



fundco

PE-SIJOITTAMINEN TÄNÄÄN - SÄÄTIÖVERSIO

7.3.2025

KIRJOITTAJAT



SAKU SAIRANEN

Toiminut salkunhoitajana sekä listatulla että listaamattomalla markkinalla vastaten miljardien eurojen sijoitusvarallisuudesta.

Perustajajäsenenä ja omistajana finanssialan konsulttiyhtiössä.

TEEMU LESKINEN

Vastannut velkarahoituksesta sekä sijoitusrakenteista isossa, kansainvälisessä kiinteistörahastossa

Perustaja ja omistaja sijoitus-yhtiöihin erikoistuneessa tilitoimistossa



SANTTU SAIJETS

Toiminut salkunhoitajana mm. infrastruktuurisijoituksissa tehden sekä suoria että rahastomuotoisia sijoituksia

Perustajajäsenenä ja omistajana finanssialan konsulttiyhtiössä



ERKKO ETULA

Työskennellyt Managing Directorina Goldman Sachsilla ja ekonomistina FEDissä

TJ:nä perustamassaan varainhoitoyhtiössä

Palkittu sijoittamista käsittelevistä artikkeleistaan (Engle Prize ja Amundi Smith Breeden Prize)



PE-sijoittaminen tänään - Säätiöversio

Sisältö

- 1 PE-sijoittamisen historiasta
- 2 PE:n määritelmä ja alaomaisuuslajit
- 3 Sidosryhmät ja roolit
- 4 Elinkaari ja peräkkäiset rahastot
- 5 Kassavirtaprofiili
- 6 Kustannukset ja tuotonjako GP:n ja LP:n välillä
- 7 PE-rahastojen valitsemisesta
- 8 Allokation rakentaminen ja ylläpitäminen
- 9 Säätiöiden näkökulma

fundco

Kirjoittajat:

Saku Sairanen

saku.sairanen@fundco.fi
+358 40 724 5155

Teemu Leskinen

teemu.leskinen@fundco.fi
+358 44 270 9003

Santtu Saijets

santtu.saijets@fundco.fi
+358 50 5713409

Erkko Etula

erkko.etula@fundco.fi

Johdanto

Private Equity (PE) on pääomasijoitustoimintaa, jossa sijoittajat sijoittavat pääomaa yksityisiin yrityksiin. Suomessa PE-sijoittamista ovat tehneet lähinnä eläkeyhtiöt ja suurimmat family officet. Muille toimijoille PE-sijoittaminen on jäänyt pieneen rooliin, ja sijoitukset ovat kohdistuneet rahastojen rahastoihin.

Suomalaiset ammattimaiset sijoittajat ovat kuitenkin osoittaneet kasvavaa kiinnostusta PE-sijoittamista kohtaan, mikä on luonnollista ottaen huomioon historiallisesti korkeat tuotot sekä positiiviset vaikutukset sijoitussalkun hajautukseen.

Suomeksi PE-sijoittamisesta löytyy erittäin vähän tietoa. Tässä teoksessa PE-sijoittamisen tärkeimmät piirteet tuodaan esiin kootusti ja se on suunnattu erityisesti suomalaisille yleishyödyllisille säätiöille, joille PE-rahastot sopivat todella hyvin osaksi sijoitusallokaatiota. Näin haluamme osaltamme tukea suomalaista säätiökenttää PE-sijoituksissa.

Tärkeimmät nostot

- PE-sijoittaminen on kasvanut voimakkaasti finanssikriisin jälkeen ja sijoittaminen on tullut mahdolliseksi laajemmalle joukolla sijoittajia
- PE-rahastot ovat keskimäärin tarjonneet korkeampaa tuottoa ja parempaa hajautusta sijoitusallokaatioon. Valtaosa isoistakin yrityksistä on listaamattomia.
- Buyout-rahastot ovat olleet tuottoisin kategoria PE-rahastojen joukossa
- PE-allokation rakentamisen vaiheen dynamiikka eroaa merkittävästi allokation ylläpitovaiheesta. Molempien vaiheiden ymmärtäminen on sijoittajalle välttämätöntä.
- PE-rahastojen tuotoissa on ollut merkittävää vaihtelua, joten rahastojen valintaan on syytä panostaa
- Suomalaisten säätiöiden pitkät sijoitushorisontit ja ennakoitavat likviditeettitarpeet tekevät PE-rahastoista sopivia sijoituksia säätiöille
- Suomalaiset säätiöt tarvitsevat lähes aina voitonjakolainarakenteen säilyttääkseen veroasemansa PE-rahastoihin sijoitettaessa

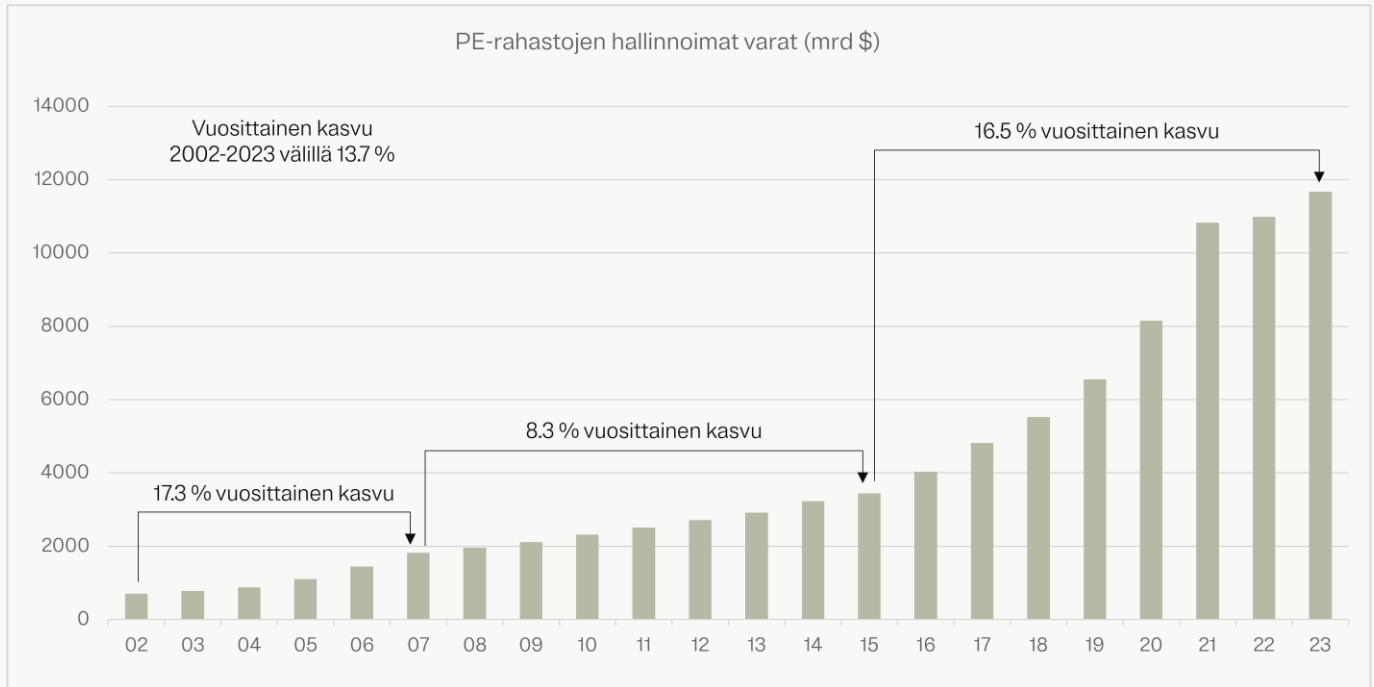
1. PE-sijoittamisen historiasta

PE-sijoittamisen nähdään alkaneen 1970-luvulla Yhdysvalloissa. Tällöin sijoitusmarkkinoille ilmestyi ensimmäisiä rahastoja, jotka sijoittivat listaamattomiin alkuvaiheen yrityksiin. Ensimmäiset venture capital (VC) -rahastot tekivät sijoituksia vuonna 1972 yhteensä 225 miljoonan dollarin verran, mutta vuonna 1975 jäätin vain 60 miljoonaan dollariin. PE-sijoittaminen ei siis saanut mitään lentävää lähtöä vielä 70-luvulla.

Ensimmäiset myöhemmän vaiheen yrityksiin sijoittavat buyout -rahastot syntyivät 1980-luvun alkupuolella Yhdysvalloissa. Tätä kehitystä vauhditti vuonna 1979 tehty pääomaverotuksen laskeminen 50 %:sta 28 %:iin. Buyout-rahastojen suosio kasvoi voimakkaasti läpi 1980-luvun ja 1990-luvulle tultaessa PE-sijoittaminen alkoi levitä myös Eurooppaan ja Aasiaan.

2000-luvun alussa PE-rahastot ammattimaistuivat ja vakiinnuttivat paikkansa suurimpien institutionaalisten sijoittajien allokaatioissa. Vasta finanssikriisin jälkeen ja korkojen laskiessa nollaan PE kasvoi lähes eksponentiaalisesti isojen instituutioiden kasvattaessa omaisuuslajin painoa allokaatioissaan.

Tämä kehitys on nähtävissä myös suomalaisten eläkeyhtiöiden allokaatioiden voimakkaana kasvuna finanssikriisin jälkeen. Suomalaiset eläkeyhtiöt ovatkin nykyisin laajasti edustettuina tunnetuimpien ja tunnustetuimpien PE-talojen rahastoissa sijoittajina. Toisaalta eläkeyhtiöt ovat toistaiseksi olleet ainoita merkittäviä suomalaisia sijoittajia globaaleilla PE-markkinoilla.



Kuva 1. PE-sijoittaminen on kasvanut voimakkaasti finanssikriisin jälkeisenä aikana aina tähän päivään saakka. Lähde: Preqin

2. PE:n määritelmä ja alaomaisuuslajit

Seuraavaksi määrittelemme sen, mitä tarkoitetaan PE-sijoittamisella. Sen jälkeen esittelemme lyhyesti PE:n alaomaisuuslajit. Emme kuitenkaan syvenny tässä teoksessa alaomaisuuslajien erityispiirteisiin. Sen sijaan pitäydymme yleisluontoisessa esityksessä ja käytämme esimerkeissämme lähinnä buyout-rahastoja, jotka muodostavat PE-rahastoista suurimman osan.

2.1. PE:n määritelmä

Private equity (PE) on pääomasijoitustoimintaa, jossa sijoittajat sijoittavat pääomaa yksityisiin yrityksiin tai ostavat julkisesti noteerattuja yrityksiä pois pörssistä, jolloin ne muuttuvat yksityisiksi. Omistusaikana sijoittajien tavoitteena on parantaa yritysten suorituskykyä ja kasvattaa näin niiden arvoa, jotta yritykset voidaan myydä myöhemmin voitolla uusille omistajille.

Määrittelemme PE -sijoittamisen seuraavien ominaisuuksien kautta:

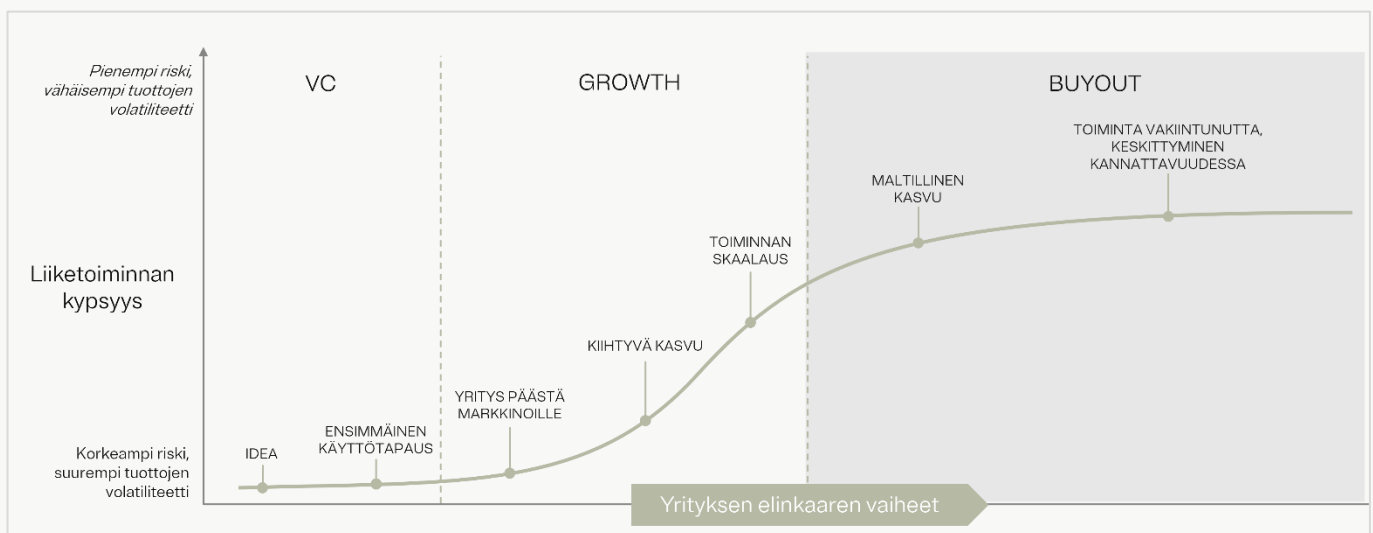
- **Sijoituskohteet:** PE-sijoitukset tehdään yrityksiin, jotka eivät ole julkisesti noteerattuja. Näihin voi kuulua myös yrityksiä, jotka ovat julkisia, mutta muuttuvat yksityisiksi ostopäätöksen jälkeen.
- **Rahastot:** PE-rahastot keräävät rahaa sijoittajilta kuten eläkerahastoilta, vakuutusyhtiöiltä, family officeilta ja muilta institutionaalisilta sijoittajilta. Nämä varat kerätään rahastoon, jota hallinnoi rahastomanageri.
- **Arvonluonti:** PE-rahastot ostavat yrityksiä, joilla on mahdollisuuksia parantaa suorituskykyä ja/tai potentiaalia kasvaa. Kun hankitut yhtiöt ovat saavuttaneet tavoitellun arvonluonnin, rahastot pyrkivät myymään ne joko teolliselle ostajalle, listaamaan pörssiin, myymään ne toiselle PE-rahastolle tai hyödyntämällä jotain muuta myyntikanavaa.
- **Aikajänne:** PE-sijoitukset ovat tyypillisesti verrattain pitkäaikaisia. PE-rahastot omistavat hankkimiaan yrityksiä yleensä 3–7 vuoden ajan. Ongelmallisten yritysten kohdalla omistamisen kesto voi kuitenkin venyä merkittävästi.

2.2. Alaomaisuuslajit lyhyesti

PE-sijoittaminen jaetaan alaomaisuuslajeihin osittain sijoituskohteena olevien yritysten ominaisuuksien ja osittain sijoitusstrategian ominaispiirteiden mukaan. Alalla ei ole yhtä vakiintunutta kaikkien käyttämää määrittelyä alaomaisuuslajeille. Me käytämme tässä yhteydessä maailman suurimman PE-sijoittajan Blackstonen alaomaisuuslajien määrittelyä.

Kategoria	Kuvaus ja ominaisuudet
Buyout	Vakiintuneet yritykset, joissa tavoitellaan tyypillisesti määräysvaltaa. Pääoman arvonnousu ensisijaisena tavoitteena.
Growth	Etsitään suuria kasvumahdollisuuksia. Tarjotaan rahoitusta ja apua yritykselle varhaisessa vaiheessa sen elinkaarta; pääoman arvonnousu ensisijaisena tavoitteena.
Opportunistic	Sijoitetaan laajasti eri omaisuuslajeihin, sektoreihin, toimialoihin, maantieteellisiin alueisiin ja pääomarakenteen osiin. Tyypillisesti etuoikeutettuja ja strukturoituja pääomasijoituksia, omaisuuden hankintoja tai sopimusjärjestelyjä, joissa tavoitellaan merkittävää tuottoa stressaantuneista yrityksistä.
Secondaries	Olemassa olevien pääomarahasto-osuuksien osto alkuperäisen sitoumuksen tehneeltä sijoittajalta. Osto neuvotellaan usein alennuksella suhteessa rahastossa olevien sijoitusten käypään arvoon. Tarjoavat tyypillisesti lyhyemmän pääoman palautusajan verrattuna ensisijaisiin pääomasijoituksiin.
Venture Capital (VC)	Tarjotaan rahoitusta startup-yrityksille ja pienyrityksille, joilla uskotaan olevan pitkäaikaisia kasvumahdollisuuksia. Usein sijoitus tehdään varhaisessa tai siemenrahoitusvaiheessa.

Edellä määriteltäviä alaomaisuuslajeja VC, Growth ja Buyout on luontevaa havainnollistaa yksittäisen yrityksen kehityskaaren kautta, kuten alla olevassa kuvassa on tehty.



Kuva 2. Yrityksen havainnollinen kehityskaari, jonka eri vaiheissa yritys tarvitsee omistajiltaan erilaista tukea ja osaamista onnistuakseen.

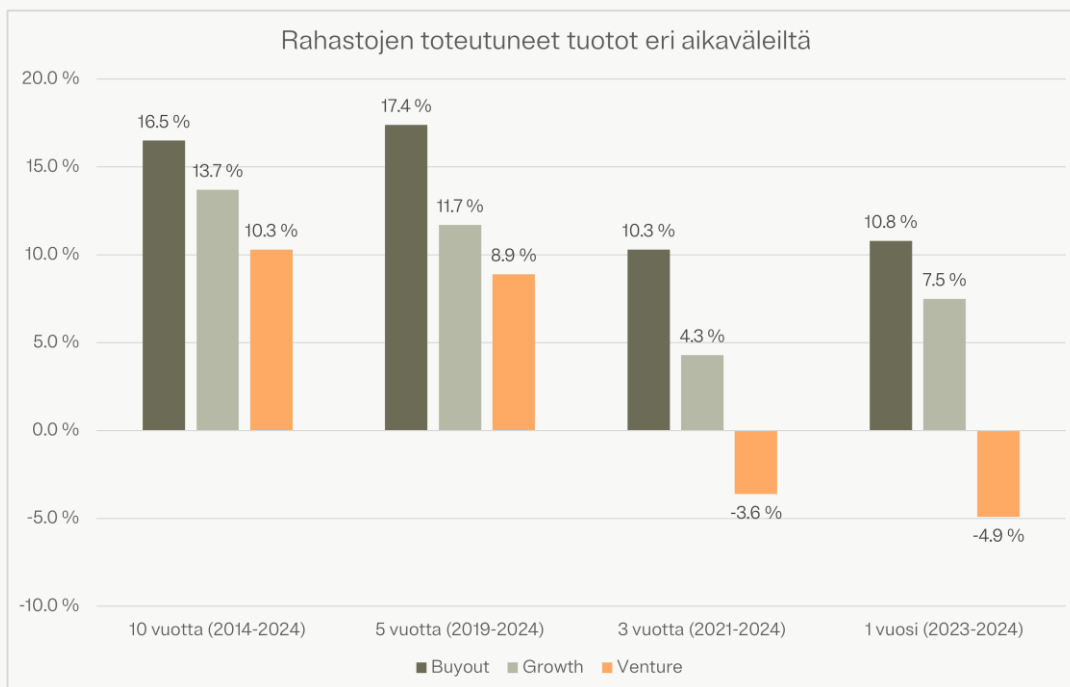
Eri kehitysvaiheessa olevien yritysten tuotto-riski-profiilit poikkeavat toisistaan merkittävästi. Mitä aikaisemmassa kehitysvaiheessa yritys on, sitä suurempi riski sen omistajilla on hävitä yritykseen sijoitettu pääoma kokonaisuudessaan. Vastaavasti aikaisemman vaiheen yrityksiin liittyy myös suuremmat mahdolliset tuotot.

Keskeistä on tarkastella sitä, millaisia omistajia tai millaista apua omistajiltaan eri kehitysvaiheessa olevat yritykset tarvitsevat. Kun tätä tarkastelua suorittaa syvällisemmin, on helppo ymmärtää rahastojen erikoistuminen vain tietyn kehitysvaiheen yrityksiin. Esimerkiksi yrityksen alkuvaiheessa keskitytään pääasiassa vain tuotteen kehittämiseen ja myymiseen. Tässä vaiheessa on merkittävä riski sille, ettei yritys saa koskaan tuotettaan markkinoille tai tuote ei olekaan lopulta kilpailukykyinen. Tällöin yrityksen omistajat häviävät koko sijoitetun pääomansa.

Kun tuote on saatu markkinoille ja sille on löytynyt sopiva asiakaskunta, siirtyy yhtiö skaalausvaiheeseen. Tällöin yritys pyrkii löytämään uusia markkinoita ja kasvattamaan asiakaskuntaansa. Samalla yrityksen on siirrettävä painopistettä tuotteen kehittämisestä yrityksen organisaation, prosessien ja osaamisen vahvistamiseen. Tässä vaiheessa yritykseen liittyvä riski hävitä koko sijoitettu pääoma on pienentynyt merkittävästi, koska tuote on valmis ja se on osoittautunut kilpailukykyiseksi ainakin rajatulla markkinalla.

Skaalausvaiheen jälkeen yhtiön toiminta alkaa vakiintua ja sijoitetun pääoman häviämisen riskit ovat pienentyneet olennaisesti skaalausvaiheesta. Nyt yritys keskittyy liiketoimintansa kannattavuuteen ja laajentaa tuotevalikoimaansa esimerkiksi yritysostoin.

Alla on tarkasteltu alaomaisuuslajien buyout-, growth- ja VC-tuottoja vuoden 2024 lopusta katsottuna taaksepäin. Etenkin pitkällä aikavälillä sijoitusten tuoton tulisi olla sitä suurempi mitä riskisempi sijoitus on. Tästä huolimatta kaikkein vähäriskisimmät buyout-rahastot ovat tuottaneet parhaiten kaikilla tarkastelluilla aikaväleillä ja isoimman riskin VC-rahastot heikoiten.

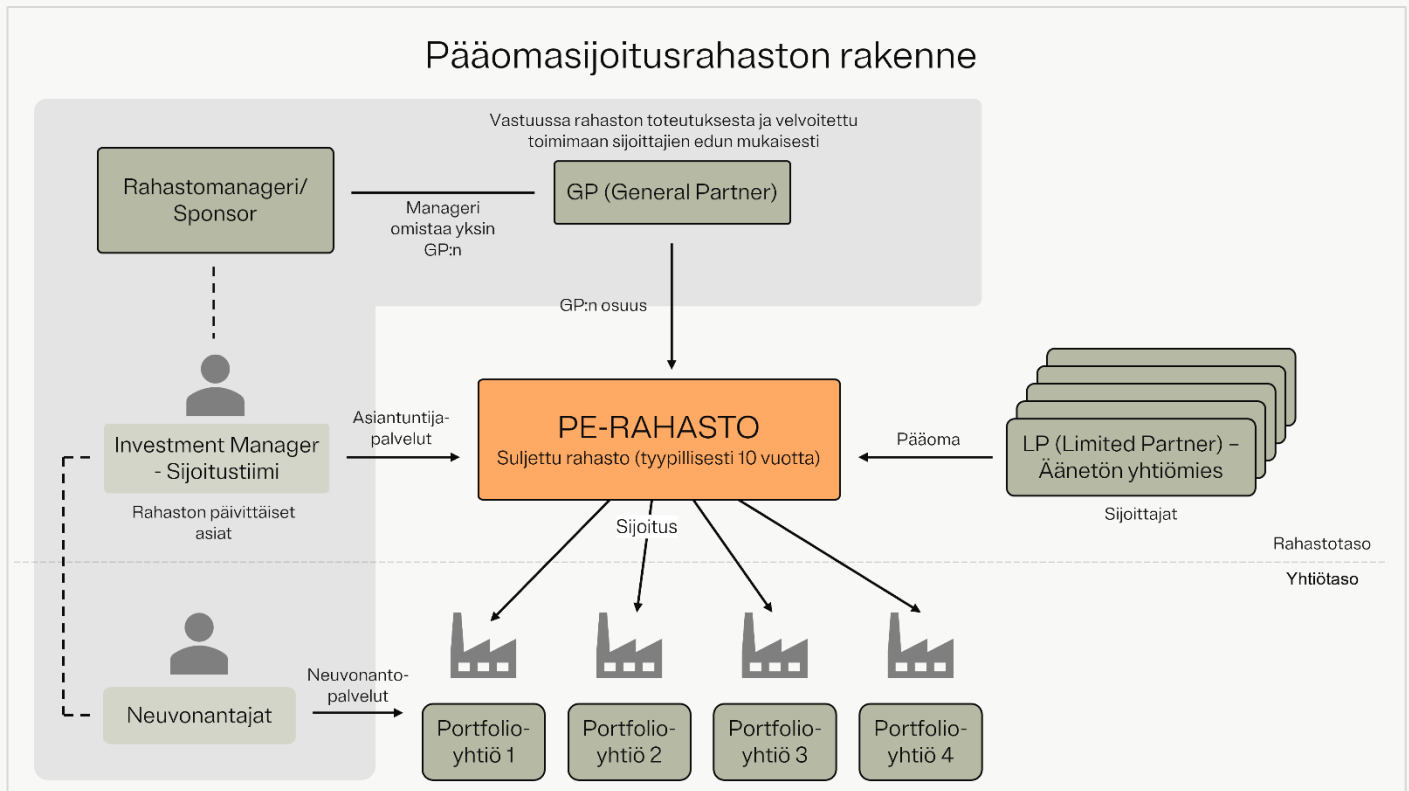


Kuva 3: Buyout-, growth- ja VC-rahastojen toteutuneet tuotot. Tuottojen laskennassa on huomioitu kaikki Preqin-tietokannasta löytyvät rahastot, jotka ovat olleet aktiivisia sekä laskenta-ajanjakson alussa että lopussa. Lähde: Preqin

3. PE-rahastoihin liittyvät sidosryhmät ja roolit

PE-rahasto on itsenäinen entiteetti, jota hoitaa rahastomanageri sijoittajajoukon puolesta. Rahastoon kerätään pääomia sijoitettavaksi selkeällä mutta melko laajalla mandaatilla (esimerkiksi eurooppalaiset keski-suuret yritykset). Valtaosa PE-rahastoista on suljettuja ja niillä on rajattu elinikä, yleensä 10–15 vuotta.

Alla olevassa kuvassa on esitelty PE-rahastoon liittyvät sidosryhmät.



Kuva 4: Pääomasijoitusrahaston rakenne. Yllä esitettyä kuvaa hyödynnetään myös kappaleessa 6, kun perehdymme rahaston kuluihin ja tuottosidonnaiseen palkkioon.

SPONSOR / Rahastomanageri (AIFM): Rahastomanageri on yhtiö, jonka ydinosuamista on erilaisten PE-rahastojen sijoitustoiminta ja hallinnointi. Varsinaisen PE-rahaston hoitaminen tapahtuu kahden itsenäisen ja liitännäisen oikeustoimijan kautta (AIFM ja GP). Tämä järjestely eristää rahastomanagerin riskejä eri rahastojen välillä. Rahastomanageri ja sen sijoitustiimi myös sijoittavat hallinnoimaansa rahastoon omaa rahaa, jotta sen intressit ovat linjassa muiden sijoittajien kanssa. Tyypillisesti sijoitus on välillä 1–5 %:a rahaston kaikista sijoituksista.

Tunnetuimpia pääomasijoitusyhtiöitä ovat mm. Blackstone, Carlyle, KKR ja TPG.

LIMITED PARTNER, LP / Äänetön yhtiömies: LP:t sijoittavat valtaosan PE-rahastoon kerättävästä pääomasta. LP:t ovat hyvin passiivisia sijoittajia. Ne eivät osallistu rahaston päivittäiseen toimintaan tai päätöksentekoon. Toisaalta LP:eillä ei ole mitään vastuuta rahastosta pois lukien luvatus pääoman eli tehdyn sitoumuksen maksaminen rahastoon. Tyypillisimmät PE-rahastojen sijoittajat ovat eläkevakuutusyhtiöt, säätiöt, vakuutusyhtiöt, pankit, isot yritykset, family officet ja rahastojen rahastot.

GENERAL PARTNER, GP / Vastuunalainen yhtiömies: GP on juridisessa vastuussa kaikesta rahastoon liittyvästä toiminnasta ja on veloitettu toimimaan kaikkien sijoittajien edun mukaisesti.

GP:ssä ei tyypillisesti ole henkilökuntaa ja se osoittaa sijoitusvastuun sijoitustiimille ja sijoituskomitealle. Sijoituskomitea koostuu yleensä pääomasijoitusyhtiön kokeneimmista jäsenistä.

INVESTMENT MANAGER / Sijoitustiimi: Sijoitustiimi vastaa rahaston kaikesta päivittäisestä tekemisestä. Se kartoittaa ja arvioi potentiaalisia sijoituskohteita, neuvoo ja tukee rahaston omistamia yhtiöitä sekä vastaa kaikesta rahaston raportoinnista. Rahaston hallinnointipalkkio maksetaan sijoitustiimille vastineeksi sen tekemästä työstä. Tiimi saattaa myös käyttää ulkopuolelta ostettuja palveluita.

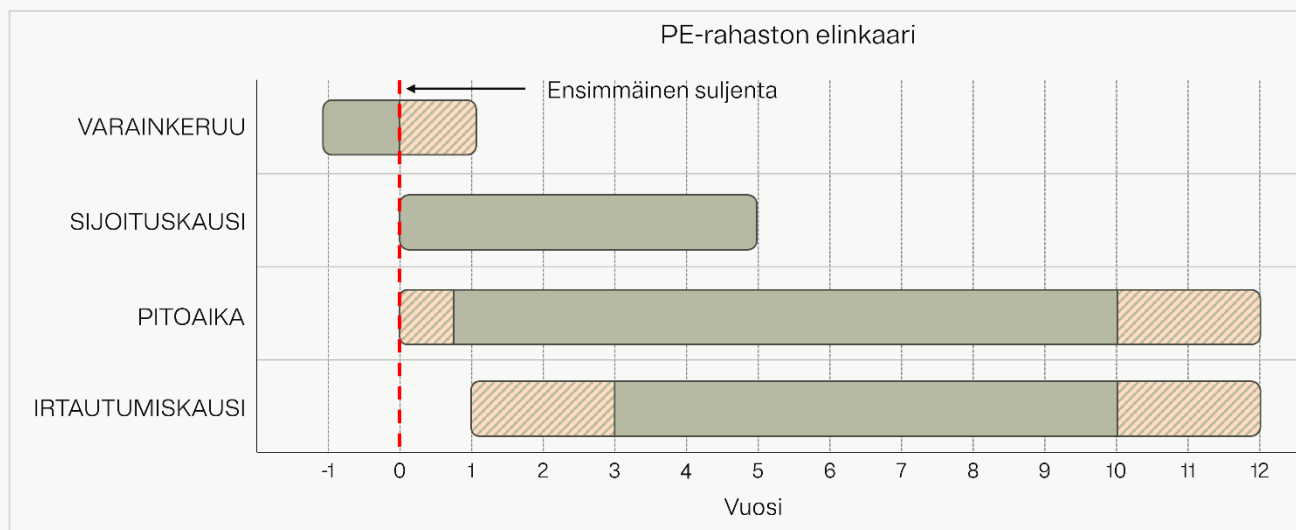
PORTFOLIO COMPANY / Salkkuyhtiö: Salkkuyhtiö termiä käytetään PE-rahaston omistamista yrityksistä, joita rahastossa on tyypillisesti 10–30 elinkaarensa aikana. Yleensä yksi yhtiö on rahaston omistuksessa 3–7 vuotta. Kun rahasto suorittaa mahdollisesti ostettavalle yritykselle due diligence (DD) -prosessia, käytetään siitä tällöin termiä kohdeyhtiö.

4. Rahaston elinkaari ja peräkkäiset rahastot

PE-rahastosijoitukset ovat pitkäaikaisia, sillä rahaston elinkaari on yleensä 10–15 vuotta. Sijoittajan on tärkeää tuntea rahaston elinkaaren vaiheet. Toisaalta samaan rahastostrategiaan kerätään tyypillisesti uusi rahasto kolmen, neljän vuoden välein edellisen rahaston sijoituskauden päätyttyä. Tällöin samalla rahastostrategialla ja sen sijoitustiimillä voi olla samanaikaisesti jopa neljä rahastoa hoidossaan.

4.1. Yksittäisen rahaston elinkaari

PE-rahastoihin sijoitettaessa on olennaista ymmärtää rahaston elinkaaren vaiheet, jotka käymme seuraavaksi läpi.



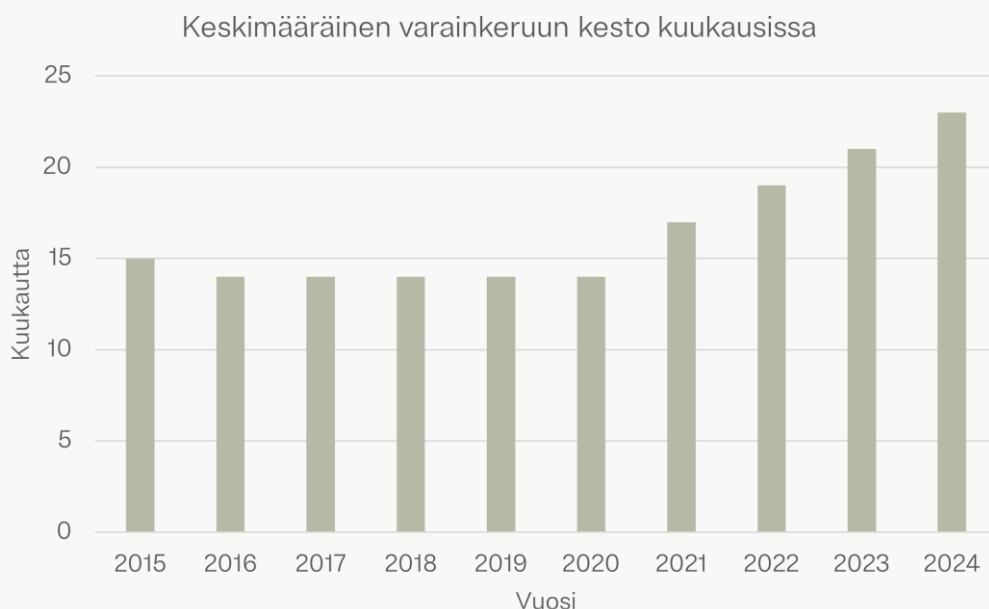
Kuva 5: PE-rahaston elinkaaren vaiheet.

Varainkeruu: Varainkeruun aikana rahasto pyrkii varmistamaan haluamansa määrän sitoumuksia LP:iltä. Ennen varainkeruun aloittamista rahasto ilmoittaa tavoitteena olevan sitoumuksien kokonaismäärän eli rahastonsa tavoitekoon. Joskus rahasto ilmoittaa myös rahaston maksimikoon.

Kun rahasto saavuttaa sitoumuksia määrittelemänsä vähimmäismäärän, tekee se ensimmäisen sulkemisen. Tämän jälkeen rahasto siirtyy sijoituskaudelle, mutta jatkaa yleensä varainkeruuta 12–18 kuukautta ennen lopullista sulkemista. Ennen tätä rahasto on voinut tehdä useita sulkemisia ensimmäisen sulkemisen jälkeen.

Rahaston ensimmäisen sulkemisen kalenterivuosi määrittää sen rahastokerran eli vintagen. Näin ollen, jos rahaston ensimmäinen sulkeminen on vuonna 2024, kuuluu se vintageen 2024.

Esimerkki 1. Varainkeruuseen käytetty aika 2000-luvun asti tähän päivään.



Kuva 6: Keskimääräinen varainkeruun kesto kuukausissa. Lähde: Preqin

PE-markkinoilla seurataan hyvin tarkasti, kuinka rahastojen varainkeruut sujuvat. Yllä olevasta kuvasta voi havaita, kuinka varainkeruu on vaikeutunut merkittävästi vuodesta 2021 alkaen. Vuosina 2016–20 varainkeruu kesti keskimäärin noin 14 kuukautta, kun vuonna 2024 kesto oli peräti 23 kuukautta.

LP:n kannalta pidentynyt varainkeruun kesto tarkoittaa erityisesti kahta asiaa. Ensinnäkin sijoitettaessa PE-rahastoon on keskityttävä erityisen paljon siihen, että rahasto tulee onnistumaan varainkeruussaan (riittävällä tasolla). Mikäli rahasto ei saavuttaisi varainkeruunsa tavoitteita riittävässä määrin, joutuisi se nopealla aikataululla sekä pienentämään sijoitustiimiään että muuttamaan sijoitusstrategiaansa.

Toisaalta varainkeruun ollessa haastavaa on sijoittajalla paremmat mahdollisuudet päästä sijoittajaksi sellaisiin rahastostrategioihin, jotka ovat aikaisemmin olleet sijoittajan ulottumattomissa.

Sijoituskausi: Rahaston sijoituskausi alkaa ensimmäisestä sulkemisesta. Tämän jälkeen rahasto aloittaa yritysostojen tekemisen ja pääomien kutsumisen rahastoon. Rahasto ei koskaan kutsu sitoumusta yhdellä kertaa. Sen sijaan rahasto tekee kutsuja sitä mukaa, kun se tarvitsee pääomia yritysostoihin. Yritysostot rahaston tulee tehdä sijoituskautensa aikana, jonka pituus on yleensä neljästä kuuteen vuoteen. Sijoituskauden pituudesta on sovittu rahaston rahastosopimuksessa (LPA).

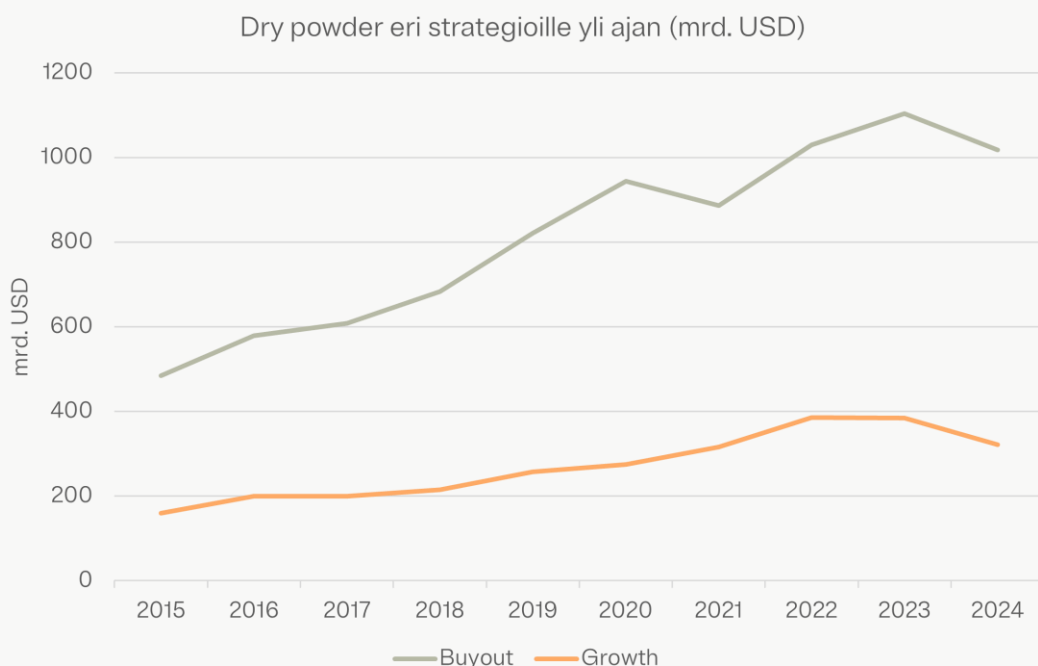
Rahastosopimuksessa on sovittu mahdollisuudesta pidentää sijoituskauttaan yhdellä tai kahdella vuodella kevennetyllä prosessilla.

Sijoituskautensa jälkeen rahasto ei voi enää tehdä uusia yritysostoja, mutta se voi tehdä jatkosijoituksia salkkuyhtiöihinsä tai lisäsijoituksia liittäkseen ostetun yrityksen osaksi jotain salkkuyhtiötään. Joskus LPA:ssa on sallittu rahaston kassavirran osittainen käyttäminen uusiin sijoituksiin sijoituskauden loputtua.

Valtaosa rahaston pääomakutsuista tehdään sijoituskaudella. Kun rahasto tekee pääomakutsun, on sijoittajilla yleensä kymmenen arkipäivää aikaa suorittaa maksu. Mikäli sijoittaja ei suorita maksua, on GP:llä erilaisia toimenpiteitä suoritettavaksi. GP voi periä korkeaa viivästyskorkoa tai vaatia LP:tä luopumaan sijoituksestaan jälkimarkkinassa.

Rahastojen kutsumattomasta pääomasta käytetään nimitystä "dry powder" ja sen määrää seurataan listaamattomissa sijoituksissa tarkasti.

Esimerkki 2. Kutsumattoman pääoman määrän kehittyminen vuodesta 2015



Kuva 7: Dry powder määrä on kasvanut merkittävästi vuodesta 2015 sekä buyout- että growth-rahastoissa. Lähde: Preqin

Kutsumattomien sitoumusten yhteenlaskettu määrä on kasvanut vuodesta 2015 aina vuoteen 2023. Vuonna 2024 dry powderin määrä kuitenkin väheni molemmissa rahastotyypeissä, mikä on seurausta haastavasta varainkeruun tilanteesta.

Omistusaika: Yksittäisten salkkuyhtiöiden kohdalla rahaston omistusaika on yleensä kolmesta seitsemään vuoteen. Aika on keskimäärin lyhyempi onnistuneempien sijoitusten kohdalla ja pidempi huonosti menneiden sijoitusten kohdalla. Omistusaikana rahastot tekevät läheisesti töitä yritystensä johdon kanssa luodakseen yritykseen lisäarvoa ja valmistellakseen sitä myyntiä varten.

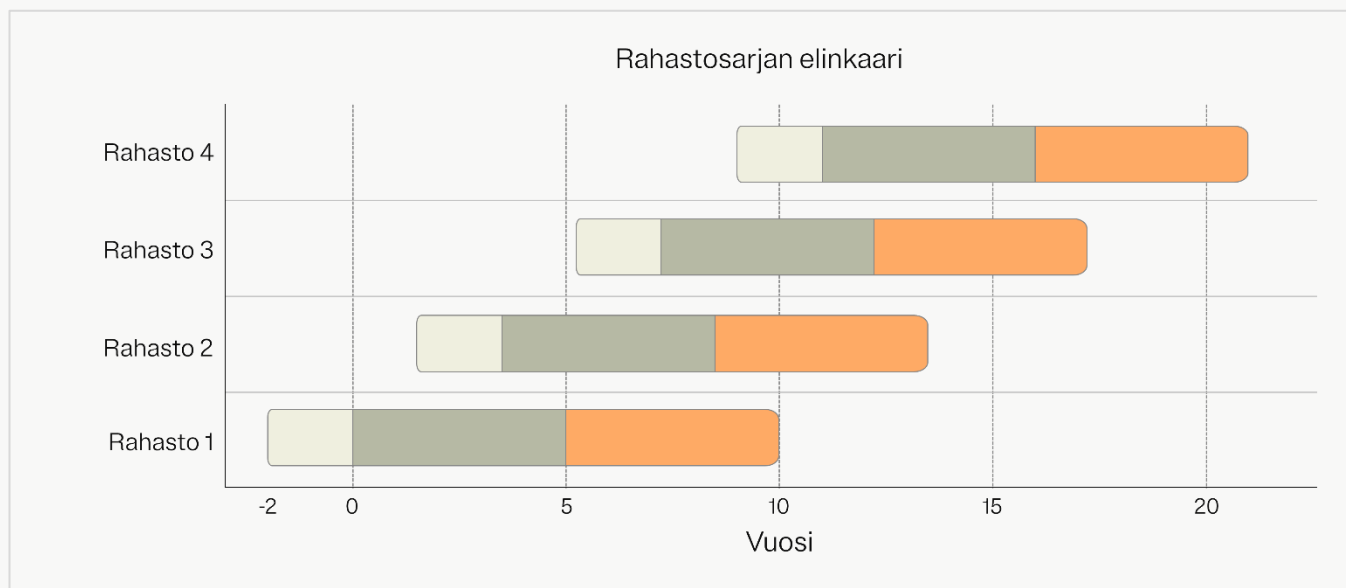
PE-rahastojen kestävä menestys ja vakaat sijoitustuotot perustuvat siihen, että ne pystyvät omistusaikanaan kehittämään salkkuyhtiötään merkittävästi.

Irtautumiskausi: Rahaston menestys mitataan lopulta sen kyvyllä myydä omistamansa yritykset voitokkaasti. Täten rahaston exit-strategiat ja exit-kanavat ovat todella olennainen osa sijoitusstrategiaa. Kun rahasto myy omistamansa yhtiön, palauttaa se saamansa pääoman sijoittajilleen.

4.2. Vintaget eli saman rahastostrategian peräkkäiset rahastot

Yksittäisen rahaston vaiheiden lisäksi on tärkeää ymmärtää, kuinka sama rahastostrategia kerää uusia rahastokertoja eli vintageja. Mikäli sijoittaminen sujuu rahaston toivomalla tavalla, kerää se uuden rahaston noin kolmen, neljän vuoden välein.

Se, milloin rahasto saa aloittaa uuden rahaston varainkeruun, on määriteltä LPA:ssa. Tyypillisesti uutta rahastoa saa alkaa keräämään, kun edellisestä rahastosta on sijoitettuna 75 prosenttia sitoumusten määrästä. Tämä kuitenkin vaihtelee jonkin verran rahastojen välillä.



Kuva 8: Uusia rahastoja kerätään kolmen, neljän vuoden välein.

Uuden rahaston kerääminen säännöllisin väliajoin on välttämätöntä, jotta rahaston tiimi kykenee olemaan jatkuvasti aktiivinen kaikissa sen päätoiminnoissa eli uusien yhtiöiden etsimisessä, salkkuyhtiöiden arvonluomisessa ja omistettavien yhtiöiden myymisessä. Aktiivisuus takaa rahaston toimintakyvyn sekä resurssien tehokkaan käytön.

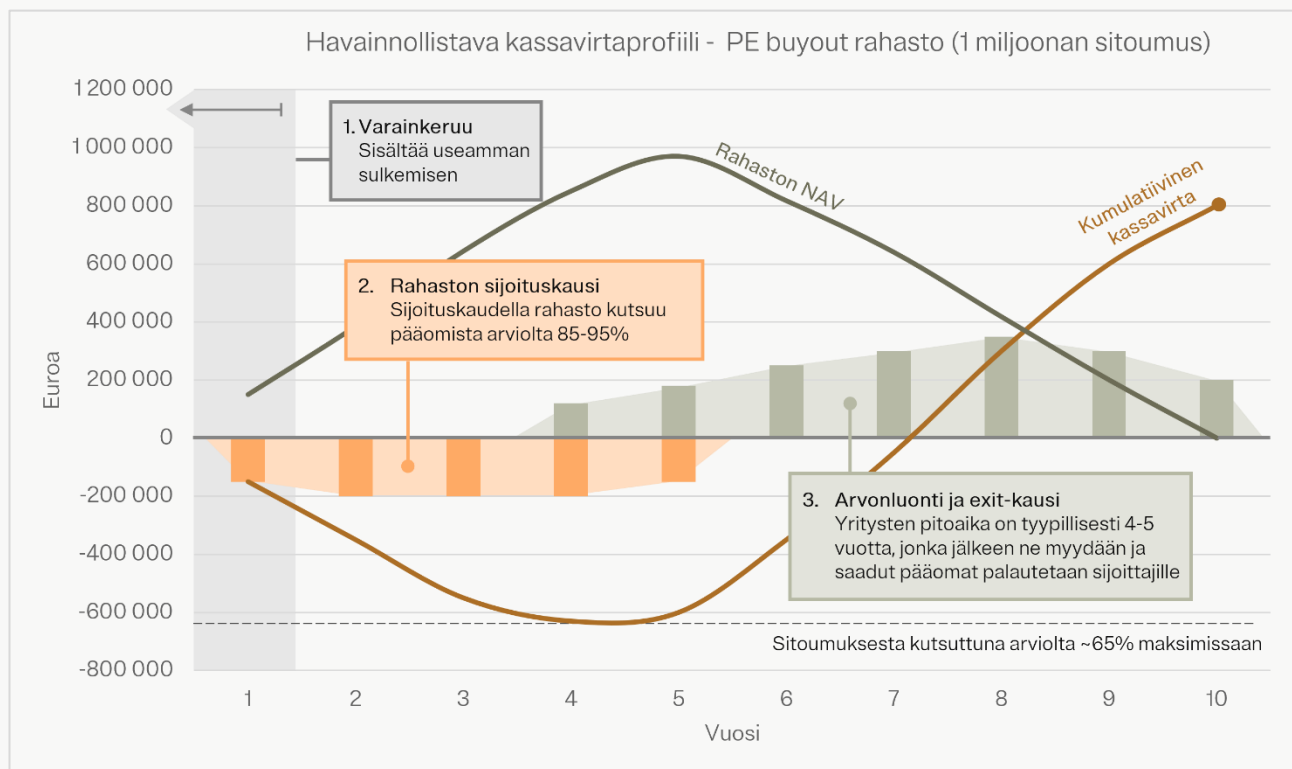
5. Kassavirtaprofiili

Ennen sijoittamista LP:n on välttämätöntä ymmärtää PE-rahaston kassavirrat, jotka muodostavat niin sanotun J-käyrän. Tätä ymmärrystä tarvitaan erityisesti silloin, kun sijoittaja suunnittelee ja rakentaa itselleen haluamansa suuruista PE-allokaatiota. Käsittelemme allokaation rakentamista myöhemmin kappaleessa kahdeksan. Nyt pureudumme yksittäisen rahaston kassavirtoihin havainnollistavan esimerkin avulla.

Alla olevaan kuvaan on mallinnettu miljoonan euron sitoumukseen liittyvät kassavirrat. Sitoumus on tehty buyout-rahastoon. Esimerkkirahaston sijoituskausi kestää viisi vuotta ja rahasto tekee kaksi kutsua vuosittain sijoituskautensa aikana. Kutsut ovat keskenään samansuuruisia. Tämä onnistuu, sillä rahastolla on luottolimiitti kutsujen ajoitusten ja suuruuksien tasaamiseksi.

Rahasto pitää yrityksiä omistuksessaan neljä vuotta, kunnes se myy ne. Rahaston oletetaan päätyvän 15,5 %:n kulujen jälkeiseen sisäiseen korkotuottoon (Internal Rate of Return, IRR) ja kaksinkertaiseen (2x) pääoman palautuskertoimeen (Multiple on invested Capital, MoIC).

Näillä oletuksilla päädytään alla havainnollistettuun kassavirtaprofiiliin.



Kuva 9: Buyout-rahaston kassavirtaprofiili miljoonan euron sitoumukselle.

Kassavirtaprofiilista voidaan tehdä seuraavat huomiot:

- Rahasto on sijoittajalle kassavirraltaan negatiivinen ensimmäiset 4,5 vuotta, kun rahasto kutsuu sijoittajiltaan pääomia yritysostoihin. Koska tällöin ei vielä tehdä yritysmyyntejä, ei palautuksia ole.
- Rahasto kääntyy kassavirraltaan positiiviseksi 4,5 vuoden kuluttua sijoituskautensa aloittamisesta, kun se exitoi ensimmäisiä hankkimiaan yhtiöitä. Tämän jälkeen rahasto säilyy kassavirraltaan positiivisena aina elinkaarensa loppuun saakka.

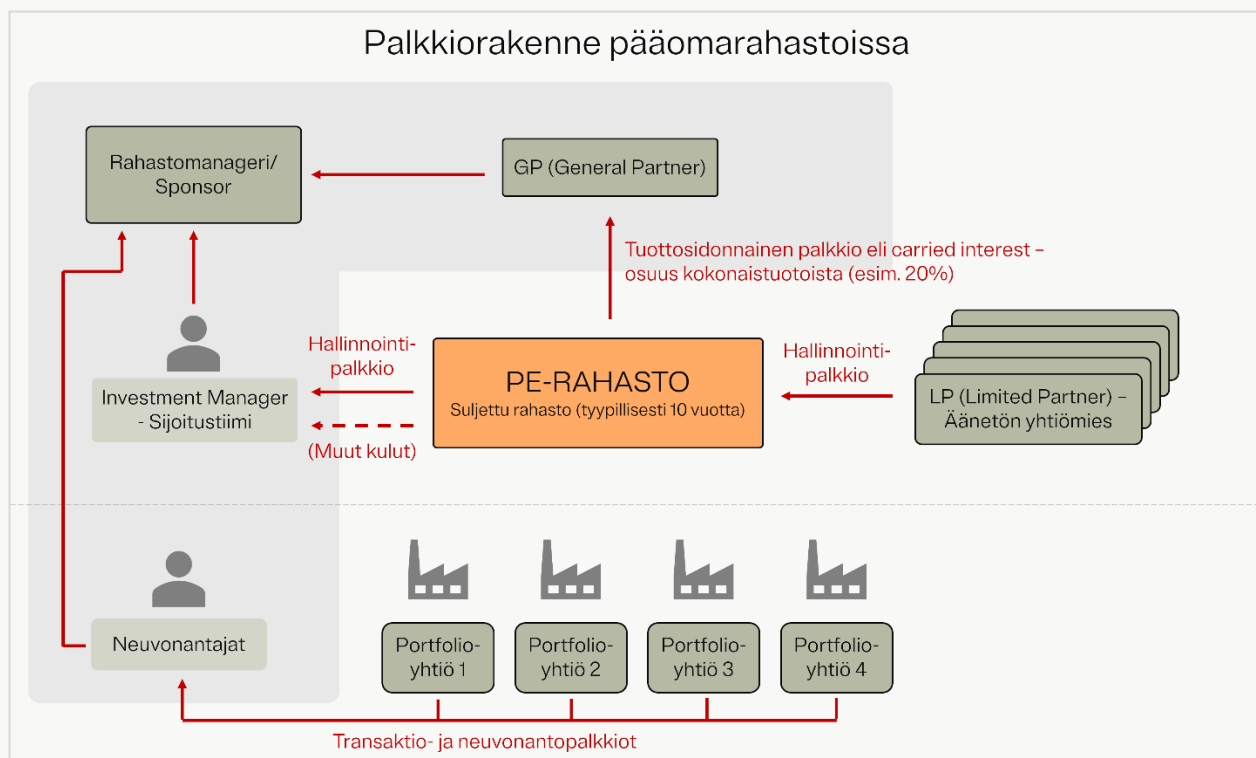
- Rahastoon on kutsuttuna maksimissaan noin 65 prosenttia sitoumuksen määrästä. Suuriin yhtiöihin sijoittaville buyout-rahastoille on tyypillistä, että maksimissaan rahastossa on kutsuttuna sitoumuksesta 45–70 prosenttia. Toisaalta VC-rahastoissa voi olla kutsuttuna koko sitoumus samanaikaisesti ilman netottavia palautuksia.

6. Kustannukset sekä tuotonjako GP:n ja LP:n välillä

PE-rahastoihin sijoittaessa kustannukset sekä tuotonjako LP:n ja GP:n välillä ovat merkittävässä roolissa. Kustannusten ja tuotonjaon ymmärtämiseksi sijoittajan tulee mallintaa sijoituksensa koko rakenne niin, että mallinnus alkaa siitä sijoitusentiteetistä, johon sitoumus on tehty. Mallinnuksen taas tulee päätyä yrityksiin, joihin sijoitetut pääomatkin lopulta päätyvät. Mitä pidempi tämä mallinnettu ketju on, sitä kalliimmaksi kustannuksiltaan sijoitus muodostuu tekijälleen.

Suomessa on eläkeyhtiöitä lukuun ottamatta toteutettu PE-sijoituksia pitkien ketjutusten eli useiden peräkkäisten sijoitusrakenteiden kautta. Pitkät ketjut vaikuttavat vääjäämättä sijoitusten lopulliseen tuottoon. Pelkästään sijoittajille koituvat kulut paljon käytetyissä luxemburgilaisissa välisijoitusrakenteissa voivat olla vuosittain satoja tuhansia euroja. Pitäydymme tässä julkaisussa vain varsinaisten PE-rahastojen kuluissa, sillä luotettavan tiedon saaminen pitkistä ketjutuksista ja niihin liittyvistä kuluista on osoittautunut läpinäkymättömäksi.

PE-rahastojen kulut muodostuvat kahdesta osasta. Hallinnointipalkkio maksetaan rahaston toiminnan kulujen kattamiseksi ja se on nykyään välillä 1,50–2,00 prosenttia sitoumuksesta vuosittain. Palkkion maksaminen alkaa ensimmäisestä sulkemisesta. Yleensä sijoituskauden loputtua hallinnointipalkkiota puolestaan maksetaan rahaston sitoutuneesta pääomasta (NAV). Tämä vaihtelee kuitenkin rahastoittain. Hallinnointipalkkion suuruus voi myös vaihdella sijoittajien välillä sitoumuksen koon ja/tai sitoumuksen tekemisen ajankohdan mukaan.



Kuva 10: Pääomarahasto perii hallinnointipalkkiota ja saa tuottosidonnaista palkkiota.

Tuottosidonnainen palkkio maksetaan rahaston tuottojen perusteella. Yleensä tuottosidonnainen palkkio on 20 prosenttia rahaston tuotoista, mikäli rahaston tuotot ylittävät sovitun aitakoron, tyypillisesti 8 prosenttia. Tuottosidonnaisen palkkion määrä vaihtelee, mutta yleensä GP saa rahaston tuotoista 20 prosenttia ja LP 80 prosenttia.

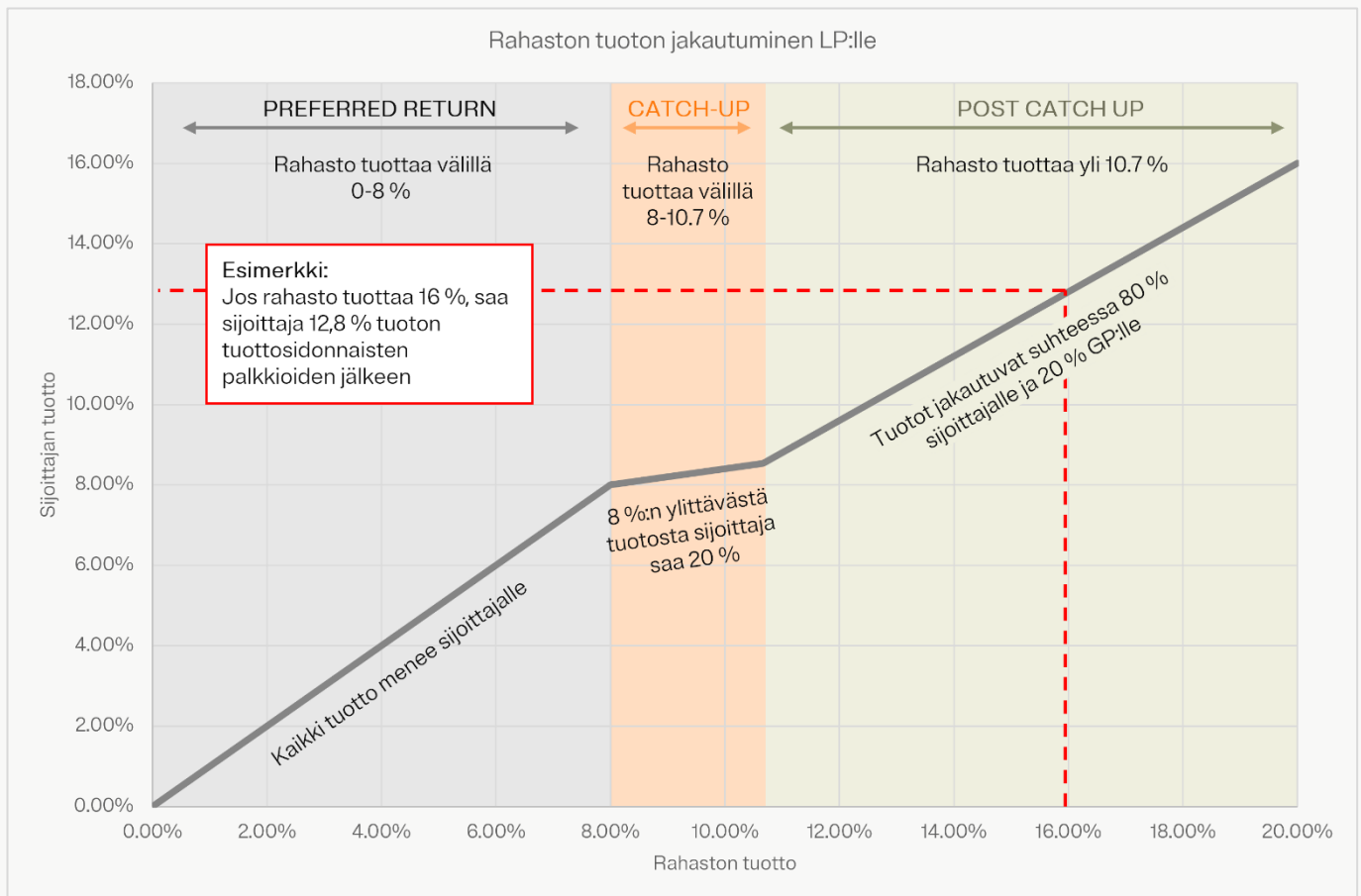
PE-rahastoilla on käytössä kaksi hieman erilaista mallia tuottosidonnaisen palkkion määrittämiseen:

- Eurooppalaisessa mallissa huomioidaan kaikki rahastoon maksetut pääomat sekä kaikki rahastosta palautetut pääomat tuottoa laskettaessa.
- Amerikkalaisessa mallissa tuottosidonnaisista palkkiota maksetaan yhtiöittäin. Tosin tässäkin mallissa rahaston kaikki tappiolliset diilit tulee ensin kattaa rahaston LP:ille.

Kuvaamme alla eurooppalaista mallia, joka on myös huomattavasti yleisempi.

Käytännössä tuottojen jakaminen menee siten, että LP:t saavat kaikki tuotot niin kauan, kun rahaston vuosittainen tuotto on alle aitakoron. Kun rahaston tuotto ylittää aitakoron, alkaa "catch-up"-vaihe. Tällöin valtaosa, yleensä 50–100 prosenttia, tuotoista menee GP:lle, kunnes saavutetaan sovittu tuottojen jakosuhte. Tästä eteenpäin tuotot jaetaan jakosuhteella.

Alla on havainnollistettu tuottosidonnaisista palkkiota siten, että X-akselilla on rahaston tuotto ja Y-akselilla LP:n saama tuotto. Kuvaan on merkitty kolme aluetta, joilla tuoton jakaminen LP:n ja GP:n välillä menee erilaisella jakosuhteella.



Kuva 11: PE-rahaston LP:n saama tuotto tuottosidonnaisen palkkion jälkeen

7. PE-rahastojen valitsemisesta

Suomalaisessa sijoittajakentässä ei ole perinteisesti tehty PE-rahastojen valintaa, jos jätetään huomioimatta isoimmat eläkeyhtiöt. Muut suomalaiset ammattisijoittajat ovat pääasiassa tyytyneet tarjolla oleviin rahastojen rahastoihin. Suorat rahastosijoitukset ovat taas olleet pääasiassa kotimaisia VC-rahastoja.

Vaikka sijoittaja ei itse tekisikään rahastovalintaa, tulee hänen olla perillä rahastovalinnasta yleisellä tasolla. Muuten sijoittaja ei ole kykenevä arvioimaan, maksaako hän valinnasta perusteltua korvausta esimerkiksi palkkaamalleen rahastojen rahastolle.

7.1. Arvonluominen PE-rahastoissa

PE-rahastojen sijoitustuotot perustuvat valtaosin kolmeen tekijään:

- Yritysten ostamiseen maltillisilla arvostustasoilla ja myymiseen korkeammilla
- Omistettavien yhtiöiden laadun parantamiseen
- Velkavipuun

Rahastovalintaa suorittavan sijoittajan on tehtävä itselleen selväksi, mihin tekijöihin hän uskoo ja millaisia rahastoja hän haluaa sijoitussalkkuunsa.

Oletetaan, että sijoittaja haluaa valita salkkuunsa rahastostrategioita, joiden arvonluonti perustuu salkkuyhtiöiden kehittämiseen. Tällöin sijoittajan on etsittävä rahastoja, jotka täyttävät mm. seuraavat kriteerit:

- Rahastolla on runsaasti resursseja salkkuyhtiöidensä tukemiseen
- Rahaston historialliset tuotot ovat perustuneet omistettavien yhtiöiden liikevaihdon ja kannattavuuden kasvuun
- Rahasto pystyy selkeästi sanallistamaan toimenpiteitä, joita se toteuttaa omistamilleen yhtiöille. Nämä toimenpiteet ovat myös todennettavissa aidoin tapausesimerkein.

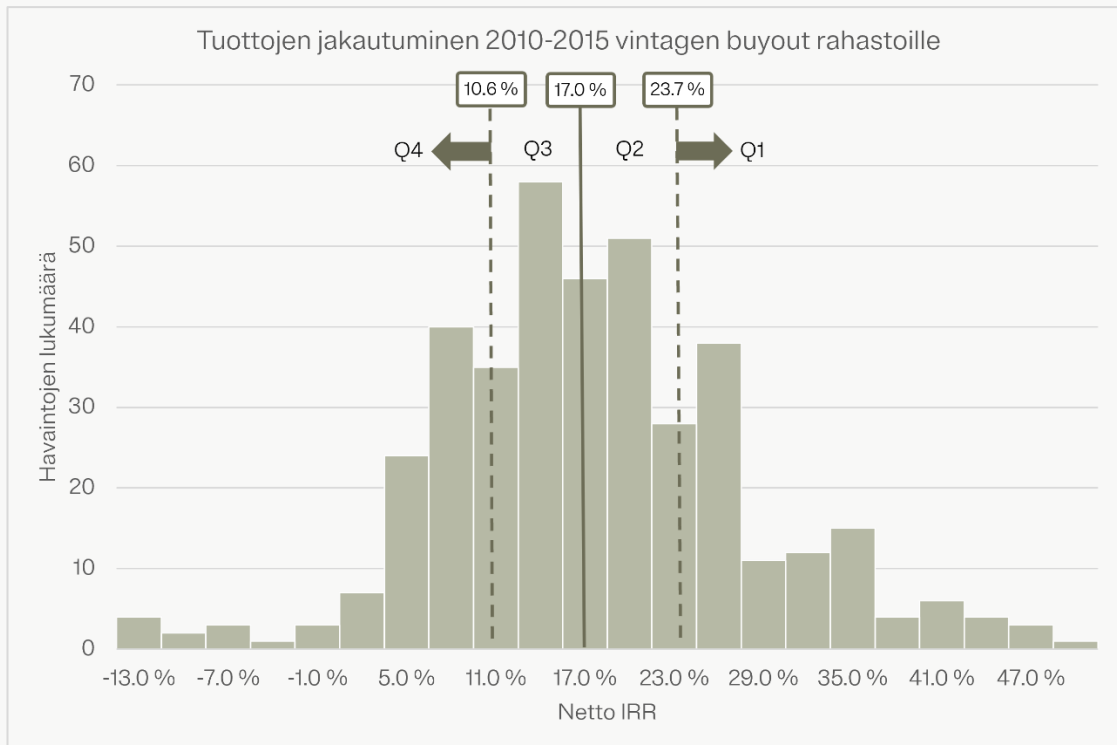
Toisaalta sijoittajan tulee muodostaa myös näkemys siitä, haluaako hän välttää tai rajoittaa joitain tiettyjä ominaisuuksia omistamissaan rahastoissa. Selkein esimerkki on sijoittajan halu valita rahastoja, joiden velkavivun käyttäminen on maltillista.

7.2. PE-rahastojen määrästä ja tuottoeroista

PE-rahastoissa on mistä valita. Esimerkiksi tätä kirjoitettaessa helmikuussa 2025 Preqin-tietokannasta löytyy peräti 13 081 PE-rahastoa, jotka ovat varainkeruussa. Yhteensä nämä rahastot pyrkivät keräämään noin 1500 miljardia dollaria keskimääräisen rahaston tavoitekoon ollessa 263 miljoonaa dollaria.

Keräyksessä olevista rahastoista buyout-rahastoja on 1 444 kappaletta ja niiden keskimääräinen tavoitekoko on 868 miljoonaa dollaria.

Seuraavaksi tarkastelemme buyout-rahastojen realisoituneita tuottoja. Valitsimme tarkasteluun välillä 2010–2015 sijoituskautensa aloittaneet rahastot, joten kaikkien tarkasteltujen rahastojen tuotot ovat melko lopullisia.



Kuva 12: Tuottojen jakautuminen buyout-rahastoissa vintageiden 2010–2015 osalta. Lähde: Preqin

Tarkasteltujen rahastojen tuottojen mediaani on 17 prosenttia. Ylimpään neljännekseen päästäkseen rahaston on pitänyt tuottaa vähintään 23,7 prosenttia ja alimpaan neljännekseen joutuakseen alle 10,6 prosenttia.

Toteutettu tarkastelu on suppea ja pinnallinen. Silti sen perusteella voi todeta, että rahastovalinnalla on ainakin teoriassa mahdollista vaikuttaa saavutettaviin tuottoihin merkittävästi. Rahastovalinnan tekemistä perustelee myös se, että akateemiset tutkimukset¹ antavat selkeitä viitteitä siitä, että aikaisemmin paremmin pärjänneet PE-rahastot pärjäävät paremmin myös tulevaisuudessa suuremmalla todennäköisyydellä.

7.3. Rahastovalinnan prosessista

Rahastovalinnan lähtökohtana on jokin rajattu joukko PE-rahastoja. Mitään yhtä kaikille sijoittajille sopivaa tapaa rajata PE-rahastoja omiksi valintajoukoiksi ei ole olemassa. Käytetyin tapa on rajata PE-rahastot määriteltujen alaomaisuuslajien mukaan ja sen jälkeen jaotella alaomaisuuslajit maantieteellisesti ja/tai kohdeyhtiöiden koon perusteella. Rahaston on myös oltava varainkeruussa, jotta siihen on mahdollista sijoittaa.

¹ Robert S. Harris, Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan, Ruediger Stucke, Has persistence persisted in private equity? Evidence from buyout and venture capital funds, Journal of Corporate Finance, Volume 81, 2023

Sijoitusuniversumin rajauksen jälkeen sijoittajalla on todennäköisesti kymmeniä tai jopa satoja vaihtoehtoisia rahastoja, joista valintaa lähdetään suorittamaan. Yleensä seuraava vaihe on karsia rahastojen määrää suhteellisen helposti saatavilla olennaisilla tiedoilla, jotka voivat olla esimerkiksi seuraavanlaisia:

- Vintageiden lukumäärät
- Rahastojen koot ja kasvu
- Rahastojen tuottoluvut, esimerkiksi netto IRR, TVPI, DPI
- Rahastojen sijoittuminen tuottolukujen perusteella verrokkirahastojen joukossa
- Tarkemmat tiedot rahaston painotuksista, esimerkiksi maantiede, sektorit, teemat

Saatujen tietojen perusteella rahastojen määrä karsitaan noin kymmeneen ja näiltä pyydetään lisätietoa syventäviä tarkasteluja varten. Olennaisin näistä tarkasteluista on "track record" -analyysi, jossa rahaston aikaisempia tuottoja analysoidaan yksittäisistä yritysostoista saadun datan avulla. Näin ymmärretään syvällisemmin, kuinka rahastot ovat saavuttaneet tuottonsa. On huomattavasti parempi, jos rahasto on saavuttanut tuottonsa tasaisesti useiden yhtiöiden kautta kuin se, että rahaston tuotot perustuvat suppeaan joukkoon todella hyvin tuottaneita yhtiöitä.

Yllä esitetyn analyysin pohjalta valitaan 1–3 rahastoa due diligence -vaiheeseen. DD-vaiheen aluksi rahastot avaavat sijoittajalle datahuoneensa, jossa on laajat tiedot rahastostrategian historiasta ja kaikki varainkeruussa olevan rahaston sopimukset sekä ehdot GP:n ja LP:n välillä.

DD-prosessi jakautuu kolmeen erilliseen osaan:

- Sijoitus-DD keskittyy sijoitusstrategian analysoimiseen
- Laki- ja vero-DD:ssä käydään läpi rahaston oikeudellista rakennetta. Tärkeintä on varmistaa, ettei rakenteessa ole tarpeetonta verovuotoa eikä sijoittajalle synny tahattomasti veroilmoitusvelvollisuutta rahaston tai sen kohdeyhtiöiden kotimaahan
- Operationaalisessa DD:ssä sovitaan mahdollisen sitoumuksen tekemisestä ja siihen liittyvistä ehdoista sekä rahaston elinkaaritapahtumista ja niiden raportoinnista sijoittajalle

DD-kokonaisuus on hyvin työläs sekä rahastovalintaa suorittavalle LP:lle että sen kohteena olevalle GP:lle. Siksi se tulee tehdä vain, jos LP harkitsee sijoittamista vakavasti.



Kuva 13: Yllä esitetty rahastojen valintaprosessi tiivistettynä.

7.4. Rahastovalinnassa käytettävistä kriteereistä

Tässä teoksessa ei ole tarkoituksenmukaista syventyä yksittäisiin rahastojen valintakriteereihin. Julkaisemme yleisimmin käytetyt valintakriteerit ja painopistealueet tiiviinä listauksena.

- Rahaston sijoitusuniversumin houkuttelevuus
 - Mitkä ovat sijoitusuniversumin kohdeyhtiöiden kasvunäkymät ja ajurit
 - Kuinka paljon potentiaalisia ostokohteita sijoitusuniversumissa on
- Kyky löytää ostettavia yrityksiä (sourcing)
 - Mitkä ovat rahaston resurssit ja kanavat sijoituskohteiden löytämiseksi
 - Kuinka haluttu rahasto on omistajana kohdeyhtiöiden näkökulmasta
 - Kuinka monta kohdeyritystä rahasto käy läpi yhtä tehtyä sijoitusta varten
 - Onko yritysostoja tehty tasaisesti yli ajan
 - Onko yritysten ostoarvuaatioissa ollut kurinalaisuutta
 - Ketkä päättävät yritysostoista, millaisella päätöksentekoprosessilla ja millaisin kriteerein
- Arvonluonti salkkuyhtiöissä
 - Kuinka suuri osuus rahaston tuotoista perustuu salkkuyhtiöiden kannattavuuden paranemiseen ja liikevaihdon kasvuun
 - Ovatko rahaston tuotot tulleet tasaisesti monista yhtiöistä ja eri toimialoilta
 - Onko tuotto ollut tasaista yli ajan
 - Yhtiöiden keskimääräinen pitoaika rahastossa (rullaavia keskiarvoja esim. 3/5 vuodelta)
 - Kuinka monessa salkkuyrityksessä on hävitty pääomia
- Kenelle rahasto myy salkkuyhtiöitään (exit-kanavat)
 - Millaisia exit-kanavia rahastolla on ja kuinka exitit jakautuvat niiden välillä
 - Onko yritysmyyntejä tehty tasaisesti yli ajan
- Tiimi ja resurssit
 - Onko tiimissä ollut vaihtuvuutta
 - Ovatko resurssit kasvaneet samassa suhteessa rahaston koon kanssa
 - Miten resurssit vertautuvat verrokkiryhmän rahastoihin
 - Mihin resurssit on sijoitettu (toimialat/teemat/maat/toimenkuvat)
 - Ovatko resurssit rahastolle yksinoikeudella vai ovatko ne rahastomanagerin yleisresursseja
 - Maksaako rahasto erikseen rahastomanagerille joistain resursseista
 - Ulkoiset resurssit ja verkostot
- Yhtenevät intressit ja sitoutuminen
 - Kuinka paljon GP sijoittaa rahastoon
 - Ketkä kaikki GP:n työntekijöistä sijoittavat ja millä ehdoilla
 - Kuinka GP:n saama tuottosidonnainen palkkio jakautuu

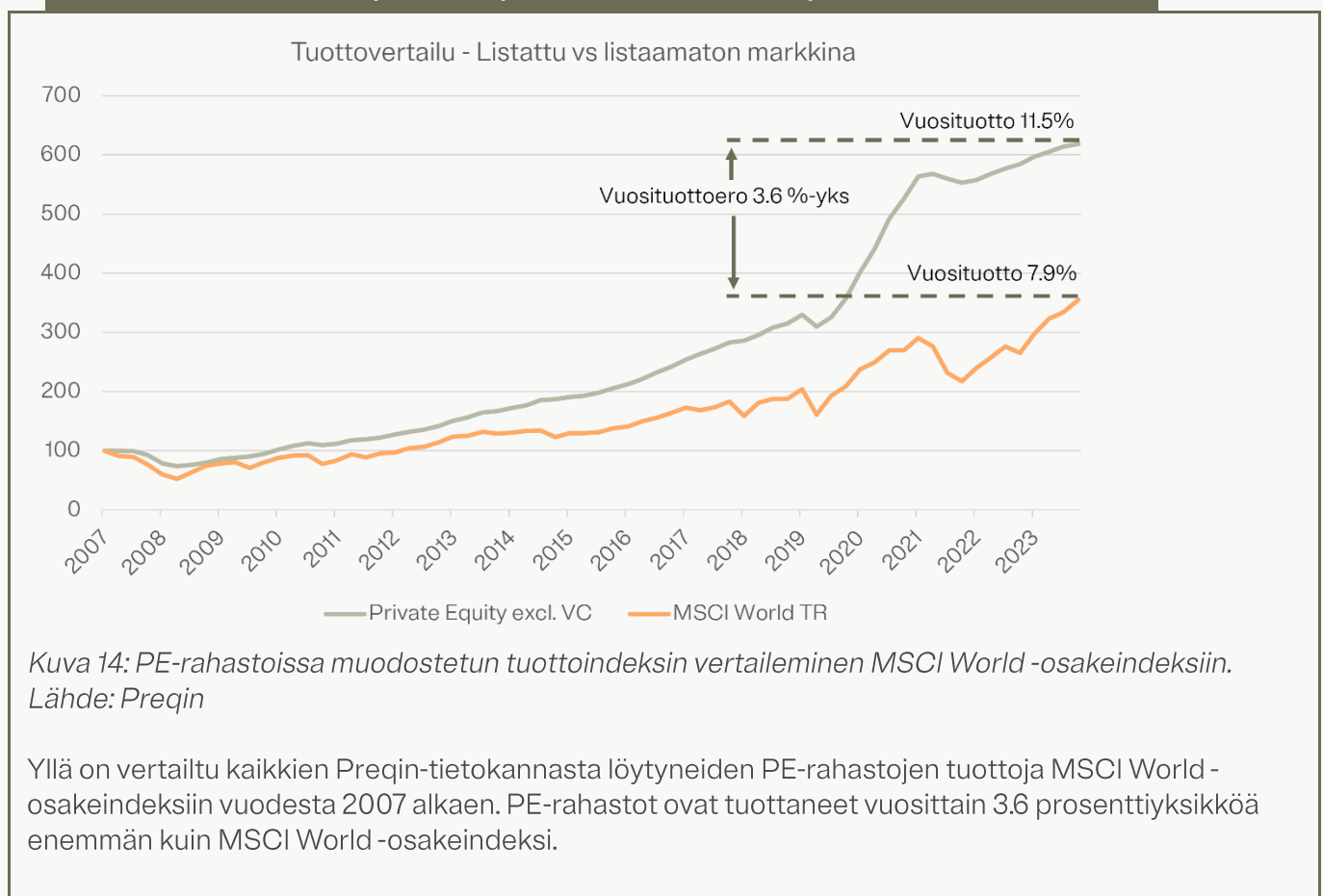
7.5. PE-rahastojen tuottojen analysoinnista

PE-rahastojen tuottojen analysointi ei ole mitenkään suoraviivainen tai yksiselitteinen tehtävä. PE-rahastojen tuottoluvuista voisi kirjoittaa kokonaan oman oppaansa. Me olemme valinneet tähän kokonaisuuteen viisi näkökulmaa tuottolukuihin liittyen, jotka esittelemme seuraavaksi. Aloitamme PE-rahastojen tuottolukujen vertailemisella listattuihin osakkeisiin.

7.5.1. PE-rahastojen tuottojen vertaileminen listattuihin osakkeisiin

Sijoittajan on allokaatiopäätöksiään varten muodostettava näkemys PE-rahastojen tuotoista suhteessa listattujen osakkeiden tuottoihin. Yksi tapa on vertailla PE-rahastoista muodostettuja tuottoindeksejä listattujen osakkeiden tuottoindeksiin, kuten alla olevassa esimerkissä on tehty.

Esimerkki 3. PE-rahastojen tuottojen vertaaminen listattujen osakkeiden tuottoihin



PE-rahastojen tuottojen vertaileminen listattujen osakkeiden tuottoihin on hankalaa siitä syystä, ettei PE-rahastoista ole olemassa markkina-arvostuksia (mark-to-market), kuten listatuista osakkeista. Lisäksi PE-rahastoista on hankala saada laajaa markkinaindeksin mukaista sijoitusportfoliota, mikä taas on hyvin helppoa listatuissa osakkeissa.

PE-rahastojen ja listattujen osakkeiden välisten tuottojen vertailuun on pyritty kehittämään tunnuslukuja, jotka huomioisivat PE-rahastojen kassavirtojen ajoitukset ja koot. Tunnetuin ja käytetyin tällainen tunnusluku on PME (Public Market Equivalent). Tunnusluvun periaate on melko yksinkertainen. Jokainen

kutsu PE-rahastoon johtaa vastaavan kokoiseen ja samanaikaiseen osakeindeksiin (esim. S&P500) ostoon osakemarkkinoilla. Vastaavasti jokainen rahaston tekemä palautus johtaa vastaavan suuruiseen ja samanaikaiseen myyntiin. Tällä periaatteella PE-rahastolle saadaan tuotettua "sitä vastaava osakemarkkinatuotto".

PME-tunnusluvusta on kehitetty useita erilaisia versioita vertailtavuuden parantamiseksi ja/tai uuden näkökulman luomiseksi. Sijoitusmarkkinoilla ei kuitenkaan vallitse mitään konsensusta parhaasta mahdollisesta tavasta vertailla PE-rahastojen tuottoja osakemarkkinoihin. Sijoittajan onkin perusteltua käyttää useita eri tunnuslukuja rinnakkain.

7.5.2. Kulujen huomioiminen tuottoluvuissa

PE-rahastojen kulut ovat hyvin merkittävät. Lisäksi mitä pidempi reitti sijoitusrakenteesta (esimerkiksi rahastojen rahasto) on varsinaiseen PE-rahastoon, sitä enemmän kuluja muodostuu. LP:n onkin äärimmäisen tärkeää käyttää sijoituspäätöstään tehdessä niitä historiallisia tuottolukuja, jotka hänen asemassaan oleva sijoittaja olisi aidosti saavuttanut.

Yleisenä sääntönä voidaan pitää sitä, että tuottolukujen on aina oltava kulujen jälkeen laskettuja. Toinen yleispätevä sääntö on pyytää nähtäväksi sekä kuluttomat että kulut sisältävät tuottoluvut sekä selvitys siitä, mitä kaikkia kuluja ja minkä verran LP on maksanut päätyessään kuluttomasta tuottoluvusta kulut sisältävään tuottolukuun.

Sijoittajan on tärkeä tiedostaa, että jotkin yleisesti käytetyt tuottoluvut sisältävät osan kuluista, mutta eivät kaikkia. Yleisin esimerkki tällaisesta luvusta on Total Value to Paid-In (TVPI). Kyseisen tunnusluvun osoittajassa lasketaan yhteen palautukset ja rahaston nykyarvo. Palautuksissa kulut on huomioitu, mutta rahaston nykyarvossa taas ei.

7.5.3. IRR-luvun heikkoudet

PE-rahastojen käytetyin tuottoluku on Internal Rate of Return eli IRR. Arkikielessä IRR:istä käytetään usein termiä vuosituotto.

IRR on se tuotto (sisäinen tuotto-prosenti/korkokanta), jolla diskonttaamalla kaikki sijoituksen kassavirrat samaan ajanhetkeen saadaan kassavirtojen summaksi nolla. IRR on suhteellisen herkkä kassavirtojen ajankohdille, minkä takia lukua on mahdollisuus manipuloida. IRR-luku ja sen käyttötavat PE-maailmassa ovatkin kohdanneet aiheellisesti suurta kritiikkiä etenkin akateemisesta maailmasta.

Sijoittaja voi suojautua harhaanjohtavilta IRR-luvuilta sillä, ettei koskaan analysoi IRR-lukua yksistään. Tuottoanalyysiin tulee aina sisällyttää pääoman palautukseen liittyviä tunnuslukuja (MoIC, DPI, TVPI) IRR:n rinnalle.

Erityistä varovaisuutta ja kriittisyyttä sijoittajien tulisi kohdistaa tilanteisiin, joissa varainkeruussa oleva rahasto tai rahastojen rahasto esittelee sijoittajalle varainkeruussa olevan rahaston sen hetkisiä IRR-lukuja.

Esimerkki 4. Varainkeruun aikaisten IRR-lukujen manipuloiminen

Eräs Suomessa tunnettu globaali rahastojen rahasto (FoF) markkinoi uutta rahastoaan yli 60 prosentin IRR-luvuilla varainkeruun aikana. Tilaisuus sijoittaa rahastoon, jolla on jo sijoituskauden alussa todella korkeat tuotot, vaikuttaa liian hyvältä ollakseen totta.

Kun selvitimme asiaa tarkemmin, korkeiden IRR-lukujen takaa paljastui ikävä totuus. Rahasto oli toiminut seuraavasti:

1. Rahasto tekee ensimmäisen sulkemisen ja siirtyy näin sijoituskaudelleen.
2. Rahasto hankkii hyvin pieniä osuuksia huonosti menneistä PE-rahastoista jälkimarkkinoilta merkittäväällä alennuksella suhteessa näiden osuuksien nykyarvoon (NAV). Ostohinnat olivat kymmeniä prosentteja alle nykyarvojen.
3. Ostoa seuraavana päivänä rahasto korottaa merkittäväällä alennuksella ostettujen osuuksien hinnat teknisiin nykyarvoihin ja saa näin aikaiseksi valtavat päivätuotot.
4. Rahasto laskee varainkeruussa olevalle rahastolleen IRR-luvun niin, että yllä mainittu päivätuotto huomioidaan IRR-luvussa ja kyseinen luku nousee yli 60 prosenttiin.

Edellä esitetyillä sijoituksilla ei ole mitään vaikutusta rahaston lopullisiin tuottoihin ylipäättään, sillä ostetut rahasto-osuudet olivat mitättömiä suhteessa rahaston kokoon. Kaikesta tästä saa vaikutelman, että sijoitukset on tehty varainkeruun vauhdittamiseksi.

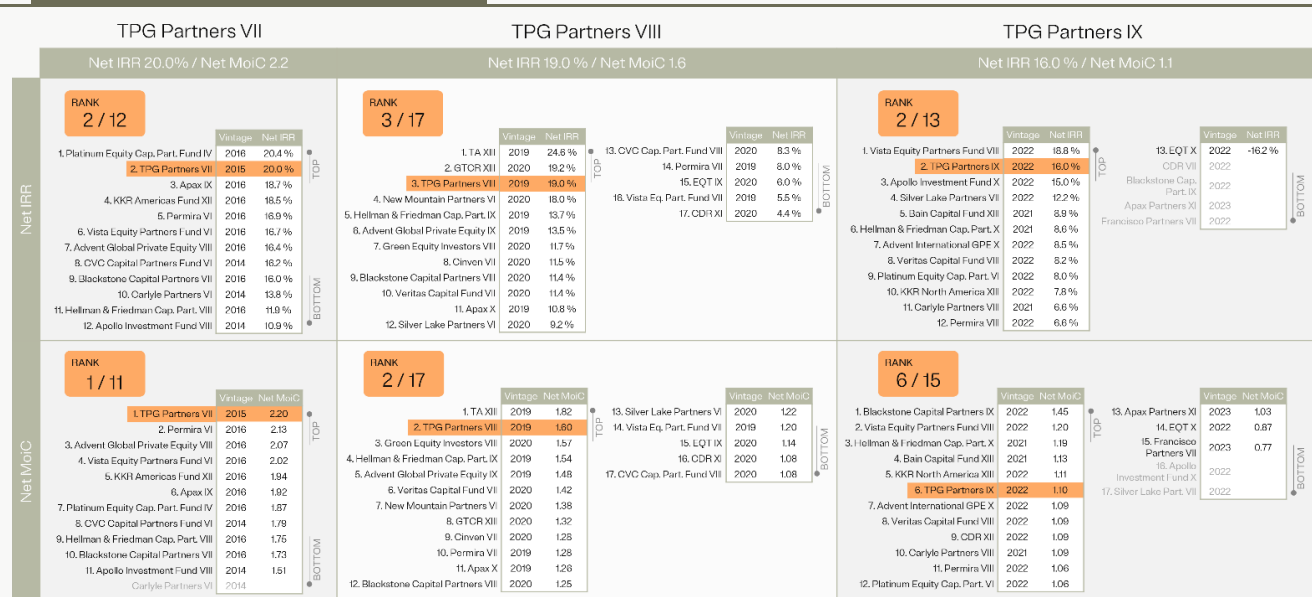
7.5.4. PE-rahastojen tuottojen keskinäinen vertailu

Yksi merkittävimmistä toimenpiteistä rahastovalintaprosessissa on verrokkianalyysin tekeminen. Siinä analysoitavan rahastostrategian aikaisemmille vintageille määritetään vertailujoukko samankaltaisista rahastoista. Mitään yksiselitteistä sääntöä verrokkijoukon määrittämiseen ei ole, mutta seuraavat tekijät kannattaa huomioida valinnassa:

- Rahastot kuuluvat samaan alaomaisuuslajiin, esimerkiksi isoihin yhtiöihin sijoittaviin buyout-rahastoihin
- Rahastot ovat aloittaneet sijoittamisen suunnilleen samaan aikaan
- Rahastot sijoittavat samalle maantieteelliselle alueelle

Kun vertailtavat rahastot on määritelty, tulee niille löytää luotettavat tuottoluvut vertailuun. Alla on esimerkki Fundcon tekemästä verrokkianalyysistä TPG Partners X-rahaston DD-prosessiin liittyen.

Esimerkki 5. Verrokkianalyysi



Kuva 15: Yllä on tulokset TPG Partners X-rahaston verrokkianalyysistä. Lähde: Preqin

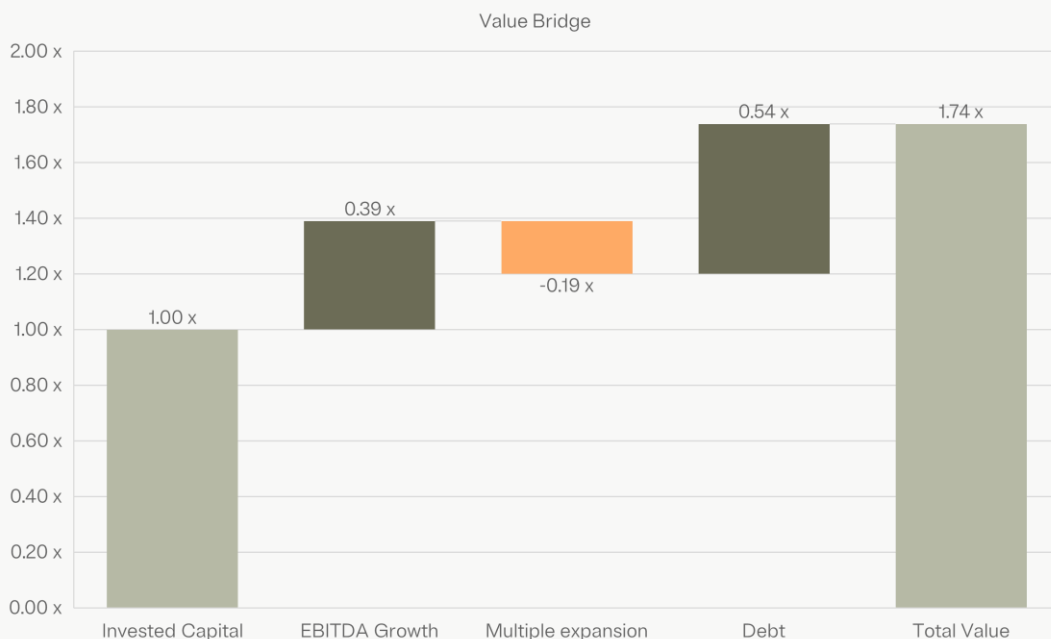
Yllä on verrattu TPG Partners -nimisen rahastostrategian rahastokertoja VII vuodelta 2015, VIII vuodelta 2020 ja IX vuodelta 2022 niille määriteltäisiin verrokkirahastoihin. Vertailuun käytetyt tuottoluvut ovat IRR ja MoIC, joiden mukaan verrokkirahastot on laitettu paremmuusjärjestykseen.

7.5.5. PE-rahaston tuottojen analysoiminen yrityskauppadatasta (Track Record)

Kokeneemmat LP:t suorittavat rahastoilleen track record -analyysin ennen sijoituspäätöksensä tekemistä. Kyseisen analyysin suorittamiseksi tarvitaan tarkat tiedot rahastostrategian kaikista yrityskaupoista. Näiden tietojen avulla LP tuottaa rahastolle kontribuutio- ja attribuutioanalyysijä, joiden tavoitteena on saada syvälinen käsitys siitä, kuinka rahaston saavuttamat tuotot ovat muodostuneet. Vastauksia etsitään mm. seuraaviin kysymyksiin:

- Onko tuotto muodostunut laajasti eri yhtiöistä?
- Onko tuottoa tullut tasaisesti yli ajan?
- Painottuuko tuotto johonkin sektoriin, maantieteelliseen alueeseen tai teemaan?
- Kuinka usein rahasto on hävinnyt pääomia ja onko näissä diileissä jotain samankaltaisuuksia?
- Miten eri arvionlontikomponentit, kuten EBITDA:n kasvu, arvostuskertoimien muutokset ja velkavipu, ovat vaikuttaneet tuottoihin?
- Onko rahaston sijoitusstrategiaan tullut muutoksia ajan kuluessa, kuten kohdesektoreihin tai sijoitusten määrään?
- Sijoitustuottojen jakautuminen diilistä vastaavien välillä?
- Kuinka ostettavien yritysten ominaisuudet, kuten koko, ovat muuttuneet ajan kuluessa?
- Miten osto- ja myyntiarvostuskertoimet ovat kehittyneet rahastosarjan historiassa?

Esimerkki 6. Value bridge analyysi



Kuva 16: Rahastostrategian historiallisia tuottoja on selitetty kolmella tekijällä: käyttökateen kasvulla, arvostuskertoimien muutoksella ja velkavivulla

Value bridge on osa rahastolle tehtävää 'Track Record' -analyysiä. Siinä selvitetään, miten rahastostrategian historialliset tuotot ovat saavutettu. PE-rahastojen tuottoja selittävät tyypillisesti kolme tekijää:

- Salkkuyhtiöiden kehittäminen, jota kuvataan alla olevassa kuvassa käyttökateen kasvulla (EBITDA Growth)
- Arvostuskertoimien nousulla osto- ja myyntihetken välillä, joka on alla olevassa kuvassa Multiple expansion
- Velkavipu, joka on alla olevassa kuvassa Debt

Nyt historialliset tuotot selitetään näillä kolmella tekijällä niin, että ne luovat "sillan" sijoitetusta pääomasta rahastostaretegian kokonaisarvoon, joka sisältää tehdyt palautukset ja vielä omistuksessa olevien yhtiöiden nykyarvon.

Analyysi auttaa sijoittajaa valitsemaan sellaisia rahastoja allokaatioonsa, joiden tuottojen pysyvyyteen hän uskoo. Esimerkiksi Fundcon valintaprosessissa painotetaan selkeästi rahastoja, joiden tuotto perustuu pitkälti käyttökateen kasvulle eli toisin sanoen salkkuyhtiöiden laadun parantamiseen.

8. Allokaation rakentaminen ja ylläpitäminen

PE-allokaation rakentaminen ja ylläpitäminen on sijoittajalle jatkuva prosessi. Sijoittajalla tulee olla pitkäaikainen suunnitelma siitä, kuinka paljon uusia sitoumuksia on vuosittain annettava, seuranta olemassa olevien rahastojen kassavirtojen ennustamiseen sekä kyky säätää suunnitelmaa muuttuneiden tietojen pohjalta.

Seuraavassa kappaleessa käymme läpi allokaation rakentamisessa huomioitavia näkökulmia. Tämän jälkeen käsittelemme, kuinka sijoittaja rakentaa ja ylläpitää PE-allokaatiotaan.

8.1. PE-allokaation rakentamisessa huomioitavia seikkoja

Ennen PE-allokaation rakentamista sijoittajalla tulisi olla selkeä kuva siitä, mitä hän haluaa rakentaa. Ennen allokaation rakentamisen aloittamista on oltava näkemys rakennettavan allokaation seuraavista ominaisuuksista:

- Tavoiteltu tuotto (tuotto-riskisuhde)
- Haluttu allokaation/salkun koko
- Maantieteellinen jakauma
- Salkkuyhtiöiden kokoluokka
- Sektorijakauma/teemat
- Haluttu yhtiömäärä PE-salkussa
- Haluttu rahastojen/rahastomanagerien määrä salkussa

Esimerkki 7. Kuinka sijoittaja muodostaa näkemyksen halutunlaisesta PE-allokaatiostaan

Sijoittaja olettaa, että globalisaatiokehitys on kääntynyt. Sijoittaja painottaa seuraavia haasteita:

- Pitkät, globaalit toimitusketjut ovat riskialttiita
- Protektionismi lisääntyy ja käynnistää laajan kauppasodan
- Alueellisten konfliktien todennäköisyys on kasvanut merkittävästi

Toisaalta sijoittaja näkee, että tässä tilanteessa Yhdysvallat on suhteellinen voittaja seuraavin perustein:

- Kyseessä on maailman suurin sisämarkkina
- Maassa on hyvin suotuisa demografia
- Maa on hyvin omavarainen energian ja luonnonvarojen osalta
- Maa on hyvin innovaatiomyönteinen ja -kykyinen

Sijoittaja näkee, että tehokkain tapa sijoittaa edellä mainittujen oletusten pohjalta on sijoittaminen keskisuuriin yhdysvaltalaisiin yhtiöihin. Täten hän päättää sijoittaa yhdysvaltalaisiin PE Buyout Mid Cap -rahastoihin.

Sijoittaja päätyy tavoittelemaan allokaatiota, joka täyttää seuraavat parametrit:

- Allokaation tuotto-odotus on ~20 prosenttia vuosittain (IRR)
- Salkun koko/allokaatio on 5 000 000 euroa
- Rahastojen kohdemarkkina on Yhdysvallat
- Salkkuyhtiöiden yritysarvo on 100–1000 miljoonaa dollaria ostettaessa
- Salkun tulee jakautua usealle eri sektorille
- Salkussa tulee olla kokonaisuudessaan 40–80 kohdeyhtiötä
- Rahastoja valmiissa allokaatiossa on oltava 6–8

Näiden kriteereiden pohjalta sijoittaja aloittaa rahastojen valinnan ja allokaation rakentamisen.

8.2. Allokaation rakentamisen dynamiikka – pelkistetty esimerkki

Seuraavaksi perehdymme siihen, kuinka paljon ja millä tahdilla sijoittajan on annettava sitoumuksia rakentaakseen haluamansa kokoisen euromääräisen allokation. Teemme tarkastelun yksinkertaisen esimerkin avulla.

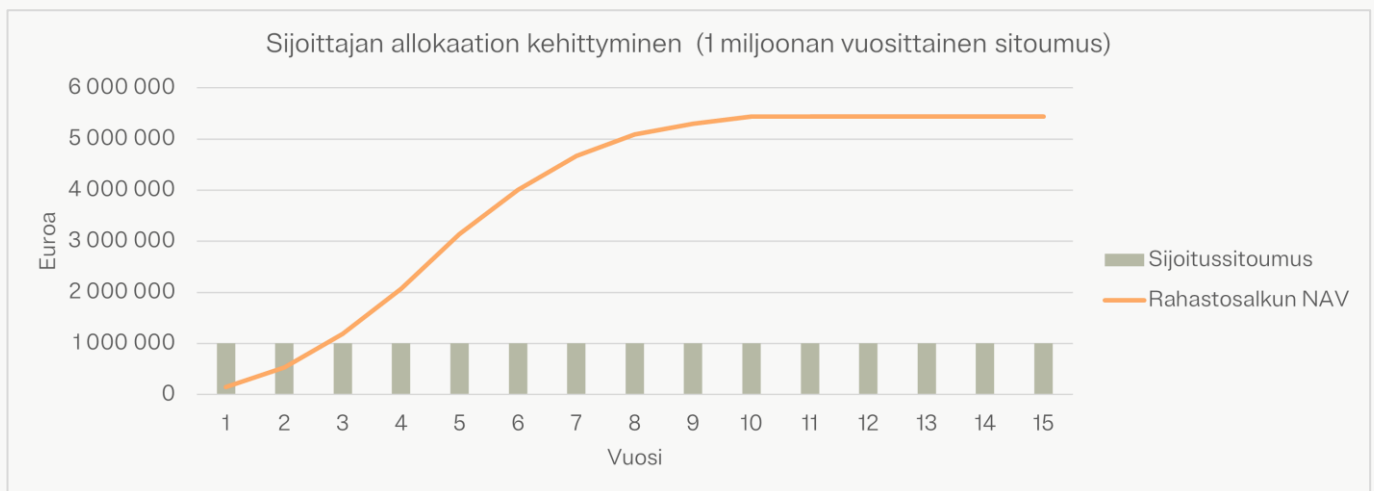
Otamme lähtökohdaksi seuraavanlaisen rahaston kassavirtaprofiilin, jota sitten monistamme esimerkkilaskelmissamme:

- Rahaston sijoituskausi kestää 5 vuotta, jonka aikana rahasto tekee kutsuja tasaisesti
- Rahasto omistaa yhtiöitä keskimäärin 4,5 vuotta
- Rahaston IRR on 15,5 prosenttia ja MoiC 2,0x
- Rahasto kutsuu sijoitussitoumuksista 90 prosenttia sijoituskautensa aikana

Yllä esitetyt ominaisuudet omaavan rahaston kassavirtaprofiili on esitelty aikaisemmin kuvassa 9.

Seuraavaksi oletamme, että sijoittaja tekee joka vuosi miljoonan euron kokoisen sitoumuksen PE-rahastoon, jolla on yllä esitetyt ominaisuudet.

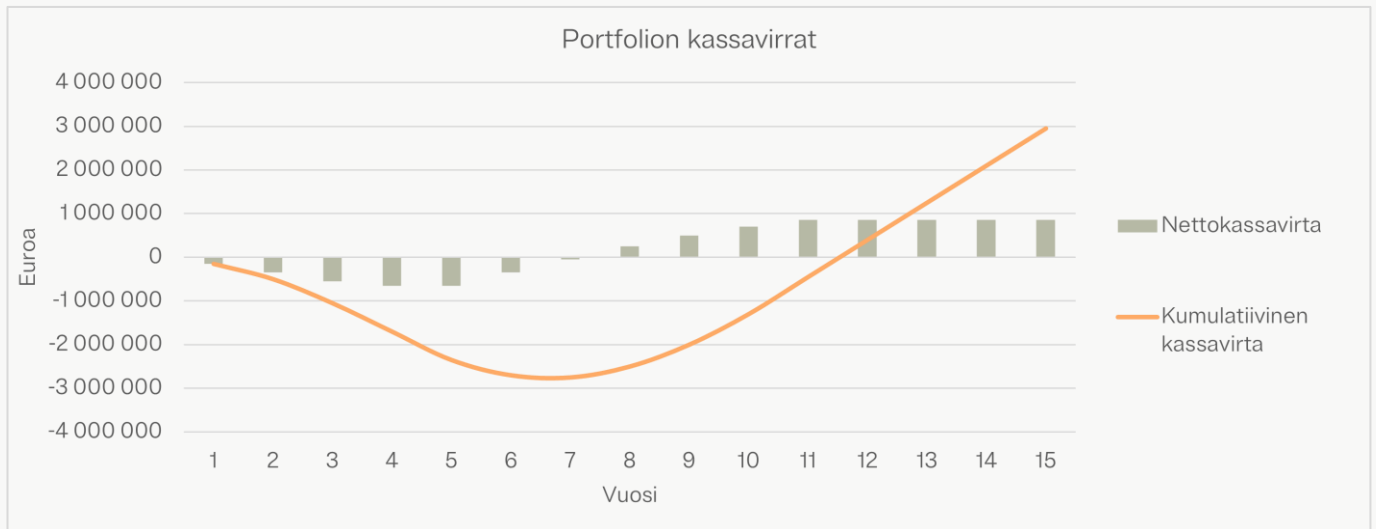
Alla olevaan kuvaan on mallinnettu sijoittajan PE-allokaation kehittyminen seuraavan 15 vuoden ajalta. Allokatio kasvaa ensimmäiset kahdeksan vuotta, jonka jälkeen se saavuttaa lopullisen kokonsa 5,4 miljoonaa euroa.



Kuva 17: PE-allokaation kasvu, kun sijoittaja tekee vuosittain yhden miljoonan verran sitoumuksia.

Tarkastellaan nyt samaa allokatiota sijoittajan kassavirtojen eli kutsujen sekä palautusten näkökulmasta. Allokation rakennusvaiheessa sijoittajan kassavirrat ovat negatiiviset ensimmäiset kuusi vuotta, mutta vuodesta seitsemän alkaen kassavirrat kääntyvät positiivisiksi. Toisin sanoen, vuodesta seitsemän alkaen sijoittaja on tilanteessa, jossa PE-salkku tuottaa sellaista kassavirtaa, jota on uudelleensijoitettava muualle kuin PE-rahastoihin. Toinen vaihtoehto on kasvattaa PE-allokatiota alkuperäistä suunnitelmaa isommaksi.

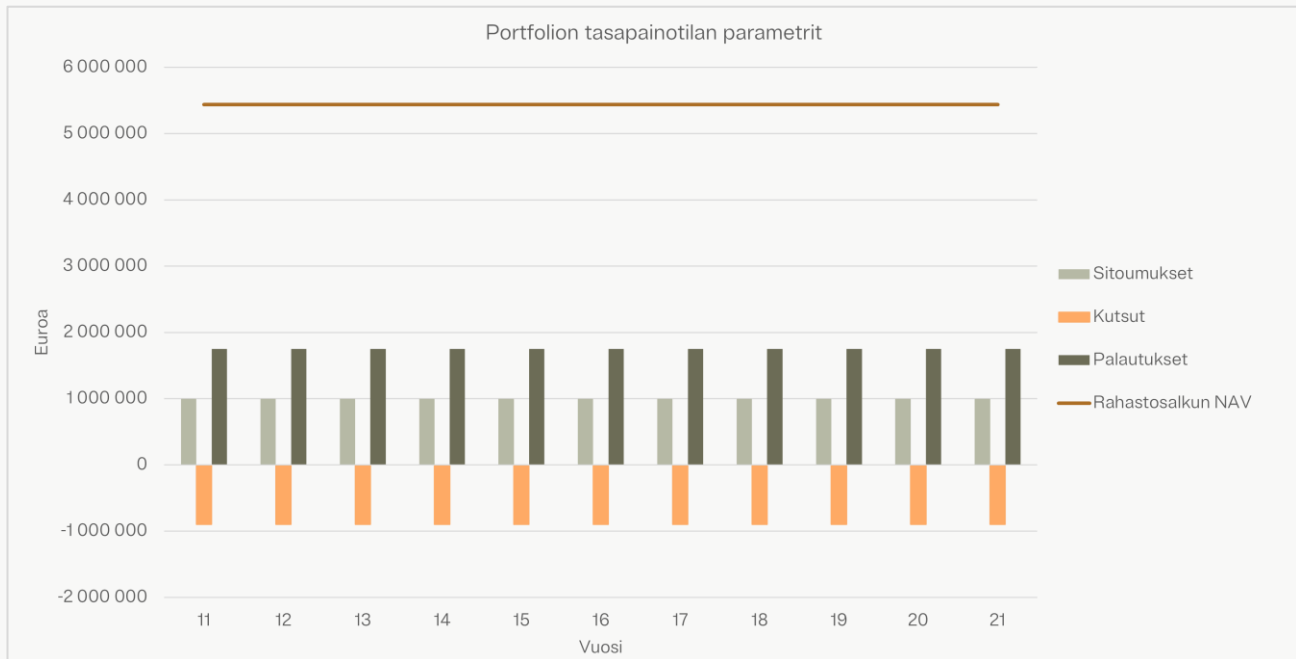
Toinen tarkastelu liittyy siihen, kuinka paljon sijoittajalta tarvitaan likviditeettiä allokaation rakennusvaiheessa. Nyt sijoittajan likviditeetin tarve saavuttaa maksiminsa vuonna kuusi, jolloin PE-salkkuun on sitoutuneena pääomia 2,7 miljoonaa euroa. Eli tekemillämme oletuksilla PE-allokaation kasvattaminen 5,4 miljoonan euron kokoiseksi vaatii enimmillään 2,7 miljoonaa euroa sitoutuneita pääomia.



Kuva 18: Allokaation rakennusvaiheessa sijoittajan kassavirta on negatiivinen ensimmäiset seitsemän vuotta. Kun kassavirta kääntyy positiiviseksi, on sitoutuneena noin 2,7 miljoonaa euroa.

8.3. Allokaation ylläpitämisen dynamiikka – pelkistetty esimerkki

Seuraavaksi tarkastelemme vaihetta, jossa sijoittaja on jo rakentanut haluamansa PE-allokaation, jonka hän vain haluaa pitää samansuuruisena tulevana vuosina. Edellisessä osiossa esitetyssä esimerkissä allokaatio saavuttaa tasapainotilan vuonna 11. Alla on kuvattu tasapainotilaan liittyvät parametrit.



Kuva 19: Allokaation tasapainotilassaan eli vuodesta 11 eteenpäin.

Nyt tasapainotilassa toteutuvat seuraavat asiat:

- PE-allokaatio vakioituu 5,4 miljoonan kokoiseksi.
- Vuosittain uusia sijoitussitoumuksia annetaan miljoonan euron verran kuten rakentamisvaiheessakin.
- Rahastot tekevät kutsuja yhteensä 900 000 eurolla vuosittain (eli 90 prosenttia vuosittain annetusta sitoumuksesta).
- Rahastot tekevät palautuksia 1 750 000 euron verran vuosittain.
- Allokaation vuosittainen tuotto on 15,5 %, eli käyttämämme esimerkkirahaston IRR:n verran.

Käyttämämme esimerkki on hyvin pelkistetty. Tästä huolimatta siinä tulee hyvin selkeästi esiin PE-allokaation dynamiikka allokaatiota rakennettaessa ja allokaatiota ylläpidettäessä.

8.4. Käytännön haasteet ja ratkaisut

Käytännössä PE-rahastojen kassavirtaprofiilit eroavat toisistaan merkittävästi ja niiden ennustamiseen liittyy merkittäviä epävarmuuksia. Seuraavaksi käymmekin läpi niitä keinoja ja toimenpiteitä, joilla sijoittaja kykenee huomioimaan näitä epävarmuuksia.

8.4.1. Kassavirtaennusteiden päivittäminen ja aktiivinen kommunikaatio

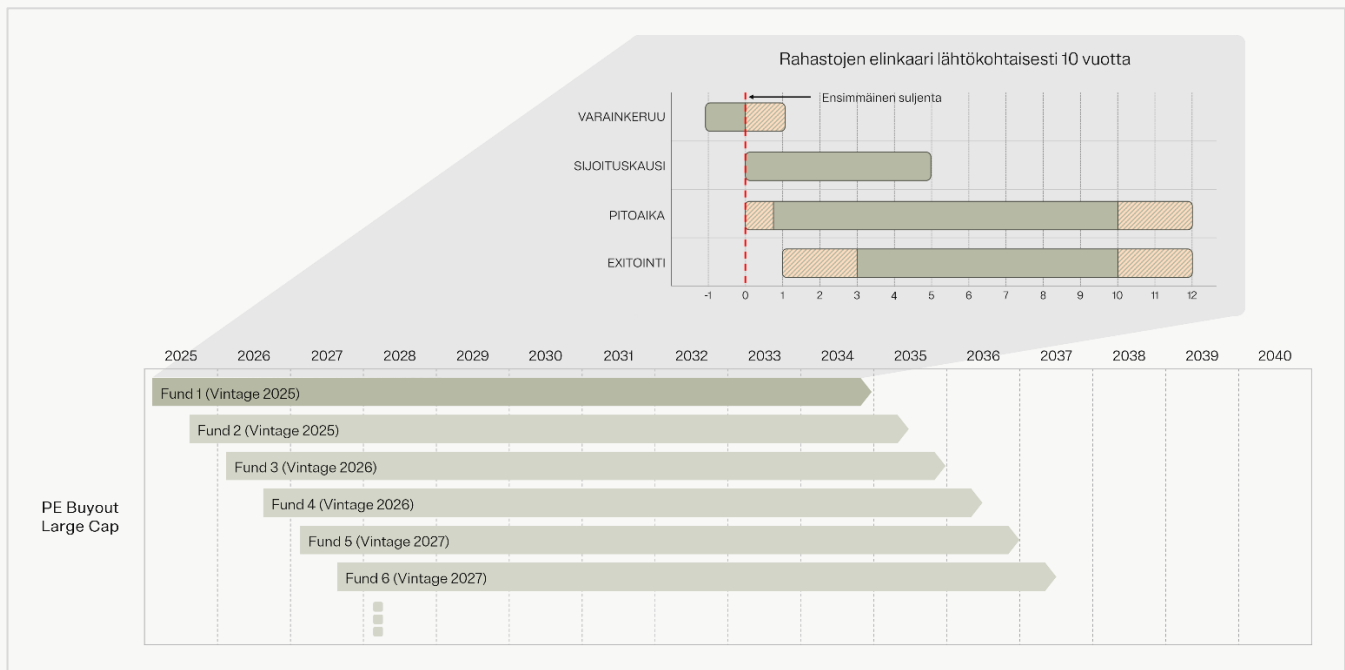
Sijoittajalla tulee olla mahdollisimman ajantasaista tietoa rahastojensa tulevista kassavirroista, jotta hän osaa varautua tuleviin likviditeettitarpeisiinsa ja tarvittaessa muuttaa suunnitelmaansa tulevista sitoumuksista. Tämä vaatii aktiivista kommunikaatiota rahastomanagereiden kanssa.

Paras ratkaisu ajantasaisen tiedon varmistamiseksi on säännöllinen palaveri GP:n kanssa. Tilannepalaverissa käydään läpi rahaston viimeisimmät tiedot ja erityisesti ennusteet tulevista kassavirroista.

8.4.2. Suunnitelma tulevista sitoumuksista pitkälle tulevaisuuteen

PE-rahastoihin annetut sitoumukset ovat pitkäaikaisia, eikä LP:llä ole mahdollisuutta vaikuttaa rahaston kassavirtoihin sitoumuksensa tekemisen jälkeen. Tämän tulisi motivoida sijoittajaa tekemään pitkän aikavälin suunnitelman, jonka tulisi sisältää seuraavat asiat:

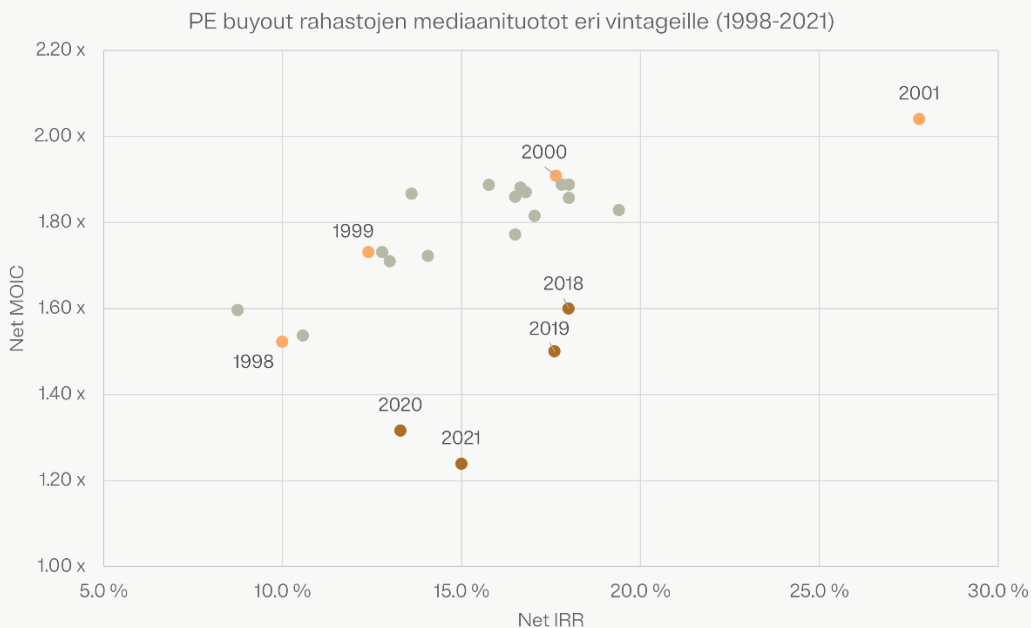
- Allokointiin valitut alaomaisuuslajit
- Tieto alaomaisuuslajien tavoitellusta allokaation koosta
- Tulevat sitoumukset sijoiteltuna aikajanelle



Kuva 20: Suunnitelma tulevista sitoumuksista.

Tehty suunnitelma on olennainen ajallisen hajauttamisen kannalta. Mikäli suunnitelmaa ei ole, niin sijoittajalla on merkittävä riski lopettaa sitoumusten tekeminen huonoimmalla mahdollisella hetkellä eli haasteiden ilmaannuttua jo tehtyihin sijoituksiin jonkin talousshokin vuoksi. Lähes poikkeuksetta heti talousshokin jälkeen annetut sitoumukset ovat olleet parhaita sijoituksia.

Esimerkki 8. Ajallisen hajautuksen merkitys



Kuva 21: Vintageiden 1998–2021 tuotot siten, että y-akselilla on netto MoIC ja x-akselilla netto IRR.
Lähde: Preqin

Yllä olevaan kuvaan on kerätty Preqin-tietokannasta buyout-rahastojen tuotot vintageille 1998-2021. Y-akselilla on netto MoIC ja x-akselilla netto IRR. Jokainen piste kuvaajassa edustaa siis yhtä vintagea kyseiseltä aikaväliltä.

Kuvaan on merkitty oranssilla vintaget 1998–2001 esimerkkinä ajallisen hajautuksen merkityksestä. Vintaget 1998 ja 1999 ovat heikoimpia tuotoiltaan, sillä ne sijoittavat suurimman osan pääomistaan juuri ennen teknokuplan puhkemiamista vuoden 2000 alkupuolella.

Toisaalta vintaget 2000 ja 2001 ovat tuottoisimpia, sillä ne pääsivät hyötymään voimakkaasti laskeneista arvostuksista etenkin teknologiayhtiöiden osalta.

Kuvaan on korostettu ruskealla tuoreimmat vintaget 2018–2021, jotka vaikuttavat tuotoiltaan kelpoisilta. Ongelmana kuitenkin on, etteivät ne ole palauttaneet juurikaan pääomia sijoittajilleen jäissä olevan yrityskaupparakkinan takia. Lähivuodet ovat hyvin ratkaisevia kyseisten vintageiden kannalta, sillä rahastot eivät voi viivyttaa salkkuyrityksiensä exitointia enää kauaa.

8.4.3. Likviditeetin hallinnointi

PE-sijoittamisessa likviditeetin hallinnointi vaatii sijoittajalta suunnitelmallisuutta ja seurantaan. Likviditeetin hallinnointi on myös hyvin erilaista allokaation rakentamisvaiheessa kuin ylläpitämisyvaiheessa. Käsitlemme molemmat vaiheet seuraavaksi:

Allokaation rakentamisvaiheessa sijoittajalla on jatkuvia tarpeita likviditeetille, sillä rakennettavan allokaation kassavirta on suurimman osan ajasta negatiivinen. Rakentamisvaiheessa tärkeimmät kysymykset ovat:

- Kuinka paljon sijoittajalla tulee lähivuosina olla helposti käteiseksi muutettavaa varallisuutta, jos asiat sujuvat suunnitellusti ns. perusskenaariossa?
- Mihin nämä helposti käteiseksi muutettavat varat ovat sijoitettuna ennen kuin ne kutsutaan PE-rahastoihin?
- Mikä on realistinen huonoin skenaario likviditeetin tarpeen näkökulmasta, jonka sijoittaja voi kohdata? Miten nämä likviditeetin tarpeet täytetään? Eli kuinka huonoin skenaario hoidetaan?

Tarvittava käteisen määrä perusskenaariossa saadaan päivittämällä säännöllisesti rahastojen kassavirtaennusteita. Käsittelimme rakennusvaiheen kassavirtoja esimerkin kautta kappaleessa 8.2 ja niiden päivittämistä kappaleessa 8.4.1.

Mihin sitten tarvittavan likviditeetin tulisi olla sijoitettuna? Mitään samaa kaikille sijoittajille sopivaa ratkaisua ei ole. Jos likviditeetin pitää lyhyissä koroissa, laskee tämä hallinnoitavan kokonaisuuden tuotto-odotusta. Toisaalta silloin likviditeetin määrä on sijoittajan tiedossa, eikä tähän liity juurikaan riskiä.

Mikäli sijoittaja taas suosii mahdollisimman suurta tuotto-odotusta, sijoittaa hän ylimääräisen likviditeetin listattuihin osakkeisiin käyttämällä instrumenttina likvidiä ETF:ää (Exchange-Traded Fund). Haittapuolena on riski sijoitusten markkina-arvon merkittävästä laskusta juuri silloin, kun sijoitus tulisi muuttaa käteiseksi PE-rahastojen kutsujen takia. Akateemisessa tutkimuksessa on saatu viitteitä, että menestyneimmät PE-managerit tekevät kutsuja rahastoihinsa suuremmissa määrin silloin, kun listattu osakemarkkina on laskenut voimakkaasti².

Sijoittaja ei saa ajautua tilanteeseen, jossa hänellä ei ole tarvittavia käteisvaroja kutsuihin vastaamiseen tai käteisvarat on koottava kiireellä ja ”keinolla millä hyvänsä”. Vaikka tällainen skenaario olisi sijoittajalle hyvin epätodennäköinen, on siihen suositeltavaa varautua etukäteen. Sijoittajan tulee ensin hahmotella huonoin mahdollinen skenaario. Tämä voi olla hyvin karkea ja yksinkertainen, kuten alla:

- Seuraavan vuoden aikana kaikista kutsumattomista sitoumuksista kutsutaan 60 prosenttia
- Seuravana vuonna yksikään rahasto ei tee palautuksia

Yllä olevien oletusten perusteella sijoittaja tekee suunnitelman siitä, mikä on käteisen tarve seuraavalle vuodelle, kuinka nämä käteiset ovat saatavissa ja kuinka paljon kustannuksia tästä aiheutuu.

Yksi keino parantaa sijoitustuottoja PE-allokaation rakennusvaiheessa sekä varautua lisääntyvään käteisen tarpeeseen, on luottolimiitti. Luottolimiitti on melko yleinen järjestely PE-sijoittamisessa.

² David T. Robinson, Berk A. Sensoy, Cyclicalities, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity, Journal of Financial Economics, Volume 122, Issue 3, 2016, Pages 521–543.

Likviditeetin hallinnoinnin luonne muuttuu merkittävästi, kun allokaation rakentamisvaiheesta siirrytään allokaation ylläpitämiseen. Ylläpitovaiheessa perusskenaariossa PE-salkusta tulee merkittävä positiivinen kassavirta. Palautetaan mieleen kappaleen 8.3. esimerkki, jonka vuosittaiset kassavirrat ovat seuraavanlaiset:

- Kutsut 900 000 euroa vuosittain
- Palautukset 1 750 000 euroa vuosittain
- Nettokassavirta 850 000 euroa vuosittain

Seuraavaksi määrittelemme huonoimman skenaarion seuraavasti:

- Kutsut kasvavat 50 prosenttia perusskenaariosta eli 900 000 eurosta 1 350 000 euroon
- Palautukset puolittuvat perusskenaariosta eli 1 750 000 eurosta 875 000 euroon
- Tällöin nettokassavirta muuttuu 475 000 euroa negatiiviseksi

Nyt sijoittajan käteisen tarpeet ovat suhteellisen maltilliset, vaikka ylläesitettyä skenaariota voi pitää hyvin negatiivisena. Sijoittaja saa varmasti luottolimiitin PE-salkkuaan vastaan, jolla hän voi kattaa likviditeettitarpeensa.

Huonoimmassa skenaariossa sijoittajan PE-allokaation arvo (NAV) kasvaisi merkittävästi olettaen, ettei PE-rahastoissa tapahtuisi kohdeyhtiöiden arvonalentumisia. Nythän allokaation arvo on lähtötilanteessa 5,4 miljoonaa euroa. Skenaariossa palautuksia jää saamatta ennakoituun nähden 875 000 euron verran ja kutsut lisääntyvät 450 000 euron verran, joten PE-allokaation arvo kasvaa näiden muutosten seurauksena yhteensä 1 325 000 eurolla, jolloin allokaation kokonaisarvo olisi 6 725 000 euroa.

9. PE-sijoittaminen yleishyödyllisten säätiöiden näkökulmasta

Yleishyödylliset säätiöt ovat pitkäaikaisia sijoittajia. Säätiöiden likviditeettitarpeet ovat myös ennakoitavissa pitkälle tulevaisuuteen. Nämä ominaisuudet tekevät PE-sijoittamisen säätiöille hyvin houkuttelevaksi.

Yhdysvaltalaiset säätiöt allokoivat huomattavasti suuremman määrän sijoituksistaan PE-rahastoihin suomalaisiin verrokkeihinsa nähden. Tämä siitäkin huolimatta, että säilyttääkseen verovapautensa niiden tulee jakaa viisi prosenttia varallisuudestaan vuosittain avustuksina. Suomessa vastaavaa tiukkaa sääntöä ei ole, joten PE-sijoitukset sopivat suomalaisille säätiöille likviditeetin näkökulmasta vieläkin paremmin kuin yhdysvaltalaisille verrokeilleen.

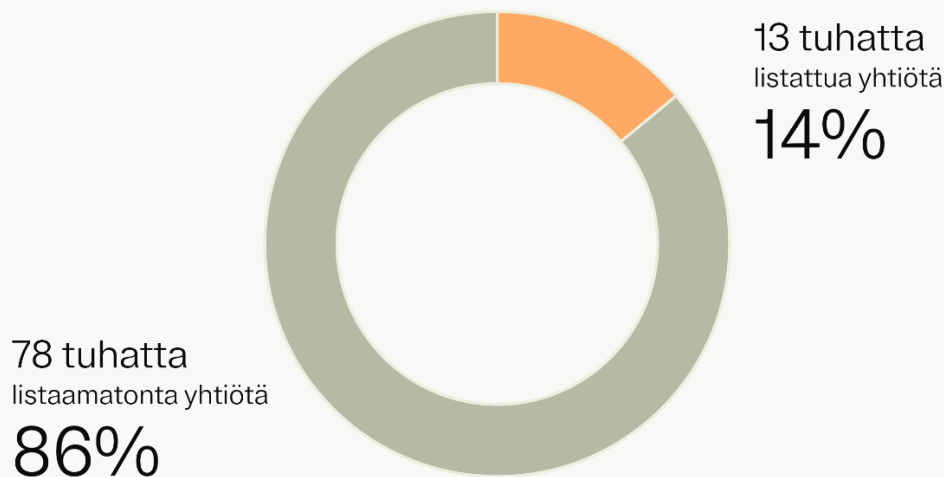
Käsitlemme seuraavassa kappaleessa PE-sijoittamisen hyötyjä, jonka jälkeen pohdimme PE-sijoituksen vaatimuksia säätiön organisaatiolle. Lopuksi kerromme, kuinka säätiöt voivat säilyttää veroasemansa myös PE-rahastoihin sijoitettaessa.

9.1. PE-allokaation hyödyt – korkeaa tuottopotentiaalia ja parempi hajautus

Kysymykseen ”miksi sijoittaa PE-rahastoihin” on olemassa lyhyt vastaus: näin saavutetaan korkeampi tuotto ja parempi hajautus. Syy on yksinkertainen: PE-rahastojen kyky generoida korkeita vuosituottoja perustuu ennen kaikkea listaamattomien yhtiöiden suureen määrään. Alla olevassa kuvassa on jaettu kaikki vuonna 2022 yli 250 miljoonaa dollaria liikevaihtoa generoineet yhtiöt listattuihin ja listaamattomiin yhtiöihin. Listaamattomia yhtiöitä on peräti 86 prosenttia. Sijoittamista ei kannata rajata vain 14

prosenttiin (isoista) yhtiöistä. Jos liikevaihtorajaa lasketaan, kasvaa listaamattomien yhtiöiden osuus entisestään.

Yritysten* jakautuminen julkisesti noteerattujen ja listaamattomien yritysten välillä



*Yritykset, joiden liikevaihto on yli 250 miljoonaa dollaria. Lähde: Capital IQ

Kuva 22: Yhtiöt jaoteltuna listattuihin ja listaamattomiin.

PE-rahastot ovat tuottaneet hyvin säännönmukaisesti paremmin kuin listatut osakkeet. Toisaalta PE-rahastoihin sijoitettaessa LP luopuu likviditeetistä suhteessa listattuihin osakkeisiin. Tästä on saatava kompensatiota korkeampana tuottona, likviditeettipreemiota. Sijoitusmaailmassa ei ole selkeää konsensusta, kuinka paljon likviditeettipremio on ollut historiassa, saati kuinka paljon se tulee olemaan. Valtaosa näkemyksistä toteutuneesta preemiosta osuu välille kahdesta seitsemään prosenttiyksikköä vuosittain.

9.2. PE-sijoittamisen vaatimukset säätiön organisaatiolle

Näemme, että vastuu PE-sijoittamisen suunnitelman tekemisestä, seurannasta ja päivittämisestä tulisi olla säätiön organisaation sisällä. Kaiken muun PE-sijoittamisessa voi ulkoistaa.

Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että säätiön on ensin tehtävä pitkäaikainen suunnitelma PE-sijoittamisesta. Tähän voi ja kannattaa käyttää ulkoista apua. Kun suunnitelmaa toteutetaan, pitää säätiön saada säännöllisellä frekvenssillä tietoa suunnitelman toteutuksesta, eli vähintään seuraavat tiedot:

- Tehdyt sitoumukset
- Kutsuttujen sitoumusten määrä
- Rahastojen nykyarvot ja tuotot
- Ennustetut kassavirrat rahastoilta

Tiivistäen: PE-sijoittaminen vaatii säätiön organisaatiolta ymmärryksen PE-sijoittamisen dynamiikasta, yhden ja vain yhden pitkäaikaisen suunnitelman, prosessin ja aikaa seurata suunnitelmaa puolivuositain sekä kurinalaisuutta toteutuksessa.

9.3. Veroaseman säilyttäminen PE-sijoittamisessa.

Yleishyödyllisten säätiöiden tulee huomioida suomalaisen verolainsäädännön erityispiirteet PE-sijoituksia tehdessään.

9.3.1. Yleishyödyllisten säätiöiden sijoitustuotot ovat pääasiassa verovapaita

Yksinkertaistaen säätiöt ja yhdistykset voidaan jakaa tuloverotuksen näkökulmasta yleishyödyllisiin ja ei-yleishyödyllisiin. Yleishyödyllisyyden kriteerit on määritelty tarkasti tuloverolain (1535/1992) 22 §:ssä. Yleishyödyllisyysstatuksen saaminen vaatii mm., että säätiö toimii yksinomaan ja välittömästi yleiseksi hyväksi.

Yleishyödyllinen säätiö voi kuitenkin harjoittaa elinkeinotoimintaa sillä seurauksella, että säätiö on verovelvollinen saamastaan elinkeinotulosta. Tällaiseen tuloon sovelletaan 20 prosentin yhteisöverokantaa. Tarkemmin aiheesta voi lukea verotusohjeesta yleishyödyllisille yhteisöille³.

9.3.2. Poikkeus verovapauteen – läpivirtaavat pääomarahastot

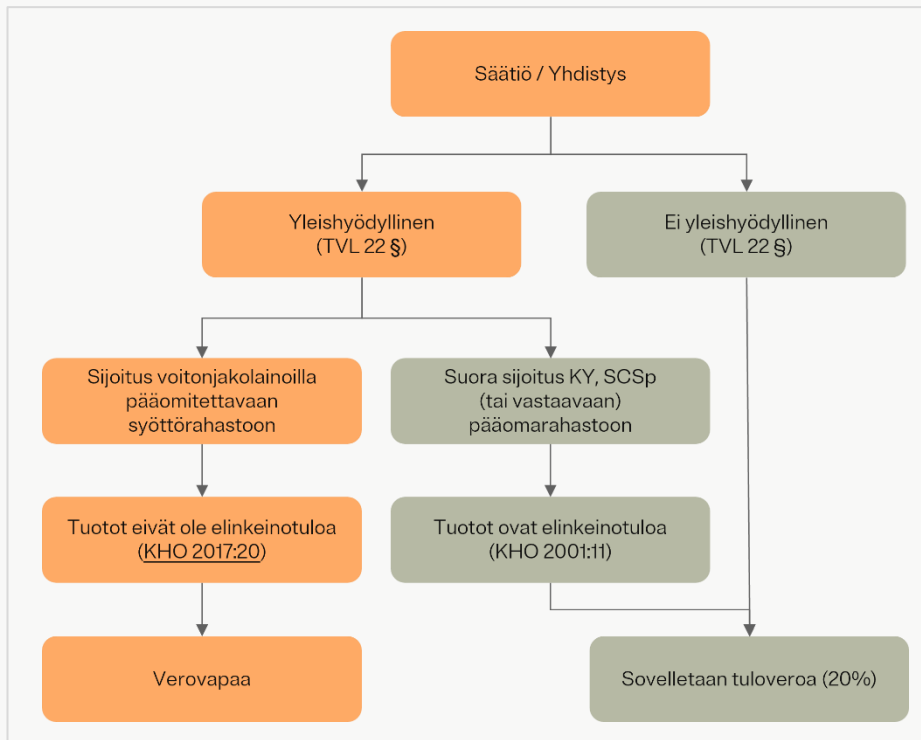
Yleishyödyllisille säätiöille sijoitustoiminta on yleensä verovapaata. Tähän on yksi merkittävä poikkeus. Korkein hallinto-oikeus (KHO) on todennut päätöksessään (2001:11), että kommandiittiyhtiömuotoisten ns. läpivirtaavien pääomarahastojen kautta saatavat tuotot tulkitaan elinkeinotoiminnan tuotoiksi. Näin ollen kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston tulo-osuus verotetaan elinkeinotulona myös äänettömänä yhtiömiehenä olevan yleishyödyllisen säätiön tapauksessa.

9.3.3. Poikkeus poikkeukseen – voitonjakolainarakenne palauttaa veroaseman

On kuitenkin poikkeus poikkeukseen. KHO on linjannut päätöksessään (2017:20), että yleishyödyllisyyden kriteerit täyttävä yhteisö voi tehdä sijoituksen kommandiittiyhtiömuotoiseen syöttörahastoon, joka pääomitetaan voitonjakolainalla. Nyt voitonjakolainasta tuloutuvat korkotuotot eivät muodosta yhteisölle veronalaista elinkeinotuloa. Näin ollen sijoituksen tekeminen voitonjakolainamuotoisena tekee siitä säätiölle verovapaan.

Alla on kuvattu säätiöiden sijoitukset listaamattomiin rahastoihin voitto-osuuksien verovapauden näkökulmasta.

³ Verottajan ohje: <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/47999/verotusohje-yleishyodyllisille-yhteisoille4/>



Kuva 23: Säätiöiden PE-sijoituksien veroasema eri skenaarioissa.

Suomalaisessa pääomarahastokentässä valtaosa vaihtoehtorahastoista harjoittaa sijoitustoimintaa kommandiittiyhtiömuodossa, joka sellaisenaan ei säilytä yleishyödyllisten säätiöiden verovapautta. Osa suomalaisista vaihtoehtorahastojen hoitajista on kuitenkin toteuttanut säätiöille voitonjakolainarakenteen verovapauden säilyttämiseksi. Tällaisiin pääomarahastoihin sijoittaminen on siis säätiölle verotuksen näkökulmasta neutraalia muuhun sijoittamiseen nähden.

9.3.4. Kansainvälisissä pääomarahastoissa voitonjakolainarakennetta ei ole tarjolla

Globaalit rahastomanagerit eivät käytännössä tarjoa voitonjakolainarakennetta suomalaisille yleishyödyllisille säätiöille, sillä suomalaiset säätiöt ovat liian pieni sijoittajakunta ylimääräisten rakenteiden pystyttämiseen ja hallinnoimiseen.

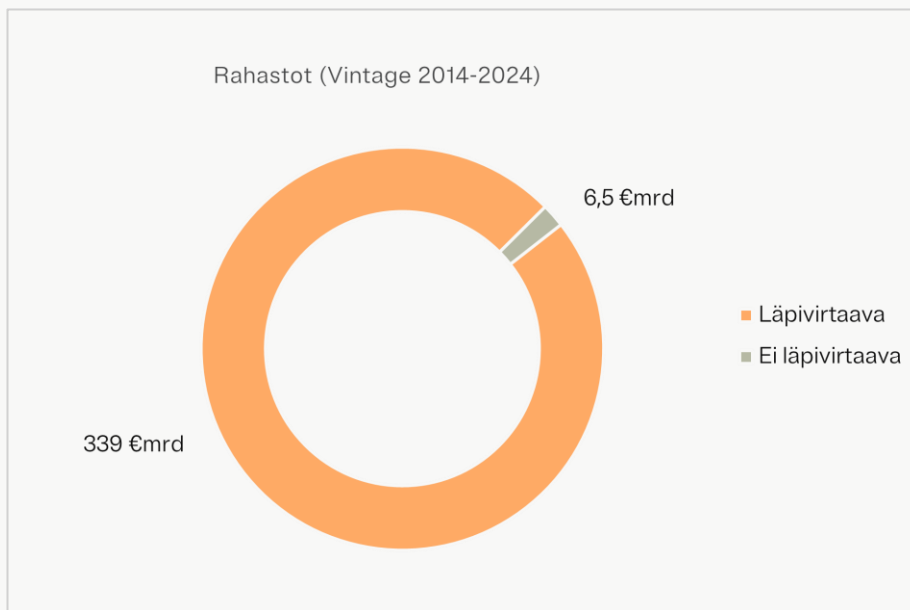
Suurimmat globaalit rahastomanagerit tarjoavat eurooppalaisille sijoittajilleen pääsyn rahastoihinsa yleensä Luxemburgiin rekisteröidyn SCSp-muotoisen rahaston kautta. Tällaiset rakenteet tulkitaan suomalaisessa lainsäädännössä läpivirtaaviksi ja täten niistä saatavat tuotot ovat elinkeinotuloa suomalaisessa lainsäädännössä ja niihin sovelletaan 20 prosentin yhteisöverokantaa.

Säätiöiden verotuksellinen asema ja tarvittavat rakenteet muuttuvat astetta monimutkaisemmaksi kysymykseksi siirryttäessä pienempiin pohjoisamerikkalaisiin pääomarahastoihin. Näihin rahastoihin sijoittaminen voisi olla suomalaiselle säätiölle hyvinkin perusteltua tuottopotentialin ja hajautuksen näkökulmasta. Näillä rahastoilla ei yleensä ole tarjolla mitään eurooppalaista rakennetta, jonka kautta rahastoon voisi sijoittaa. Tällöin suomalaisen sijoittajan ja erityisesti suomalaisen yleishyödyllisen säätiön on löydettävä toimiva rakenne sijoituksen tekemiseen tapauskohtaisesti.

9.3.5. Luxemburgiin rekisteröidyt rahastot eivät säilytä veroasemaa

Kartoitimme suomalaisten yleishyödyllisten säätiöiden mahdollisuuksia sijoittaa Luxemburgin kautta veroasema säilyttäen. Otimme kesäkuussa 2024 tarkasteluun kaikki Preqin-tietokannasta löytyvät vuosien 2014–2024 välillä Luxemburgiin rekisteröidyt buyout -rahastot (175 kappaletta). Luokittelimme rahastot niiden rakenteen perusteella veroaseman säilyttäviksi ja veroaseman menettäviksi. Rahastoista yli 98 prosenttia on läpivirtaavia eli näihin rakenteisiin sijoittamalla säätiö menettää veroasemansa.

Uskomme, että suomalaisen lainsäädännön erityisyys ja veroaseman menettäminen ovat suurin syy siihen, miksi suomalaiset yleishyödylliset säätiöt eivät ole allokoineet sijoituksiaan kansainvälisiin pääomarahastoihin. Mitään muuta perusteltua syytä on haastava löytää.



Kuva 24: Luxemburgiin vuosina 2014–24 rekisteröidyt buyout-rahastot luokiteltuna läpivirtaaviksi ja ei-läpivirtaaviksi. Läpivirtaavat rahastot eivät säilytä yleishyödyllisten säätiöiden veroasemaa

Sanasto

Aitakorko

Vähimmäistuottotaso, joka LP:ille on maksettava ennen kuin GP saa tuottosidonnaisen palkkion.

Amerikkalainen tuottosidonnainen palkkio

Malli, jossa GP saa voitto-osuutta yksittäisen sijoituksen ylitettyä aitakoron.

Buyout-rahasto

Rahasto, joka ostaa yleensä enemmistöosuuksia kypsistä yrityksistä, tyypillisesti velkarahoitusta hyödyntäen.

Catch-up-vaihe

Vaihe, jossa GP ottaa kiinni rahaston tuottojen jakoa suhteessa LP:eihin. Vaihe alkaa, kun LP:t ovat saaneet sovittun aitakoron verran tuottoja.

Datahuone (Dataroom)

Sisältää kaiken PE-rahastostrategiaan ja uuteen rahastokertaan liittyvän olennaisen tiedon. Avataan LP:ille, jotka GP haluaa sijoittajakseen ja jotka ovat indikoineet kiinnostuksensa sijoittamiseen.

Ensimmäinen sulkeminen (first closing)

Tehdään varainkeruun aikana silloin, kun rahasto on saanut kasaan tavoittelemansa vähimmäismäärän sitoumuksia. Ensimmäisen sulkemisen jälkeen rahasto siirtyy sijoituskaudelleen eli voi tehdä yritysostoja rahastoonsa.

ETF (Exchange Traded Fund)

Pörssilistattu rahasto.

Eurooppalainen tuottosidonnainen palkkio

Malli, jossa GP saa voitto-osuutensa vasta sen jälkeen, kun koko rahaston tuotto ylittää aitakoron.

Exit

Sijoituksen realisointi myymällä omistus

Growth

Kasvurahastojen sijoituskohteet ovat yrityksiä, jotka tarvitsevat pääomaa laajentumiseen esimerkiksi uusille markkina-alueille.

Hallinnointipalkkio (management fee)

GP:lle maksettava vuosittainen palkkio rahaston hallinnoinnista, yleensä prosenttiosuus sitoumuksesta sijoituskauden ajan ja sitten prosenttiosuus rahaston nykyarvosta.

IPO

Initial Public Offering; kohdeyhtiön listautuminen pörssiin. PE-rahastojen usein käyttämä tapa irtautua sijoituksesta.

Irtautumiskausi

Rahaston vaihe, jolloin sijoitukset myydään.

Jatkosijoitus (follow-on investment)

Lisäpääoma, jota sijoitetaan jo aiemmin hankittuun salkkuyhtiöön.

J-käyrä

Kuvaa rahaston kassavirtojen kehitystä ajan mittaan; usein aluksi negatiivinen ja kääntyy positiiviseksi yritysmyyntien käynnistyttyä.

Kohdeyhtiö (target company)

Yritys, johon rahasto suunnittelee sijoittavansa.

Kutsu

PE-rahaston (GP) pyyntö sijoittajalla (LP) toimittaa pääomaa rahastoon tehdyn sitoumuksen nojalla. PE-rahasto tekee elinkaarensa aikana useita kutsuja. Englanniksi capital call.

Limited Partnership Agreement (LPA)

Sopimus, joka määrittelee rahaston rakenteen, säännöt, maksut ja vastuut LP:n ja GP:n välillä.

Lisäsijoitus (add-on investment)

PE-rahaston salkkuyhtiön tekemä yritysosto, jossa ostettu yritys liitetään osaksi ostavaa yritystä.

Lopullinen sulkeminen (final closing)

Viimeinen ajankohta, jolloin rahastoon hyväksytään uusia sijoituksia; tämän jälkeen rahasto suljetaan pysyvästi uusilta LP:iltä.

Luottolimiitti

Rahaston tapauksessa käyttöön otettu velkapohjainen rahoitus, jota hyödynnetään ennen sijoittajilta tulevia kutsuja.

LP:n tapauksessa käyttöön otettu velkapohjainen rahoitus, jota hyödynnetään PE-allokaation likviditeettitarpeiden hallinnoinnissa.

Opportunistic

Sijoitustyyli, jossa hyödynnetään markkinoiden hetkellisiä mahdollisuuksia nopein päätösin.

Palautus

Rahaston tekemä pääoman ja/tai tuoton takaisinmaksu sijoittajille. PE-rahasto tekee palautuksia pääasiassa myytyään omistamansa yrityksen. Englanniksi distribution.

PME (public market equivalent)

Tunnusluku, joka suhteuttaa pääomasijoituksen tuoton julkisten markkinoiden vastaavaan sijoitukseen. Tavoitteena tuoda vertailtavuutta listaamattomien ja listattujen sijoitusten välisiin tuottoihin.

Private Equity (PE)

Pääomasijoitustoimintaa, jossa sijoitetaan listaamattomiin yrityksiin ja pyritään arvon luomiseen pitkäjänteisellä omistuksella.

Pääoman monikerta (MoC)

Rahaston palautukset laskettuna yhteen rahaston nykyarvon kanssa ja tämä jaettuna sijoitetulla pääomalla eli kutsujen summalla; mittaa rahaston kokonaistuottoa.

Rahastojen rahasto

Rahasto, joka kerää varoja sijoittaakseen niitä useisiin muihin rahastoihin. Englanniksi Fund of Funds, FoF.

Rahastokerta (vintage)

Vuosi, jolloin rahasto aloittaa sijoitustoimintansa; käytetään rahastojen tuottoja vertailtaessa.

Rahastomanageri (Sponsor)

Taho, joka omistaa PE-rahastoa hoitavan GP-rakenteen eli vastaa käytännössä rahaston operatiivisesta toiminnasta ja sijoituspäätöksistä.

Rahaston maksimikoko (hard cap)

Yläraja, jota enempää rahastoon ei oteta sitoumuksia.

Rahaston tavoite koko (target size)

Sitoumusten yhteenlaskettu summa, johon rahasto pyrkii varainkeruussaan.

Recycling of capital

Rahaston käytäntö sijoittaa uudelleen aikaisiin vapautuneet varat sen sijaan, että ne palautettaisiin LP:ille välittömästi.

Secondaries

Sijoituksia jo olemassa oleviin PE-rahasto-osuuksiin tai suorien sijoitusten omistusosuuksiin jälkemarkkinoilla (Direct Secondaries). Viime vuosina rahastot ovat alkaneet tekemään sijoituksia myös PE-rahastojen jatkorahastoihin (GP-led secondaries).

Sijoituskausi

Ajanjakso, jolloin rahasto tekee uusia sijoituksia, tyypillisesti 3–6 vuotta.

Sijoituskomitea (Investment Committee, IC)

Ryhmä, joka tekee tai hyväksyy rahaston sijoituspäätökset. koostuu yleensä rahastoa hallinnoiman rahastomanagerin kokeneimmista sijoitusammattilaisista.

Sisäinen korkotuotto (IRR)

IRR on se tuotto prosentti, joka tasapainottaa rahaston tekemien sijoitusten negatiiviset kassavirrat ja niistä saadut positiiviset kassavirrat. Ts. kassavirrat diskontataan sisäisellä korkokannalla samaan ajan hetkeen ja niiden summaksi tulee nolla.

Sourcing

Uusien sijoituskohteiden etsiminen ja arviointi.

Suljettu rahasto (closed-end)

Rahasto, jolla on ennalta sovittu kesto ja johon voi sijoittaa vain tietyssä ajanjaksona, ts. varainkeruun aikana.

Tuottosidonnainen palkkio (carried interest)

GP:n osuus rahaston voitoista sen jälkeen, kun LP:t ovat saaneet sijoitetun pääomansa ja usein myös ennalta sovitun aitakoron.

Varainkeruu

Rahaston perustamisvaihe, jolloin kerätään sijoitussitoumuksia LP:iltä.

Vastuunalainen yhtiömies (General Partner, GP)

Rahastosta vastaava taho, joka tekee sijoituspäätökset ja kantaa juridisen vastuun.

Venture Capital (VC)

Pääomasijoittamista alkuvaiheen yrityksiin.

Äänetön yhtiömies (Limited Partner, LP)

Rahastoon sijoittava taho, jonka vastuu rajoittuu sijoittamaansa pääomaan, ei osallistu aktiivisesti rahaston toimintaan.

