

Työ- ja elinkeinoministeriö  
lausuntopalvelu.fi

VN/25570/2023

**LAUSUNTO SUOMEN TEOLLISUUSSIJOITUS OY:N (TESI) SIJOITUSSTRATEGIA-TYÖRYHMÄN RAPORTISTA**

Työ- ja elinkeinoministeriö on pyytänyt lausuntoa Suomen Teollisuussijoitus Oy:n (Tesi) sijoitusstrategiatyöryhmän raportista *Tesin toiminnan uudistaminen: tavoitteet ja sijoitusstrategia vuosille 2025–2029 – työryhmän keskeiset ehdotukset*.

EGP General Partner Oy (Evli Growth Partners) kiittää mahdollisuudesta lausua asiassa ja lausuu seuraavaa.

**Keskeiset viestit**

- Tesin sijoitusstrategiatyöryhmän raportti on monin osin epäonnistunut.
- Tesin nykymerkitystä ja onnistumisista ei ole ymmärretty. Pääomasijoitusmarkkina on jatkuvasti kehittyvä ajallinen jatkumo, jossa aikaisemmin saavutetun menestyksen ei voi ajatella jatkuvan ilman resurssien jatkuvuuden varmistamista. Uusien rahastojen pienet ensisijoitukset ovat luonteeltaan markkinaa uusiva toimi, jota tulee jatkaa.
- Tesin henkilökunnan, johdon ja hallituksen osaamista, integriteettiä ja toiminnan tarkoitusta ei ole syvällisesti ymmärretty. Tesi on aikaisemmin pitänyt erityistä huolta siitä, että sen toiminta on läpinäkyvää ja markkinaehtoista. Nyt esitetty suora poliittinen ohjaus, tapahtuu se sitten toimialojen, rahastojen toimintatapojen tai koon mukaan valiten, johtaa koko Tesin luonteen muutokseen. Aikaisemmin markkinaehtoisuudestaan ja tuotoistaan aitoa ylpeyttä kantaneet Tesin työntekijät, johto ja hallitus ovat jatkossa osa valtion ei-markkinaehtoista teollisuuspolitiikkakoneistoa. Tämä on suuri sääli. Tesi on tuottanut valtion siihen sijoittamille rahoille merkittävän tuoton. Kaikesta teollisuuspoliittisesta tuesta ei voi sanoa samaa.
- Tesin määrätietoinen ei-markkinaehtoistaminen ei ole mielekäs vastaus EU:n valtiontukikilpailuun. Suomi ei tule

valtioneuvostokilpailua Tesiä muuttamalla voittamaan, mutta menetämme yhden tehokkaan markkinaehtoisen toimijan.

- Useat vakavasti otettavat taloustieteilijämme ovat olleet sitä mieltä, että yksi keskeisistä Suomen ongelmista on talouselämämme suuri valtioriippuvuus. Esitetty Tesin strategiamuutos vain pahentaa tilannetta.

## Valtio valitsee voittajayritykset

Esityksen mukaan Tesillä tulisi jatkossa olla mahdollisuus toimia ns. Lead Investor– roolissa. Suomeksi kyseinen termi tarkoittaa pääomistajaa, pääsijoittajaa tai johtavaa sijoittajaa. Tämä merkittävä muutos on kirjattu esitykseen melko huomaamattomana lähes teknisenä yksityiskohtana. Rahastomme on toiminut tässä roolissa kansainvälisissä kasvuyrityksissä useiden vuosien ajan yhteensä satojen miljoonien eurojen sijoitusten osalta. Lienee siis paikallaan tarkemmin selittää mistä pääomistajan tehtävässä noin 50 miljoonan euron kasvuyrityksen rahoituskierröksessä on kyse.

Listamattomien kasvuyhtiöiden johdon ja hallituksen tärkeimpiä tehtäviä on varmistaa nopeasti kasvavien ja investoivien yhtiöiden rahoituksen jatkuvuus. Tyypillisesti oman pääoman ehtoista rahoitusta kerätään noin 18–24 kuukauden ajaksi, minkä jälkeen tehdään seuraava rahoituskierrös. Jokaiselle uudelle rahoituskierrökselle tarvitaan (uusi) johtava sijoittaja. Tämän tahon, joka yleensä on uuden rahoituskierröksen suurin yksittäinen sijoittaja, tehtävänä on paitsi merkitä osakkeita yhtiön uusmerkintäannissa, myös määrittää yhtiön osakkeiden arvo, esittää uusi hallituksen kokoonpano, päättää johdon palkkioista, optio–ohjelman koosta ja periaatteista, hyväksyä toimintasuunnitelma ja budjetti yhtiön toiminnalle sijoituksen jälkeen, löytää ja hyväksyä muut rahoituskierrökseen osallistuvat uudet sijoittajat sekä suorittaa yhtiössä ennen sijoitusta tehtävät toiminnan tarkastukset (ns. due diligence) mm. talouden, verojen, lakiasioden, henkilökunnan, vastuullisuuden ja tietoturvallisuuden osalta.

Huolellisuus sijoitusta tehdessä ei kuitenkaan ole muuta kuin välttämätön osuus pääomasijoittamista, vielä tärkeämpää on, että uuden pääomistajan näkemys toiminnan kehittämisestä on yhteneväinen perustajien ja muun johdon kanssa. Uusi pääomistaja tuo oman osaamisensa yhtiön käyttöön tyypillisesti hallituksen puheenjohtajana. Tämän lisäksi koko pääomistajan muu operatiivinen tiimi on kohdeyhtiön käytössä. Parhaat pääomistajat johtavat yhtiötä perustajien kanssa kuten johtaisivat omaa yhtiötään.

Rahaston ensisijoitusta seuraa yleensä noin 5–7 vuoden intensiivinen arvonluontijakso, jonka aikana kohdeyhtiön kaikki toiminta käydään pääsijoittajan toimesta ja avulla läpi. Kaiken tavoitteena on kasvattaa ja tehostaa yhtiön toimintaa niin, että yhtiön arvo nousisi.

Sijoituksesta irtaantumisessa johtavalla sijoittajalla on erityinen rooli. Hän yleensä auttaa valitsemaan kansainvälisessä yrityskaupassa tarvittavat neuvonantajat, päättää irtaantumisajankohdasta ja huolehtii vähemmistösisijoittajien tasapuolisesta kohtelusta. Irtantumisessa pääsijoittaja myös määrittää ja hyväksyy kauppahinnan ja sen muut pääehdot, kuten maksuaikataulun, myyjien antamien vakuutusten määrän ja laadun, mahdollisen vakuudeksi jäävän kauppahinnan määrän ja sen takaisinmaksuaikataulun.

Kuten kaikesta yllä olevasta päätöksenteosta huomaa, pääomistajan rooli on kasvusijoittamisessa erittäin monipolvinen, vaativa ja jatkuvaa nopeaa päätöksentekoa korostava. Ikävä kyllä valtiolla tai Tesillä ei ole aiempaa kokemusta vastaavasta roolista, eikä parhaiden osaajien houkuttelevuus yksityiseltä sektorilta ole kompensatiomielessä mitenkään mahdollista. Kansainvälisen kasvuyhtiön johtaminen on kaikkein vaativimpia elinkeinoelämän tehtäviä ja myös sen mukaisesti kompensoitu.

Tesin markkinaehtoisuus vaarantuu, jos Tesi pyrkii pääomistajaksi kasvuyhtiöihin. Johtavan sijoittajan tehtävänä on ohjata kasvuyhtiötä omistajan tahdon

mukaisesti. Siksi kasvuyhtiöiden pääomistaja ei määritelmällisesti voi olla valtionyhtiö. Tesillä ei ole rakenteellisesti tai muutoinkaan valtion omistajanohjauksen tyylistä rakennetta käytössään. Ja vaikka sellainen rakennettaisiinkin, ei sellaisen toimivuudesta kasvuyhtiöissä ole mitään kansainvälistä vertailukohtaa tai kokemusta.

Yhtenä esimerkkinä kasvuyhtiöiden pääomistajan roolin vaikeudesta toimii suomalainen eläkejärjestelmä. Siinä on varallisuutta noin satakertaisesti Tesin sijoitusvarallisuuteen verrattuna ja se toimii sijoitustensa osalta markkinaehtoisesti. Silti yksikään suomalainen eläkeyhtiö ei ole päättänyt itse johtamaan kasvuyhtiöitä. He ovat markkinaehtoisesti halunneet antaa tämän tehtävän yksityisille rahastoyhtiöille.

Vaikkei valtiojohtoisia kasvuyhtiöitä ole vielä muualla kokeiltukaan, voidaan perustellusti arvioida, että muut kansainväliset pääomasijoittajat eivät näkisi suomalaisia kasvuyhtiöitä, joiden pääomistaja on valtio–omisteinen pääomarahasto, kaikkein houkuttelevimpina jatkosijoituskohteina. Syinä tälle olisivat ainakin yhtiön aikaisempi kyvyttömyys kerätä yksityistä omaa pääomaa (Tesihän esityksen mukaan johtaisi vain sellaisia rahoituskierroksia, joille ei ole löydetty yksityistä johtavaa sijoittajaa), mietintä mahdollisesta poliittisesta ohjauksesta yhtiön toimintaa ja kasvua johdettaessa, mahdollisuuksista sijoittaa maantieteellisesti yhtiön yksiköt vapaasti yhtiön etu edellä tai mahdollisten irtaantumissuunnitelmien politisoituminen. On itse asiassa hankala nähdä mitään hyvää puolta johtavasta valtio–omistajasta kasvuyhtiön näkökulmasta.

Samalla on tietenkin niin, että Suomessakin on useita kohtuullisen kokoisia kasvuyhtiöitä, jotka eivät ole onnistuneet löytämään itselleen uutta sijoittajaa, joka olisi valmis ottamaan vastaan raskaan pääsijoittajan roolin ja vastuun. Tämä on normaalia markkinataloutta. Osa kasvuyhtiöistä epäonnistuu tavoitteissaan eikä tätä tarvitse valtion tuella pehmentää. Resurssien kohdistuminen parhaan lisäarvon yhtiöihin vaatii markkinaehtoisuutta.

Lisäksi on ymmärrettävää, että valtiolla on silloin tällöin teollisuus- tai puolustuspoliittisesti hyödyllistä toimia aktiivisena omistajana. Tesin osalta tämä on tarkoittanut sijoituksia mm. telakka-, kuorma-auto- ja kaivosteollisuuteen. Näillä perinteisillä toimialoilla toimivien pääomavaltaiten yhtiöiden, joiden suurena asiakkaana on valtio, rahoittaminen on Tesille tuttua ja se ei erityisesti häiritse markkinaa. Esimerkiksi puolustusteollisuuden osalta tätä suoraa sijoitustoimintaa on mielekästä jatkaa.

## Valtio valitsee voittajarahastot

Tesillä on pitkä ja erinomainen osaaminen rahastovalinnasta. Tesi on käytännössä ollut mukana synnyttämässä suurinta osaa suomalaisista rahastoista. (Ehkä on hyvä mainita, että perustamissani ja edustamissani rahastoissa ei ole Tesin tai muidenkaan julkisten yhteisöjen sijoituksia.) Tesin sijoituskriteerit ovat muuttuneet ajan saatossa, mutta nykyisin Suomessa on enemmän rahastoja kuin koskaan aikaisemmin. Eri lähtökohtaiset ja kokoiset kasvuyhtiöt saavat nykyisin enemmän rahoitusta kuin koskaan aikaisemmin. Tämä on ainakin osin Tesin korkeatasoisen ja pitkäjänteisen työn tulosta.

Tesin rahastovalinnan keskeinen kritiikki on kohdistunut Tesille muodostuneeseen ns. portinvartijan rooliin. Rahastoja on ollut hankala saada perustettua ilman Tesin sijoitusta, koska siitä on tullut markkinassa laadun varmennustekijä. Tesin kannalta malli on kuitenkin toiminut. Tesin sijoitussitoumukset kasvavat 5–10 kertaisiksi rahastoiksi pääosin yksityisin varoin. Portinvartijaongelmaan on muitakin ratkaisuja kuin koko rahastovalintatoiminnon mullistus.

Esityksessä muutetaan rahastovalintaa markkinaehtoisesta valinnasta teollisuuspoliittiseksi. Tähän asti Tesi on tehnyt valintansa melko lavean valintakriteeristönsä kautta niin, että uuden rahaston perustajat ovat voineet esitellä uudet rahastoideansa Tesille, jonka jälkeen näiden elinkelpoisuudesta on keskusteltu. Monet rahastoideat ovat tässä keskustelussa

tarkentuneet ja parantuneet. Elinkelpoisuusodotus on näkynyt myös Tesin sijoitussitoumuksen koossa, pienempi sijoitus epävarmemman tuntuiseen rahastoon.

Nyt tästä ollaan pääosin luopumassa. Poliittisesti päätetään, ettei enää sijoiteta lainkaan ns. buyout–rahastoihin. Nämä rahastot tekevät oman pääoman ehtoisia enemmistö-sijoituksia pääosin kotimaisiin pieniin ja keskisuuriin yhtiöihin. Juuri nämä rahastot ovat merkittävä irtaantumismahdollisuuksien tarjoaja muille alkuvaiheen sijoittajille. Uusien enemmistö-sijoittajien puuttuminen köyhdyttää nopeasti markkinaa ja kilpailua. Nykyisille rahastoille tämä ei ole ongelma, koska ne hoitavat uusien rahastojen varainkeruun vanhoilta sijoittajiltaan, mutta uusia rahastoja Suomeen ei tämän päätöksen jälkeen buyout–puolelle helposti synny.

Poliittisesti päätetään myös karsia pienten uusien venture capital–rahastojen määrää. Tämä tietenkin sopii hyvin meille jo asemamme varmistaneille rahastoille, mutta kilpailun näkökulmasta kasvurahaa etsivillä yrittäjillä on jatkossa ongelmia. Pienet venture–rahastot ovat hyvin paikallisia. Kansainväliset sijoittajat eivät lennä Ouluun tai junaile Tampereelle tekemään puolen miljoonan oman pääoman sijoitusta. Näiden tekeminen on pienten paikallisten venture–rahastojen tehtävä.

Ehdotuksessa esitetään talouspoliittisesti määriteltyjen keihäänkärkialojen suosimista rahastovalinnassa. Ymmärrän valtion ajatuksen siitä, että kun varat ovat rajalliset niin niiden kohdistaminen tietyille aloille houkuttaa. Ongelmana vain on se, että kukaan ei voi tietää mitkä toimialat ovat jatkossa voittajia. Nykymallissa Tesi on antanut pääomia melko monella sektorilla toimiville rahastoille. Suomessa on mm. peli–, ruoka–, elintarvike–, energia–, ja opetusalaan keskittyneitä rahastoja. Tärkeää näissä on ollut se, että rahastojen perustajat ovat itse alojensa osaajia ja heidän rahastonsa on perustettu osaamispohjaisesti eikä ulkopuolisen rahoituksen houkuttelemana. Pääomasijoittaminen on erityistaito, jonka onnistuneeseen hoitamiseen tarvitaan vuosien kokemus alalta. Suunnitelman mukainen jättäytyminen pois tietyiltä

aloilta ei tue markkinaehtoista pääoman allokoitumista. Lisäksi Suomen kokoisella kasvuyhtiömarkkinalla on huomattavan vähän tietyn toimialan yhtiöitä. Liiallisella toimialakeskittymisellä päädytään sijoittamaan keskinkertaisiin yhtiöihin mielenkiitoisella toimialalla.

Kohdeyhtiöiden valintaongelmaa kuvaa hyvin oma rahastoperheeni. Me olemme katsoneet Euroopassa noin 6000 yhtiötä ja tehneet tähän mennessä 12 sijoitusta. Kovin tarkasti valittu toimialarajaus ei meillä mahdollista optimaalista toimintaa.

Esityksessä päätetään kohdistaa Tesin varoja kansainvälisen kokoluokan rahastoille. Tämä sopii meille erinomaisesti, koska rahastomme on juuri tällainen kansainvälinen kasvurahasto. Mutta pidän tätäkin rajausta ei-markkinaehtoisena. Kansainvälisen kokoluokan rahastot syntyvät kansainvälisellä pääomalla. Tesin kansainvälisiin rahastoihin esityksen mukana varattavat varat ovat joitakin satoja miljoonia euroja. Ruotsissa kansainväliset sijoittajat ovat sijoittaneet ruotsalaisiin rahastoihin yli 60 miljardia euroa. Todella kansainväliset suomalaiset rahastot hyötyvät Tesin sijoituksista, mutta ratkaisu keskittyä vain näihin rahastoihin on väärä. Valtio ei voi työntää kansainvälisiä sijoittajia kanssasijoittajakseen suomalaiseen rahastoon ilman rahaston erinomaista tuottohistoriaa, selkeää sijoitusstrategiaa ja kokeneita pääomasijoittajia. Nämä edellytykset syntyvät ajan saatossa Tesistä riippumatta.

Esityksessä myös esitetään, että pääsääntöisesti Tesi sijoittaa vain kahteen peräkkäiseen rahastoon. Tätä ei perustella millään markkinaehtoisella syyllä. Mikäli Tesi haluaa, että suomalaiset rahastot kasvavat kansainvälisesti merkittäviksi, juuri vuosien sijoittajasuhteesta on hyötyä. Miksi Tesi ei sijoittasi parhaaseen tarjolla olevaan rahastoon, vaikka se olisi samojen pääomasijoittajien kolmas tai viides rahasto? Mikään automaatti Tesin rahastosijoituksen ei tietenkään pitä olla, mutta mitä paremmin rahastot historiallisesti menestyvät sitä suurempia jatkorahastosijoitusten tulisi olla. Tuntuu siltä, että esitystä kirjoitettaessa ei ole ymmärretty, että Tesin

rahastosijoitukset eivät ole avustuksia tai lahjoja, vaan korkean tuotto-odotuksen sijoituksia, jotka ovat markkinaehtoisina tuottaneet valtio-omistajalle hyvin jo vuosikymmeniä.

## Kannatettavia muutoksia Tesin toimikuvaan

Tesin kaiken toiminnan perustana olevaa markkinaehtoisuutta on tulevaisuudessa vahvistettava. Tesin lisäpääomittaminen mahdollistaa suurempien rahastojen tukemisen suuremmilla ankkurisijoittajan sijoitussitoumuksilla, mutta tämäkin tulee tehdä markkinaehtoisesti. Tesin rahastotoiminnan vuosittaista kokoa ei ole mielekästä ohjata poliittisesti. Tesin toimintaa voitaisiin rahoittaa sekä antamalla Tesille oikeus nostaa vierasta pääomaa pääomamarkkinoilta, että yhdistämällä Solidiumin suoriin kasvusijoituksiin varatut varat Tesin alle. Markkinat eivät tarvitse useita rinnakkaisia valtiollisia toimijoita. Tesi voi lopettaa kokonaan kansainväliset rahastosijoitukset rahastoihin, joilla ei ole Suomi-kytköstä. Tesi voisi tehdä suoria teollisuuspoliittisia sijoituksia puolustussektorilla. Tesin tulisi pyrkiä saamaan EIB:n ja EIF:n hallinnoimia varoja paremmin tukemaan suomalaisia kasvuyhtiöitä ja rahastoja pyrkimällä hallinnoimaan alueellisia tai temaattisia rahastojenrahastoja.

## Lopuksi

Tesin sijoitusstrategiatyöryhmä on pääosin epäonnistunut tehtävässään. Syynä tähän on nähdäkseni poliittisen paineen aiheuttama pääomasijoitusalan rajallinen ymmärtäminen ja siihen liittyvä vääristynyt huoli Suomen talouden tilasta ja siihen vaikuttavista tekijöistä.

Työryhmä on pyrkinyt vastaamaan Suomen talouskasvun ongelmiin mullistamalla Tesin markkinaehtoisen sijoitustoiminnan. Talouskasvun hitaus on kuitenkin toteutunut Tesin toimista huolimatta, ei Tesin toimien takia. Tesin aikaisempi toiminta on tukenut Suomen talouskasvua merkittävästi. Tämä on todettavissa sekä Tesin omista vaikuttamisraporteista, Tesin sijoitustoiminnan tuotoista ja pääomasijoitusalan myönteisestä kehityksestä Suomessa.



Mullistamalla Tesin markkinaehtoinen rahastotoiminta vaarannetaan pahoin Tesin kyky tukea Suomen talouskasvua.

Lisäksi lääke kansainväliseen valtiotukikilpailuun vastaamiseen on väärä. Tesin muuntaminen valtioyhtiöiden hautomoksi ei tule tuottamaan toivottuja uusia kasvavia valtionyhtiöitä.

Suomen ainoa talouden Nobel-palkinnonsaaja Bengt Holmström on pitänyt Suomen talouden suurimpana ongelmana jatkuvasti kasvavaa valtioriippuvuutta. Tämä pätee myös kasvuyhtiörahoitukseen, kasvun ongelmat eivät julkista rahoitusta kasvattamalla ratkea, vaan keskeistä on antaa yksityisen pääoman valita sekä voittavat yhtiöt että voittavat rahastoideat.

Kunniottaen,



Riku Asikainen  
General Partner  
EGP General Partner Oy

EGP on suomalainen kasvusijoitusrahastoperhe, jolla ei ole julkisia rahoittajia. EGP hallinnoi Suomen kansainvälisimpiä rahastoa, sijoituksista 3/4-osaa on tehty Suomen ulkopuolelle. Rahaston johtamat rahoituskierrokset ovat olleet kooltaan 15–60 miljoonaa euroa. Rahaston sijoituspäätöksistä ja yhtiöiden kehittämisestä omistusaikana päättävät osakkaina toimivat yrittäjätaustaiset pääomasijoittajat.