

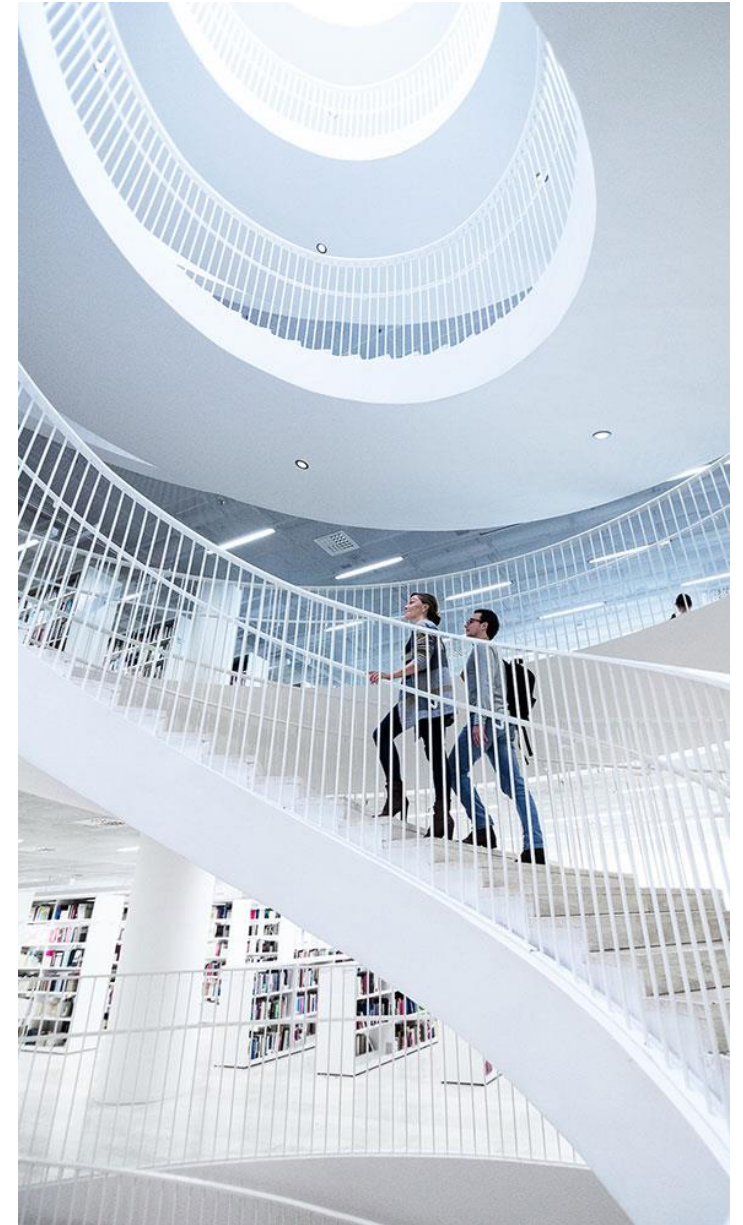


# **Suomen pääomasijoitusmarkkinan tuottotietoja**

**Toukokuu 2022**

# Johdanto

- ◆ Tesi julkaisee vuosittain tuottotutkimuksen suomalaisesta pääomasijoitusmarkkinasta tarjotakseen rahastojen hallinnoijille, sijoittajille ja kaikille muille toimialan sidosryhmille ajankohtaista tietoa toimialan tuotoista. Tutkimus julkaistiin ensimmäistä kertaa vuonna 2018, ja tutkimus on julkaistu vuosittain vuodesta 2021 lähtien.
- ◆ Mahdollisissa tutkimusta koskevissa kysymyksissä voi olla yhteydessä Seniorianalytikko Samuel Wendeliniin ([samuel.wendelin@tesi.fi](mailto:samuel.wendelin@tesi.fi)).



# Tutkimuksen metodologia

## Tuottotietojen tyyppi

- ♦ Tuottotiedot on laskettu rahastotason kassavirroista. Yksittäisten kohdeyhtiösijoitusten tuottoja ei ole esitetty.
- ♦ Kaikki esitetyt luvut ovat rahastojen sijoittajien (*LP; limited partner*) nettotuottolukuja, eli yksittäisistä kohdeyhtiösijoituksista koostuvasta tuotosta on vähennetty hallinnointipalkkiot, tuottopalkkiot ja muut rahastojen sijoittajille maksettavaksi koituvat kulut.

## Tietolähteet

- ♦ Tuottotutkimus perustuu Tesin tekemien rahastosijoitusten dataan, ja lisäksi eräät toimijat ovat antaneet tietojansa Tesin käyttöön myös sellaisista rahastoista, joissa Tesi ei ole sijoittajana.
- ♦ Mukana on suomalaisten hallinnointiyhtiöiden valtakunnallisella tai kansainvälisellä sijoitusstrategialla toimivia rahastoja.
- ♦ Mukaan on otettu vain pääasiassa omaan pääomaan sijoitettavia rahastoja, eli esim. velka- ja mezzanine-rahastoja ei ole otettu mukaan otokseen.
- ♦ Yhteensä tutkimuksen otoksessa on noin 40 rahastoa, keskikooltaan noin 100 M€ (vaihdellen alle 10 M€ ja noin 350 M€ välillä).

## Tulosten esittäminen

- ♦ Tutkimuksen kohdejoukko on jaettu Venture Capital -rahastoihin ja Growth/Buyout-rahastoihin (jatkossa ”Buyout”).
- ♦ Lisäksi rahastot on ajallisesti luokiteltu vanhoihin (2002-2008 perustettuihin) ja uusiin (2009-2015 perustettuihin).
- ♦ Ryhmien tuotoista ei voi tunnistaa yksittäisten rahastojen tuottoja.
- ♦ *Tulosten esittämiseen liittyviä valintoja on avattu tarkemmin seuraavalla sivulla.*

# Tutkimuksen metodologia: Q&A

- ◆ **Miksi tuotot esitetään ryhminä, joissa on yhdistetty useina eri vuosina perustettuja rahastoja?**  
Suomen markkina on pieni ja rahastojen perustaminen ei ole tasaista. Suurimpana osana vuosia on perustettu vain yksittäisiä rahastoja, jolloin tuottojen tutkiminen yksittäisen perustamisvuoden perusteella ei ole mielekästä. Yksittäisten perustamisvuosien tarkastelu paljastaisi yksittäisten rahastojen tuottoja ja toisaalta yksittäisten toimijoiden tuotoista ei voida vetää johtopäätöksiä koko markkinan suorituskyvystä. Rahastojen ryhmittelyllä on pyritty saamaan aikaan mahdollisimman realistinen ja tasapainoinen kuva markkinan pienestä koosta huolimatta.
- ◆ **Uusimmat mukana olevat ovat rahastot ovat yli viiden vuoden takaa - miksi uudempia rahastoja ei ole mukana?**  
Pääomasijoitusrahastoilla on tyypillisesti viiden vuoden sijoituskausi, jonka aikana rahastot tekevät sijoituksia uusiin yhtiöihin. Sijoituksen tekemisen jälkeen kohdeyhtiötä kehitetään, niihin tehdään jatkosijoituksia (erityisesti venture capitalissa) ja kohdeyhtiöstä irtaudutaan. Tavoiteaika rahaston perustamisesta viimeisestä kohdeyhtiöstä irtautumiseen on 10-12 vuotta, mutta usein siinä kestää pidempäänkin. Konkreettista kohdeyritysten kehitykseen perustuvaa tuottokehitystä on tyypillisesti nähtävissä n. viiden vuoden kohdalla, jolloin rahastojen ensimmäiset sijoitukset ovat olleet jo jonkin aikaa salkussa ja toisaalta rahastot eivät tee enää sijoituksia uusiin kohdeyrityksiin, jotka tyypillisesti arvostetaan hankintahintaan ensimmäiset 1-2 vuotta. Tämän vuoksi olemme päättäneet rajata otoksen 2015 perustettuihin rahastoihin. Rajaus on sama kuin vuosien 2018 ja 2021 tutkimuksissa.
- ◆ **Miksi näytätte realisoimattomia tuottoja?**  
Edellä kuvatun toimintalogiikan vuoksi rahastojen lopullisten realisoitujen tuottojen saaminen kestää pitkään, jolloin vain niiden näyttäminen ei anna oikeaa kuvaa nykyisestä markkinasta. Siksi ajankohtaisen markkinakuvan saaminen edellyttää osittain realisoimattomien tuottojen seuraamista. Rahastot noudattavat raportoinnissaan kansainvälisesti käytettyä IPEV:n arvonmäärittämissuhteita<sup>1</sup>, jossa on tarkasti määritetty sijoitusten käyvän arvon määrittämissuhteet, jolloin raportoitujen arvostusten vertailukelpoisuus on suhteellisen hyvä.

# Esityksessä käytettäviä käsitteitä

## Rahastojen toimintamalli

Pääomasijoitusrahastot ostavat osuuksia listaamattomissa yhtiössä ja osallistuvat aktiivisesti kohdeyhtiöiden kehittämiseen. Rahaston toiminnasta vastaa vastuunalainen yhtiömies (*general partner, GP*) ja rahaston sijoittajat ovat yleensä äänettämiä yhtiömiehiä (*limited partner, LP*).

Rahaston toiminnasta vastaa **hallinnoija/hallinnointiyhtiö**. Yhdellä toimijalla voi olla useita eri rahastoja, mutta näistä vain yksi tekee kerrallaan uusia sijoituksia, ja vanhemmat rahastot ovat arvonkehitys-/irtautumisvaiheessa.

Rahastojen sijoittajat maksavat hallinnoijalle **hallinnointipalkkiota** varojensa sijoittamisesta, ja mikäli tuotto ylittää tietyn määritellyn vähimmäistason, myös **tuottopalkkiota** osuuden rahaston tuotosta.

Tyypillisimmässä mallissa rahastolla on **toimikausi**, joka on tyypillisesti pituudeltaan 10-12 vuotta. Tästä ensimmäiset viisi vuotta kestää **sijoituskausi**, jonka aikana rahasto tekee **ensisijoituksia**, eli sijoituksia uusiin kohdeyhtiöihin. Sijoittajat eivät siirrä varojaan rahastoon kerralla, vaan niitä **kutsutaan** sijoittajilta sitä mukaa kun sijoituksia tehdään. Sijoituskauden päätyttyä voidaan edelleen tehdä **jatkosijoituksia**, eli sijoittaa lisää rahaa sellaisiin yhtiöihin, joihin rahasto on jo aiemmin sijoittanut. Erityisesti venture capital -rahastot tekevät merkittävässä määrin näitä jatkosijoituksia. Kun kohdeyhtiöt kehittyvät, ne (tai osuudet niistä) myydään ja saadut varat **palautetaan** sijoittajille. Tavoitteena on myydä viimeisetkin sijoitukset 10-12 vuoden kohdalla, mutta jos se ei ole syystä tai toisesta mahdollista, joudutaan toimikautta pidentämään.

## Tuotto-käsitteitä

<b>TVPI</b>	$DPI + RVPI = kokonaisrahakerroin = (rahastosta saadut palautukset + rahasto-osuuden jäljellä oleva arvo) / rahaston kutsumat pääomat$
<b>DPI</b>	$rahaston\ palautuskerroin = rahastosta\ saadut\ palautukset / rahaston\ kutsumat\ pääomat$
<b>RVPI</b>	$rahasto-osuuden\ jäljellä\ oleva\ arvo / rahaston\ kutsumat\ pääomat = TVPI - DPI$
<b>IRR</b>	<i>rahaston vuotuinen tuotto perustamishetkestä tarkasteluhetkeen saakka; sisäinen korkokanta. Laskennassa on huomioitu sijoittajien kassavirrat (kaikki pääomakutsut ja palautukset) rahaston perustamisesta saakka ja viimeisen tarkasteluhetken osalta jäljellä olevan rahasto-osuuden käypä arvo</i>
<b>PME</b>	<i>tuotto listattuun markkinaan verrattuna; vastaa TVPI:tä, mutta puhdistaa tuotosta listatun osakemarkkinan kehityksen samana aikana = (indeksikorjatut palautukset + rahasto-osuuden jäljellä oleva arvo) / rahaston kutsumat pääomat indeksikorjattuna <sup>1</sup></i>
<b>Kvartiili</b>	<i>rahastojen vertailussa yleensä jaetaan tarkasteleva joukko kvartiileihin, eli neljänneksiin. 1. kvartiiliin kuuluvat parhaat 25 %, 2. kvartiiliin toiseksi parhaat 25 %, 3. kvartiiliin seuraavaksi parhaat 25 % ja 4. kvartiilin heikoimmat 25 %</i>

# Tiivistelmä: Keskeiset muutokset edelliseen julkaisuun verrattuna

Päälöydökset edellisessä tuottotutkimuksessa (tilanne 12/2020)

Kehitys edellisen tutkimuksen jälkeen (tilanne 12/2021)

## Venture Capital-rahastot

- Uusien rahastojen suorituskyky parantunut vielä lisää edellisestä tarkastelupisteestä - tuotot tällä hetkellä erinomaisella tasolla
- VC-toiminnassa pääomat kiertävät hitaasti ja irtautumiset tulevat vasta rahastojen viimeisinä vuosina. Siksi tämänhetkiset tuotot ovat vielä pitkälti realisoimattomat

IRR<sup>1</sup> vanhat rahastot  
(2002-2008 aloitus)

2%

IRR<sup>1</sup> uudet rahastot  
(2009-2015 aloitus)

20%

- Uusien rahastojen tuotot ovat jatkaneet erinomaisella tasolla ja parantuneet edellisvuoden tarkastelupisteeseen verrattuna
- Kuten mainittu edellisessä tutkimuksessa, VC-rahastoilla irtautumiset tulevat vasta rahastojen viimeisinä vuosina - Uudet rahastot ovat kunnostautuneet myös realisoitun tuoton suhteen viime vuodesta

IRR<sup>1</sup> vanhat rahastot  
(2002-2008 aloitus)

2%

IRR<sup>1</sup> uudet rahastot  
(2009-2015 aloitus)

25%

## Buyout-rahastot

- Ei merkittäviä muutoksia suorituskyvyssä: IRR<sup>1</sup>-tasolla tarkasteltuna tuotot ovat pysyneet hyvällä tasolla
- Tuotot realisoituvat tasaisesti hyvällä tahdilla

IRR<sup>1</sup> vanhat rahastot  
(2002-2008 aloitus)

8%

IRR<sup>1</sup> uudet rahastot  
(2009-2015 aloitus)

15%

- Ei merkittävää muutosta aiempaan. Molempien korien tuotot pysyneet omilla tasoillaan viime vuosina

- Uudet rahastot kasvattaneet hieman eroa vanhoihin ja viime vuoden aikana palauttaneet kutsutut varat sijoittajille

IRR<sup>1</sup> vanhat rahastot  
(2002-2008 aloitus)

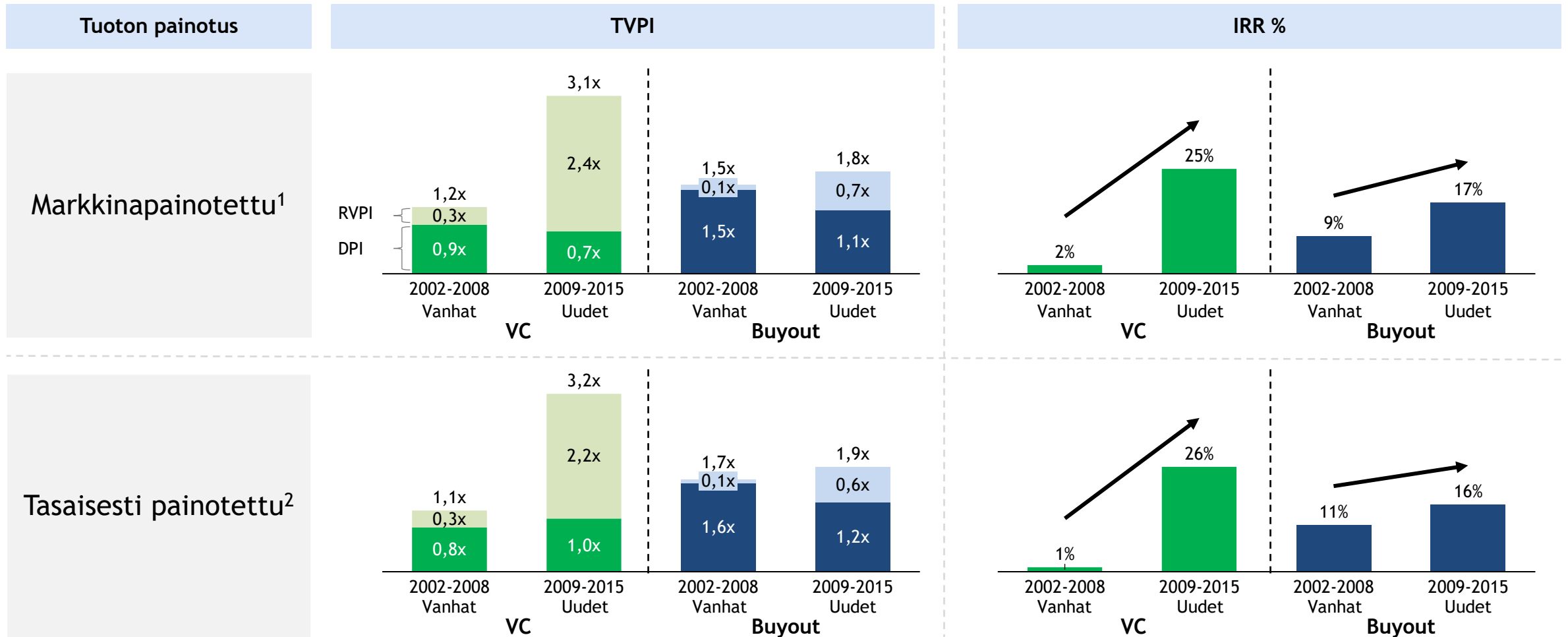
9%

IRR<sup>1</sup> uudet rahastot  
(2009-2015 aloitus)

17%



# Tiivistelmä: Suomen pääomasijoitusmarkkinan tuotot per 31.12.2021

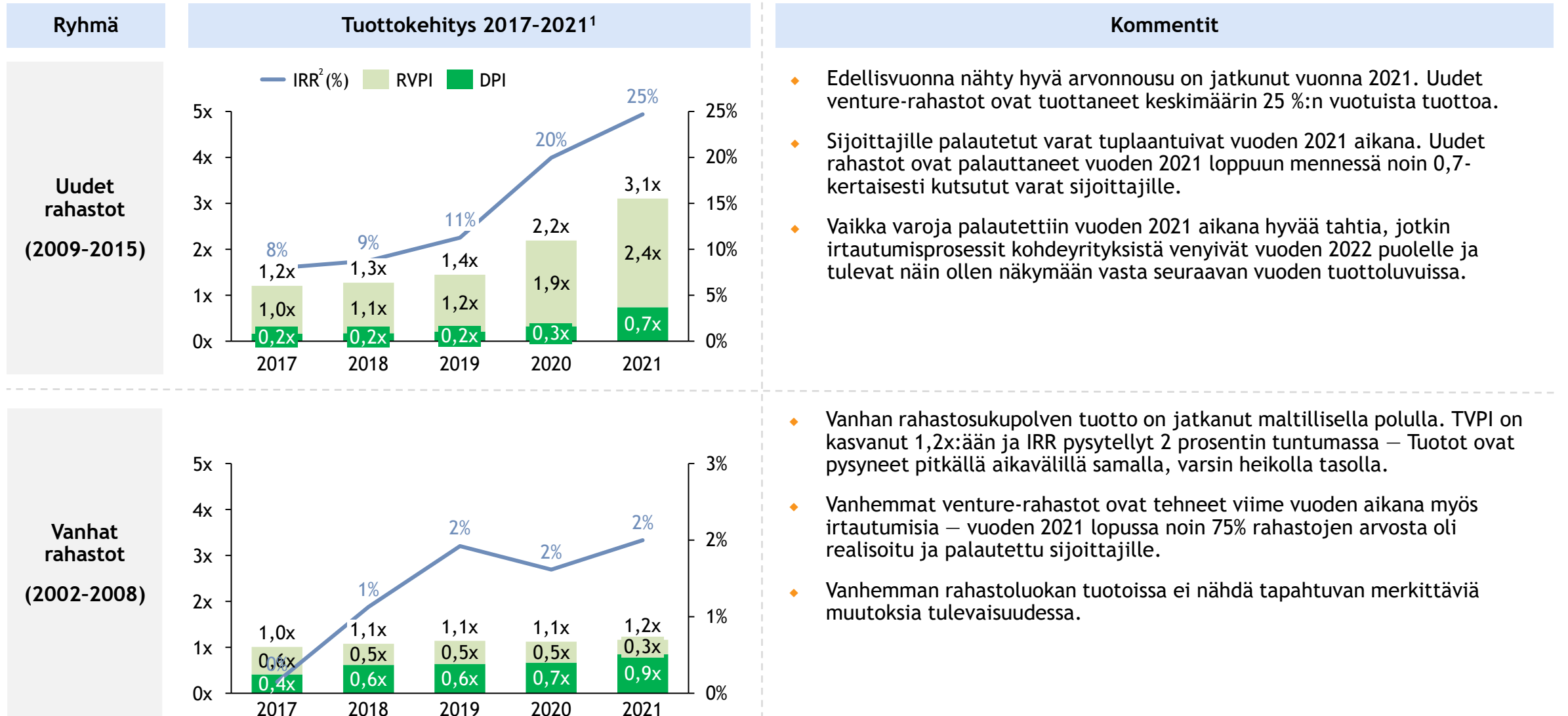


TVPI = DPI+RVPI = kokonaisrahakerroin = (rahastosta saadut palautukset + rahasto-osuuden jäljellä oleva arvo) / rahaston kutsumat pääomat  
 DPI = rahaston palautuskerroin = rahastosta saadut palautukset / rahaston kutsumat pääomat  
 RVPI = rahaston jäljellä oleva arvo suhteessa pääomakutsuihin = TVPI - DPI  
 IRR = rahaston vuotuinen tuotto perustamishetkestä tarkasteluhetkeen saakka

# Suomalaiset venture capital -rahastot

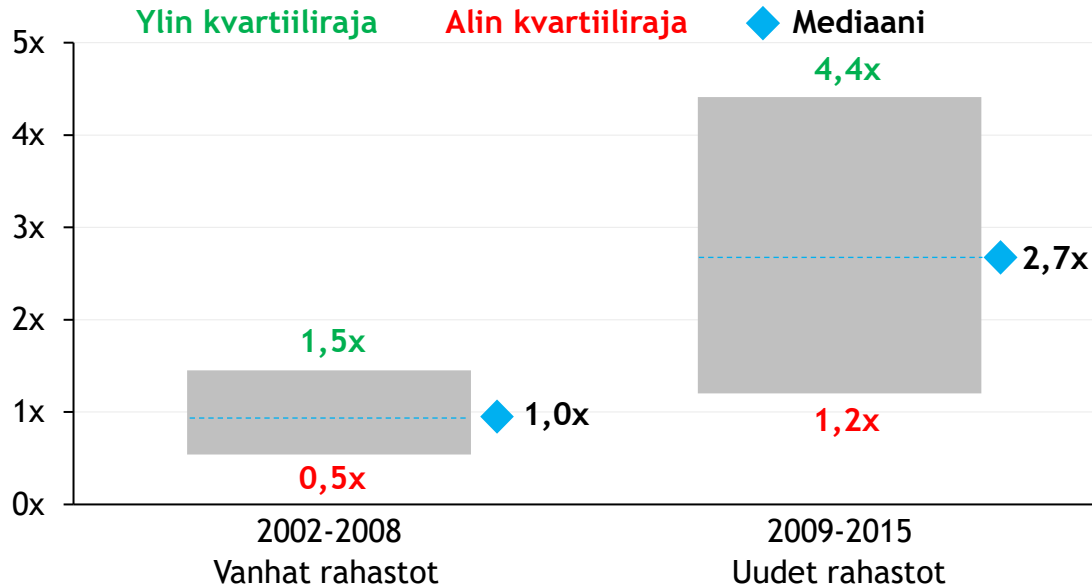


# VC-rahastojen tuottokehitys



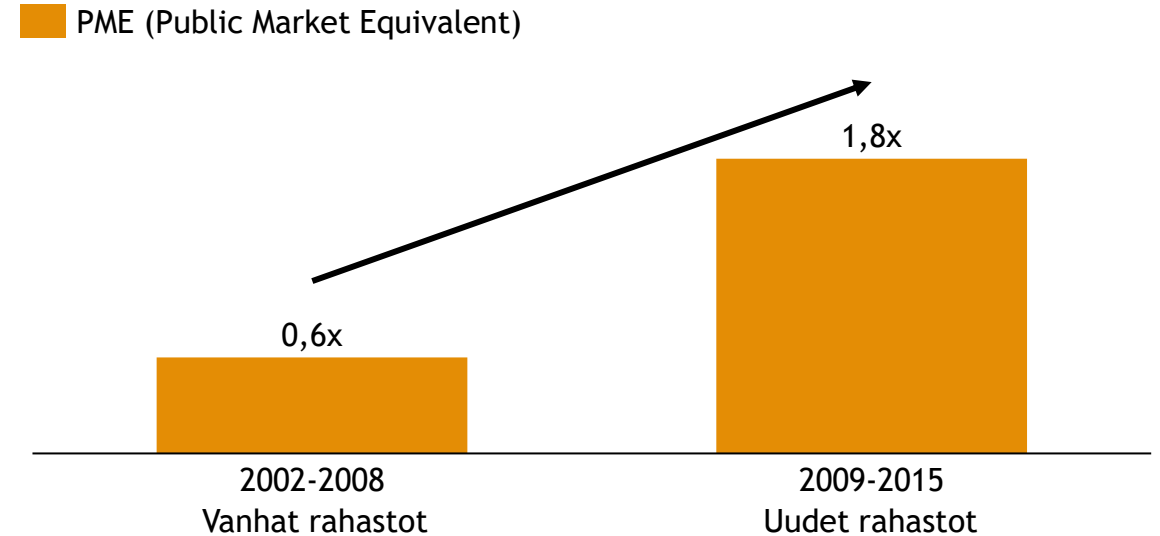
# VC-rahastojen tuottojen hajonta ja vertailu listattuun markkinaan

Tuottojen hajonta (TVPI)



- Uusien rahastojen tuotot edelleen erittäin hyvällä tasolla. Puolet tarkastelussa olevista rahastoista ovat saavuttaneet 2,7x TVPI-tason ja 25 prosenttia 4,4x-tason. Uusien rahastojen osalta hajonta on kohtalaisen korkea, sillä yksittäiset kohteet rahastoissa heiluttavat rahastojen tuottolukuja. Onnistumisia on kuitenkin tullut usealle uudelle venture-rahastolle.
- Vanhojen rahastojen tuottohajonnassa ei ole tapahtunut suuria muutoksia. Mediaanitaso TVPI:n osalta pysyy 1,0x tuntumassa.

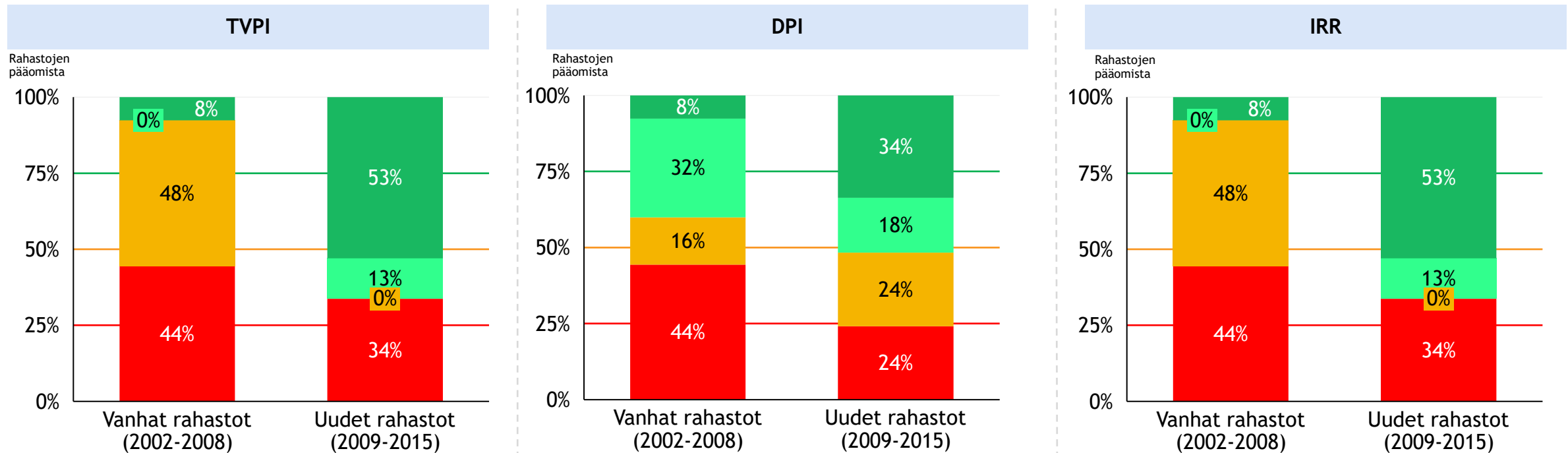
Vertailu listattuun markkinaan (PME)<sup>1</sup>



- PME-laskennassa rahastojen kassavirrat indeksoidaan vasten listatun osakemarkkinan indeksiä. Näin saadaan aikaan vertailuluku, joka kertoo yli- tai alituoton verrattuna tilanteeseen, jossa samat sijoitukset olisi tehty samoina ajankohtina listattuun osakemarkkinaan. Vertailuindeksinä on käytetty Helsingin pörssin yleisindeksiä.
- Uudemman venture-rahastoryhmän tuotto vastaa 1,8-kertaisesti listatun markkinan tuottoa.
- Vanhemman ryhmän osalta pääomien säilyttäminen noin 1x TVPI-tasolla tarkoittaa merkittävää alituottoa listattuun markkinaan verrattuna.

# Suomalaisten VC-rahastojen suoriutuminen suhteessa eurooppalaiseen vertailuryhmään

1. kvartiili 2. kvartiili 3. kvartiili 4. kvartiili



- Vertailussa on asetettu jokainen ryhmään kuuluva rahasto omien tuottolukujensa perusteella eurooppalaiseen verrokkiryhmäänsä<sup>1</sup> omassa vuosikerrassaan, ja tulokset on koottu ryhmätasolle. Mikäli suomalainen markkina vastaisi rakenteeltaan täysin eurooppalaista vertailujoukkoa, olisi jokaisen neljän värin osuus 25 %.
- Uusien venture-rahastojen pääomista noin kaksi kolmasosaa kuuluvat eurooppalaisessa viiteryhmässä ensimmäiseen ja toiseen kvartiiliin, kun tuottoa mitataan TVPI:llä ja IRR:llä. Myös alimpaan kvartiiliin allokoitunut pääoma on ylikorostunut. DPI:llä, eli realisoituneella tuotolla mitattuna suomalaisten rahastojen tuottoprofiili vastaa eurooppalaista vertailuryhmää varsin hyvin. Kokonaisuudessaan uudet rahastot ovat suoriutuneet eurooppalaisessa vertailussa erittäin hyvin.
- Vanhassa joukossa on tapahtunut hieman merkittävämpää muutosta. Vanhan joukon rahastojen pääomista yli 90 prosenttia kuuluvat rahastoihin, jotka ovat tuottaneet alle mediaanitason eurooppalaisessa vertailuryhmässä. Palautusten suhteen tilanne on hieman parempi: noin 40 prosenttia sitoutuneesta pääomasta on rahastoissa, joiden DPI on parempi eurooppalaista mediaania parempi. Kokonaisuudessaan vanhat rahastot ovat suoriutuneet eurooppalaisessa vertailussa heikosti.

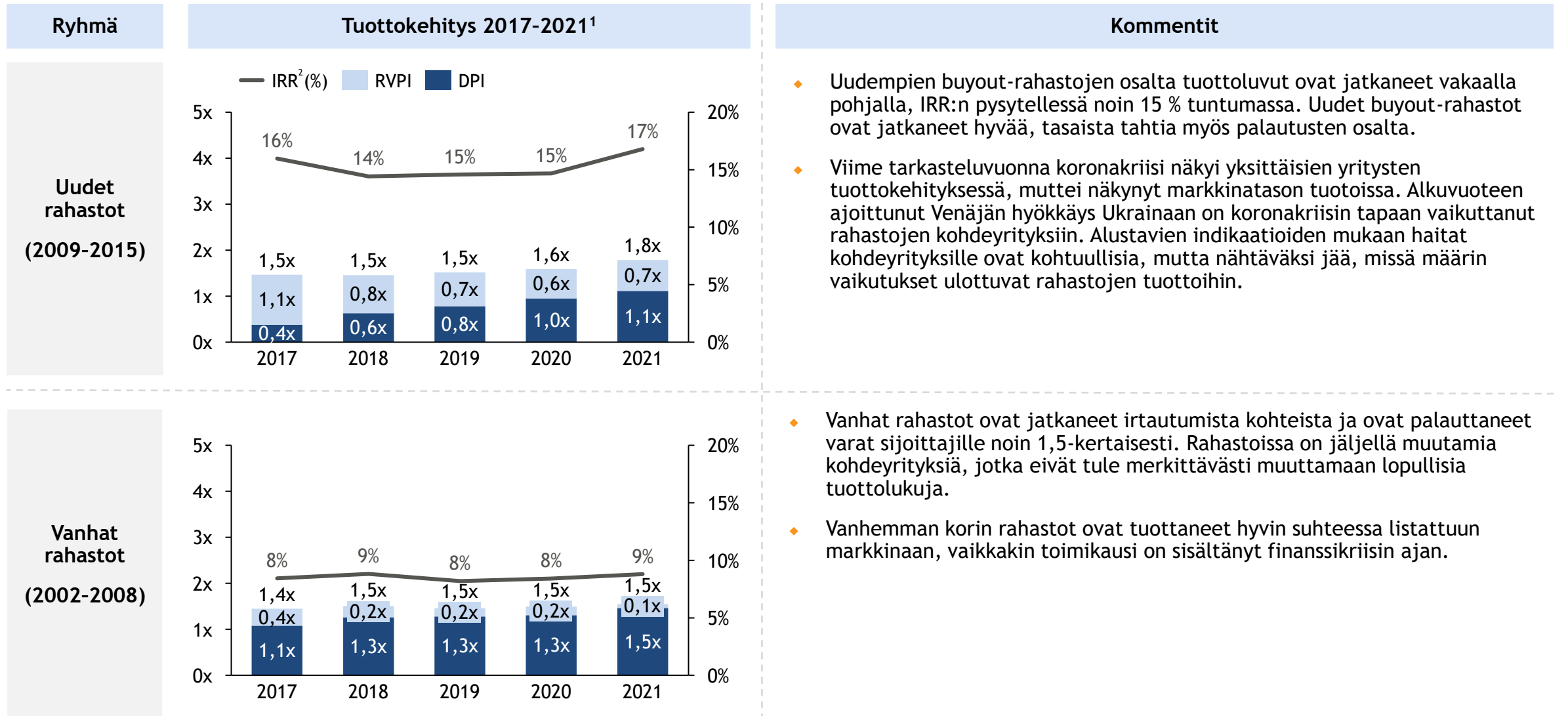
# Venture Capital: Päänostot

- ◆ Suomalainen venture capital -markkina voi hyvin. Uudemmat rahastot ovat pärjänneet poikkeuksellisen hyvin eurooppalaisessa vertailussa.
- ◆ Suuri osa positiivisesta tuottokehityksestä on tapahtunut vuosien 2020 ja 2021 aikana. Jää nähtäväksi, jatkuuko positiivinen sentimentti ja tuottavatko rahastot lopulta sijoittajille eurooppalaista keskitasoa paremmin.
- ◆ Pääomaluokalle on tyypillistä, että tuottojen palautumisessa sijoittajille kestää pitkään. Uudemmat venture-rahastot ovat palauttaneet varoja sijoittajilleen hieman eurooppalaista keskitasoa nopeammalla tahdilla.
- ◆ Seuraava kehityskohde suomalaisille venture-rahastoille on jatkaa merkittävien irtautumisten tekemistä.



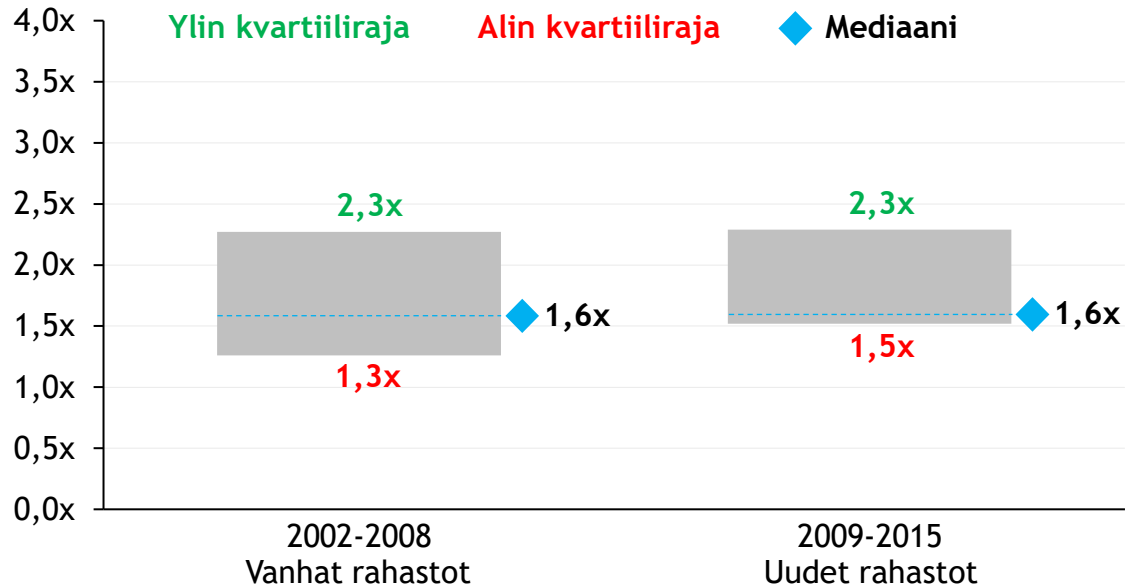
## **Suomalaiset buyout-rahastot**

# Buyout-rahastojen tuottokehitys



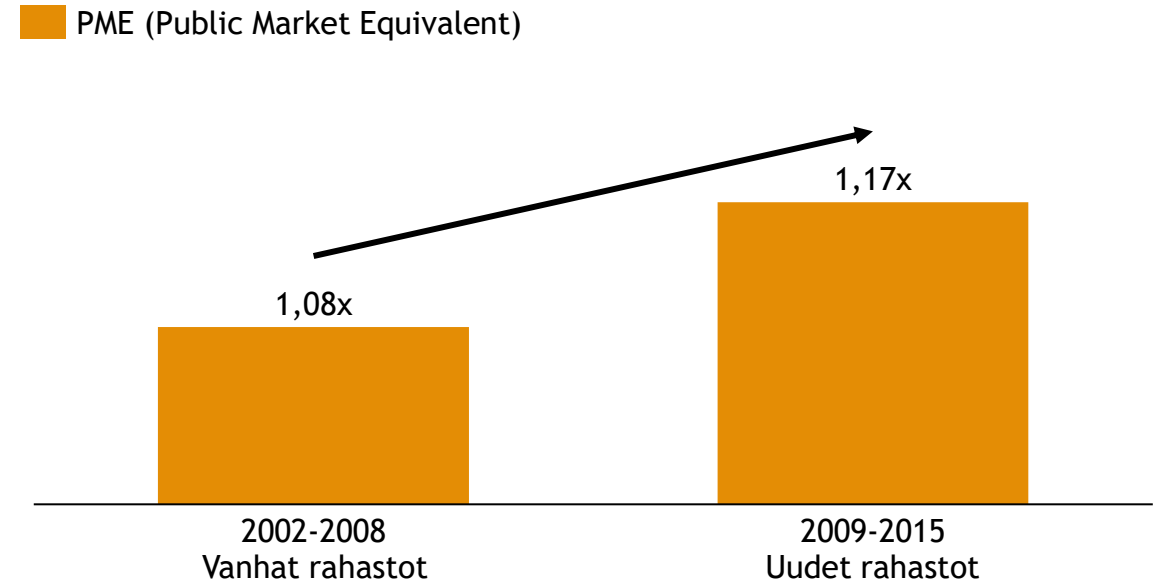
# Buyout-rahastojen tuottojen hajonta ja vertailu listattuun markkinaan

## Tuottojen hajonta (TVPI)



- ♦ Uusien rahastojen tuottojen hajonta on pienentynyt verrattuna edelliseen katsaukseen. Ylin kvartiiliraja on pysynyt samana ja alin kvartiiliraja on noussut hieman.
- ♦ Rahakertoimilla mitattuna uudet buyout-rahastot ovat tuottaneet karkeasti yhtä hyvin kuin vanhat buyout-rahastot. Mediaanituotot ovat molemmissa ryhmissä samat.

## Vertailu listattuun markkinaan (PME)<sup>1</sup>

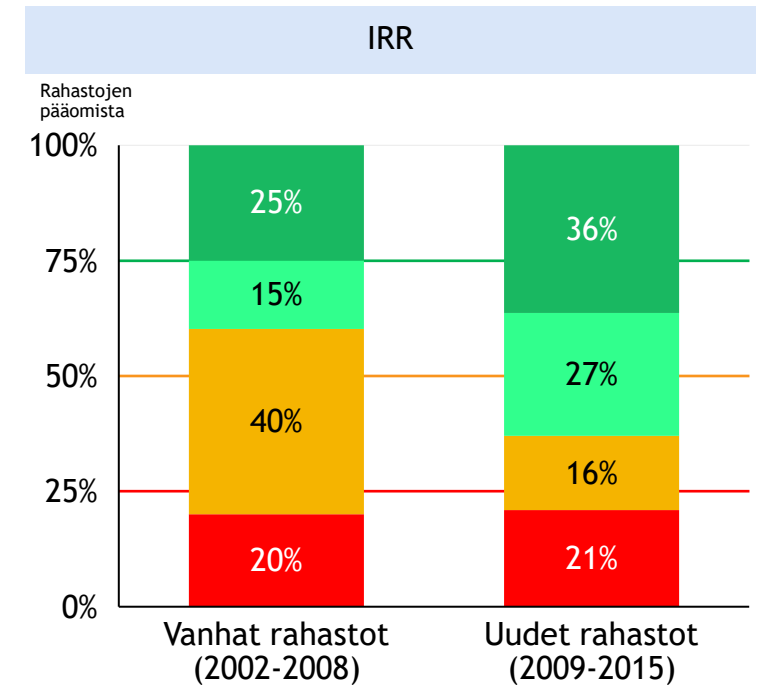
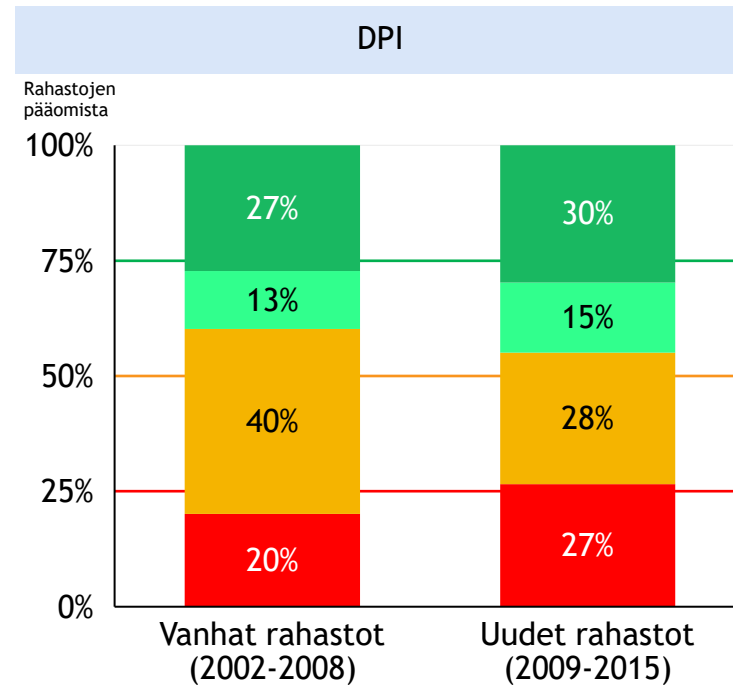
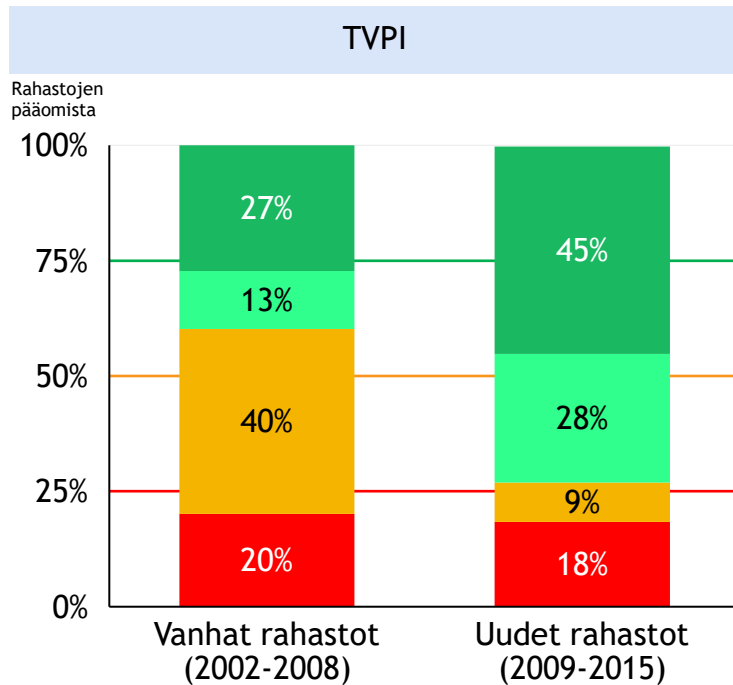


- ♦ PME-laskennassa rahastojen kassavirrat indeksoidaan vasten listatun osakemarkkinan indeksiä. Näin saadaan aikaan vertailuluku, joka kertoo yli- tai alituoton verrattuna tilanteeseen, jossa samat sijoitukset olisi tehty samoina ajankohtina listattuun osakemarkkinaan. Vertailuindeksinä on käytetty Helsingin pörssin yleisindeksiä.
- ♦ Koko ajanjakson aikana vanhat suomalaiset buyout-rahastot ovat tuottaneet rahakertoimena 1,08-kertaisesti ja uudet 1,17-kertaisesti suhteessa listattuun osakemarkkinaan.
- ♦ Vanhassa korissa suorituskyky ei ole juurikaan muuttunut, uudessa korissa PME on kasvanut noin 1,1x → 1,2x.



# Suomalaisten buyout-rahastojen suoriutuminen suhteessa eurooppalaiseen vertailuryhmään

1. kvartiili 2. kvartiili 3. kvartiili 4. kvartiili



- Vertailussa on asetettu jokainen ryhmään kuuluva rahasto omien tuottolukujensa perusteella eurooppalaiseen verrokkiryhmäänsä<sup>1</sup> omassa vuosikerrassaan, ja tulokset on koottu ryhmätasolle. Mikäli suomalainen markkina vastaisi rakenteeltaan täysin eurooppalaista vertailujoukkoa, olisi jokaisen neljän värin osuus 25 %.
- TVPI:n ja IRR:n osalta suomalaiset uudet buyout-rahastot ovat tuottaneet eurooppalaista verrokkiryhmää selkeästi paremmin. Noin ¾ sijoitetuista euroista on tuottanut eurooppalaista keskitasoa paremmin TVPI:llä mitattuna. Suomalaiset rahastot ovat kuitenkin palauttaneet pääomia hieman eurooppalaista keskitasoa hitaammin.
- Vanhojen buyout-rahastojen luvuissa alemmat kvartiilit ovat yliedustettuina.

# Buyout: Päänostot

- ◆ Suomalainen buyout-markkina voi hyvin ja on kehittynyt vakaasti. Tuotot ovat vakiintuneet hyvälle tasolle ja arvo realisoituu tasaisesti.
- ◆ Rahastojen salkkujen sisällä kohdeyhtiöiden tuotoissa on suurtakin vaihtelua, mutta rahastotasolla vaihtelu on pienempää.
- ◆ Tuotot ovat yli ajan vertailukelpoiset sekä listattuun markkinaan että eurooppalaiseen vertailuryhmään nähden. Rahastojen netto-IRR on parantunut 1-2 prosenttiyksikköä vuoden takaisesta.
- ◆ Koronavuodet ovat vaikuttaneet merkittävästi joihinkin kohdeyhtiöihin, mutta markkinatasolla merkittävää vaikutusta tuottolukuihin ei ole havaittavissa.
- ◆ Venäjän hyökkäyksellä Ukrainaan on väliaikaisesti heikentänyt irtautumismarkkinaa ja hankaloittanut joidenkin kohdeyhtiöiden toimintaa esimerkiksi komponenttien ja talentin saatavuuden, tuotantoketjujen ja myynnin osalta. Alustavat vaikutukset koskevat varsin pientä osaa suomalaisista pääomasijoittajaomisteisista yhtiöistä, mutta lopulliset vaikutukset jäävät nähtäväksi.

