

LAUSUNTO TESIN (SUOMEN TEOLLISUUSSIJOITUS OY) SIJOITUSSTRATEGIAAN VUOSILLE 2025-2029 JA TYÖRYHMÄN KESKEISIIN EHDOTUKSIIN

Kiitämme mahdollisuudesta kommentoida Tesin strategiatyöryhmän ehdotuksia ja antaa oman näkökulmamme uuden Tesin strategiaan.

LAUSUNNON ANTAJAN NÄKÖKULMA

Haluamme alkuun tuoda esiin, mistä näkökulmasta ja millä kokemuksella strategiaa kommentoimme. Carner Corporate Finance on alun perin vuonna 1988 toisella nimellä perustettu yrityskauppojen neuvonantoon keskittyvä asiantuntijayritys. Työllistämme Helsingissä 15 asiantuntijaa ja olemme osa kansainvälistä IMAP-organisaatiota, jolla on toimipisteet 42 maassa. Autamme asiakkaitamme yritysten omistajavaihdoksissa sekä kasvurahoituksen hakemisessa. Päivittäisiä asiakkaitamme ovat suomalaiset omistajayrittäjät sekä kotimaiset ja ulkomaiset pääomasijoittajat. Olemme asioineet kaikkien suomalaisten pääomasijoittajien kanssa minkä lisäksi nykyisiä asiakkaitamme maamme rajojen ulkopuolella ovat mm. tietyt ruotsalaiset pörssiyritykset ja pääomasijoittajat. Puolet toteuttamistamme yrityskaupoista ovat maarajat ylittäviä eli joko ostaja tai myyjä ei ole suomalainen. Transaktioissamme mukana olevat yhtiöt ovat tyypillisesti liikevaihtokokoluokassa 10-100 miljoonaa euroa eli niitä voitaneen pitää strategiaraportissa mainittuina Mittelstand-yrityksinä. Olemme mm. rakentaneet ruotsalaiselle pääomasijoittajalle Tritonille Suomeen täysin uuden taloteknisiä palveluita tarjoavan konsernin Habeon yhdistämällä yli kymmenen pienempää suomalaista talotekniikkayritystä, mitä kautta Suomeen on syntynyt uusi yli 150 miljoonaa euroa liikevaihtoa tekevä Mittelstand-yritys. Lisäksi olemme olleet edustamassa sukua, kun perheyritys Puuilo myytiin ensimmäisen kerran suomalaiselle pääomasijoittajalle ja jälleen mukana, kun ulkomaalainen pääomasijoittaja osti yhtiön kasvattaakseen sen pörssikelpoiseksi yhtiöksi. Matkan aikana yhtiön liikevaihto on kasvanut 75 miljoonasta eurosta 240 miljoonaan euroon ja se on avannut lukuisia uusia myymälöitä. On myös hyvä mainita, että emme toimi startup-, seed- tai early stage VC-vaiheen yritysten kanssa, joten Tesin strategian osalta emme kommentoi näitä osioita. Lausuntoa laatiessamme olemme tutustuneet itse strategiaraportin lisäksi muihin 14.10.2024 mennessä annettuihin lausuntoihin.

YLEISET KOMMENTIT STRATEGIATYÖRYHMÄN EHDOTUKSIIN

Tervehdimme ilolla valtion pääomasijoitustoiminnan fuusiota. Erityisesti Ilmastorahaston rooli markkinassa on ollut ongelmallinen. IR:n toiminta on ollut hyvin lähellä Tesin toimintaa, mutta taloudellisilta ehdoiltaan kauempana markkinaehtoisuudesta. Näin ollen useampi yhtiö on pyrkinyt hakemaan rahoitusta ensisijaisesti IR:ltä ja kääntynyt Tesin puoleen vasta tarvittaessa. Toisaalta IR:n vaatimukset hiilijalanjäljen vähentämisen todentamisesta ja laskennasta on usein koettu vaikeiksi toteuttaa ja jopa kohtuuttoman vaikeiksi todentaa.

Pidämme työryhmän ehdotuksia kokonaisuutena onnistuneina. Raportissa on menestyksekkäästi tunnistettu suomalaisten yritysten rahoituksen markkinakapeikkoja ja raportti kuvastaa sen laatijoiden ymmärrystä suomalaisen pääomasijoitusmarkkinan dynamiikasta. Mielestämme raportista paistaa läpi positiivinen markkinaehtoisuus ja yksityisen markkinan ensisijaisuus. Hyvän strategian mukaisesti siinä myös kerrotaan, mitä Tesi ei jatkossa enää tee.

Lisäksi haluamme antaa tunnustusta raportissa esitettyjen ratkaisujen rohkeudelle, mitä toisaalta kuvastaa aiheen ympärille toimialalla syntynyt vilkas keskustelu ja useiden lausuntojen vahva kriittisyys esitetylle strategialle. Pidämme erittäin hyvänä asiana, että strategiatyössä näkyy vahva omistajan eli valtion kädenjälki. Historiassa Tesin strategian on ymmärtääksemme pitkälti valmistellut toimiva johto. Strategiasta on tuolloin puuttunut oikeasti rohkeat uudet avaukset.

Koska haluaisimme nähdä strategian oikeasti toteutuvan, huolestuu ensisijaisesti toimeenpanoon. Tesin taloudellisista resursseista toteutus ei jää kiinni. Useampi lausuja kritisoi Tesin työntekijöiden osaamista toteuttaa vaativaa strategiaa, mistä olemme eri mieltä kuten myöhemmin tuomme esiin. Ensisijainen huolestuu Tesin organisaation mahdollisuuksiin lähteä toteuttamaan uutta strategiaa välittömästi. Tesillä on portfolioissaan tällä hetkellä suoria sijoituksia yli sadassa yhtiössä ja rahastosijoituksia yli sadassa rahastossa. Aktiivisena omistajana Tesillä on useimmissa suorasijoitusyhtiöissä hallituksen tarkkailijajäsen, minkä päälle tulee kaikki muu portfolioyhtiön eteen tehty työ ja yhteydenpito. Rahastosijoituksissa Tesi käyttää samaten aikaa yhteydenpitoon rahastomanageriin ja osallistuu erilaisiin LP-tapahtumiin ja kunkin rahaston päätöksentekoon esimerkiksi advisory boardin jäsenenä. Lopputulemana ilman yhtään uutta suoraa tai rahastosijoitusta Tesin organisaation käytettävissä olevasta ajasta merkittävä osa kuluu nykyisen portfolion hallintaan. Jos tästä portfoliosta esimerkiksi vain 30 % täyttää uuden strategian kriteerit, käyttää organisaatio nyt ja vielä seuraavat 5-10 vuotta suurimman osan ajastaan strategian ulkopuolisten hankkeiden hallintaan. Esimerkkinä mainittakoon, että Tesin nykysalkussa olevista suorasijoituksista vanhimmat on tehty 2000-luvun alussa eli 20 vuotta sitten. Tuona aikana Tesin strategiaa on uudistettu todennäköisesti ainakin viisi kertaa, joten on mahdollista, että kyseiset sijoitukset eivät enää aikoihin ole olleet strategian mukaisia. Siitä huolimatta organisaatio on käyttänyt näiden eteen aikaa viimeiset 20 vuotta. Kun tähän lisätään mahdolliset uuden strategian mukaiset sijoitukset, organisaatio joko menee tukkoon tai sen

kokoa pitää kasvattaa dramaattisesti. Mainittakoon tässä yhteydessä, että Tesi työllistää lähes 70 henkilöä kun se vielä 10 vuotta sitten työllisti noin 30 henkilöä.

Mielestämme ratkaisu tässä tilanteessa on luopua kokonaan ns. legacy-salkusta, joka on uudessa strategiassa enää historiallinen jäännös. Käytännössä tämä voidaan toteuttaa kahdella tavalla. Ensimmäinen on, että Tesi myy kaikki omistuksensa strategian ulkopuolisissa yhtiöissä ja rahastoissa. Vasta-argumenttina tähän tulee, että joistakin näistä omistuksista ei juuri nyt saada parasta hintaa vaan kannattaisi odottaa pari vuotta. Rohkenemme sanoa, että on paljon parempi myydä omistukset vaikka 10-30 % alle teoreettisen markkina-arvon kuin sitoa kädet näihin seuraaviksi vuosiksi, jolloin uuden strategian käynnistys hidastuu. Toinen vaihtoehto on pitää nämä omistukset, mutta palkata ulkopuolinen tiimi tai tiimejä hallinnoimaan legacy-sijoituksia Tesin puolesta. Tämä toki maksaa, mutta vielä enemmän maksaa hyvän uuden strategian viivästyminen.

Legacy-portfolion lisäksi uuden strategian mukaisten sijoitusten hallinnointi ja arvonluontityö tulee viemään merkittävästi aikaa. Tämän osalta voi perustellusti kysyä, riittääkö organisaation aika, ja tässä tapauksessa myös osaaminen, useiden teollisten hankkeiden sijoitusaikaiseen työskentelyyn. Jatkokehittelyn arvoinen ehdotuksemme olisi jonkinlaisen advisor-verkoston rakentaminen, jossa kokeneet, osaavat ja aktiiviset teolliset neuvonantajat hoitavat sijoitusaikaisen hallinnoinnin toimien esimerkiksi ns. acting chairman roolissa eli aktiivisena hallituksen puheenjohtajana. Näin Tesin organisaatiota ei tarvitsisi kasvattaa eikä myöskään palkkakuluja nostaa, koska palkkion maksaisivat tässä tapauksessa kohdeyritykset. Selvyiden vuoksi toteamme, että advisorilla emme tarkoita perinteistä lukuisten yhtiöiden hallituksissa istuvaa hallitusammattilaista. Kokemuksemme mukaan paras tällaiseen rooliin on esimerkiksi jonkin toimialaa liippaavan toisen yhtiön nykyinen toimitusjohtaja, jolle tämä advisor-rooli on ainoa päivätyön ulkopuolinen toimi. Toinen vaihtoehto on rekrytoida samalla toimintamallilla advisoreiksi pääomasijoittamisen ammattilaisia, jotka ovat sillä hetkellä vapaita sidonnaisuuksista, näihin tehtäviin. Olennaista on, että Tesin oma organisaatio ja palkkakulut eivät paisu vaan toiminta on ketterää ja skaalattavissa sekä ylös- että alaspäin tarvittaessa nopeasti.

YKSITYISKOHTAISET KOMMENTIT TYÖRYHMÄN EHDOTUKSIIN JA JOIHINKIN NIISTÄ ANNETTUIHIN LAUSUNTOIHIN

Kommentoimme seuraavassa joitakin strategiassa esitettyjä ehdotuksia sekä niistä saatuja lausuntoja.

Teolliset investoinnit ja teollisen mittakaavan hankkeet:

Raportissa mainitaan painopisteenä teolliset investoinnit, teollisen mittakaavan hankkeet ja merkittävän kokoluokan hankkeiden rahoittaminen. Tämän pitäisi olla aivan Tesin tekemisen ytimessä. Nämä ovat yleensä työvoimavaltaisia toimialoja, usein sijaitsevat kasvukeskusten ulkopuolella, niiden välilliset vaikutukset ovat suuret ja aikajänne pitkä. Kokemuksemme

mukaan näihin hankkeisiin on huomattavasti vaikeampi saada rahoitusta, vaikka hanke itsessään olisi feasible ja jopa mahdollisesti hyvää liikevaihtoa ja kannattavuutta jo tekevä. Näihin hankkeisiin ei yksinkertaisesti Suomessa ole juurikaan sijoittajia. Ainoita aktiivisia teollisia sijoittajia käytännössä ovat teolliset yritykset itse, jotka käynnistävät uuden investoinnin yksin ja omilla varoillaan. Kukaan suomalainen pääomasijoitusrahasto ei näihin nykyisellään sijoita vaan ne sijoittavat ”positiivista kassavirtaa tekeviin” ja ”asset light” -yhtiöihin. Lähiaikojen ainoana poikkeuksena tulee mieleen Kotkamills, joka keräsi taakseen laajemman suomalaisen pääomasijoitusyndikaatin ml. Tesin. Näin ollen hämmästyttää Tesin strategian saama kritiikki ja pelko siitä, että näissä sijoituksissa jotenkin syrjäytettäisiin yksityistä rahaa.

Tämän osalta toivoisimme kuitenkin, että tässä strategiassa ei keskityttäisi vain ”merkittävän kokoluokan hankkeisiin” vaan Tesi olisi valmis aktiivisesti rahoittamaan myös pienempiä teollisia investointeja, joiden rahoitustarve on ykkösmiljoonia.

Olemme kuitenkin samaa mieltä monien lausujien kanssa, että rahastosijoitustoiminta pitäisi olla Tesin ensisijainen toimintamalli. Näin ollen Tesin olisi syytä aktiivisesti synnyttää Suomeen teollisiin sijoituksiin keskittyviä rahastoja. Olemme vakuuttuneita, että tällaisia saadaan synnytettyä, jos siihen on aito tahtotila.

Sijoitustoiminta buyout-rahastoihin lakkaa:

Ensimmäisenä raportin kirjoittajan tulisi määritellä buyout-rahasto. Tesi tekee sijoituksia kotimaisten rahastojen lisäksi merkittävästi ulkomaisiin rahastoihin. Tiedämme, että jossakin vaiheessa Tesin määrittelyissä moni ulkomainen rahasto katsottiin buyoutiksi, mutta kotimaisista rahastoista vain yksi. Jos asia on näin niin teeman ympärille syntynyt polemiikki on jokseenkin turhaa. Itse näemme, että Suomessa on buyout-termin alle meneviä rahastoja noin 8-10 kappaletta. Kyseessä on sananmukaisesti rahastoja, jotka ostavat yhtiön, yleensä 100-prosenttisesti, vanhoilta omistajilta. Ostamiseen käytetään rahastopääomien lisäksi merkittävästi velkavipua, josta tulee termi leveraged buyout. On kuitenkin ensiarvoisen tärkeää ymmärtää, että puhtaassa buyout-transaktiossa yleensä yhtiö itse ei saa yhtään lisää rahaa vaan kaikki raha menee sen entisille omistajille. On täysin perusteltua kysyä, että onko oikein käyttää veronmaksajien rahaa toimintaan, jonka välitön taloudellinen hyöty menee yksityisille henkilöille. Valtion buyout-sijoittamisen kriitikot ovat oikeassa siinä, että on perustellumpaa käyttää valtion varoja yhtiön rahoittamiseen kuin niiden ostamiseen entisiltä yrittäjiltä. Buyout-sijoittamisesta on pitkään viestitty harhaanjohtavasti esittelemällä buyout-sijoituksiin kanavoitua rahaa ikään kuin se olisi mennyt suoraan suomalaisten yhtiöiden hyväksi, vaikka tosiasiallisesti siitä rahasta lähes kaikki on mennyt yhtiöiden omistajille. Yritys ei ole saanut usein senttiäkään vaan päinvastoin velkavivun takia siitä on tullut transaktiossa entistä riskisempi yhtiö.

Buyout-sijoituksia perustellaan monesti sillä, että sijoituksen kohteena olleet yhtiöt ovat luoneet Suomeen merkittävästi työpaikkoja. Tosiasiallisesti nämä buyoutin kohdeyritykset ovat ostaneet monesti ns. buy and build -strategiaa noudattaen muita pienempiä yhtiöitä ja siten

luoneet suuremman kokonaisuuden. Uusia työpaikkoja Suomeen ei ole syntynyt esitettyä määrää, mutta toki näiden yhtiöiden henkilöstömäärä on kasvanut, koska niihin on liitetty muita jo toimivia yhtiöitä. Aidosti uusia työpaikkoja Suomeen syntyy merkittävässä määrin teollisten investointien kautta (esimerkiksi Valmet Automotive) ja aitojen kasvuyhtiöiden (esimerkiksi ICEYE) kautta.

Perusteena buyout-sijoituksille käytetään myös sitä, että buyout-sijoittajien omistuksessa olevat yhtiöt ovat kasvaneet verrokkejaan nopeammin ja suuremmiksi. Epäilemättä tämä on totta, mutta kriittisesti voi kysyä, että onko tämä sen ansiota, että yrityksessä on buyout-sijoittaja mukana vai olisiko yritys muutenkin päätyneet kasvamaan suureksi. Buyout-sijoittaja valitsee sadoista tapaamistaan ja analysoimistaan yhtiöistä 5-9 parasta, joihin se sijoittaa. Ei ole siis ihme, että nämä parhaat ja valikoidut yhtiöt kasvavat – olisivat varmasti kasvaneet ilman buyoutin mukanaoloakin.

Yhtenä perusteluna buyout-sijoituksille tarjotaan sitä, että näiden sijoitusten vakaa ja tasainen tuotto vahvistaa Tesin kykyä tehdä riskipitoisempia sijoituksia. Samalla perusteella Tesi voisi alkaa harjoittamaan sijoittamista indeksirahastoihin.

Monesti kuulee sanottavan, että Suomeen tarvitaan suurempia rahastoja. Tämän ehkä ymmärtää VC-rahastojen osalta, mutta buyoutin osalta jäämme odottamaan perusteluja. Meillä on suuria ruotsalaisia rahastoja, jotka katsovat koko ajan hankkeita Suomessa. Ja suomalainen yhtiö ei katoa Suomesta mihinkään, vaikka sen enemmistöomistaja olisi ruotsalainen. Suuremmat rahastot eivät voi rajoittaa hankevirtaansa vain Suomeen vaan tällöin kohteita tulisi katsoa vähintään Pohjoismaiden tasolla. Tesin mukanaolo tarkoittaa silloin, että osa rahasta kanavoituu väkisinkin Suomen rajojen ulkopuolelle.

Selvyyden vuoksi todettakoon, että emme ole suinkaan buyout-sijoittamista vastaan. Suurin osa asiakkaistamme on buyout-sijoittajia ja pidämme toimintamallia monessa mielessä nerokkaana ja hyvänä. Kyseenalaistamme vain sen, onko valtion sijoitusyhtiön tuettava tällaista toimintaa isosti ja rahastosta toiseen – varsinkin kun kyseiseen sijoitusluokkaan löytyy merkittävästi yksityistäkin rahaa. Tesin uuden strategian kritisoijia on muistutettava siitä, että vaikka Tesi lopettaisi buyout-rahastoihin sijoittamisen, kuuluvat ne edelleen silti Tesin hallinnoiman KRR:n sijoitusstrategiaan.

Lisäksi haluamme kyseenalaistaa argumentit, joilla tyypillisesti perustellaan buyout-sijoittamisen kansantaloudellista merkitystä. Kriittistä tarkastelua kestävä perustelu kansantaloudellisesta merkityksestä olisi, että buyoutissa yhtiö saa uuden omistajan, joka toivottavasti on aikaisempaa osaavampi, verkostoituneempi ja valmiimpi ottamaan enemmän riskiä yhtiön kasvattamiseksi kuin vanha omistus pohja. Yrityskauppojen toteuttaminen on useimman buyout-sijoittajan ydinosaa, jonka avulla ne pystyvät kasvattamaan yhtiöitä ja luomaan Mittelstandia Suomeen. Parhaimmillaan buyoutissa toteutuu luonnonvalinta, jossa lupaavimmat yhtiöt kohtaavat terävimmät sijoittajat, minkä seurauksena nämä yhdessä uudistavat yrityskenttää kasvua ja riskiä sisältävillä strategioillaan. Suomessa toimii jo nykyisin aktiivisesti useita ulkomaalaisia buyout-sijoittajia. Ulkomaalainen sijoittaja voi kotimaista

paremmin auttaa yhtiötä kasvamaan rajojemme ulkopuolella. Buyoutin – kuten myös muiden määräaikaisten rahastomuotoisten pääomasijoittajien – etuna on toiminnan rajallinen aikajänne, yleensä noin 3-6 vuotta. Tämä luo positiivisen sense of urgencyin kasvuloikan tekemiseen nopeassa aikataulussa.

Uusiin rahastoihin sijoitetaan pääsääntöisesti enintään kahden varainkeruukierroksen ajan:

Tässä kommenttimme koskee vain kasvu- ja buyout-rahastoja. Suomessa uuden rahaston kerääminen on äärimmäisen vaikeaa ja useimmat hankkeista kariutuvat. Tesin sijoitus first time -tiimeille on kriittinen, varsinkin kun huomioi Tesin gatekeeper-roolin. Toisaalta rahaston onnistuneesti keränneistä lähes kaikki saavat myös seuraavan rahaston. VC-rahastokentässä uusia rahastoja syntyy kohtuullisen aktiivisesti ja samaten vanhoja poistuu. Luova tuho toimii. Kasvu- ja buyout-kentässä uudistumista ei juurikaan tapahdu vaan uusia rahastoja ei käytännössä synny, mutta myöskään vanhoja ei kuole. Näin ollen pidämme esitettyä strategiaa kasvu- ja buyout-rahastojen osalta perusteltuna. Tesillä on tärkeä rooli ensimmäisen rahaston nousemisessa, ja tässä näkisimme jopa aiempaa etupainotteisemman toiminnan toivottavana hämärtämättä kuitenkaan markkinaehtoista sijoitustoimintaa esimerkiksi epäsymmetrisellä voitonjaolla. Pääsääntöisesti managerin pitäisi pystyä osoittamaan kykynsä tuottavaan sijoitustoimintaan kahdessa rahastossa, eli siis kymmenessä vuodessa, ja voi perustellusti kysyä, että jos sen jälkeen ei pärjää ilman valtion mukanaoloa niin tulisiko mahdollisuus antaa uudelle tiimille. Näemme kuitenkin hieman pehmeämpänä vaihtoehtona sen, että kolmannessa (ja neljännessä) rahastossa Tesi voisi olla mukana, mutta absoluuttisesti ja/tai suhteellisesti pienemmällä sitoumuksella.

Useassa vastineessa korostettiin, että vanhojen sijoittajien mukanaolo on tärkeä signaali mahdollisille uusille sijoittajille ja vanhan sijoittajan poistumisella on negatiivinen signaaliarvo. Näin epäilemättä osittain on, mutta argumentti ei kestä kriittistä arviointia. Jos valtion pääomasijoitusyhtiö ilmoittaa julkisesti, että sen toimintamalli on olla mukana tukemassa vain kahdessa ensimmäisessä rahastossa riippumatta rahaston performanssista niin tuskin tämän jälkeen tällä toiminnalla on minkäänlaista negatiivista signaaliarvoa. Lisäksi kahden rahaston jälkeen, kun ensimmäinen rahasto on enimmäkseen palautettu ja toisenkin kaikki sijoitukset on jo tehty, kukin valistunut sijoittaja voi itse arvioida rahastomanagerin onnistumista näyttöön perustuen.

Pohdittavaksi tarjoamme myös sellaista mallia, jossa Tesi on mukana useammalla varainkeruukierroksella, mutta pyrkii viiden vuoden sijoitusperiodin jälkeen aktiivisesti myymään LP-osuutensa kokonaan tai osittain pois. Näin Tesin signaaliarvo säilyy, mutta raha saadaan kiertämään nopeammin uusiin rahastoihin.

Tesi voi toimia lead-sijoittajana:

Maininta on herättänyt paljon vastustusta lausunnoissa. Kuitenkaan strategiassa ei tarkemmin määritellä, mitä lead-sijoittajalla tarkoitetaan. Yleensä tällä tarkoitetaan kierroksen suurinta

sijoittajaa, joka myös johtaa ehtoneuvottelua. Toiminta ei eroa merkittävästi Tesin nykyisestä toiminnasta esim. tilanteessa, jossa Tesi sijoittaa yhdessä eläkeyhtiön kanssa suomalaiseen kasvuyhtiöön. Rahastoissahan Tesi on jo lähtökohtaisesti lead-sijoittaja tai ainakin hyvin lähellä tätä. Strategiassa myös todetaan, että näin toimitaan, jos yksityistä lead-sijoittajaa ei ole. On aivan luonnollista, että silloin osaavin ja eniten henkilöresursseja omaava taho toimii leadina.

Tesin roolia lead-sijoittajana kritisoidaan, koska muut sijoittajat voivat alkaa välttämään näitä sijoituskohteita, koska niihin voi liittyä epävarmuutta irtautumisaikataulusta ja irtautumisen ehdoista. Yksi ensimmäisistä keskusteltavista asioista missä tahansa pääomasijoituksessa on irtautumisen ehdot. On vaikea uskoa, että yksityinen pääomasijoittaja ei osaisi tai haluaisi käydä tällaista keskustelua. Lisäksi nämä ovat asioita, joista aina sovitaan osakas-sopimuksessa, jolloin on lähes mahdotonta, että tällainen asia jäisi jotenkin epäselväksi.

Ajoittain nostetaan esiin, että Tesiltä voisi saada rahoitusta liian löysillä ehdoilla. Kokemuksemme mukaan tilanne on melkein päinvastainen. Yksityiset toimijat ovat välillä hyvinkin yrittäjäystävällisiä, kun taas Tesin vaatimukset sijoituskohtetta ja sijoituksen ehtoja kohtaan ovat suuret suhteessa markkinakäytänteisiin tai markkinatilanteeseen.

Kasvurahastojen rahasto (KRR):

Raportissa mainitaan, että Tesi jatkaa KRR-mallin kehittämistä. KRR on aikanaan syntynyt ajatuksesta, että yhdistämällä suomalaisten potentiaalisten LP-sijoittajien sijoitukset rahastojen rahastoon saadaan suomalaisille rahastoille enemmän pääomia ja rahastosijoittajiksi uusia toimijoita. Tesi on itse KRR:n suurin sijoittaja ja hallinnoi sitä pientä palkkiota vastaan ja tekee kaikki sijoituspäätökset. Kun uusi rahasto on varainkeruussa, se hakee rahoitusta sekä suoraan Tesiltä että KRR:ltä, mutta molemmat päätökset tekee Tesi ja yleensä samanaikaisesti. Rahaston näkökulmasta Tesistä on näin ollen tullut gatekeeper sille, ketkä Suomessa saavat rahaston kasaan, koska Tesin ja KRR:n yhteenlaskettu sijoitus on euromääräisesti aivan kriittinen varsinkin first time -tiimille. Lisäksi monet muut rahastosijoittajat eli LP:t saattavat nojata oman sijoituspäätöksensä Tesin tekemään due diligenceen, mikä vain voimistaa ongelmaa. Useissa lausunnoissa kritisoidaan Tesin suorasijoitustoimintaa siitä, että ”valtio valitsee voittajat”, mutta sanallakaan ei puhuta tästä rahastojen gatekeeper-roolista.

KRR:n toinen problematiikka liittyy siihen, että alkuperäinen ajatus saada useampi suomalainen instituutio sijoittamaan kotimaisiin rahastoihin on alkanut kääntyä itseään vastaan. Monet institutionaaliset sijoittajat eivät enää tai edelleenkaan sijoita suoraan suomalaisiin rahastoihin, koska ne ovat jo mukana KRR:ssä. Jälleen tämä voimistaa gatekeeper-asetelmaa, koska potentiaaliset rahastosijoittajat ilmoittavat tekevänsä sijoitukset Suomeen KRR:n kautta eikä heillä ole yhtään työntekijää hoitamassa suomalaista dealflowta.

Toivoisimme, että Tesin strategia tunnistaisi ja ottaisi vahvemmin kantaa tähän gatekeeper-rooliin. Yhtenä ratkaisuna voisi olla, että KRR-konseptia jatketaan, mutta sen hallinnointi

ulkoistetaan Tesistä riippumattomalle managerille. Suomesta puuttuu kokonaan Suomeen sijoittavat yksityiset fund-of-fundit. Yhtenä syynä voi olla Tesin hallinnoima KRR, joka syrjäyttää yksityisen toimijan mahdollisuuden tulla markkinalle.

Tesin osaaminen ei riitä suorasijoitustoiminnan kasvattamiseen:

Useassa lausunnossa annettiin suoraan tai epäsuoraan ymmärtää, että Tesin organisaation osaaminen ei riitä suorasijoitustoimintaan ja ”virkamiesten” kyky tehdä hyviä sijoituksia on huono ja siksi suorasijoitustoimintaa ei tulisi kasvattaa. Tesi on arvostettu työpaikka toimialalla ja se saa valita työntekijänsä useista hakijoista. Työntekijöillä on Tesillä hyvä kokonaiskompensaatio, vaikka samanlaisia mahdollisuuksia ei olekaan kuin yksityisellä puolella. Tesi tarjoaa työntekijöilleen mielenkiintoisia työtehtäviä, hyvän work-life-balanssin ja erinomaiset koulutus- ja oppimismahdollisuudet. Nämä ovat melko arvostettuja asioita y-sukupolven keskuudessa – jopa palkan yli meneviä asioita. Tesi on mukana lähes kaikissa suomalaisissa pääomasijoitusrahastoissa, useissa pohjoismaalaisissa rahastoissa ja suuri osa suomalaisista yrityskaupoista ja rahoituskierroksista käy Tesin pöydällä. Kyseessä on todellinen näköalapaikka pääomasijoitustoimialaan ja tuskin missään paikassa Suomessa pystyy oppimaan pääomasijoittamisesta yhtä paljon ja yhtä nopeasti kuin Tesillä puhumattakaan verkostoista, jotka syntyvät Tesillä työskennellessä. Lisäksi useat Tesiltä lähteneet ovat päätyneet mm. partnereiksi yksityisiin rahastoihin. On vaikea uskoa, että näin kävisi, jos osaaminen ei olisi huipputasoa.

Lausunnoissa esitetään huolia valtion mahdollisista huonoista sijoituspäätöksistä. Valitettavasti virheitä ja vääristä motiiveista syntyneitä päätöksiä tapahtuu yksityiselläkin puolella. Mainittakoon vain yhtenä esimerkkinä rahaston 5-vuotinen sijoitusperiodi, joka määrittelee rahaston hallinnointipalkkion seuraavat viisi vuotta eli ns. hallinnointiperiodin ajan. Malli on johtanut joissakin tapauksissa siihen, että rahaston viimeinen sijoitus viidentenä vuonna tehdään hirveässä kiireessä, pakolla ja täysin vääristä motiiveista lähtien.

Uudet keinot ja instrumentit:

Strategian mukaan Tesi etsii uusia keinoja edistää yritysten kasvua. Erinomainen avaus strategiaan perinteisen ky-muotoisen ja 10-vuotisen rahastosijoitustoiminnan rinnalle. Suomi tarvitsee erilaisia, eri toimintamalleilla ja eri strategioilla liikkeellä olevia sijoittajia ja Tesi on onnistunut näitä ainakin joitakin kättilöimään historiassa. Mainittakoon menestynyt suomalainen rahasto, joka sijoittaa pitkällä aikajänteellä verrattuna perinteiseen rahastoon ja tekee yhdestä rahastosta vain 1-2 sijoitusta, jotka ovat kooltaan Suomen markkinassa suuria. On tervetullutta, että Tesi pyrkii aktiivisesti etsimään uusia ratkaisuja yritysten kasvun rahoittamiseen. Julkisuudessa on paljon puhuttu kasvun edistämisestä, mutta toistaiseksi tarjotut ratkaisut ovat keskittyneet hallinnoitavien varojen lisäämiseen nykyisille rahastomanagereille.

Ainoa negatiivisen konnotaation saava maininta otsikon alla strategiassa on ”markkinaa uusia sarjayhdistelijöitä”. Ns. compounder-toimintamalli on sitä, että ostetaan paljon pieniä yrityksiä

edulliseen hintaan, yhdistetään ne saman kattobrändin alle ja yleensä ei integroida tai integroidaan vain löyhästi. Toiminta perustuu siihen, että liikevaihdoltaan suurempi kokonaisuus arvostetaan suhteellisesti korkeammalle kuin alla olevat erilliset pienet yhtiöt. Toimijoita on paljon Ruotsissa ja ne ovat rantautuneet aktiivisesti myös Suomeen. Jälleen kerran on ok, että yksityinen toimija näin tekee, mutta kyseenalaista miksi valtion tulisi tällaista edesauttaa.

Yhtenä (uutena?) avauksena lausunnoissa tuodaan esiin alueelliset rahastot. Tämän osalta tahtoisimme muistuttaa, että näitä on historiassa Suomessa ollut hyvinkin paljon ja niiden taloudellinen performanssi oli hyvin keho. Toivomme, että tähän ei palata tai ainakaan käytetä verorahoja. Sijoitustoiminnan ensisijaisena kriteerinä ei voi olla kohteen sijaitseminen tietyssä maakunnassa Suomessa. Positiivisena asiana mainittakoon, että joistakin näistä alue-rahastoista syntyi myöhemmin maanlaajuisia menestyviä pääomasijoitusrahastoja.

Perheyrikykset:

Raportissa mainitaan markkinakapeikkona yhdellä sanalla perheyhtiöt. Jää hyvin epäselväksi, mitä tällä tarkoitetaan. Ei liene kuitenkaan kaukaa haettava, jos raportin kirjoittajan oletetaan tarkoittavan sitä, että pääomasijoittajat eivät sijoita tai pääse sijoittamaan perheyhtiöihin eivätkä perheyhtiöt vastaavasti nosta rahaa oman pääoman ehtoislta sijoittajilta. On kuitenkin relevanttia kysyä, onko tässä todellista ongelmaa, jota pitäisi pyrkiä ratkaisemaan. Suomessa on lukuisia huippuhyviä perheyhtiöitä, joihin pääomasijoittajat into piukassa menisivät mukaan. Perhe ei kuitenkaan halua omistajaksi eikä päätöksentekoon mukaan muita kuin suvun jäseniä ja sijoitus jää tekemättä ja yhtiöltä rahoitus saamatta. Perheyhtiöille on kuitenkin pääomasijoituksia saatavilla, mutta ne itse mieluummin pitävät omistuksen kokonaan perheellä. Mielestämme tämä on hyväksyttävää ja siksi kysymmekin, että jos perhe kieltäytyy sijoituksesta, niin tarvitseeko valtion pyrkiä sitä aktiivisesti edistämään. Vastaavasti tiedämme, että moni perheyhtiö ja ei-perheyhtiö ottaisi kyllä mielellään sisään riskirahaa, jota vastaan ei tarvitsisi luopua omistuksesta. Tällaista rahaa ei kuitenkaan ole tarjolla markkinaehtoislta toimijoilta. Lopputuloksena moni perheyhtiö meillä kasvaa oman tulorahoituksen avulla – ehkä hitaammin kuin pääomasijoittajan avulla – mutta omalla riskiprofiilillaan ja silti monesti erinomaisesti menestyen.

Tesi tuottaa markkinaaan luotettavaa ja ajantasaista tietoa:

Tämän osalta raportissa ei täsmennetä, mitä koskevaa tietoa Tesi tuottaisi. Näemme Tesin roolin pääomasijoitustoimintaa koskevan tiedon tuottamisessa arvokkaana, mutta kehotamme pysymään tällä ydinosaamisalueella. Yleisen taloustiedon tuottamisessa meillä on jo valmiiksi olemassa organisaatioita.

MITÄ RAPORTISTA PUUTTUU?

Uusien sijoittajien houkuttelu:

Miten Suomen markkinaan saadaan uusia sijoittajia listaamattomiin yhtiöihin? Strategia ei ota asiaan kantaa eikä tämä suoraan ole strategiassa, vaikka välillisesti puhutaan rahoituksen kanavoinnista. Kuitenkin tämä tulisi olla keskeinen osa Tesin strategiaa. Voisiko Tesi ottaa entistä aktiivisemmän roolin houkutellakseen kansainvälisiä rahastosijoittajia, säätiöitä, perheitä ja varakkaita yksityishenkilöitä rahastoihin ja suorasijoituksiin mukaan? Miten Tesi voi auttaa rahastoja muuten kuin vain sijoittamalla niihin? Voisiko Tesi tarjota enemmän verkostojaan muiden käyttöön.

Private credit:

Strategiassa ei puhuta lainarahoituksesta, vaikka Suomen pankkisektori on äärimmäisen keskittynyt eikä meillä ole esim. UK:iin verrattavaa private credit -markkinaa. Markkinassa olisi tarve uusille senior-rahoitusta erityisesti yrityskauppoihin tarjoaville tahoille, mutta myös pääomalainaa tai muuta high yield -lainaa tarjoaville tahoille (kuten myös HY lausunnossaan hyvin tuo esiin). Olemme toki tietoisia Tesin pienistä avauksista tällä saralla, mutta se ansaitsisi merkittävästi suuremman roolin strategiassa.

Sijoitukset kansainvälisiin rahastoihin ja yhtiöihin:

Tesi on sijoittajana monessa ulkomaalaisessa pääomasijoitusrahastossa, mitä on kritisoitu osittain perustellusti historiassa. Strategia ei ota tähän kantaa lainkaan. Esimerkiksi osa Tesin kaltaisista organisaatioista muissa maissa edellyttää sijoittaessaan ulkomaalaisiin rahastoihin, että rahasto sijoittaa tietyn osan (esim. 1/3) varoistaan organisaation kotimaahan. Toistaiseksi Tesillä ei tietääksemme tällaista vaatimusta ole.

Lisäksi Tesi on ainakin historiassa ollut myös sijoittajana suoraan ulkomaalaisissa yhtiöissä, jos niillä on ollut merkittävä intressi Suomessa. Esimerkkinä kaivosyhtiö, jolla on esiintymä Suomessa. Myöskään tähän ei oteta nyt kantaa.

Tesin hallinnointi:

Raportissa ei oteta kantaa Tesin hallinnointimalliin. Tesin hallituksessa on kautta aikojen ollut hyviä liike-elämän yleisosaajia, mutta syvälinen ja laaja-alainen pääomasijoitustoimialan tuntemus on puuttunut paria poikkeusta lukuun ottamatta. Osaltaan ongelma on varmasti johtunut siitä, että kaikki kokeneet pääomasijoittajat ovat töissä rahastoissa, jolloin heille syntyisi ylitsepääsemätön intressiristiriita ja he joutuisivat kohtuuttoman usein jäävänsänsä itsenä päätöksenteosta. Kehottaisimme Tesiä kuitenkin aktiivisesti hakemaan hallitukseen esimerkiksi hiljattain pääomasijoitusrahastoista poisjääneitä pitkän linjan osaajia tai toimialalla neuvonantajarooleissa työskennelleitä asiantuntijoita.

Tesin suhde listamarkkinaan:

Raportti ei ota kantaa siihen, että myös pörssilistautuminen voi olla keino vahvistaa kotimaista omistajuutta – kuten Pörssisäätiö hyvin tuo esiin. Se voi olla ratkaisu myös strategiassa mainittuun perheyhtiöiden rahoitukseen.

Suhde muihin valtion sijoitusyhtiöihin:

Strategia ei ota kantaa työnjakoon suhteessa Finnveraan tai Solidiumiin, kuten SAK hyvin tuo esiin omassa lausunnossaan. Raportissa ei myöskään mainita Suomen Malmijalostusta, jonka toiminta aikanaan irrotettiin Tesistä. Näkemyksemme mukaan tämä voitaisiin hyvin palauttaa takaisin Tesiin.

Strategian seuranta ja mittarit:

Olemme Kevan kanssa samaa mieltä, että tämä puuttuu raportista. Missä tahansa strategiatyössä sovitaan myös siitä, miten strategian toteutumista seurataan, arvioidaan ja mitataan. Oletamme tämän tulevan mukaan, kun strategia on hyväksytty.

Hallinnoitavien varojen määrä ja osinkopolitiikka:

Strategia ei suoraan ota kantaa siihen, mikä tulisi olla Tesin hallinnoitavien varojen määrä. Kysymys tarvittavista resursseista on kuitenkin keskeinen minkä tahansa strategiatyön osana. Raportti ei myöskään ota kantaa osinkopolitiikkaan, minkä myös HY nosti esiin omassa lausunnossaan. Toistaiseksi Tesi ei ole ymmärtääksemme paria poikkeusta lukuun ottamatta maksanut osinkoa omistajalleen valtiolle. Koronarahoitus on ensimmäinen rahoitusohjelma, joka sisälsi velvoitteen palauttaa rahat aikanaan valtiolle.

Tesin exit-strategia:

Pörssisäätiö kysyy omassa lausunnossaan hyvin, että miten Tesi tekee pitkällä aikavälillä itsestään tarpeettoman. Samaa kysymme me: mikä on Tesin oma exit-strategia? Jos uskomme todella yksityisen markkinan voimaan, sen tulisi olla Tesin tavoite. Toinen asia on toki, että toteutuuko se koskaan. Todennäköisempää lienee, että Tesi luo nahkansa aina uudelleen markkinatarpeen muuttuessa.

LOPPUSANAT

Näemme positiivisena asiana, että Tesi ottaa riskiä. Meidän ei tule arvostella Tesiä yksittäisistä sijoituksista vaan arvioida kokonaisuutta. On luonnollista, että kaikki Tesin – kuten myöskään yksityisen – tekemät sijoitukset eivät onnistu. Enemmän pelkäämme, että Tesi ei ota tarpeeksi riskiä, koska usein sillä on pöydällä vain epäonnistumisen mahdolliset huonot puolet (esim. maine ja julkisuus), mutta ei onnistumisen taloudellista upsidea. Haluamme ilmaista tukemme Tesin hallitukselle ja työntekijöille riskin ottamiseen.

Samuel Saloheimo

Director, Carner Corporate Finance Oy

Kirjoittaja on lisäksi jäsenenä muutamien suomalaisten listaamattomien yhtiöiden hallituksissa

Lausunnon kirjoittaja on työskennellyt Tesillä vuosina 2012-2020, viimeksi sijoitusjohtajana