiöön, omaisuuserät, joihin rahasto saa varoja sijoittaa, sekä rajoitukset siitä, miten paljon velkaa voidaan käyttää rahasto tasolla. Tyypillisesti kohdeyhtiötason velkamäärää ei rajoiteta. (Kaplan & Strömberg, 2009.)

Rahastoa hallinnoivan pääomasijoitusyhtiön tuotot koostuvat kahdesta komponentista, kiinteästä ja muuttuvasta. Suurin osa rahastonhoitajalle maksettavasta tuotosta on kiinteää hallinnointipalkkiota, joka ei ole sidoksissa rahaston menestykseen. Hallinnointipalkkiojärjestelmiä on erilaisia, ja käytetystä järjestelmästä riippuen hallinnointipalkkiot voivat vaihdella rahaston elinkaaren mukaan. On esimerkiksi mahdollista, että hallinnointipalkkiota lasketaan, kun sijoitukset on tehty. Yleisesti ottaen kiinteän hallinnointipalkkion määrä on vuosittain noin kaksi prosenttia rahaston pääomasta, ja riippumatta käytettävästä järjestelmästä kymmenen vuoden rahaston elinkaaren hallinnointipalkkiot vastaavat noin 20 prosenttia rahaston pääomasta. Rahastonhoitajat saattavat myös veloittaa kohdeyhtiöitä toteutetuista yritysjärjestelyistä (deal fee) tai yhtiön hallinnointiin käytetystä ajasta (monitoring fee). (Metrick & Yasuda 2010.)

Toinen rahastonhoitajan tuottokomponentti on muuttuva tuotto (carried interest), jonka määrä on useimmiten täysin riippuvainen rahaston suoriutumisesta. Muuttuva tuotto määräytyy rahastosopimuksen mukaa, mutta usein se on määrältään 20

prosenttia asetetun tuottovaatimuksen ylittävästä tuotosta. Sillä on samanlaisia piirteitä kuin osto-optiolla tai warrantilla. Muuttuvan tuoton ansiosta rahastonhoitaja hyötyy merkittävästi, mikäli rahasto menestyy asetettua tuottovaatimusta paremmin. Vaikka rahastonhoitaja ei saisi muuttuvaa tuottoa, ei sillä ole ratkaisevaa vaikutusta hänen saamiin tuottoihin, sillä suurin osa rahastonhoitajan palkkiosta muodostuu kiinteästä hallinnointipalkkiosta. Yksittäisen rahaston huono menestys voi kuitenkin tehdä tulevien rahastojen keräämisestä hankalampaa, jolloin mainehaitta on suurempi kuin suora taloudellinen vaikutus. (Metrick & Yasuda 2010.)

2.3 Velkarahoitteinen yritysosto

Velkarahoitteiseksi yritysostoksi (leveraged buyout) kutsutaan yritysjärjestelyä, jossa useimmiten pääomasijoitusyhtiön hallinnoima pääomasijoitusrahasto ostaa erillisyhtiön kautta kohdeyrityksen ja hyödyntää kauppahinnan maksamisessa merkittävää määrää vierasta pääomaa. Velkarahoitteisesta yrityskaupasta käytetään jatkossa englanninkielisestä termistä johdettua lyhennettä LBO. LBO:ssa vieraan pääomaan reaalivakuutena käytetään useimmiten ainoastaan ostettavan kohdeyhtiön osakekantaa. LBO-kohdeyhtiö on useimmiten jo vakiintunut yritys eikä vastaperustettu start up -yhtiö. (Kaplan & Strömberg, 2009.)

LBO:t ilmiönä yleistyivät 1980-luvulla Yhdysvalloissa. Jensen (1989) ennusti, että LBO-mallista tulisi vallitseva yhtiöiden organisoitumismuoto ja että se syrjäyttäisi julkiset osakeyhtiöt. Jensen korostaa pääomasijoittajien keskittynyttä omistajuutta, mikä mahdollistaa heille vapaamman tavan toimia. Pääomasijoittajat voivat implementoida tehokkaita kannustinjärjestelmiä yhtiöiden johdolle ja vähentää täten johdon ja omistajien välisiä, eriävistä intresseistä johtuvia agenttikustannuksia. Keskittyneen omistuksen ja sitoutetun johdon myötä pääomasijoittajat kykenevät luomaan kevyen ja tehokkaan organisaation verrattuna julkisiin yhtiöihin, joiden omistus on hyvin hajautunut ja jossa johdon ja osakkeenomistajien väliset agenttiongelmien hankaloittavat yrityksen maksimaalisen tehokasta operointia. (Kaplan & Strömberg, 2009.)

Buyoutit voidaan luokitella sen mukaan, kuka on järjestelyn aloitteen tekijä. Leveraged buyoutiksi kutsutaan buyoutia, jossa hyödynnetään suurta määrää

velkavipua ja velan reaali- ja osakevakuutena käytetään ainoastaan ostettavan kohdeyhtiön osakkeita. Management buyin on järjestely, jossa ulkopuolinen johto on liikkeelle panija pyrkimyksensä korvata toimiva johto. Management buyout -järjestelyssä aloitteen tekijä on yhtiön toimiva johto. Mikäli järjestelyn aloittaja on puhtaasti ulkopuolinen pääomasijoittaja, kutsutaan kauppaa Institutional buyoutiksi. (Niemelä ym., 2011, 14.)

Buyout-sijoittajat eivät tyypillisesti tavoittele kohdeyhtiöltään strategisen ostajan tavoin merkittäviä synergiaetuja, vaan tarkoituksena on ostaa ja kehittää yhtiötä, jotka ovat itsenäisenä arvokkaampia niistä irtauduttaessa kuin ostettaessa (Baker & Montgomery, 1994). Poikkeuksena on erikseen kasvuun tähtäävä niin sanottu buy and build -strategia, jossa hankitaan toisiinsa yhteensopivia liiketoimintoja. Tavoitteena on saavuttaa synergioiden lisäksi kriittinen koko, joka tekee yhtiöstä houkuttelevamman kohteen strategiselle ostajalle tai pörssilistautumiselle. (Loos, 2005)

Ihanteellisen kohdeyhtiön piirteet voidaan jakaa kahteen eri ryhmään: yrityksen taloudellisiin- ja liiketoiminnallisiin ominaisuuksiin. Taloudellisesti yhtiöllä tulee olla historiallista näyttöä tuloksen tekokyvystä ja verrokkeja paremmista katteista, kyky luoda vahvaa ennustettavaa kassavirtaa lainanhoitoa varten ja omaisuusarvoa tai liiketoimintoja, jotka on mahdollista myydä tarpeen vaatiessa. Liiketoiminnallisiin piirteisiin kuuluvat vahva johto, markkinoilla tunnetut brändit ja vahva markkina-asema. Yrityksen tulee mieluusti edustaa toimialaa, joka ei ole altis suhdannevaihtelulle, ja yrityksellä tulisi olla potentiaalia kasvaa tulevaisuudessa. (KKR, 1989.)

2.3.1 Buyout-prosessi

Loos (2005) kuvaa LBO:n nelivaiheisena prosessina. Prosessi alkaa mahdollisten kohdeyhtiöiden tunnistamisella, kun pääomasijoitusyhtiö tutkii markkinoilla toimivia yrityksiä yrittäen etsiä kriteerit täyttäviä kohteita. Potentiaalisten yritysten tulisi täyttää niille etukäteen asetetut vaatimukset arvonaluonnista. Käytettyjä arvonaluonnin tavoitteita voi olla esimerkiksi ennalta määrätty sisäisen korkokannan taso tai tietty

tuottojen ja sijoitetun pääoman välinen kerroin (Times Money Multiple). LBO-sijoittajat pyrkivät hyödyntämään muodostamia verkostoja ja toimialaosaamistaan tehokkaasti löytääkseen sopivia kohdeyhtiötä. Tavoitteena heillä on päästä neuvottelemaan siten, että he ovat ainoa ostajaehdokkaat. Tällöin vältetään huutokauppatilanteelta, joiden kautta toteutuneiden yritysostojen kauppahinnat ovat arvostuskertoimilla mitattuina olleet korkeampia verrattuna yhdenvälisten kauppaneuvottelujen seurauksena toteutuneisiin kauppoihin. (Loos, 2005.)

Potentiaalisen ja kriteerit täyttävän kohdeyhtiön löydyttyä LBO-sijoittaja aloittaa yrityksen tarkemman läpikäymisen ja tarkastelun eli due diligence prosessin sekä kauppaneuvottelut. Due diligence prosessin tavoitteena on käydä läpi yhtiö, jotta ostaja saa paremman kuvan ostettavasta yhtiöstä. Lisäksi pyritään varmistamaan, ettei kohdeyhtiöstä löydy asioita, jotka saattaisivat muuttaa ostajan halukkuutta toteuttaa kauppa. (Loos 2005.) Pääomaisuusyhtiöillä voi olla valmiudet toteuttaa osa due diligence prosessista itse, mutta laajan due diligencen toteuttamiseksi palkataan avuksi usein ulkopuolinen konsulttitoimisto. Prosessi voi viedä yrityksen, koosta, toimialasta ja rakenteesta riippuen jopa kuusi kuukautta. LBO-sijoittaja aloittaa neuvottelut kohdeyhtiön omistajien ja toimivan johdon kanssa sekä myös vieraan pääoman sijoittajien kanssa. LBO-toimijoiden yleistymisen myötä suuri osta kaupoista toteutetaan huutokauppoina, jossa ostajaehdokkaat jättävät tarjouksensa, jotka pitävät sisällään hinnan lisäksi tarkat tiedot käytettävästä rahoituksesta, kuvaten esimerkiksi käytettävän velan ehdot, määrän ja maksu aikataulun. (Loos, 2005.)

Kun kohdeyhtiö muuttuu oston myötä LBO-sijoittajan salkkuyhtiöksi, siirrytään yritysoston jälkeiseen hallinnointivaiheeseen (post acquisition management), jossa omistajana toimiva LBO-sijoittaja hyödyntää hankittua äänivaltaansa ja aloittaa yhtiön kehittämisen oman näkemyksensä mukaan ja usein luoden yhtiölle uuden strategian. Tässä vaiheessa LBO-sijoittaja toimeenpanee yhtiön johdon kanssa tarvittavat muutokset ja kehittää yhtiötä saadakseen yhtiöstä parhaan mahdollisen hinnan irtautuessaan. Kehittämisen onnistuminen vaatii johdon vahvaa sitoutumista. LBO-sijoittajat vaihtavat johdon hyvin nopeasti, mikäli näkevät sen olevan kykenemätön toteuttamaan laadittua strategiaa halutulla tavalla. (Loos, 2005.)

Johtuen LBO-sijoitusten määräaikaisesta aikahorisontista prosessin viimeinen vaihe, irtaantuminen (exit), on sijoituksen onnistumisen kannalta kriittinen. Irtautumisessa saadun kauppahinnan myötä merkittävin osa sijoituksen tuotoista tai vaihtoehtoisesti tappiosta realisoituu. Vaiheen toteutukselle on muutamia yleisesti käytettyjä reittejä. 2000-luvulla BO-sijoittajien suosituin tapa on ollut myynti strategiselle ostajalle. Toiseksi suosituin on myynti toiselle pääomasijoitusrahastolle eli niin sanottu secondary buyout, jotka ovat 2000-luvulla yleistyneet irtaantumisvaihtoehtona. Listautumisen eli IPO:n (initial public offering) suhteellinen osuus tapana irtaantua on merkittävästi laskenut 2000-luvulla verrattuna 1980-lukuun. (Kaplan & Strömberg, 2009.)

2.3.2 LBO:n pääomarakenne

Yrityksen pääoman muodostavat oma- ja vieraspääoma sekä näiden yhdistelmä, josta käytetään nimitystä välirahoitus. Sijoitusten ja niiden suhde riskiin erottaa pääomalajit toisistaan. Tämä käy ilmi pääomalajien maksunsaantijärjestyksestä, mikä määrittää missä järjestyksessä niille kuuluva tuotto-osuus voidaan maksaa. Pääomalajit jakaantuvat taas erilaisiin rahoitusinstrumentteihin. LBO:n rahoituspäätöksissä korostuu, kuinka käytetty rahoitusinstrumentti vaikuttaa kohdeyrityksen arvoon. (Lauriala, 2009.)

LBO transaktioiden pääomarakenteet ovat olleet eri aikoina toisistaan poikkeavia, vaikka kaikkina aikoina velkavivun määrä on ollut suuri, on niissä ollut huomattavia eroavaisuuksia. Ensimmäisen LBO boomin 1982–1989 aikana pääomajakaumat olivat keskimäärin 10–15 % omaa- ja 85–90 % vierasta pääomaa. Toisen boomin 1997–2007 vastaavat luvut olivat noin 30 % omaa pääomaa ja 70 % vierasta pääomaa. (Kaplan & Strömberg, 2009.) Syyksi merkittävään eroon Kaplan ja Stein (1993) näkevät, että 80-luvulla vieraan pääoman sijoittajat tarjosivat suotuisia lainaehtoja eritoten liikaa velkaa. Vastaavasti toisessa boomissa lainojen tarjoajat ovat tarjonneet suopeampia lainakovenantteja ja vapaampia takaisinmaksusuunnitelmia (Demiroglu & James 2010).

Vieraaseen pääomaan lukeutuu erilaisia senior- ja juniorvelkainstrumentteja, jotka voivat olla juoksuaikana lyhennettäviä, kertalyhenteisiä tai erilaisia limiittiluottoja.

Seniorlainat ovat vakuudellisia lainoja, jotka ovat maksunsaantijärjestyksessä ensimmäisenä. Ne ovat sijoittajilleen kaikkein vähäriskisimpiä ja täten myös lainanottajalle edullisimpia. Suurin osa LBO-transaktion kustannuksista pyritään kattamaan senior-lainoilla, joita myöntävät esimerkiksi suuremmat vähittäispankit sekä vakuutusyhtiöt. Suurissa transaktioissa seniorilainoittajat muodostavat syndikaatteja vähentääkseen yksittäisen pankin kannettavaa riskiä. Juniorlainat eroavat seniorlainoista sillä, että ne ovat maksunsaantijärjestyksessä niiden jälkeen, niille ei anneta reaali- vakuuksia ja niiden kovenantit ovat heikompia. Edellä mainituista syistä juniorlainojen korot ovat suuremmat verrattuna seniorlainoihin. (Lauriala, 2009; Niemelä ym, s.317.)

Mikäli senior-rahoitusta ei ole saatavilla kattamaan rahoitustarpeita hyödynnetään yleisesti erilaisia välirahoitusinstrumentteja. Hinnaltaan nämä instrumentit asettuvat oman ja vieraan pääoman väliin. Välirahoituksella yrityksen on mahdollista saada lainaa vieraan pääoman ehdoin ilman vakuutta, joustavilla ehdoilla ja edullisesti. Edullisen hinnan mahdollistaa lainan myöntäjän mahdollisuus vaihtaa osa lainasta yhtiön osakkeisiin ja täten hyötyä yrityksen hyvästä menestyksestä. (Lauriala, 2009)

Välirahoitusinstrumentit ovat usein lyhennysaikatauluiltaan kevyempiä ja usein myös lyhennykset maksetaan vasta lainan juoksuajan loppupuolella, jolloin niiden kassavirtavaikutus on pienempi. Lainoista osan korot voidaan maksaa juoksuaikana, ja osa voi olla niin sanottua PIK-korkoa (payment in kind), jota ei makseta juoksuaikana vaan vasta lainapääoman maksettaessa. Tällä tavalla voidaan nostaa käytettävää velkavipua ilman, että sillä on lainan juoksuaikana niin suurta vaikutusta yrityksen kassavirtaan, kuin tilanteessa jossa lainaa lyhennettäisiin jatkuvasti. (Lauriala, 2009.)

Oman pääoman ehtoiset sijoitukset ovat riskisijoituksia, johtuen niiden huonoimmasta sijoituksesta maksunsaantijärjestyksessä ja koska ne ovat sijoitusajaltaan määrittelemättömiä. Vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen verrattuna oman pääoman asema konkurssitilanteessa on heikko, koska se on maksunsaantijärjestyksessä velkojien takana. Osake antaa oikeuden käyttää äänivaltaa yhtiökokouksessa, minkä vuoksi osakkeenomistajilla on kannustin ja mahdollisuus järjestää yhtiön liiketoiminta mahdollisimman tehokkaaksi. LBO-järjestelyissä oman

pääoman muodostaa pääomasijoitusrahaston ja johdon tekemät sijoitukset sekä niin sanottu quasi equity. Quasi equity muodostuu usein pääomasijoitusrahaston myöntämästä osakaslainasta. Osakaslaina tulee maksunsaantijärjestyksessä viimeisenä ennen omaa pääomaa, minkä vuoksi vieraan pääoman sijoittajat katsovat sen omaksi pääomaksi. Hyödyntämällä quasi equityä, omistusosuuden johdon ja pääomasijoitusrahaston välillä saadaan muokattua halutun suuruiseksi. (Lauriala, 2009; Niemelä ym, s.317.)

2.4 Pääomarakenneteoriat

Modiglianin ja Millerin (1958) ensimmäisen teoreeman mukaan yrityksen pääomarakenteella ei ole yrityksen arvon kannalta merkitystä. Teorian epärealistiset oletukset täydellisesti kilpailluista markkinoista ja eri pääomalajien yhtäläisestä verokohtelusta loivat tarpeen kehittää yrityksen optimaalisen pääomarakenteen selittävää teoriaa eteenpäin. Modigliani ja Miller kehittivät teoriaansa sen saaman kritiikin pohjalta ja muokkasivat sitä (1963) huomioimaan myös yritysverotuksen mukanaan tuoman verokilven positiivisen vaikutuksen.

Modiglianin ja Millerin teoreeman pohjalta kehitetty trade off-teoria ottaa huomioon myös velan negatiiviset vaikutukset kasvaneiden konkurssikustannusten muodossa, ja teorian mukaan optimaalinen pääomarakenne löytyy pisteestä, jossa velkarahoituksesta aiheutuneet verokilven mukanaan tuomat hyödyt ja kasvaneet konkurssikustannukset ovat tasapainossa. Trade off-teoria jakaantuu staattiseen ja dynaamiseen teoriaan. Staattisen teorian dynaamisesta erottava tekijä on se, ettei se ota kantaa yhtiön tulevaisuuden rahoituspäätöksiin. Dynaaminen trade off-teoria pyrkii täydentämään staattisen teorian puutteita ottamalla huomioon myös tulevaisuudessa tehtävät rahoituspäätökset.

Trade off-teorian rinnalle kilpailevaksi teoriaksi on kehittynyt pecking order-teoria. Teorian mukaan yhtiö ei aseta tavoitetta pääomarakenteelleen, jota kohti se rahoituspäätöksillään pyrkii, vaan teoria asettaa eri rahoitusmuodot hierarkkiseen järjestykseen. Rahoitusmuotojen hierarkkinen järjestys määräytyy sen mukaan, kuinka käytettävän rahoituslähteen nähdään vaikuttavan yrityksen arvoon. Yritys pyrkii

teorian mukaan ensisijaisensa rahoituksen lähteenä käyttämään tulorahoitusta. Tulorahoituksen ollessa riittämätön yritys turvautuu velkarahoitukseen.

Ajoitusteorian mukaan yrityksen pääomarakenteeseen vaikuttaa vallitseva markkinatilanne. Yritys pyrkii teorian mukaan hankkimaan rahoitusta, joka on vallitsevassa markkinatilanteessa sille kaikkein edullisinta. Tilanteessa, jossa sekä vieraan että oman rahoituslähteiden hinta on liian suuri, voi yritys siirtää investointia ja sen mukanaan tuomaa rahoituspäätöstä myöhempään ajankohtaan Bakerin ja Wurglerin (2002) mukaan yrityksen johto hyödyntää omapääoman markkinan väärin hinnoittelua laskiessaan liikkeelle arvopapereita. Ajoitusteoria on linjassa pääomasijoittajien esittämän näkökulman kanssa, jonka mukaan yksi pääomasijoitusrahastojen arvonluonnin keino on lisätä vieraanpääoman määrää velkamarkkinoiden ollessa kuumia. (Axelson, Weisbach ja Strömberg, 2013.)

3 ARVONLUONTI BUYOUTEISSA/LEVERAGED BUYOUTEISSA

3.1 Arvonluonnin arviointi

Perinteisesti arvioitaessa buyoutien arvonluontia analysoidaan sitä oman pääoman ehtoisen sijoittajan näkökulmasta. Ammattimaiset pääomasijoittajat käyttävät arvon luonnin arvioinnissa yleensä sisäisen korkokannan menetelmää, ja tarkastelun keskiössä oman pääoman arvon (equity value) kehittyminen. Oman pääoman arvon nousu voidaan jakaa neljään tekijään: arvostuskertoimiin, liikevaihtoon, katteisiin ja nettovelkaan. (Berg & Gottschalg, 2005.)

$$\text{Oma pääoma} = \text{Arvostuskertoimet} \times \text{Liikevaihto} \times \text{Katteet} - \text{Nettovelka} \quad (1)$$

Bergin ja Gottschalgin mukaan nämä neljä tekijää voidaan jakaa edelleen kahteen eri luokkaan niiden arvon luonnin luonteen mukaan. Ensimmäiseen kuuluvat muutokset arvostuskertoimissa ja toiseen liikevaihdon, katteiden tai nettovelan muutokset. Arvostuskeroimien muutosten myötä tapahtuvaa arvonluontia voidaan kutsua epäsuoraksi arvonluonniksi sillä se ei ole suoranaisesti seurausta yhtiön liiketoiminnasta tai sen kehittämisestä. Arvostuskeroimien muutosta voidaan kutsua myös niin sanotuksi arvon kaappaamiseksi (value capturing). Toisen luokan arvonluontikeinot ovat suoraan kytköksissä yhtiön liiketoimintaan ja siinä tapahtuviin muutoksiin, ja siksi näitä kutsutaankin suoraksi arvonluonniksi.

Ensimmäisellä tekijällä arvostuskertoimilla tässä mallissa tarkoitetaan yritysarvon suhdetta käyttökatteeseen (EV/EBITDA). Yritysarvolla tarkoitetaan yhtiön velatonta arvoa, joka saadaan lisäämällä markkina-arvoon korolliset velat, joista vähennetään likvidit varat. (Berg & Gottschalg, 2005.) Käyttökatteella tarkoitetaan tulosta, josta ei olla vähennetty korkoja, veroja, poistoja tai arvonalentumisia. Tunnuslukua käytetään kuvaamaan yrityksen toiminnan tuloksellisuutta, kun liikevaihdosta vähennetään liiketoiminnan kulut.

Arvostuskertoimien kasvulla ei ole suoranaista vaikutusta yhtiön taloudelliseen suoriutumiseen. Kertoimet voivat kuitenkin nousta hyvän taloudellisen suoriutumisen seurauksena, mutta merkittävämpi tekijä kertoimien muutoksiin on muutokset julkisten verrokkiyhtiöiden arvostuskertoimissa. Arvostustason tärkeys korostuu yritystä ostettaessa ja siitä irtaannuttaessa, jolloin ne ovat loppujen lopuksi neuvottelujen seurausta. (Berg & Gottschalg, 2005.) Toiseen arvonluontiluokkaan kuuluvat tekijät ovat suoraan kytköksissä yhtiön taloudelliseen suoriutumiseen esimerkiksi kasvaneen liikevaihdon, nousseiden katteiden tai laskeneen sitoutuneen pääoman muodossa. Nämä muutokset voivat olla seurausta esimerkiksi yhtiön operatiivisen toiminnan parantamisesta, alentuneista pääoman kustannuksista, resurssien vapauttamisesta tai tehokkaammasta pääoman käytöstä.

Berg ja Gottschalg (2005) luovat LBO:en arvonluontiin viitekehyksen, joka pitää sisällään kolme eri ulottuvuutta. Ensimmäinen ulottuvuus on aikaulottuvuus, missä vaiheessa LBO-prosessia luotu arvo syntyy. Aikaulottuvuus jakaantuu kolmeen buyoutin vaiheeseen eli ostovaiheeseen, pitoaikaan ja irtaantumisvaiheeseen. He näkevät relevanttina myös sen, milloin arvonluonti päätökset tehdään ja missä vaiheessa arvonluonti realisoituu. Toinen ulottuvuus pitää sisällään arvonluonnin tekijät, joita arvioidaan useimmiten oman pääoman ehtoisen sijoittajan näkökulmasta. Kolmas ulottuvuus pitää sisällään sen onko arvonluonti ulko- vai sisäsyntyistä, millä tarkoitetaan, kumpuaako luotu arvo ensikädessä yhtiön sisällä tapahtuvista tekijöistä vai ensisijaisesti pääomasijoittajan myötävaikutuksesta.

3.2 Arvonluonnin lähteet

Kaplanin ja Strömbergin (2009) mukaan pääomasijoittaja toteuttavat kolmen tyyppisiä muutoksia kohdeyhtiöihinsä tavoitteena luoda arvoa. Nämä kolme luokkaa ovat rahoitukselliset muutokset (financial engineering), operatiiviset muutokset (operational engineering) ja hallinnolliset muutokset (governance engineering).

Loos (2005) luokittelee arvonluonnin lähteitä erilaisiin ajureihin. Hän rakentaa luokittelunsa Bergin ja Gottschalgin (2005) esittelemän mallin pohjalta ja jakaa ajurit

suoriin, epäsuoriin ja muihin arvonajureihin. Suorilla ajureilla on yleisesti nimensä mukaisesti suora vaikutus yrityksen arvoon ja kassavirtoihin, esimerkiksi joko kasvattamalla liikevaihtoa, leikkaamalla kuluja tai tehostamalla pääoman käyttöä. Täten ne parantavat yrityksen taloudellista suoriutumista ja aiheuttavat todellista arvonluontia kohdeyhtiössä. (Kitshing, 1989).

Epäsuorat ajurit eivät suoranaisesti itse luo arvoa, vaan ne ennemminkin vahvistavat suorien ajureiden positiivista vaikutusta. Epäsuorat ajurit liittyvät muutoksiin yhtiön organisaatiossa, hallintotavassa (corporate governance) ja omistajarakenteessa. Tutkimuksissa on huomattu agenttiongelmien olevan buyoutien kohdalla ongelma (Opler ja Titman, 1993) ja niiden poistaminen on nähty merkittävänä osana buyoutien arvonluontia. (Jensen, 1989). Johtuen epäsuorien ajurien luonteesta on niiden numeerinen arviointi haastavaa.

Loos (2005) esittää suorien ja epäsuorien ajureiden lisäksi muita ajureita. Pääomasijoittajien toteuttamissa leveraged buyouteissa merkittävä osa arvoa syntyy tai niin sanotusti kaapataan (value capturing) ennen kuin yrityskauppa on toteutettu. Merkittävä osa arvosta syntyy tällöin yritysosto- ja neuvotteluvaiheessa. Nämä epäsuorat ajurit voivat liittyä esimerkiksi tiedon epäsymmetriseen jakautumiseen ja markkinoiden tehottomuuteen tai pääomasijoittajien hyvään neuvottelutaitoon.

3.2.1 Hallinnolliset muutokset

Jensen (1989) ja Kaplan (1989a, 1989b) kuvailevat pääomasijoittajien yhtiöilleen toteuttamia hallinnollisia (governance engineering) ja rahoituksellisissa muutoksia (financial engineering) arvonluonnin keinona. Hallinnolliset muutokset ovat tärkeä osa LBO:den arvonluontia. Hallinnolliset muutokset ovat esimerkiksi muutoksia kohdeyrityksen organisaation järjestyksessä, hallitustoiminnan aktiivisuudessa ja johdon kannustinjärjestelmissä. Näillä muutoksilla pääomasijoitusyhtiön tavoitteena on pyrkiä vähentämään agenttikustannuksia. Pääomasijoittajat korvaavat johdon, mikäli se ei kykene suoriutumaan suunnitellun mukaisesti. Acharyan ja Kehoen (2008) mukaan kolmasosa kohdeyhtiöiden toimitusjohtajista korvataan sadan ensimmäisen

päivän sisällä ja kaksi kolmasosaa jossain vaiheessa ensimmäisen neljän vuoden aikana.

Pääomasijoittajat hyödynsivät jo 80-luvulla merkittäviä kannustinjärjestelmiä kohdeyhtiöidensä johdon sitouttamisessa osakkeiden ja optioiden muodossa, tämän ollessa vielä vähemmän yleistä julkisten yhtiöiden keskuudessa. (Jensen & Murphy, 1990). Johdon omistukset ovat nelinkertaiset pääomasijoitusyhtiöiden yksityisissä salkkuyhtiöissä verrattuna julkisiin yhtiöihin. (Kaplan, 1989b). Vaatimalla merkittävän oman pääoman ehtoisen sijoituksen johdolta, pääomasijoittajat sitouttavat johdon. Tällöin johdolla merkittävän omistusosuuden myötä on mahdollisuus merkittäviin tuottoihin arvonnousun myötä, mutta myös tappioihin. Johdon omistusten yksityinen luonne tekee osuuksista epälikvidejä, jolloin he eivät kykene realisoimaan osuuttaan ennen pääomasijoittajan irtaantumisen myötä tapahtuvaa yrityskauppaa.

Kaplan ja Strömberg (2009) tutkivat leveraged buyouteja, jotka ovat toteutuneet 1996–2004 ja huomaavat, että kohdeyhtiöiden toimitusjohtajien keskimääräinen omistusosuus yhtiöstä on 3–5 % ja koko johtoryhmän 15–16 %. Tulokset ovat kokoluokaltaan yhteneviä Kaplanin (1989b) löydösten kanssa hänen tutkiessaan 80-luvulla toteutettuja buyouteja. Vaikka julkisetkin yhtiöt ovat ottaneet yhä yleisemmin käyttöönsä johdon osake- ja optiopohjaiset kannustinjärjestelmät, ovat johdon omistusosuudet LBO-kohdeyhtiöissä yhä huomattavasti suurempia (Kaplan & Strömberg, 2009)

Pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden hallitukset ovat pienempiä ja tapaavat useammin verrattuna julkisiin yhtiöihin. He ovat myös aktiivisemmin mukana yhtiöiden hallitusten kautta kehittämässä yhtiötä. Acharyn ym. (2013) mukaan pääomasijoittajien yhtiöiden hallitukset kokoontuvat keskimäärin 12 kertaa vuodessa virallisesti ja epävirallisesti vielä useammin.

3.2.2 Rahoitukselliset muutokset

Kaplanin (1989a, 1989b) ja Jenssenin (1989) mukaan toinen merkittävä keino arvon luonnille on velkavivun käyttö. Velkataakka luo yrityksen johdolle painetta olla tuhlaamatta rahaa, sillä yhtiön on kyettävä hoitamaan lainojen lyhennykset ja korkomaksut. Jensen (1989) kutsuu tätä ilmiötä velan maltillistavaksi vaikutukseksi (Disciplining effect of debt), samalla se vähentää hänen esittämiään vapaan kassavirran ongelmia, jossa yhtiön johto ei osaisi allokoita näitä ylimääräisiä varoja tavalla, joka olisi osakkeenomistajien etujen mukaista. Velka ja sen tuomat velvoitteet estävät johtoa tekemästä investointeja, joiden ainoa tarkoitus on kasvattaa yhtiötä, eikä luoda arvoa osakkeen omistajille. (Jensen, 1986, 1989.)

Tärkeä rahoituksellinen arvonluonnin lähde on vieraan pääoman käytöstä syntyvä verokilpi. Useissa maissa vieraan pääoman korkokustannukset ovat verotuksessa vähennyskelpoisia. Verokilpi ei kuitenkaan hyödytä yritystä, mikäli se ei tee tulosta, josta korkokulut voitaisiin vähentää, mikä korostaa buyoutien tilanteessa kykyä valita kohdeyhtiötä, jotka kykenevät luomaan positiivista kassavirtaa. Hyödyntämällä vierasta pääomaa on yrityksen myös mahdollista laskea pääoman keskimääräistä kustannusta.

Velan määrän ja sen mukanaan tuomien kasvaneiden lainanhoitokustannusten myötä myös yrityksen konkurssiriski kasvaa. Yrityksen on mahdollista käyttää liian suurta velkavipua, jolloin kasvaneet konkurssiriskit ylittävät vivun tuoman hyödyn. Engel, Braun ja Achleitner (2012) tutkivat velankäytön ja omanpääoman tuoton suhdetta transaktio tasolla ja huomaavat, että taso, jolla ylisuuri velkavipu saavutetaan, on noin 90%, jonka jälkeen oman pääoman tuotot kääntyvät laskuun. Heidän tutkimuksensa on linjassa perinteisen trade-off teorian kanssa, jonka mukaan velkavivun ja yrityksen arvon välinen suhde ei ole lineaarinen. Kriittisen optimaalisen tason jälkeen lisävelan käytöllä on yrityksen arvoa tuhoava vaikutus.

Strömberg (2008) tutkii leveraged buyouteja ja havaitsee, että vuosittain 1,2 % pääomasijoittajien kohdeyhtiöistä päätyy konkurssiin tai velkasaneeraukseen. Luku on suurempi kuin yhdysvaltalaisen pörssiyrityksien vastaava luku (0,6 %), mutta pienempi kuin keskimääräinen joukkovelkakirjoja laskevien yritysten

maksukyvyttömyysaste (default rate) (1,6 %). Wilson, Wright ja Cressy (2010) mukaan buyoutit, joissa toteuttajana on ollut pääomasijoitusyhtiö eivät epäonnistu yhtä todennäköisesti verrattuna niihin, joissa ei ole pääomasijoittajaa osallisena.

Pääomasijoittajien korostama arvonluontikeino, jolle tutkijat eivät ole löytäneet yksimielistä näyttöä on niin sanottu velan ja oman pääoman välinen arbitraasi (debt-equity-arbitrage). Tämän mukaan yhtiön kannattaa maksimoida käytetty vieraan pääoman määrä kuumien velkamarkkinoiden aikana, ja tällöin ostaa halvalla velalla osuuksia sopivista kohdeyhtiöistä. Velan ja oman pääoman arbitraasi on linjassa yhtiön pääomarakennetta kuvaavan ajoitusteorian kanssa. Arbitraasin hyödyntämistä käsitelleet tutkimukset ovat kuitenkin saaneet eriäviä tuloksia (Engel ym. 2012: Axelson, .2013)

3.2.3 Operatiivinen kehitys

Rahoitukselliset ja hallinnolliset arvonluontimekanismit olivat yleisimmät arvonluontikeinot 1980-luvulla. Nykypäivänä näiden kahden rinnalle yhä merkittävämpään rooliin on noussut myös operatiiviset arvonluontimekanismit, joilla tarkoitetaan pääomasijoittajien operatiivista ja toimialakohtaista asiantuntijuutta ja kokemusta, joita sovelletaan kohdeyhtiöihin. Operatiivisten arvonluontimekanismien arvonluonnissa on korostunut, sillä myös julkiset yhtiöt ovat osakseen ottaneet käyttöön hallinnollisia ja rahoituksellisia arvonluontimekanismeja, erityisesti johdon palkitsemisjärjestelmien muodossa. (Kaplan & Strömberg, 2009)

Nykypäivänä useat pääomasijoitusyhtiöt ovat erikoistuneet tiettyjen toimialojen ympärille. Sen lisäksi, että ne luovat arvoa erinomaisella transaktio- ja rahoitusosaamisellaan, yhtiöillä on yhä suuremmissa määrin myös erityistä toimialakokemusta. Kertyneen toimialakokemuksen avulla pääomasijoittajat pystyvät tehostamaan operatiivista toimintaa ja esimerkiksi divestomaan heikompia liiketoimintoja ja omaisuuseriä sekä myös parantamaan jäljelle jäävien toimintojen tehokkuutta. (Guo ym., 2011; Kaplan ja Strömberg, 2009)

Cressy, Munari ja Malipiero (2007) osoittavat, että pääomasijoitusyhtiön on mahdollista saada kilpailuetua erikoistumisen kautta. Heidän tutkimuksensa mukaan

pääomasijoitusyhtiön erikoistuminen parantaa sijoitusten keskimääräistä operatiivista kannattavuutta 6–8 % verrattuna erikoistumattomien pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukseen. Heidän mukaansa erikoistumisen tuomat hyödyt ylittävät matalamman hajautuksen mukanaan tuomat riskit.

4 TUTKIMUS ARVONLUONNISTA

4.1 Arvonluonti transaktiotasolla

Tutkimukset ovat osoittaneet laajaa empiiristä evidenssiä sille, että leveraged buyoutien kautta ostetut yritykset ovat kyenneet parantamaan operatiivista tehokkuuttaan. Kuitenkin toteutuneen kehityksen määrä vaihtelee eri ajanjaksoina.

Kaplan ja Strömberg (2009) toteavat, että operatiivisen toiminnan kehittyminen on ollut positiivista yhtiöllä, jotka ovat tulleet ostetuiksi LBO:den kautta. Kaplan (1989b) tutkii 1980-luvulla toteutuneita public-to-private kauppvoja ja huomaa käyttökäteen ja myynnin välisen suhteen kasvaneen pitoaikana 10–20 % sekä absoluuttisesti että suhteessa toimialaan. Kassavirta suhteessa liikevaihtoon kasvoi arviolta 40 % ja samalla pääomakustannusten suhde liikevaihtoon laski. Nämä muutokset ovat merkittävästi vaikuttaneet yritysten arvon nousuun absoluuttisesti sekä suhteessa edustamaansa toimialaan. Smith (1990) saa tutkimuksissa vastaavia tuloksia.

Guo ym. (2011) tutkivat Yhdysvalloissa 1990–2006 toteutuneita buyouteja, ja huomaavat, että yhtiöt kokevat lievän parannuksen operatiivisessa kannattavuudessa. Määrällisesti kehitykset ovat kuitenkin huomattavasti pienempiä verrattuna esimerkiksi Kaplanin (1989b) saamiin tuloksiin 1980-luvulla toteutuneissa buyouteissa. Samaan aikaan he kuitenkin näyttävät samojen buyoutien synnyttäneen korkeita tuottoja sijoittajilleen kohdeyhtiötasolla. He huomaavat, että operatiivisen kassavirran kasvu on suurinta yrityksissä, joissa pääomasijoittajat ovat korvanneet toimitusjohtajan uudella joko heti tai pian yritysoston jälkeen.

Cressy ym. (2007) vertailevat kuinka pääomasijoitusyhtiön mukanaolo on vaikuttanut Iso-Britanniassa toteutettujen buyoutien operatiiviseen tehokkuuteen vuosina 1995–2002. He vertaavat buyouteja toimialalla operoiviin verrokkiyhtiöihin ja havaitsevat buyoutien pystyvän parempaan operatiiviseen tehokkuuteen. Heidän mukaan Buyoutien operatiivinen tulos on kyseisellä ajanjaksolla ollut 4,5 % parempi. He tunnistavat myös, että parempi operatiivinen kannattavuus voi olla seurausta pääomasijoittajien paremmasta kyvystä tunnistaa hyviä kohdeyrityksiä. Cressyn ym.

(2007) tulokset tukevat Jensenin (1989) esittämää väitettä pääomasijoittajien buyout-organisaation tehokkuudesta.

Achleitner, Braun ja Engel (2011) tutkivat buyoutien transaktiotason arvonluontia ja osto- ja myyntihintojen vaikutusta tuottoihin 1986 buyoutin otoksella vuosina 1986–2010. He huomaavat, että operatiivisessa toiminnassa tapahtuneen kehitykseen ja velkavivun lisäksi, myös arvostuskertoimien kasvulla on merkittävä positiivinen vaikutus luodun arvon määrään ja oman pääoman tuottoihin. He näkevät, että arvostuskertoimien kasvu on seurausta pääomasijoittajien taidosta eikä vain onnea. Pitoaikana kasvanut liikevaihto vaikuttaa positiivisesti arvostuskertoimiin yritystä myydessä. He havaitsevat, että kokeneet pääomasijoittajat hyödyntävät suurempia velkavipuja. Käytetyn velkavivun ja maksetun ostohinnan välillä he näkevät positiivisen korrelaation, vaikkakin kokeneet pääomasijoittajat pystyvät kaikilla velkatasoilla silti neuvottelemaan matalampia hintoja. (Engel ym. 2011).

Achleitner ym. (2011) havaitsevat, että arvostuskertoimien kasvu kohdeyhtiöiden ostojen ja myyntien välillä on pääomasijoittajien omistamissa yhtiöissä suurempaa verrattuna vastaaviin yhtiöihin, joiden takana ei ole pääomasijoittajaa. Guo ym. (2011) tutkivat suuria public-to-private buyouteja ja huomaavat että noin 15 % luodusta arvosta voidaan nähdä olevan seurausta arvostuskertoimien muutoksista. Heidän mukaansa ei kuitenkaan voida täysin määritellä, mikä osa kertoimien kasvusta on seurausta julkisilla markkinoilla tapahtuneista muutoksista ja mikä yhtiökohtaisista tekijöistä.

Groh ja Gottschalg (2006) tutkivat Yhdysvalloissa vuosina 1984–2004 toteutettua 199 buyoutia ja vertaavat niitä S&P 500 indeksiportfolion tuottoon samana ajanjaksona. Tutkimuksen mukaan buyoutit ovat kyenneet tuottamaan merkittävää ylituottoa verrattuna S&P500 indeksiportfolioon. Heidän analyysiinsä vahvistaa olettamusta siitä, että buyout-sijoittajat suosivat kohdeyhtiöitä aloilta, joilla operatiivinen riski on pientä. Samalla he pyrkivät hyödyntämään voimakkaasti velkavipua ja täten siirtämään osan transaktioon liittyvästä riskistä vieraanpääoman sijoittajille.

Nikoskelainen ja Wright (2007) tutkivat Iso-Britanniassa vuosina 1995–2004 toteutunutta 321 buyoutia. He eivät havaitse hallinnollisten mekanismien vaikuttavan

merkittävästi arvonluontiin. Heidän mukaansa buyoutien koko ja pitoaikana tehdyt yritystotot ovat positiivisesti yhteydessä absoluuttisesti suurempiin transaktiokohtaisiin tuottoihin. Osasyys suurempiin tuottoihin he näkevät suurempien yhtiöiden pienemmän konkurssiriskin sekä suuremmasta koosta johtuvan kiinnostuksen strategisten ostajien suunnalta.

Engel ym. (2012) löytävät näyttöä siitä, että pääomasijoittajien on mahdollista hyödyntää vieraan ja oman pääoman markkinoiden välillä vallitsevaa tehottomuutta velkamarkkinoiden olosuhteiden ollessa suotuisat ja hyödyntää tätä väärin hinnoittelua parantaakseen tuottoja. Axelson ym. (2013) ovat tutkineet samaista arbitraasi ilmiötä, ja heidän tutkimuksissaan he eivät löytäneet tukea sille, että kyseisen hinnoitteluvirheen hyödyntäminen olisi arvon luonnin kannalta mahdollista. Huomattavaa on kuitenkin, että Axelson ym. (2013) tutkivat aihetta rahastojen tasolla ja Engel ym. (2012) transaktiotasolla, mikä voi osakseen selittää eriäviä tutkimustuloksia.

Bonini (2015) tutkii 2000-luvulla yleistyneitä secondary buyouteja (SBO), eli kauppoja, jossa molemmat osapuolet ovat pääomasijoittajia. Hän selvittää kuinka arvonluonti eroaa buyouteista, jotka eivät ole olleet aiemmin pääomasijoittajan omistuksessa. Hänen mukaansa, etteivät SBO:t onnistu kehittämään operatiivista toimintaa enemmän verrattuna toimialan verrokkiyhtiöihin, mikä tukee hänen oletustaan siitä, että arvonluonti SBO:ssa on seurausta suurilta osin korkeammasta velkavivusta. Vastaavasti Achleitner ja Figge (2014) eivät kuitenkaan löydä näyttöä sille, että secondary buyoutit tarjoaisivat pienempiä pääoman tuottoja tai heikompi operatiivisen kehittämisen mahdollisuuksia. Heidän löydöksensä ovat kuitenkin yhtenevät Boninin (2012) kanssa siinä, että SBO:t hyödyntävät korkeampia velkavivuja suhteutettuna käyttökatteeseen ja että kyseiset transaktiot ovat hinnoiltaan 6–9 % kalliimpia.

Achleitner, Braun, Engel, Figge ja Tappeiner (2010) tutkivat 206 Euroopassa vuosina 1991–2005 toteutettua buyoutia, ja niissä tapahtuvaa arvonluontia pyrkimyksenään luoda katsaus erikokoisten eurooppalaisten järjestelyiden arvonluontiin aiemman tutkimuksen keskittyessä lähinnä suurempiin järjestelyihin. Heidän mukaansa arvonluonnista noin kolmasosa (32 %) on seurausta velkavivun käytöstä ja loput kaksi

kolmasosaa seurausta operatiivisen toiminnan kehittymisestä (46 %) ja arvostuskertoimien noususta (18 %). Heidän mukaansa suuremmat järjestelyt luovat pieniin verrattuna enemmän arvoa ja näyttävät sen olevan seurausta suuremmasta velkavivun hyödyntämisestä. Tämä on linjassa myös Nikoskelaisen ja Wrightin (2007) saamien tulosten kanssa. Achleitner ym. (2010) huomaavat velkavipujen olleen suurempia ja pitoaikojen lyhempiä vuosina 2001–2005 verrattuna vuosiin 1991–2000.

Puche, Braun ja Achleitner (2015) tutkivat laajaa 2029 buyoutin otantaa, jotka on toteutettu vuosina 1987–2013. Heidän löydöksensä tarjoaa harvinaislaatuista laajaa ajallista näyttöä buyouttien arvonluonnista. Heidän mukaansa kyseisellä ajanjaksolla toteutetut buyout järjestelyt ovat onnistuneet tuottamaan sijoitukset 3,4-kertaisena takaisin. Luodusta arvosta heidän mukaansa 31 % on seurausta rahoituksellisista muutoksista, ensikädessä velkavivusta, 48 % operatiivisessa toiminnassa tapahtuneesta kehityksestä ja 15 % oston ja myynnin välissä tapahtuneesta arvostuskertoimien kasvusta. Heidän mukaansa arvostuskertoimien kasvu on seurausta pääomasijoittajan neuvottelutaidoista, markkinalla tapahtuneista muutoksista ja pitoaikana tapahtuneista muutoksista johtuvista paremmista kasvunäkymistä.

Puche ym. (2015) osoittavat, että buyoutin arvonluonnin kannalta merkittävin tekijä on sen toteutumisaikajankohta. Heidän mukaansa arvonluonti on ollut suurinta ajanjaksolla 1987–2000 jolloin keskimääräinen times money-kerroin on ollut 4,3. Vastaava luvun ollessa vuosille 2001–2008 ja 2009–2013 3,6 ja 2,8. Absoluuttinen luodun arvon määrä on laskenut kaikissa luokissa kaikkina ajanjaksoina 1980-luvun jälkeen, mutta suhteellisesti lasku ollut kaikkein pienintä operatiivisen toiminnan kehityksessä, mikä on nostanut sen suhteellista osuutta arvonluonnissa.

4.2 Arvonluonti rahastoissa

Harrisin, Jenkinsonin ja Kaplanin (2014) mukaan huolimatta laajasta pääomasijoitusrahastoihin kohdistuvasta tutkimuksesta pääomasijoitusrahastojen historiallisesta menestyksestä ei voida olla täysin varmoja johtuen

tutkimustarkoituksiin käytettävissä olevan käyttökelpoisen datan vähäisestä määrästä ja ajoittain kyseenalaistettavasta laadusta. Harris ym. (2014) tutkivat 598 buyout-rahaston otantaa vuosina 1984–2008. Heidän mukaansa buyout-rahastot ovat 1980-, 1990- ja 2000-luvuilla tuottaneet niihin sijoittaneille 20 % enemmän kulujen jälkeen kuin S&P 500 indeksi vastaavana aikana. Vuositasolla ero on tarkoittanut 3 % parempaa tuottoa.

Kaplan ja Schoar (2005) tutkivat pääomarahastojen tuottamia tuottoja vuosina 1985–2001 ja vertailivat niitä S&P 500 indeksiin samana ajanjaksona. Heidän mukaansa hallinnointipalkkioiden vähentämisen jälkeen mediaani rahasto pystyi tuottamaan 80 % verrattuna S&P 500 vastaavana aikana. Keskiarvo rahastolle sama luku oli 90 % Heidän löydöksensä osoittavat, että kokeneimmat ja suurimmat rahastot pystyivät tuottamaan huomattavaa lisäarvoa sijoittajilleen. Tutkimuksen mukaan näiden rahastojen mediaani tuotto oli 150 % verrattuna S&P 500 indeksiin ja keskiarvo 170 %. Kokeneiden pääomasijoittajien suoriutuminen osoittaa jatkuvuutta, jonka voidaan nähdä olevan seurausta taidosta. Vastaavanlaista pitkän aikavälin jatkuvuutta ei nähdä osakerahastoissa (Carhart, 1997). Phalippou ja Gottschalg (2009) toistavat Kaplanin ja Schoarin (2005) tutkimuksen hieman suuremmalla otannalla, saaden vastaavanlaisia tuloksia. Phalippoun ja Gottschalgin (2009) mukaan keskiverto pääomarahasto tuottaa vuositasolla ennen palkkioita 3 % enemmän ja palkkioiden jälkeen 3 % vähemmän kuin vertailuindeksinä käytetty S&P 500.

Braun, Jenkinson ja Stoff (2017) toistavat Kaplanin ja Schoarin tutkimuksen otoksella, joka kattoi laajemman ajanjakson ja maantieteellisen alueen. Heidän mukaansa pääomarahastojen suoriutuminen ei ole yhtä vahvaa, kuin Kaplanin ja Schoarin tulokset näyttävät. Braun ym. (2017) osoittavat, että nykyisten sijoitusten tuotot ovat positiivisesti yhteydessä saman salkunhoitajan aiempien sijoitusten kanssa. He kuitenkin näyttävät, että Kaplanin ja Schoarin (2005) tutkiman ajanjakson jälkeisenä aikana, heidän löytämänsä positiivisen suoriutumisen jatkuvuus on merkittävästi vähentynyt. Braun ym. (2017) epäilevät syyn olevan pääomasijoitusalan kypsyminen ja kasvanut kilpailu ostokohteista, mikä on ajanut ostohintoja ylöspäin. Heidän tutkimuksensa osoittaa myös, että kilpailun ollessa suurta, edes parhaimmat salkunhoitajat eivät pysty ylläpitämään erinomaista tulostasoaan.

Robinson ja Sensoy (2011) tutkivat 867 rahaston otosta vuosina 1984–2010. Heidän mukaansa buyout-rahastot tuottivat elinaikansa aikana palkkioiden jälkeen 18 % enemmän kuin vertailu indeksinä käytetty S&P 500. Vuositason tuoton ollessa 3 % indeksiä parempi. Heidän tuloksensa vastaavat melko tarkasti Harrisin ym. (2014) saamia tuloksia. Robinsonin ja Sensoy (2011) mukaan, rahastojen tuotot korreloivat vahvasti vallitsevien markkinaolosuhteiden kanssa. He osoittavat, että rahastot, jotka on perustettu markkinoiden ollessa kuumia, suoriutuivat heikommin.

5 YHTEENVETO

Tutkielman tarkoituksena oli selvittää keinot, joilla pääomasijoittajat luovat arvoa buyout-järjestelyissä ja selvittää kuinka transaktiotason arvonluonti heijastelee rahaston tuottoihin. Tavoitteena oli myös tarkastella arvonluonnissa mahdollisesti tapahtuneita muutoksia. Tutkielma toteutettiin kirjallisuuskatsauksena.

Pääomasijoittajat hyödyntävät pääasiassa kolmenlaisia arvonluonti keinoja tavoitteinaan luoda arvoa kohdeyhtiöissään. Nämä kolme keinoa ovat; rahoitukselliset, hallinnolliset ja operatiiviset muutokset. Keinot voidaan jakaa myös sen mukaan, luovatko ne arvoa suorasti vai epäsuorasti. Hallinnollisten muutosten arvonluontia on haastavaa mitata numeerisesti johtuen sen epäsuorasta suhteesta yhtiön taloudelliseen suoriutumiseen. Rahoitukselliset muutokset ovat muutoksia yhtiön pääomarakenteessa ja rahoituspäätöksissä. Hallinnolliset muutokset voivat olla muutoksia esimerkiksi organisaatiossa, hallinnointitavassa tai johdon kannustinjärjestelmissä.

Pääomasijoittajat kykenevät luomaan arvoa myös kasvattamalla kohdeyhtiöidensä arvostuskertoimia pitoaikana. Tutkimuksien mukaan noin 15 % luodusta arvosta voidaan osoittaa olevan seurausta kertoimien kasvusta. Tutkimukset kuitenkin tunnistavat, että on hyvin hankalaa osoittaa, mikä osa arvostuskertoimien noususta on suoraan seurausta pääomasijoittajien toiminnasta ja mikä osa on seurausta markkinoilla tapahtuneista muutoksista ja mikä tuuria.

Aiheesta tehty tutkimus keskittyy pääsääntöisesti suuriin anglosaksisten maiden markkinoilla toteutettuihin kauppoihin. Arvonluonnin nähdään olleen suurinta 1980-luvulla, jolloin pääomasijoittajien oli mahdollista hyödyntää historiallisen suuria velkavipuja. Tuolloin myös hallinnollisten uudistusten avulla oli mahdollista saavuttaa merkittävää arvoa, sillä julkiset yhtiöt eivät olleet vielä ehtineet omaksua esimerkiksi johdon aggressiivisia osakepohjaisia kannustinjärjestelmiä. Myös kilpailu sopivista buyout kohteista oli 80-luvulla vähempää kuin nykypäivänä ja on havaittavissa, että pääomasijoitusmarkkinat ovat alkaneet, kuten muutkin markkinat kypsyä. Toistamalla menneisyydessä toimiviksi todettuja keinoja ei voida olla varmoja menestyksestä nykypäivänä.

Rahastotasolla tutkimukset eivät anna yksiselitteistä näyttöä rahastojen tuotoista. Siihen pystyykö rahasto tuottamaan indeksiä suurempaa tuottoa vaikuttaa suuresti rahastoa hallinnoivan pääomasijoitusyhtiön koko ja kokemus. Kuitenkin suuri osa tutkimuksista viittaa myös siihen, että pääomarahastot olisivat onnistuneet tuottamaan sijoittajille ylituottoa verrattaessa indeksiin. Huomattavaa on kuitenkin, että tutkimukset osoittavat salkunhoitajien ja pääomasijoitusyhtiöiden menestyksen välillä olevan suuria eroavaisuuksia. Suuret ja pitkään toimineet yhtiöt ja salkunhoitajat ovat kyenneet tuottamaan positiivisia tuloksia vastaperustettuja paremmin. Koska pääomarahastoon tehtyä sijoitusta ei voida rahaston elinaikana realisoida, on sijoittajien perusteltua odottaa sijoituksilleen indeksiä parempaa tuottoa.

Buyoutit ovat tutkimuksen aiheena haastava johtuen siitä, ettei pääomasijoittajilla ole julkisiin yhtiöihin verrattavaa raportointivelvollisuutta. Myös tutkijoille avoinna olevan datan määrässä ja laadussa on puutteita. Tutkielman esittelemät tutkimukset on pääsääntöisesti suoritettu suurilla transaktioilla, minkä vuoksi tulokset eivät välttämättä kuvasta koko toimialaa. Johtuen työssä esitettyjen tutkimustulosten alueellisesta keskittymisestä Pohjois-Amerikkaan ja Eurooppaan, ei tutkielma anna vastausta esitettyihin tutkimuskysymyksiin esimerkiksi kehittyvien markkinoita tai Aasian osalta. Rahastoilla on määrämittainen elinaika, ja suoritumista voidaan lopulta tarkastella ja tutkia vasta, kun rahasto on irtaantunut kaikista sijoituksistaan. Rahaston elinaikana tehtävä raportointi ei ole yhtä tarkkaa ja säännösteltyä verrattuna julkisiin yhtiöihin, joihin pääomasijoituksia useimmiten vertaillaan.

Tulevaisuudessa aiheesta voitaisiin tutkia, kuinka viime vuosina pitkään jatkunut nollakorkoympäristö ja keskuspankkivetoiset elvytystoimet ovat vaikuttaneet buyout aktiivisuuteen. Mielenkiintoista olisi myös selvittää onko halvempi raha ajanut transaktioiden arvostuskertoimia yhä ylöspäin.

LÄHTEET

- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M. & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *Review of Financial Studies*, 26(2), 368–402. doi:10.1093/rfs/hhs117
- Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C. & T, F. (2010). Value creation drivers in private equity buyouts: Empirical evidence from Europe. *Journal of Private Equity*, 13(2), 17–27. doi:10.3905/JPE.2010.13.2.017
- Achleitner, A., Braun, R. & Engel, N. (2011). Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe and North America. *Review of Financial Economics*, 20(4), 146–161. doi:10.1016/j.rfe.2011.09.001
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *Journal of Finance*, 68(6), 2223–2267. doi:10.1111/jofi.12082:
- Baker, G. P. and C. A. Montgomery (1994). Conglomerates and LBO associations: A comparison of organizational forms. Harvard Business School Working Paper.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, (2002), Market timing and capital structure, *Journal of Finance* 57(1), 1–32. doi:10.1111/1540-6261.00414
- Bonini, S. (2015). Secondary buyouts: Operating performance and investment determinants. *Financial Management*, 44(2), 431–470. doi:10.1111/fima.12086
- Cressy, Robert, Federico Munari & Alessandro Malipiero (2007). Playing to their strength? evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647–669. doi:10.1016/j.jcorpfin.2007.04.007
- Deloitte (2020), The growing private equity market. Haettu osoitteesta <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/private-equity-industry-forecast.html>
- Demiroglu, C. & James, C. M. (2010). The role of private equity group reputation in LBO financing. *Journal of Financial Economics*, 96(2), 306–330. doi:10.1016/j.jfineco.2010.02.001
- Engel, N., Reiner, B., Achleitner, A. (2012). Leverage and the performance of buyouts: (How) does the use of debt impact equity returns? *Zeitschrift Für Betriebswirtschaft*, 82(5), 451–490. doi:10.1007/s11573-012-0559-y

- Groh, A. P., & Gottschalg, O. (2006). The risk-adjusted performance of US buyouts. Groupe HEC.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S. & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance*, 66(2), 479–517. doi: 10.1111/j.1540-6261.2010.01640.x
- Jensen, M. C. (1989a). Active investors, LBOs and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* 2(1): 35–44. doi: 10.2139/ssrn.244152
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61–74. doi:10.2139/ssrn.146149
- Kaplan, S. N. (1989a). Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value. *Journal of Finance*, 44(3), 611–632. doi:10.1111/j.1540-6261.1989.tb04381.x
- Kaplan, Steven N. (1989b). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24(2): 217–54. doi: 10.1016/0304-405X(89)90047-0
- Kaplan, S. N., & Stein, J. C. (1993). The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics*, 108(2): 313–57. doi: 10.1111/j.1745-6622.1993.tb00374.x
- Kitching, J. (1989). Early returns on LBOs. *Harvard Business Review* 67(6): 74-81.
- KKR (1989). Leveraged buy-outs. *Journal of Applied Corporate Finance* 2(1): 74–81.
- Lauriala, J. (2009). Yritysjärjestelyiden rahoitus. *Defensor Legis : Suomen Asianaajaliiton Äänenkannattaja*, 90(6), 947–960.
- Lichtenberg, F. R., & Siegel, D. (1990). The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 165–194. doi:10.1016/0304-405X(90)90025-U
- Loos, N. (2005). Value creation in leveraged buyouts. *University of St. Gallen, Business Dissertations*, 1–414
- McKinsey. (2019) Private market come of age. Haettu osoitteesta <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/private%20markets%20come%20of%20age/private-markets-come-of-age-mckinsey-global-private-markets-review-2019-vf.ashx>

- Metrick, A. & Yasuda, A. (2010). The Economics of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341. doi: 10.1093/rfs/hhq020
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*. 53(3). 433–443.
- Niemelä, J., Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K. & Wilkman, N. (2011). *Yrityskauppa*. Helsinki: WSOYpro.
- Nikoskelainen, E. & Wright, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 511–537. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2007.04.002
- Opler, T. and S. Titman (1993). The determinants of leveraged buyout activity : Free cash flow vs. financial distress costs. *Journal of Finance*, 48(5): 1985-1999. doi: 10.1111/j.1540-6261.1993.tb05138.x
- Phalippou, L. & Gottschalg, O. (2009). The Performance of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 22(4). doi: 10.1093/rfs/hhn014
- Puche, B., Reiner, B. & Achleitner, A. (2015). International evidence on value creation in private equity transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(4), 105–122. doi: 10.1111/jacf.12152
- Pääomasijoittajat (2019). Suomalaiset startupit houkuttelevat Euroopan eniten sijoituksia pääomasijoittajilta. Haettu osoitteesta: <https://paaomasijoittajat.fi/suomalaiset-startupit-houkuttelevat-euroopan-eniten-sijoituksia-paaomasijoittajilta/>
- Robinson, D. T. & Sensoy, B. A. (2016). Cyclicalit, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 521–543. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.09.008
- Smith, Abbie. 1990. Capital ownership structure and performance: The case of management buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1): 143–64. doi: 10.1016/0304-405X(90)90024-T
- Wilson N, Wright M, Cressy R (2010) Private equity and insolvency. Report. British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA)