



Open your mind. LUT.
Lappeenranta *University of Technology*

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

Kauppateieteellinen tiedekunta/ Rahoitus

Kandidaatintutkielma

Riskipääomasijoittamis- toimialan haasteet Suomessa

(Challenges of venture capital industry in Finland)

21.12.2012

Tekijä: Tomi Suvinen e0373400

Opponentti: Ilari Lyytikäinen

Ohjaaja: Elena Fedorova

Sisältö

1	Johdanto.....	2
1.1	Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelmat	3
1.2	Tutkielman teoreettinen viitekehys ja rakenne	3
1.3	Yritysten tila Suomessa	5
2	Pääomasijoittaminen.....	7
2.1	Pääomasijoittamisen taustaa	7
2.1.1	Riskipääomasijoittaminen	8
2.1.2	Vaikuttavuus.....	9
2.1.3	Merkitys kansantaloudelle	11
2.2	Riskipääomasijoittaminen rahoitusmuotona	11
2.3	Pääomasijoitusprosessi	12
2.3.1	Kohdeyhtiön valinta	12
2.3.2	Kohdeyhtiön kontrollointi ja kehittäminen	14
2.3.3	Kohdeyhtiöstä irtautuminen	14
2.4	Riskipääomasijoittajat	15
2.4.1	Pääomasijoitusyhtiöt.....	15
2.4.2	Enkelisijoittajat	17
2.4.3	Teolliset sijoittajat	18
2.4.4	Julkinen riskipääomasijoitustoiminta	18
3	Riskipääomasijoittamisen haasteet tutkimuksessa.....	20
3.1	Julkisen sektorin vaikuttaminen ja toimintamallit	20
3.1.1	Verotus	22
3.1.2	Epäsymmetriset mallit.....	25
3.2	Informaation puute	26
3.3	Ulkomaalaiset riskipääomasijoittajat Suomessa.....	27
3.4	Sijoittajien osaaminen	28
3.5	Suomalainen yrityskulttuuri	30
4	Yhteenveto, johtopäätökset ja jatkotutkimustarpeet.....	32
4.1	Tutkielman yhteenveto	32
4.2	Johtopäätökset ja jatkotutkimustarpeet.....	33
	Lähteet.....	37
	Liitteet: Liite 1. Haastattelurunko	43

1 Johdanto

Pääomasijoittaminen alkuvaiheen kasvaviin yrityksiin eli riskipääomasijoittaminen on ollut viime aikoina tärkeänä puheenaiheena, sillä taantuman vaikutukset talouteen ja sitä kautta esimerkiksi julkisuudessa käydyt keskustelut muun muassa riskisijoittajien verohelpotuksista ovat olleet merkittäviä keskustelunaiheita (FVCA, 2012). Toiminnan vaikutus taloutemme hyvinvointiin on tiedostettu jo pitkään, sillä uusien kasvavien yritysten menestyminen luo pohjaa taloudellemme muun muassa uusien työpaikkojen sekä verotulojen mukana, joita hyvinvointivaltiomme tarvitsee voidakseen hyvin. Kahtena viime vuosikymmenenä pääomasijoittamisen rooli ja sen tarve konkreettisesti yrityksissä on kasvanut paljolti yrityskentän luonteen muuttumisen vuoksi. Uutta teknologiaa omaavat alkuvaiheen riskiset kasvuyritykset ovat lisääntyneet ja heidän tuotekehittelyvaiheen kustannukset ja panostukset kasvuun ovat vaatineet kasvavissa määrin ulkopuolista riskirahaa. Tämän vuoksi on arvioitu, että yritysten tarvitsemat pääomasijoittamisen määrät tulevat kasvamaan voimakkaasti vielä tästäkin eteenpäin (Lauriala 2004, 14).

Maailmalla Suomea on pidetty pitkään teknologisena, innovatiivisena sekä yleisesti kehittyneenä yhteiskuntana, joita tukevat eri kansainvälisissä tutkimuksissa saadut kärkisijat. Näistä positiivisista faktoista huolimatta tosiasia kuitenkin on se, että Suomi pystyy luomaan ja kaupallistamaan innovaatioistaan ja kasvuyrityksistään Rovion kaltaisia esimerkki menestystarinoita aivan liian harvoin, mistä yhtenä esimerkkinä viime vuosien vähäiset tai oikeastaan lähes olemattomat kotimaiset pörssilistautumiset. Yksi merkittävä syy ongelmaan on kasvuyrityksiin tehtävien yksityisten pääomasijoitusten alhainen määrä, joka on yksi merkittävä tekijä siihen miksi suomalaiset alkuvaiheen yritykset ovat pääsääntöisesti alirahoitettuja (Lystimäki 2007, 89). Vertailussa muun muassa muihin Pohjoismaihin määrät jäävät tuntuvasti. Vuonna 2010 Norjassa riskisijoitusten määrät olivat nelinkertaisia ja Ruotsissa lähes viisinkertaisia Suomeen verrattuna, joka varmasti heijastuu moneen kasvupotentiaalin omaavaan suomalaiseen yritykseen, sillä heidän tavoitteet kasvun

ja kansainvälistymisen suhteen eivät pääse toteutumaan halutulla tasolla (Helsingin sanomat, 2011).

1.1 Tutkielman tavoitteet ja tutkimusongelmat

Tutkielman tavoitteena on käsitellä haasteita, mitä riskipääomasijoitus- ala Suomessa sisältää, ja pohtia ratkaisuja siihen miten toimintaa voitaisiin kehittää, jotta kasvua saataisiin tapahtumaan. Vaikka riskipääomasijoitustoiminnan taso onkin FCVA:n eli *Suomen pääomasijoitusyhdistyksen* mukaan Suomessa väkilukuun verrattuna Euroopan keskiluokkaa, niin sen mahdollista kehittämistä on syytä pohtia useilta eri kanteilta. Konkreettisena tavoitteena määristä voidaan ajatella ja ottaa tavoitteeksi, että tämänhetkinen taso sijoituksista tulisi kaksinkertaistua eli kasvaa noin 150- 200 miljoonaan euroon vuodessa. Tämä taso olisi riittävä ottaen huomioon markkinoidemme koon sekä 5 miljoonaisen kansamme.

Työssä pääongelmana käsitellään sitä, *Miten yksityistä riskipääomasijoitustoimintaa voitaisiin kehittää Suomessa?* Alaongelmina tutkielmassa ovat *Miten julkisella toiminnalla voitaisiin tukea yksityistä riskirahoitus toimintaa Suomessa?* sekä *Millä tavoin ulkomaalaisten riskisijoittajien investointeja Suomalaisiin alkuvaiheen yrityksiin voitaisiin lisätä?*

1.2 Tutkielman teoreettinen viitekehys ja rakenne

Tutkielmassa käsiteltävä riskipääomasijoittaminen englanniksi *venture- capital* on osa koko pääomasijoitustoimintaa eli englanniksi *private- equity-* alaa. Tämän pääomasijoittamisen käsitteen alle kuuluvat *venture-* toiminnan lisäksi myös *buy- out* sijoitukset eli myöhemmän yritys- vaiheen pääomasijoitukset ja yrityskaupat, joita ei tässä työssä tarkemmin oteta tarkasteluun. Riskipääomasijoittamisen määritelmä tutkielmassa kuuluu, että se on oman pääoman ehtoista tai sen luonteista sijoittamista siemenvaiheessa oleviin, toimintaansa aloittaviin tai sitä laajentaviin pieniin ja keskisuuriin yrityksiin, jotka tavoittelevat kasvua toiminnallaan (Euroopan Unioni 2012). Se on keskipitkän tähtäimen rahoitusta, joka on kohdistettu

kehittämiskelpoiseen listaamattomaan yritykseen, josta vastineeksi saadaan osakeomistusta ja vastapainoksi yrityksen kehittämisessä ollaan tiiviisti mukana. (Hilden ja Tähtinen, 2005, 15).

Tutkielman teoreettinen viitekehys koostuu pääosin riskipääomasijoittamisen tutkimuksista, artikkeleista, raporteista ja kirjallisuudesta, ja informaatiota tutkielmaan on yritetty ottaa mahdollisimman paljon myös suomalaisista tilastoista ja tutkimuksista, sillä markkinoiden välillä on suuria eroja eikä olisi luotettavaa pitää muiden markkinoiden tutkimustuloksia yhteneväisinä keskenään.

Teoriaosaa ja tutkimusosaa pohditaan lähinnä sijoittajien näkökulmasta, mutta osaltaan tutkielman näkökulma on myös kansantaloudellinen ja varsinkin sen kasvuun tähtäävä

Tutkielman johdanto osiossa käydään läpi työn tavoitteet ja tutkimusongelmat sekä luodaan rajat tutkimuksen aihealueelle ja teoreettiselle viitekehykselle. Suomen alkuvaiheen yritysten tilanne käydään läpi tutkimuksen loppuosaa varten, jotta saadaan lukijalle annettua pohjatietoa työn loppuosaa ja erityisesti työn tutkimusosaa varten.

Toinen kappale käsittelee kokonaisuudessaan pääomasijoittamista ja tarkemmin juurikin riskipääomasijoittamista. Kappaleessa kuvaillaan muun muassa riskipääomasijoittamisen tasoa Suomessa sekä sen vaikuttavuutta niin yritystasolla kuin myös koko kansantalouden tasolla. Pääomasijoitusprosessi sekä sitä harjoittavat tekijät Suomessa käydään läpi, jonka avulla saadaan kuvaa miten toiminta tapahtuu ja millä tasolla se markkinoillamme on.

Kappaleessa 3 eli työn tutkimusosiossa käsitellään riskipääomasijoitustoiminnan haasteita ja kehitysalueita Suomessa. Näiden avuksi on käytetty niin kansallisia kuin kansainvälisiä tutkimuksia sekä haastateltu pääomamarkkinoilla 15 vuotta eri tehtävissä toiminutta Elinkeinoelämän keskusliiton rahoitusasiantuntija Tommi Toivolaa, jonka vastuualueena on yritysrahoitus, rahoitusmarkkinat sekä valtiontukiasiat. Tavoitteena on näiden osa-alueiden kautta saada vastauksia tutkielmassa asetettuihin tutkimusongelmiin.

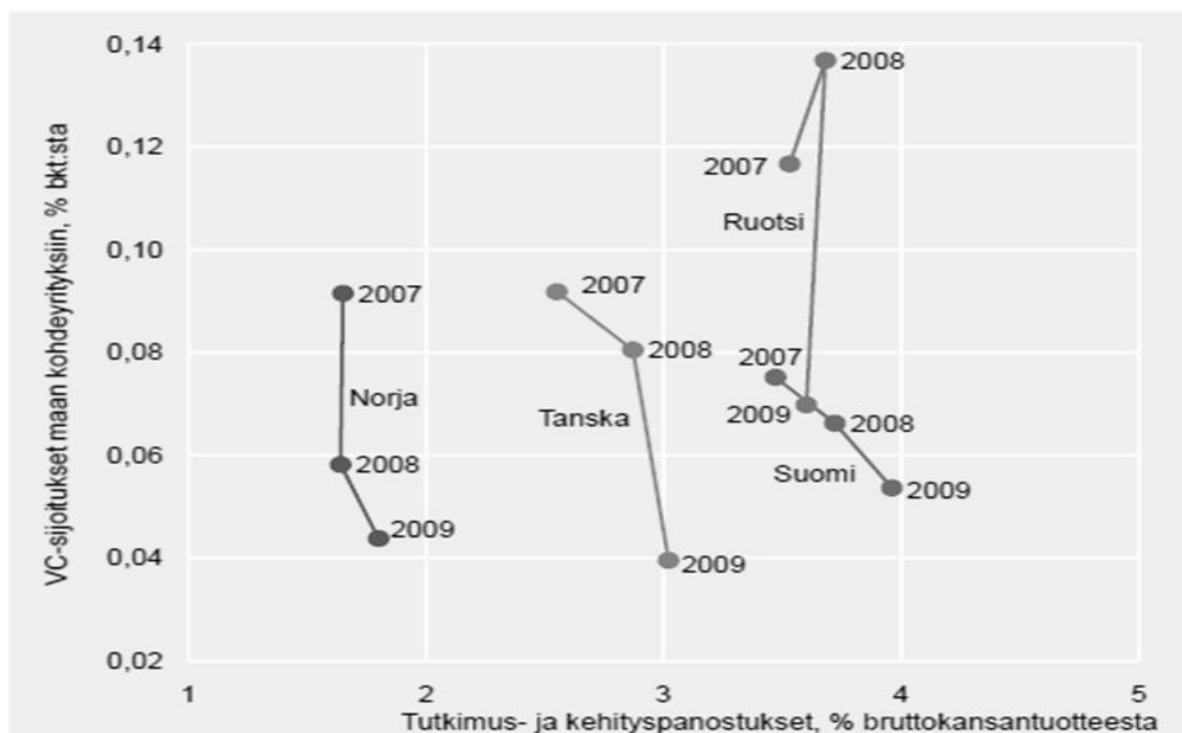
Kappale 4 käsittelee tutkielman yhteenvedon, johtopäätökset sekä jatkotutkimustarpeet.

1.3 Yritysten tila Suomessa

Suomessa pohjatyö yritysten kasvumahdollisuuksille sekä kehittymiselle on luotu varsin hyvin ruohonjuuritasolta lähtien. Koulutusjärjestelmäämme käydään ihailmassa kilpaa ympäri maailmaa ja tilastot kansainvälisessä vertailussa muun muassa investoinneissa koulutukseen ja osaamiseen osoittavat osaamisen laadun olevan erinomaisella tasolla (OECD, 2011). Suomi on menestynyt hyvin myös monissa innovaatio toimintaa ja kilpailukykyä mittaavissa kansainvälisissä vertailuissa kuten esimerkiksi EU:n 2010 julkaistussa ”*Innovation Union Scoreboard*” tutkimuksen mukaan, jossa Suomi on Ruotsin, Tanskan ja Saksan kanssa Euroopan innovaatiojohtajia sekä Schwab:in ja muiden (2012) tekemän tutkimuksen mukaan maailman kolmanneksi kilpailukykyisin maa Sveitsin ja Singaporen jälkeen.

Havainnot konkreettisesti tutkimuksista myös yritystasolta kertovat positiivisia tuloksia. Pääomasijoitusyhtiö *Next Venturesin* vuosittain tekemä arvio noin 500 pohjoismaalaisesta sekä Yhdysvaltalaisesta piilaakson alkuvaiheen kasvuyrityksestä kertoo, että suomalaisten yritysten taso haastavassa vertailussa on korkeata (Lystimäki, 2007, 16).

Alhaalla kuviossa 1, jossa Pohjoismaat on laitettu keskenään vertailuun tutkimus- ja kehityspanostuksien suhteessa *venture*- sijoitusten määrään huomataan, että Suomella on ollut vuosien 2007- 2009 välillä keskimäärin suurimmat panostukset, mutta *venture*- sijoitusten määrät kohdeyrityksiin eivät ole vastanneet sitä tasoa. Kuvioista nähdään myös se, että ennen finanssikriisiä 2008 muilla Pohjoismailla on ollut enemmän *venture*- sijoituksia suhteessa tutkimus- ja kehityspanostuksiin, mutta sen jälkeen toiminta on tasoittunut ja vuonna 2009 Ruotsi on ainoana Pohjoismaana Suomea edellä.



Kuvio 1. Venture- sijoitukset suhteessa T&K- panoksiin. Lähde: Kasvuyrityskatsaus 2011

Negatiiviset asiat Suomen yritys kentässä löytyvät työ- ja elinkeinoministeriön raportin (2011) mukaan kasvuyrityshalukkuudesta, joka on moneen muuhun maahan verrattuna vähäistä. Kasvupotentiaalia omaavia yrityksiä on eri tutkimusten mukaan vain noin 3-5 % kaikista yrityksistä eli noin 7500–12500 kappaletta ja näistä kasvurahoitusta hakevia noin 1000–2000 kappaletta. Suomalaisten vähäinen kiinnostus yrittäjyyttä kohtaan sekä yleinen riskin karttaminen ja epäonnistumisen pelko on vaikuttanut siihen, että sijoittajat kokevat markkinoilla olevan pulaa kohdeyrityksistä, joilla on tarpeeksi riittävää halua kansainväliseen kasvuun. (Puttonen ja Kähönen, 2010)

2 Pääomasijoittaminen

2.1 Pääomasijoittamisen taustaa

Alun perin Yhdysvalloista 1960-luvulta lähtenyt pääomasijoitustoiminta on muodostunut erittäin tärkeäksi rahoitusmuodoksi muiden perinteisempien rahoitusvaihtoehtojen rinnalle. Erityisesti uudet innovatiiviset korkean riskin omaavat yritykset ovat hyötäneet pääomasijoitustoiminnan kasvusta ja noususta, sillä heidän on ollut aikaisemmin hankala saada rahoitusta perinteisiltä rahoitusmarkkinoilta. Pääomasijoittaminen rahoitusmuotona on täyttänyt hyvin sitä aukkoa, mikä kohdeyritysten rahoitustarpeilla on suhteessa rahoitusmarkkinoilla saatavissa oleviin perinteisempiin rahoituslähteisiin (Lauriala, 2008, 15).

Suomessa pääomasijoitustoiminta alkoi kunnolla toimia 1980-luvun lopussa rahoitusjärjestelmän aukeamisen ja vahvan valtion kontrollin katoamisen myötä. Pääomasijoitusmarkkinat kehittyivät 1980 ja 1990-luvun taitteessa hyvin hitaasti - määrät olivat vähäisiä, ja julkinen sijoitustoiminta hallitsi suurta osaa markkinoista. Vuosien 1995 ja 2000 välillä yksityiset pääomasijoitusmarkkinat lähtivät toden teolla nousuun, ja pääomasijoitukset kasvoivat tällä välillä 38 miljoonasta eurosta 397 miljoonaan euroon. 2000-luvulla pääomasijoitustoiminta on kärsinyt talouskriiseistä, mutta se on vakiinnuttanut paikkansa yritysten rahoituksessa, vaikka määrät jäävätkin vielä kauaksi pankkisektorin toiminnasta, joka Suomessa ja yleisesti ottaen mannereurooppalaisissa talouksissa on ollut kautta aikain vahvaa. (FVCA, 2012)

FVCA:n (2012) mukaan julkinen osuus kaikista pääomasijoituksista laski vuoden 1995 47,3 %:sta vuoden 2000 11,6 %:iin. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen julkinen osuus sijoituksista lähti jälleen kasvuun, sillä yksityinen toiminta kärsi finanssikriisin vaikutuksista, ja valtio joutui ottamaan vastuuta erityisesti riskisistä alkuvaiheen sijoituksista. Eduskunnan vuonna 2012 julkaistussa tulevaisuusvaliokunnan lausunnossa, selitetään tasoa sillä, että yksityisen pääoman passiivisuus ja suuntautuminen muualle kuin kasvuyrityksiin on johtanut siihen, että pääomasijoitusmarkkinat ovat julkisvetoisia erityisesti juuri *venture*-vaiheessa.

2.1.1 Riskipääomasijoittaminen

Riskipääomarahjoittaminen on osa pääomasijoittamisalaa, jossa sijoitukset keskittyvät alkuvaiheen kasvaviin yrityksiin. Tämä osa pääomasijoitustoiminnasta on ollut haasteellisin sen riskisyyden vuoksi, vaikka kansantalouden merkityksen kannalta se voidaan mieltää kaikista merkittävimmäksi (Suomen pankki 2012). Vuonna 2000 yksityisten riskisijoitusten määrä Suomessa oli FVCA:n 220 miljoonaa euroa, mutta teknologiakuplan puhkeamisen jälkeen ala on ollut pahoissa vaikeuksissa. Euroopassa noin 60 % riskipääomasijoitusrahastoista on lopettanut toimintansa vuodesta 2000, ja sijoitukset ovat siirtyneet vähemmän riskisille myöhempien vaiheiden pääomasijoituksille, josta todisteena vuoden 2011 riskipääomasijoitusten määrä, joka oli 86 miljoonaa euroa, sekä vuoden 2012 luvut, jotka näyttävät jäävän 2000-luvun alhaisimmiksi, koska merkittäviä rahastoja on poistunut markkinoilta, ja *venture*-sijoittajien lukumäärä on vähentynyt entisestään.

Euroopassa vuosien 2003 ja 2010 välillä riskipääomaan suunnatut varat olivat noin 64 miljardia euroa Euroopan komission tekemän tutkimuksen (2011) mukaan, kun kaikkien pääomasijoitusten määrät olivat noin 437 miljardia euroa. Tutkimus osoitti, että riskipääomasijoitusten osuus kaikista pääomasijoituksista kyseisellä välillä oli vain 14,6 prosenttia ja pääomasijoitukset ovat kohdistuneet joka vuosi enemmän ja enemmän myöhemmän vaiheen yrityksille, joka on tarkoittanut sitä, että yritykset ovat joutuneet turvautumaan pankkilainoihin, joiden osuus rahoituksesta on noin 80 % ja riskipääomasijoitusten vain 2 %. Esimerkiksi Yhdysvalloissa riskipääomasijoitusten osuus on 14 %.

Sijoitusten tuotot %: ssa eri ajanjaksoilla 31.12.2010 asti.						
Vuosissa		1	3	5	10	20
Venture- sijoitukset	Eurooppa	17,36	- 4,26	- 1,57	- 3,78	0,29
	USA	17,94	0,62	1,16	- 6,59	21,08
Buyout- Sijoitukset	Eurooppa	20,87	- 4,48	6,02	8,39	11,91
	USA	26,26	1,16	2,35	- 0,25	7,49
Pääomasijoitukset (Private equity)	Eurooppa	20,66	- 4,34	4,33	4,59	9,32
	USA	23,83	1,82	2,67	- 1,68	10,63

Taulukko 1. Venture- sijoitusten tuotot. Lähde: Taloussanomien 2011. Euroopan pääomasijoitusyhdistys ja Thomson Reuters

Riskipääomasijoittamisen huono suosio ja alhaiset määrät johtuvat osittain myös niiden tuotoista, jotka ovat jääneet alhaisemmalle tasolle, kuin muut pääomasijoitukset. Ylhäällä olevasta taulukosta 1 huomataan, että *venture*-sijoitukset ovat eri aikaväleillä jääneet reilusti alhaisemmiksi kuin muun vaiheen pääomasijoitukset. Euroopassa 3,5 ja 10 vuoden tuotot ovat olleet jopa negatiivisia, joka varmasti on vaikuttanut riskisijoittajien valintoihin erityisesti kun tällä hetkellä taloudessa eletään epävarmoja aikoja.

2.1.2 Vaikuttavuus

Pääomasijoittamisen vaikuttavuutta on tutkittu paljon kansainvälisesti eri tutkimuksissa, ja vaikka tulokset eivät keskenään olekaan aivan samansuuntaisia niin selkeinä johtopäätöksiä voidaan katsoa, että pääomasijoittaminen lisää kohdeyritysten kasvua, ja se on myös kansantaloutta ja talouskasvua edistävä sekä kehittävä tekijä. Suomen pääomasijoitusmarkkinoiden erityispiirteiden kuten muun muassa verotuksen sekä vahvan julkisen toiminnan osuuden vuoksi viime vuosina on tehty kotimaisia tutkimuksia Alen (2012) sekä Männistö (2009) pääomasijoittamisen vaikuttavuudesta yrityksiin.

Alenin tutkimus käsitteli 282 ensisijoituksen vaikutusta suomalaisiin yhtiöihin vuosien 2002 ja 2008 välillä. Tutkimuksessa käytettynä menetelmänä oli ”*Balancing score*

matching”, jossa samankaltaisia yrityspareja etsittiin muuttujien kuten yrityksen koon, kasvun sekä kannattavuuden avulla. Mahdollisimman samankaltaisten yritysten vertaaminen edesauttoi vääristymän minimoimista, koska pääomasijoittajien soveltama valintamenettely ei perustu sattumaan mihin yleensä tieteelliset menetelmät nojaavat. Oletus yritysten samanlaisuudesta ennen toisen yrityksen saamaa pääomasijoitusta antoi puitteet tutkia sijoituksen jälkeistä menestystä yritysten välillä. Tuloksista huomattiin, että pääomasijoituksen saaneet *venture*-vaiheen yritykset kasvattivat liikevaihtoaan 3 vuodessa keskimäärin 21 % enemmän, kuin yritykset ilman pääomasijoitusta. Työntekijämäärän kasvu 3 vuodessa *venture*-vaiheen yrityksissä oli keskimäärin 3 kertaa suurempaa kuin verrokkirytyksillä. Muita tärkeitä seikkoja tutkimuksessa olivat vientikeskeisyyden kasvaminen, ulkomaalaisten johtajien suurempi osuus yrityksissä sekä innovatiivisuuden kasvu patenttien ja aineettomien omaisuuksien kasvamisella, jotka kaikki tukevat pääomasijoittamisen kannattavuutta yrityksiin.

Männistön omassa tutkimuksessa keskityttiin suomalaisilta pääomasijoittajilta pääomasijoituksen saaneiden yritysten kehityksiin vuosien 2002- 2004 välillä. Sijoituksen vaikutusta tutkittiin 3 vuoden ajanjaksolla pääomasijoitusten saaneiden yritysten sekä saamatta jääneiden välillä. Tutkimuksessa käytettiin ”yksinkertaista *matching*” menetelmää, jossa yritysten välille muodostettiin yrityspareja, jotka toimivat samalla toimialalla sekä olivat samankokoisia ja ikäisiä yrityksiä. Tutkimuksessa todettiin muun muassa, että pääomasijoittamisen vaikutus tarkasteluajanjaksolla oli liikevaihdon kasvussa mitattuna alkuvaiheen yrityksiin yli 7 kertaa suurempaa kuin yrityksillä ilman pääomasijoitusta. Henkilöstön lukumäärän kasvu alkuvaiheen pääomasijoituksen saaneissa yrityksissä oli taas keskimääräisesti 13,3 henkilöä kun vertailujoukolla se oli 0,4 henkilöä.

Molemmat tutkimukset osoittavat, että pääomasijoittaminen alkuvaiheen yrityksiin tuottaa lisäarvoa kasvattamalla yritysten merkittäviä tunnuslukuja verrattuna yrityksiin, jotka eivät ole saaneet pääomasijoitusta. Vastakkaisiakin tutkimuksia löytyy, jossa yrityksen menestystä ja kasvuvauhtia selitetään joillakin muilla tekijöillä kuin pääomasijoituksella. Esimerkkinä Colombon ja Grillin (2010) tutkimus, jossa pääomasijoittajien positiivista vaikutusta yrityksissä selitetään ”*scout function*”:illa, jossa pääomasijoittajat valitsevat muita sijoittajia paremmin sijoituskohteiden joukosta ne yritykset joilla on eniten potentiaalia kasvaa.

2.1.3 Merkitys kansantaloudelle

Edellisessä kappaleessa kuvailut tutkimustulokset osoittavat konkreettisesti sen, että riskipääomasijoitustoiminta kasvattaa yritysten keskeisiä tunnuslukuja paremmin verrattuna yrityksiin, joilla kyseistä rahoitusmuotoa ei ole käytössä. Tämän vuoksi hyöty myös talouskasvulle ja kansantaloudelle nähdään positiivisena. Vaikka riskipääomarahojen kattoi vain pienen osan koko rahoitusmarkkinoista, USA 0,2 % ja Suomi 0,05 % bruttokansantuotteesta 2010, niin sen merkitystä talouskasvuun pidetään suurempana kuin mitä kyseiset luvut kertovat. Riskipääomasijoittamisen nähdään kasvattavan voimakkaasti innovaatioiden ja työpaikkojen määrää, tuottavan enemmän tuloja valtiolle verojen muodossa, lisäämään kilpailua sekä edistämään talouskasvua nopeammin kuin muut sijoitusmuodot. Suomessa vuosina 2006—2009 luoduista 110 000 uudesta työpaikasta yli 50 000 oli kasvuyritysten luomia (Finnish Business Angels Network (FIBAN), 2012). (Suomen pankki, 2012)

2.2 Riskipääomasijoittaminen rahoitusmuotona

Aloittelevat ja kasvua tavoittelevat yritykset tarvitsevat usein ulkopuolisia resursseja kuten rahaa ja osaamista, jotta kehitys olisi mahdollista. Perinteinen rahoitus kuten esimerkiksi pankkilaina on kyseisillä yrityksillä usein hankalaa, sillä vakuuksia harvoin on, ja tulorahoituskin on usein pientä. Pankit ja muut luottolaitokset kokevat näiden takia riskin liian suureksi, ja yrityksille riskipääomasijoittajan etsiminen jää todennäköiseksi vaihtoehdoksi. (Lauriala, 2004, 15)

Pääomasijoittaminen eroaa muista rahoitusmuodoista monellakin eri tapaa. Yksi selkeä ominaisuus on se, että sijoittaja osallistuu aktiivisesti kohdeyrityksen asioihin ja on usein mukana yrityksen toiminnassa esimerkiksi hallituksen jäsenenä tai taloudellisena neuvonantajana, jonka vuoksi se pystyy läheltä kehittämään yritystä. Ero muihin rahoitusmuotoihin on myös sijoituksen määräaikaaisuus, joka arvioidaan tarkasti sijoitusta tehtäessä. Prosessi suunnitellaan alusta loppuun, jonka aikana sijoituksen odotetaan kasvavan tiettyyn arvoon, jolla siitä halutaan irtautua. Tyypillistä pääomasijoituksille on myös se, että informaatiota sijoituskohteista on erityisesti

sijoittajille hyvin vähän saatavilla, sillä yritykset ovat niin alkuvaiheessa. Tämän vuoksi sijoittajan valvonta sekä toiminta on pääomasijoittamisessa suoraa ja aktiivista kun taas perinteisessä rahoituksessa kuten pankkilainassa se on passiivista ja epäsuoraa. (Wright ja Robbie (1998), Lauriala (2004))

Pääomasijoitusten riskisyys on myös asia, joka erottaa sen muista rahoitusmuodoista. *Finnish business angels network*:in eli ”*Fiban*”:in mukaan sijoituksista alle puolet antaa vaatimattoman voiton, puolet epäonnistuu ja vain noin yksi kymmenestä tuottaa sen verran, että sijoittaminen on kannattavaa ja sillä saadaan tuotettua voittoa koko salkulle. Korkeita riskejä vastaavat myös korkeat tulevaisuuden tuotto- odotukset, jotka vaihtelevat suhdanteiden, toimialan ja yrityksen kehitysvaiheen mukaan liikkuen noin 30–70% välillä vuositasolla mitattuna. Sijoittavat yleensä diversifioivat riskiä, muodostamalla pääomasijoituskohteista salkun eli portfolion, jossa varoja on jaettu useampaan eri kohteeseen. (Lauriala, 2008, 22)

Markkinoiden välillä tuotto-odotuksissa on myös eroja. Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa pääomasijoitusmarkkinat ovat kehittyneet kaikista parhaiten, ja siellä tuotto-odotus vaatimukset ovat korkeammalla kuin Euroopassa. Julkisen ja yksityisen pääomasijoitustoiminnan väliset tuotto-odotukset eroavat niin, että yksityiset pääomasijoittajat ja pääomasijoitusyhtiöt vaativat kovempaa tuottoa kuin julkinen sektori. Ero näiden välillä selittyy *Wright*:in ja muiden tutkimuksen (2005) mukaan sillä, että julkisella puolella lainarahaa saadaan yleensä halvemmilla kustannuksilla sekä sillä, että julkinen sektori saa tuottoja sijoitukselleen myös muun muassa verotulojen myötä.

2.3 Pääomasijoitusprosessi

2.3.1 Kohdeyhtiön valinta

Arvioidessaan potentiaalisia yrityksiä sijoittajat kärsivät epäsymmetrisestä informaatiosta, jota kutsutaan ”*adverse selection*” ongelmaksi. D`Souzan tutkimuksen (2001) mukaan yrityksen johdolla itsellä on tarkempaa tietoa yrityksen

tilanteesta kuin pääomasijoittajilla, joka vaikuttaa siihen, että sijoitukset eivät aina kohdistu oikeisiin yrityksiin.

Lahden tutkimuksen (2004) mukaan pääomasijoittajien kohdeyritysten etsintä voidaan jakaa passiiviseen sekä aktiiviseen toimintaan, jossa passiivisella lähestymistavalla tarkoitetaan sitä, että sijoittaja reagoi vain saamaansa tarjousvirtaan potentiaalisista yrityksistä, kun taas aktiivinen tarkoittaa sitä, että sijoittaja itse luo omia verkostoja muun muassa korkeakouluihin ja tutkimuslaitoksiin, ja sitä kautta saa tietoa rahoitusta etsivistä yrityksistä. Hänen mukaan tärkein verkosto sijoittajille on kuitenkin henkilökohtainen suhdeverkosto, josta saadaan vinkkejä mahdollisista kohdeyrityksistä. Yksityiset sijoittajat luottavat sijoitusrahastoja enemmän juuri näihin epävirallisiin lähteisiin kuten ystäviin sekä työkavereihin, ja perustavat päätöksensä yleensä vähemmän tiukkoihin investointikriteereihin kuin pääomarahastot ja institutionaaliset sijoittajat, jotka käyttävät usein selvempiä numeerisia malleja sijoituskohteiden karsimisessa.

Dahlstrandin ja Cetindamarin tutkimuksen (2000) mukaan pääomasijoittajilla on usein erityisosaamista tietyiltä toimialoilta, ja he suosivatkin sijoituspäätöksissään näitä osa-alueita, sillä hyöty saadaan näin maksimoitua.

Pääomasijoittajan etsiessä mahdollisia kohteita tiettyä kaavaa kohdeyhtiön valintaprosessissa ei voida sanoa aina olevan, mutta muun muassa kohdeyrityksen perustajaosakkaiden tausta ja kokemus yritysmaailmasta on erityisen tärkeää. On selvää, että pääomasijoittajat haluavat näyttöjä ja varmuutta perustajaosakkailta siihen, että yhtiössä on potentiaalia, ja se pystyy tuottamaan lisäarvoa, joka konkreettisesti pystytään osoittamaan pääomasijoittajille yleensä liiketoimintasuunnitelmalla. Kohdeyhtiöiden etsinnässä karsitaan yleensä ensimmäiseksi ne yritykset, jotka eivät heti alkuunsa täytä investointikriteerejä. Sijoittajan löytäessä kohdeyrityksen, jossa näkee alustavasti kasvun ja kansainvälistymisen mahdollisuuden, joka tapahtuu vain noin muutamalle prosentille alkuperäisestä yritysjoukosta, tutkii se sitä yksityiskohtaisesti ”*Due dilligence*” -analyysin avulla, joka on liike-elämässä vakiintunut termi kohteen laajamittaiselle ja syvälliselle perehtymiselle. Analyysissa hankitaan tietoa yhtiön taloudellisesta tilasta, sopimuksista ja sitoutumisista sekä esimerkiksi ympäristöön liittyvistä potentiaalisista riskeistä. (Lauriala, 2004)

2.3.2 Kohdeyhtiön kontrollointi ja kehittäminen

Pääomasijoittajan tulo yritykseen toteutetaan tavallisesti vähemmistösjoitukseksi eli enemmistön yrityksestä omistaa sijoituksen jälkeen yrityksen alkuperäinen omistaja. Toinen yleinen tapa on, että omistus jakaantuu tasaisesti osapuolille eikä kukaan ole enemmistöomistaja yrityksessä. Usein pääomasijoittaja haluaa tehdä osakassopimuksen, jolla hän turvaa vähemmistöosuutensa yrityksen päätöksentekotilanteissa ja tavallista on, että osakassopimuksessa sovitaan yhtiön hallinnosta ja päätäntävallasta, jonka vuoksi pääomasijoittaja haluaa usein yhden hallituspaikan, jotta voi toimia yrityksen toiminnan keskiössä. (FVCA, 2012)

Sijoittajalle sijoituksen tarkoitus ei ole pysyvä omistaminen vaan väliaikainen sijoituskohde. Ajatuksena on pyrkiä osallistumaan yrityksen toimintaan tuomalla muun muassa kontakteja sekä henkilökohtaista osaamista, jotta pystyttäisiin kasvattamaan mahdollisimman paljon yrityksen arvoa, joka kohdistuisi myöhemmässä irtautumisvaiheessa voittona. Pääomasijoittajan läsnäolo yrityksessä tuo yritykselle myös uskottavuutta muihin sidosryhmiin nähden, ja näin ollen myös perinteisen rahoituksen kuten pankkilainan saaminen helpottaa. (Niemi, 2003)

2.3.3 Kohdeyhtiöstä irtautuminen

Pääomasijoitusprosessin viimeinen vaihe on kohdeyhtiöstä irtautuminen, johon kaikki aikaisempi suunniteltu työ tähtää. Pääomasijoittajalla tulee olla selvä tavoite sijoitusta tehtäessä milloin ja millä tavoin sijoitus aikanaan realisoidaan. Vaikka sijoitus alun alkaen suunnitellaankin tietyksi määräajaksi, on sijoittajan kannalta kannattavaa irtautua yrityksestä silloin, kun yritys on mahdollisimman hyvällä kasvu-uralla, ja siitä saisi mahdollisimman korkean voiton, koska tuotot toimivat myös näyttöinä siihen miten saadaan kerättyä rahaa tulevaisuudessa uusiin rahastoihin pääomasijoitusrahastojen oltaessa kyseessä. Yleisimmät tavat irtautua kohdeyhtiöstä ovat yrityskauppa, pörssilistautuminen, osakkeiden takaisinmyynti sekä ei toivottavana vaihtoehtona sijoituksen epäonnistuminen kuten konkurssi tai tuottotavoitteesta jääminen, jotka ovat vaihtoehtoja kaikista todennäköisimpiä.

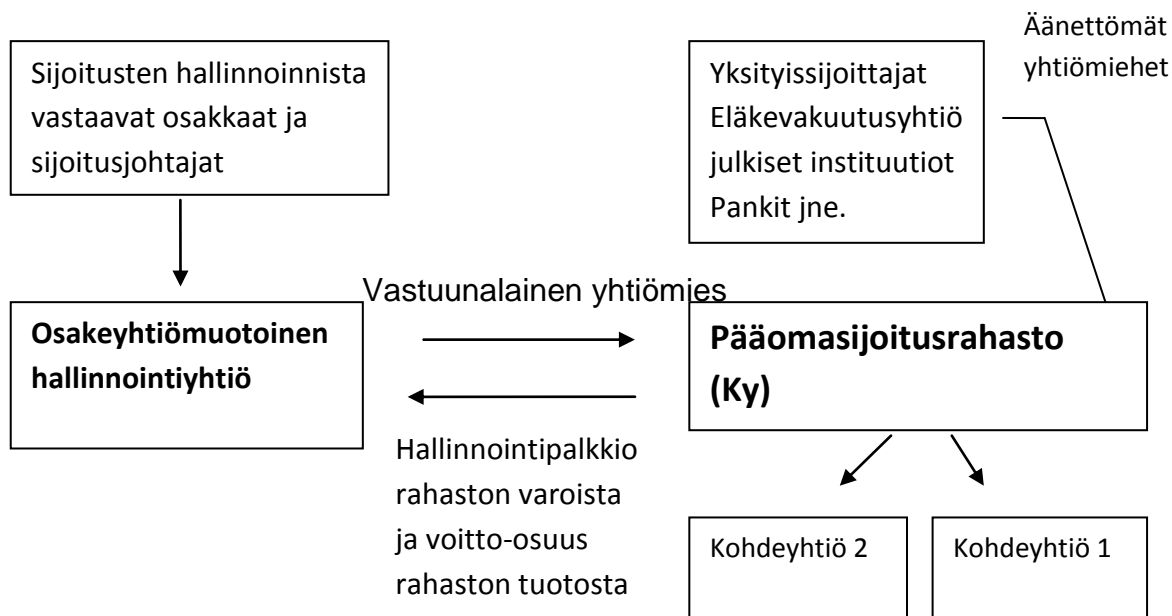
Paras vaihtoehto sijoittajalle on pörssilistautuminen, jossa tuotot nousevat yleisesti ottaen korkeimmiksi. (Lauriala, 2008)

2.4 Riskipääomasijoittajat

2.4.1 Pääomasijoitusyhtiöt

Pääosin pääomasijoitustoimintaan tulevat rahat ovat peräisin institutionaalisilta sijoittajilta kuten eläke- ja vakuutusyhtiöiltä, jotka Suomessa ovat suurimpia sijoittajia. Varoja hallinnoivat pääomasijoitusyhtiöt, jotka muodostavat niistä rahastoja, joiden kautta sijoitukset tehdään kohdeyrityksiin. (Hilden ja Tähtinen, 19)

Tyypillinen muoto rahastoille Suomessa on *FVCA*:n mukaan kommandiittiyhtiö, ja se perustetaan yleensä määräajaksi. Tavallisesti rahaston perustamisvaiheessa sijoittajat maksavat vain pienen osan sovitusta määrästä, sillä rahoja annetaan sitä mukaan kun hallinnointiyhtiö löytää sopivia sijoituskohteita.



Kuvio 2. Pääomasijoitusrahaston perusrakenne. Lähde: Lauriala (2004), 34.

Ylhäällä kuviossa 2 on kuvattu pääomasijoitusrahaston toimintaa, josta huomataan, että se muodostuu osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä sekä yhdestä tai

useammasta kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta, josta sijoituksia tehdään kohdeyrityksiin. Osakeyhtiömuotoinen hallinnointiyhtiö toimii rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja sijoittajat äänettöminä yhtiömiehinä, jonka vuoksi he ovat vastuussa vain sijoittamistaan varoista. Hallinnointiyhtiö tuo yleensä pääomasijoitusrahastoon vain noin 1 % pääomasta, mutta toimii silti vastuunalaisena yhtiömiehenä rahastossa. (Lauriala (2004), 33–34)



Taulukko 2. Suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden tekemät venture- sijoitukset.

Lähde: FVCA (2012).

Ylhäällä kuviosta 2 nähdään suomalaisten pääomasijoitusrahastojen tehdyt sijoitukset kotimaisiin yrityksiin vuosien 1996- 2011 välillä. Kasvun nähdään ollen merkittävää vuodesta 1996 vuoteen 2001 jolloin rahastosijoituksia tehtiin 175 miljoonaa euroa. Teknologiaakuplan puhkeamisen vuoksi toiminta koki kovan kolauksen. Sen jälkeen sijoitukset jokseenkin vakiintuivat vuosiksi 70- 80 miljoonaan euroon, kunnes uusi finanssikriisi vuonna 2008 vaikutti negatiivisesti juuri kasvaviin määriin.

Ulkomaalaiset pääomasijoitusrahastojen tekemät *venture-* sijoitukset olivat vuonna 2011 noin 26 miljoonaa euroa, ja edelliseen vuoteen ulkomaalaisia sijoituksia suomalaisin *venture-* vaiheen yrityksiin saatiin kerättyä 8 miljoonaa euroa enemmän.

Suomessa toimi vuonna 2011 vain noin 5 yksityistä VC- rahastoa, joilla oli merkittäviä pääomia varattuna uusiin kohdeyrityksiin. (Luova raha, 2011)

2.4.2 Enkelisijoittajat

Pääomasijoitusmarkkinoilla tärkeä riskisijoituksia tekevä joukko ovat bisnesenkelit eli yksityiset riskisijoittajat. Bisnesenkelit ovat usein taustoiltaan varakkaita yritys-elämän ammattilaisia, jotka sijoittavat erityisesti sellaisiin *venture*- vaiheen yrityksiin, joista heillä löytyy aikaisempaa kokemusta (FIBAN). Nämä yksityiset riskisijoittajat tekevät keskimäärin puolet pienempiä sijoituksia kuin pääomasijoitusrahastot ja sijoitukset kohdistuvatkin yleensä yrityksiin, jotka ovat keskimäärin noin 10,5 kuukautta vanhoja, kun pääomarahastoilla keskimääräinen kohdeyrityksen ikä on yli 12 kuukautta. (Gompers, 1995). Sijoituksen tyypillinen määrä kohdeyritykselle Suomen bisnesenkelit ry:n mukaan 10 000- 150 000 euroa ja keskimääräinen pitoaika noin 9 vuotta. Yleistä on, että enkelisijoittaja sijoittaa aluksi pienemmän summan kohdeyritykseen aivan sen siemenvaiheessa, jonka jälkeen sijoittaja tekee mahdollisia jatkosijoituksia, jotka voivat olla paljon suurempia.

Denis:in tutkimuksen (2004) mukaan yleisesti enkelisijoittajia ajatellaan juuri kasvuyritysten siemenvaiheen rahoittajina, jotka helpottavat yrityksiä saamaan lisärahoitusta myöhemmillä vähemmän riskisillä kierroksilla esimerkiksi pääomasijoitusrahastoilta. Enkelisijoittajat toimivat tiivisti yhdessä kohdeyritysten kanssa, ja tuovat lisäarvoa yrityksille muun muassa hallitustyöskentelyllä sekä kontakteillaan, eikä pelkkä rahasijoitus ilman henkilökohtaista toimimista ole toiminnan tarkoitus.

Bisnesenkeleiden tekemät alkuvaiheen sijoitukset Suomessa olivat vuonna 2011 noin 5-10 miljoonaa euroa, kun esimerkiksi Yhdysvalloissa vastaava luku oli 18 miljardia euroa. Sijoitusrahastojen rahat ovat viime vuosina siirtyneet vähemmän riskisille myöhemmän vaiheen pääomasijoituksille, jonka vuoksi *venture*- vaiheen sijoitukset ovat vähentyneet. Tämä on johtanut siihen, että Suomessa kaivattaisiin konkreettisia toimia bisnesenkeleiden aktivoimiseksi, jonka vuoksi valtio onkin suunnittelemassa vuodelle 2013 veromuutoksia kannustaakseen toiminnan kasvua. (FIBAN, 2012)

Suomessa toimii tällä hetkellä kolme eri bisnesenkeliverkostoa. BAF eli *Business Angels Finland*, FiBAN eli *Finnish Business Angels Network* sekä Suomen bisnesenkelit ry. Bisnesenkeleiden kokonaismäärä Suomessa on paljolti määritelmästä kiinni, mutta jos kriteerinä pidetään yhtä vähintään 50 000 euron sijoitusta kohdeyritykseen, niin määrän on arvioitu olevan 300 paikkeilla, joten aktiivisesti kohteita etsiviä sijoittajia on reilusti vähemmän. (Teknologiateollisuus ry, 2012)

2.4.3 Teolliset sijoittajat

Teollisilla sijoittajilla tarkoitetaan suurten yritysten harjoittamaa pääomasijoitustoimintaa, jossa sijoituksia tehdään oman alan yrityksiin, joilla on tarkoitus saada strategisia hyötyjä emoyhtiölle tulevaisuudessa. Suomessa teollinen sijoitustoiminta oli yleistä isoilla yrityksillä ennen talouskriisiä vuonna 2001, mutta nykyään toimintaa harrastaa vain enää muutama suuryritys (Luukkonen, 2006). Toiminta voidaan jakaa joko suoraan tai epäsuoraan toimintaan, jossa suoralla toiminnalla tarkoitetaan sijoituksia suorasti listaamattomiin yrityksiin, kun taas epäsuorassa toiminnassa kyse on sijoituksista itsenäisen pääomasijoittajan hallinnoimiin rahastoihin. Yritysten yksiköt hakevat sijoitettavia varoja emoyhtiön lisäksi myös ulkopuolisilta lähteiltä. (Pricewaterhouse Coopers Oy ja Suomen pääomasijoitusyhdistys ry, 2006)

Teollinen sijoittaminen kohdistetaan usein yksityisesti omistettuihin alkuvaiheen yrityksiin, joissa sijoittaja ei ole rahoituksellisen yhtiön rahoituksen välittäjä. Maulan (2001) mukaan suurin eroavaisuus muun pääomasijoitustoiminnan ja erityisesti pääomasijoitusrahastojen kanssa on se, että teollisessa pääomasijoitustoiminnassa vastuunalaisena yhtiömiehenä on pelkästään sijoittava yhtiö.

2.4.4 Julkinen riskipääomasijoitustoiminta

Suomessa julkisen rahoituksen osuus pääomasijoitustoiminnassa on ollut kautta aikain merkittävää, ja sen toiminnan rooliksi on jäänyt varsinkin alkuvaiheen yritysten

rahoittaminen, sillä tarvittavaa riskirahoitusta ei yksityisiltä markkinoilta ole usein löytynyt (FIBAN). Alkuvaiheen yritysten julkisesta riskirahoituksesta Suomessa vastaavat Finnvera Oyj sekä Suomen Teollisuussijoitus Oy. Heidän tehtävänä on työ- ja elinkeinoministeriön mukaan korvata yksityisen rahoituksen puutetta ja näin edistää aikaisen vaiheen yritysten kasvumahdollisuuksia.

Finnveran toiminta koostuu rahastosijoituksista, joita se tekee tytäryhtiönsä Veraventuresin kautta, sekä suorista sijoituksista Aloitusrahasto Averan kautta kohdeyhtiöihin. Molempien tarkoituksena on kohdentaa sijoitukset teknologiaintensiivisiin tai innovatiivisiin palveluyrityksiin, joilla on mahdollisuus kasvaa kansainväliseksi suuryrityksiksi. Vuoden 2011 lopussa rahastosijoituksia Finnveralla oli yhteensä 14:ssä eri rahastossa ja se oli osallisena välillisesti noin 180 Suomalaisessa pk-yrityksessä. Tämän lisäksi suoria sijoituksia kohdeyrityksiin on tehty vuosien 2006- 2011 välissä 173 eri kohdeyritykselle. Sijoitettavia varoja Finnveralla oli 2011 vuoden lopussa 180 miljoonaa euroa, joista 120 miljoonaa euroa oli sijoitettuna yrityksiin. (Finnvera, 2012)

Toinen valtion pääomasijoitustoiminnasta vastaava taho Suomen Teollisuussijoitus Oy on toiminut pääomasijoitusmarkkinoilla vuodesta 1995 lähtien, ja yhteensä vuoteen 2012 asti sijoituksia on toteutettu yrityksiin noin miljardilla eurolla. Vuosittain sijoitukset ovat olleet keskimäärin 100 miljoonaan euron luokkaa ja summa on jakaantunut tasan sekä rahastosijoituksien, että suorien sijoituksien välillä. Nämä sijoitukset ovat kohdentuneet noin 500 yritykseen ja sijoitustoiminnan pysyvyys on taattu valtion pääomituksella sekä yhtiön omalla tulorahoituksella. Yhtiön toimintaa on säädetty lailla ja sen on oltava liiketaloudellisesti kannattavaa pitkällä aikavälillä. (Teollisuussijoitus Oy, 2012)

Teollisuussijoitus Oy:llä on ollut tärkeä rooli erityisesti uusien pääomasijoitusyhtiöiden ensimmäisissä rahastoissa sekä riskirahoituksen kohdentamisessa suoraan alkuvaiheen yrityksiin, sillä yksityinen toiminta ei ole ollut riittävää (Kasvuyrityskatsaus, 2012). Tarkoituksena Teollisuussijoitus Oy:llä on sijoittaa yrityksiin usein yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa, ja enintään puolella sijoitettavasta pääomasta ja omistuksesta (Teollisuussijoitus Oy, 2012)

3 Riskipääomasijoittamisen haasteet tutkimuksessa

Tutkielman tutkimusosassa empiirinen osuus toteutettiin laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena, jossa haastateltiin Elinkeinoelämän keskusliiton rahoitusasiantuntija Tommi Toivolaa. Toivolaa vastuualueina ovat yritysrahoitus, rahoitusmarkkinat sekä valtiontukiasiat ja hänellä on 15 vuoden kokemus pääomamarkkinoilta. Haastattelu toteutettiin sähköpostin välityksellä kahteen eri kertaan, jolloin toisella kerralla päästiin tarkentamaan edelliskerran kysymyksiä. Kappaleessa on tutkimuksen apuna käytetty haastattelun lisäksi niin kansallisia kuin kansainvälisiä tutkimuksia.

3.1 Julkisen sektorin vaikuttaminen ja toimintamallit

Suomessa pääomasijoittamis- alan passiivisuus sekä pääomasijoitusten suuntautuminen muualle kuin alkuvaiheen kasvuyrityksiin on tehnyt *FIBAN*:in mukaan riskipääomasijoitustoiminnasta julkisvetoista. Suunta ei varmasti ole ollut se miellyttävintä, sillä päätavoitteena yleisesti talusteorioiden mukaan on, että markkinat toimisivat itsenäisesti ja mahdollisimman täydellisesti ilman julkista yritysrahoitusta. Näin ei kuitenkaan aina ole, jonka vuoksi kasvuyrityksien rahoittaminen on huomattu tarpeelliseksi, ja julkisen puolen suora interventio yrityksiin on katsottu usein hyväksyttäväksi. *Lernerin* mukaan (2009) perusteet julkisen sektorin väliintuloon löytyvät markkinoiden toiminnan epätäydellisyydestä, kuten muun muassa informaation puutteesta sijoittajien ja yritysten välillä, sekä yritysten positiivisista ulkoisvaikutuksista valtiolle.

Julkisen sektorin osallistuminen riskipääomasijoitustoimintaan voidaan jakaa kahteen eri toimenpiteeseen, joissa toisessa keskitytään markkinoiden kehittämiseen ja paremman toimintaympäristön luomiseen, jotta yksityinen riskipääomasijoitustoiminta pääsisi kehittymään paremmissa olosuhteissa. Toisessa vaihtoehdossa julkinen puoli sijoittaa itse suorasti yrityksiin, ja näin ollen parantaa rahoituksen saatavuutta *venture*- yritys kentällä. On selvää, että molemmissa vaihtoehdoissa julkisen sektorin roolin tulisi olla sen mukaista, että se häiritsisi mahdollisimman vähän yksityistä

riskipääomasijoitustoimintaa ja päinvastaisesti tukisi ja aktivoisi sen kasvua. (Puttonen ja Kähönen, 2010)

Lernerin (2009) mukaan julkisen sektorin tärkein rooli riskipääomasijoitustoiminnassa on toimintaympäristön kehittäminen yksityistä toimintaa varten, sillä julkisen toiminnan suorat sijoitukset yrityksiin häiritsevät usein liikaa yksityisiä markkinoita. Julkinen sektorin olisi Schwab'in ja muiden tutkimuksen (2012) mukaan parempi välttää suorien sijoitusten tekemistä, sillä yksityiset sijoittajat valitsevat kohdeyritykset markkinalähtöisemmin, ja heidän sijoituskohteensa menestyvätkin paremmin kuin pelkän julkisen riskipääomarahoituksen kohteena olevat yritykset.

EK:n rahoitusasiantuntija Tommi Toivolan, jonka vastuualueina ovat innovaatioympäristö, yritysten kilpailukyky ja kasvu mielestä julkinen riskipääomasijoitustoiminta Suomessa ei ole onnistunut omalta osaltaan houkuttelemaan riittävästi yksityisiä sijoituksia, ja se on liikaa fokusoitunut omaan sijoitustoimintaan yksityisten pääomamarkkinoiden kehittämiseen liittyvien tavoitteiden sijasta. Hänen mielestä olisi tärkeää, että julkiset toimijat ottaisivat selvemmin tavoitteekseen yksityisten riskipääomamarkkinoiden kehittymisen, ja painopistettä tulisikin siirtää kohdeyrityksien suorista sijoituksista yksityisesti johdettuihin ja yksityisesti sijoitaviin rahastoihin.

Sijoittamalla yksityisiin *venture*- rahastoihin valtio luottaisi käytännössä yksityisten sijoittajien tekemiin ratkaisuihin kohdeyhtiöiden suhteen, joka auttaisi siihen, että yritysjoukosta saataisiin valittua paremmin ne yritykset, joilla on mahdollisuus menestyä markkinoilla. Näin se lisäisi myös toiminnan laajuutta ja rahoituksen tarjontaa, joka vaikuttaisi sitä kautta yritysten rahoituksen saatavuuteen. Yksinkertaisesti tämä aktivoisi riskipääomasijoitustoimintaa Suomessa, ja samalla vähentäisi julkisen sektorin valintoja kohdeyritysten suhteen.

Valtion tulisi myös enemmän keskittyä markkinapaikkojen kehittämiseen ja kohtaupaikkojen luomiseen, sekä päätöksillään muun muassa verotuksen sekä muiden kannustimien keinoin varmistaa se, että sijoittajien on helppoa ja turvallista sijoittaa kohdeyrityksiin. Markkinoiden kehittämisestä hyvänä esimerkkinä voidaan pitää Työ- ja elinkeinoministeriön vuonna 2009 aloittamaa Vigo- projektia, jossa on yhdistetty yksityinen osaaminen sekä julkinen rahoitus.

Projektin tarkoitus oli kerätä julkisen sektorin avulla kansainvälisesti merkittäviä ja kokeneita yritystoiminnan ammattilaisia kehittämään kasvupotentiaalia omaavista alkuvaiheen yrityksistä uusia menestyviä kasvuyrityksiä 18–24 kuukaudessa, jonka jälkeen yritys herättäisi kansainvälistä kiinnostusta. Kesällä 2012 Vigo- projektin keräämät alkuvaiheen sijoitukset yrityksiin ylittivät 100 miljoonan rajan, ja sijoituksia saaneiden yritysten määrä oli jo noin 60. Rahoituksesta 60 % on koostunut yksityiseltä puolelta, joista puolet kansainvälisesti bisnesenkeleiltä ja pääomasijoitusyhtiöiltä. Juuri tämän tyyliä toimia kuten Vigo- projekti tarvitaan enemmän markkinoillemme, jotta riskipääomasijoittaminen pääsisi kehittymään. (Vigo, 2012)

3.1.1 Verotus

Nykyisessä globaalissa maailmassa kilpailu pääomasijoittajista on kovaa, ja jokainen valtio haluaa osansa sijoituksista, jotta alkuvaiheen yrityksiin virtaisi enemmän pääomia, jotka hyödyttäisivät talouskasvua. Euroopassa monet maat ovatkin muuttaneet verotusta keveämpään suuntaan ja riskipääomasijoittamiseen eri verotuksen keinoin kannustetaan Euroopassa muun muassa Ranskassa ja Iso-Britanniassa (Ukkola et al. 2009). Yksityisten riskipääomasijoittajien tärkeys on korostunut vuosituhannen vaihteen jälkeen, jolloin teknologiakuplan puhkeaminen johti siihen, että suuri osa alkuvaiheen yrityksiin sijoittaneista pääomasijoitusrahastoista lopetti toimintansa. Tästä syystä *venture*- sijoittamiseen keskittyneille bisnesenkeleille on jäänyt vastuuta *Stadigh*:in ja muiden tutkimuksen (2012) mukaan yhä enenevässä määrin riskipääomasijoittamisessa.

Kyseiseen ongelmaan hallitus on laatinut esityksen (2012), joka koskee määräaikaista verokannustinta yksityisille sijoittajille. Sijoittajat saisivat tehdä 50 % verovähennyksen pääomatuloistaan sijoittaessaan listaamattomaan kasvuyritykseen tiettyyn rajaan asti. Iso-Britanniassa vastaava kannustin, jonka vähennysoikeus oli 20 % tuplasi tehtyjen sijoitusten määrän, kertoo siitä, että mallia kannattaisi kokeilla pikimmiten vaikkakin Britanniasta saatuihin tuloksiin kannattaa suhtautua varauksella, kun verrataan markkinoita keskenään (Pörssisäätiö, 2012). Toinen suunniteltu määräaikainen verohelpotus koskisi hankintamenon nostamista 50

prosenttiin, kun sijoitus koskisi listaamatonta pientä tai keskisuurta yritystä. (Kasvuyrityskatsaus, 2012)

Toivolan mukaan verotuksen kannustavuus on laajemminkin ongelma Suomessa, koska se kannustaa tällä hetkellä passiiviseen sijoittamiseen. Verokannustimien merkitys hänen mielestä olisi enemmänkin indikaatio riskisijoittamisen yhteiskunnallisesta hyväksyttävyydestä ja toivottavuudesta, joka voisi viedä riskinottokulttuuria ja positiivista yrittäjyysilmapiiriä parempaan suuntaan. Samaa mieltä on Puttonen ja Kähönen selvitysmiehen raportissaan (2010), jossa mainitaan, että enkelien verokannustin olisi valtion kannalta kustannuksiltaan marginaalinen, mutta sen viestinnällinen arvo pääomasijoittajille ja koko yhteiskunnalle olisi suuri. He myös muistuttavat, että kannustimen tulisi olla määräaikainen, sillä sen tarkoitus on luoda ja aktivoida yksityisten markkinoiden syntyä eikä niinkään pysyvää verojärjestelmän poikkeusta.

Toivola mainitsee, että verokannustimet olisi hyvä saada pikimmiten käyttöön, jotta vaikutuksia päästäisiin arvioimaan, ja mallia kehittämään vielä parempaan suuntaan. Tämän hetkinen lakiehdotus (2012) hallitukselle ei sisällä erityistä kannustetta sijoittaa *venture*- vaiheen rahastoihin, ja hänen mielestä tällainen malli voisi edesauttaa vielä tarkemmin yksityisten riskipääomarahastojen syntymistä Suomeen.

Ongelmia nähdään myös Euroopan riskipääomarahasto markkinoilla, sillä verotus on hajanaista eri jäsenvaltioiden kesken. Tämä vaikuttaa negatiivisesti ulkomaalaisten sijoitusten kohdentumiselle yli rajojen, ja Euroopan parlamentti onkin alkanut vuoden 2012 alussa käsitellä asetusehdotusta liittyen eurooppalaisiin riskipääomarahastoihin. Riskipääomarahastot saisivat markkinoinnissa käyttää nimitystä ”Eurooppalainen riskipääomarahasto”, ja ne olisivat velvollisia sijoittamaan 70 % hallinnoitavista varoista listaamattomiin pk-yrityksiin. Asetuksella yhtenäistettäisiin EU:n alueella riskipääomarahastojen varainhankintatavat, joka varmasti heijastuisi positiivisesti myös *venture*- vaiheen sijoitusten kohdentumiseen Suomessa. Asetuksen tarkoituksena on parantaa aloittavien ja kasvavien yritysten yksityisen riskirahoituksen saatavuutta, ja Toivolan mukaan pääomasijoitusrahastojen koot ja toimialaosaaminen voisivat kasvaa ja koko toimiala kehittyä. Hänen mielestä on kuitenkin todennäköistä, että on vaikea nähdä EU-

prosessin tuovan konkreettisia muutoksia verotukseen edes keskipitkällä aikavälillä. (Euroopan Komissio, 2011)

Yksityisten riskisijoittajien verokannustimen saaminen Suomeen olisi erityisen tärkeää toiminnan edistämisen ja aktivoinnin kannalta. Tärkeää olisi myös, että valtio kiinnittäisi huomiota juuri *venture*- vaiheen sijoituksiin lakeja suunnitellessaan, etteivät tulevat sijoitukset kannustimien vuoksi valu pääsääntöisesti myöhemmän vaiheen pääomasijoituksille. Tällä tarkoitetaan sitä, että verohelpotuksen edellytykset sijoituksille tehtäisiin sellaisiksi, että ne koskisivat juurikin alkuvaiheen kasvavien yritysten rahoittamista. Mitä tulee Euroopan Unionin asetuksiin pääomasijoituksista, on tärkeää, että maiden välillä olisi mahdollisimman samanlaiset verojärjestelmät liittyen pääomasijoituksiin, jotta rajojen yli sijoittaminen olisi mahdollisimman helppoa, ja yhdenvertaista.

Erytisen tärkeää olisi, että Suomi alkaisi kehittää verotusjärjestelmäänsä niin, että yksityisiä sijoittajia saataisiin aktivoitua entistä enemmän markkinoille. Verotuksen suunnittelun tulisi johtaa siihen, että markkinoille tulisi lisää yksityisiä toimijoita kuin myös siihen, että vanhat toimijat tekisivät useimmin ja isompia sijoituksia. Verotuksen suunnittelun ja muuttamisen tulisi siis olla kokonaisvaltaisempaa sekä pitkänäköisempää, ja paremmin tulisi ymmärtää niitä pysyviä muutoksia ja hyötyjä mitä muun muassa määräaikaikaisilla verokannustimilla olisi mahdollisuus saada aikaan tulevaisuudessa. Verokannustimista saatavat hyödyt ovat yleensä vaikeasti mitattavissa ja näkyvät vasta pitkällä aikavälillä. Tämä vaikeuttaa muutosten tapahtumista, sillä valtion kärsimät veromenetykset kannustimista nähdään usein heti. Suurena vaarana on muussa tapauksessa, että Suomen suhteellinen asema heikkenee, ja mahdollisuudet pysyä mukana kilpailussa, jossa houkutellaan sijoittajia sekä kotimaasta, että ulkomailta katoavat. Verotuksella aggressiivinen kilpaileminen muiden Euroopan maiden kanssa tuskin on tarpeellista, sillä siitä on haittaa kaikille pitkässä juoksussa, mutta jäljessä laahaaminen ja hitaasti tapahtuvat muutokset verotusjärjestelmässämme eivät varmasti kehitä riskipääomasijoittamisen määriä Suomessa.

3.1.2 Epäsymmetriset mallit

Valtiolla on muitakin mahdollisia keinoja ja kannustimia käytössään kun halutaan aktivoida riskipääomasijoitusmarkkinoita. Yksi mahdollinen kannustin, joka vastaa ongelmaan *venture*- vaiheen sijoitusten alhaisista tuotoista yksityisille sijoittajille ovat epäsymmetriset mallit. Epäsymmetrisissä malleissa yksityiset sijoittajat sekä julkinen sektori toimivat yhdessä ja tekevät riskisijoituksia, joissa julkinen kantaa suuremman riskin kuin yksityinen tai vaihtoehtoisesti yksityisen rahan tuotto sovitaan korkeammaksi kuin julkisen rahan (FIBAN, 2012). Idea tähän valtion antamaan kannustimeen yksityisille sijoittajille perustuu siihen, että valtio saa muitakin hyötyjä riskipääomasijoituksistaan kohdeyrityksiin, kuten muun muassa verotuloja, jonka vuoksi se on valmis kyseiseen kannustimeen. Valtion menetykset malleissa realisoituvat vain silloin, jos kohdeyritys epäonnistuu ja silloinkin yritys on toimiessaan siihen asti maksanut riskisijoituksesta valtiolle verotulojen muodossa ”tuottoa”, mitä taas yksityinen puoli ei ole saanut.

Mallia voitaisiin Suomessa ottaa esimerkiksi Israelista, josta on muodostunut uusi ”Piilaakso” valtion tekemien 1990-luvun alun toimenpiteiden vuoksi. Siellä yksityistä riskipääomasijoitustoimialaa aktivoitiin niin, että valtio lupasi tietyillä kriteereillä sijoittaa saman verran rahaa kasvuyrityksiin mitä yksityinen sijoittaja, mutta yksityisellä sijoittajalla oli oikeus ostaa julkinen sijoittaja ulos pääomalla ja peruskorolla, joka käytännössä tuli tapahtumaan aina menestyvien sijoitusten kohdilla. Ennen projektia Israelissa oli toiminnassa yksi aktiivinen aikaisen vaiheen pääomasijoitusrahasto, ja projektin loputtua 10 vuoden kuluttua aikaisen vaiheen toimijoita oli 60 ja hallinnoitavia varoja noin 10 miljardia. (Puttonen ja Kähönen, 2012)

Toivolan mukaan epäsymmetrisistä malleista saadut positiiviset kokemukset eivät välttämättä ole saavutettu pelkästään mallin avulla vaan muitakin keskeisiä toimenpiteitä on tarvittu. Malleihin liittyy neutraliteettiongelmia sekä julkisen rahan käytön ongelmia, minkä vuoksi hän suhtautuu malleihin varauksellisesti. Hänen mielestä pääomamarkkinoiden toiminnassa olisi ensisijaisesti otettava mallia relevanteilta Eurooppalaisilta markkinoilta. Toivola myös muistuttaa, että epäsymmetristen mallien toimivuudesta ja vaikuttavuudesta esimerkiksi yritysten arvonnousun kannalta on hyvin vähän tutkittua tietoa.

Iso-Britannian malli voisi olla toimiva vaihtoehto pääomamarkkinoiden kehittymisen kannalta. Mallissa luotiin 1990-luvulla kaksi ohjelmaa *EIS (Enterprise investment scheme)* sekä *VCT (venture capital trusts)*, joiden tarkoituksena oli kannustaa investointeja *venture*-vaiheen yrityksiin niin, että sijoittajille annettiin erilaisia tulo- ja voittoverovähennyksiä. Ohjelma kannusti yksityisiä riskisijoittajia tekemään yhteensä 11,5 miljardin punnan edestä pääomasijoituksia yrityksiin (FIBAN, 2012).

Epäsymmetrisillä malleilla saataisiin ratkaisu *venture*-vaiheen alhaisiin tuottoihin eli yksityisten sijoittajien tuotto-odotuksia saataisiin kasvatettua, joka lisäisi todennäköisesti toiminnan määriä. Positiivinen asia olisi myös se, että valtio ei olisi tässä tapauksessa itse toimija yritysten rahoituksessa vaan pelkästään rahanantaja, joka luottaisi yksityisen sijoittajan arvioon.

3.2 Informaation puute

World economic forumin tutkimuksen (2009) mukaan yksi suurimmista ongelmista riskipääomasijoitustoiminnassa on sijoittajien informaation puute potentiaalisista kohdeyrityksistä. Tämän vuoksi on erityisen tärkeää, että yhteistyötä eri osapuolten välillä tehdään ja konkreettisia toimintamalleja sekä projekteja luodaan, joilla saadaan tuotua eri tahoja yhteen informaation kaventamiseksi. Nämä kohtaushetket ja verkostot riskipääomasijoitustoiminnassa tuovat sijoittajille paremmin tietoa yrityksistä, ja antavat yrityksille mahdollisuuden päästä esittelemään suunnitelmiaan ja tavoitteitaan. Verkostoja ja palveluita riskipääomasijoitustoiminnan eri tahoille on yleensä vaikea kehittää ja ylläpitää yksityisin voimavaroin, joten julkisen sektorin tuki on enemmän kuin hyväksyttävää ja kannattavaa tässä tilanteessa (Euroopan Komissio, 2003). Ongelman voidaan ajatella korostuvan sitä enemmän mitä aikaisemman vaiheen yritys on kyseessä, sillä tietoa on usein vähemmän saatavilla. Informaation puute korostuu myös vielä enemmän ulkomaisille sijoittajille ja sijoituksille, sillä muiden maiden yrityksiä ja markkinoiden toimintatapoja ei tunneta usein riittävän hyvin.

Toivolan mielestä informaatiota yritysten näkökulmasta on saatavilla yleisesti ottaen hyvin Suomessa, mutta sijoittajien näkökulmasta informaatiota ei ole kattavasti ja

kootusti olemassa. Hänen mukaan esimerkiksi enkelisijoittajien yhdistys *Fiban* on yksi tärkeä taho markkinoilla, joka lisää alan verkostoitumista sekä parantaa informaation määrää, ja juuri tämänkaltaisten toimijoiden ja kohtaamispaikkojen luominen, että kehittäminen on erityisen tärkeää informaatiokuilun kaventamiseksi.

Hyvänä esimerkkinä voidaan pitää myös Finnveran tiivistä yhteistyötä bisnesenkeleiden kanssa, jossa potentiaalisia sijoituskohteita tarjotaan omista hankevirroista yksityisille riskisijoittajille erilaisissa sijoittajatilaisuuksissa. Näin yksityistä riskipääomasijoitustoimintaa saadaan aktivoitua, ja vuonna 2010 bisnesenkeleiden tehdyt sijoitukset Finnveran kautta saatuihin yrityksiin olivatkin noin 8 miljoonaa euroa (Finnvera, 2012).

Informaation parantamiseksi tulisi jokaisen osapuolen tehdä töitä entistä enemmän, sillä se hyödyttäisi kaikkia silloin paremmin. Yksityisten sijoittajien tulisi paremmin yhdistäytyä ja järjestäytyä keskenään, sillä silloin on helpompi luoda isommin resurssien erilaisia kohtaamispaikkoja ja verkostoja yritysten kanssa. Julkisen sektorin tulisi vahvemmin toimia markkinoiden kehittämisen suhteen, mutta sen ei tarvitse ottaa vastuuta kokonaan itselleen vaan enemmänkin olla se, joka saa kaikki yritykset sekä sijoittajat yhteen ja sitä kautta toimimaan paremmin yhdessä. Erityisesti pienien markkinoiden vuoksi Suomen on kerättävä kaikki riskipääomasijoitustoimintaan keskittyvät osaajat yhteen, jotta tulosta saataisiin syntymään paremman informaation sekä osaamisen kautta.

3.3 Ulkomaalaiset riskipääomasijoittajat Suomessa

Vaikka tutkimukset osoittavat Suomen olevan lähtökohdiltaan valtio, johon on turvallista sijoittaa sekä yrityksissämme on tutkitusti laatua ja osaamista on tosiasia se, että Suomi ei pysty houkuttelemaan riittävästi ulkomaalaisia riskisijoittajia. *Ernst ja Young*:in tutkimuksessa (2012) vertailtiin Euroopan maiden houkuttelevuutta investointien kohteena, ja tutkimus todisti Pohjoismaiden olevan kiinnostavin sijoitusten kohde Euroopassa, sillä 26 % vastaajista vastasi näin, mutta Suomi ei ollut mainittuna tutkimuksessa osana muita Pohjoismaita.

Professori Markku Maulan tutkimuksen (2009) mukaan Suomi on yritystoiminnaltaan sulkeutunut maa, jonka kansainvälisiä yhteyksiä olisi parannettava panostamalla ulkomaalaisiin osaajiin Suomessa. Hänen mukaan kansainvälisesti verkottuneet markkinat Suomessa ovat edellytyksenä sille, että innovaatioita ja kasvuyrityksiämme päästäisiin kaupallistamaan maailmalle jota kautta myös riskipääomasijoitustoimialan ulkomaalaiset sijoitukset kasvaisivat. (Puttonen ja Kähönen (2010), Maula (2009))

Toivolan näkemys ulkomaalaisten riskipääomasijoittajien vähyydelle Suomessa on pääomamarkkinoidemme pieni koko. Tämän vuoksi ulkomaalaiset sijoittajat eivät hae sijoituskohteita heti ensimmäiseksi Suomesta. Hän painottaakin tunnettavuuden lisäämistä ja edistämistä, jota konkreettisesti voidaan toteuttaa muun muassa ”*Team Finland*”: in kaltaisilla projekteilla, joissa yrityksiämme markkinoidaan eri osapuolten yhteisin voimavaroin ulkomaisille sijoittajille.

Tärkeä rooli ulkomaalaisten sijoitusten saamiselle on myös kotimaisilla riskisijoittajilla, sillä yleensä sijoituksia tehdään yhdessä paikallisten sijoittajien kanssa. Mäkelän ja Maulan tutkimuksen (2008) mukaan paikalliset riskipääomasijoittajat tekevät ensin sijoituksen kohdeyritykseen, jonka jälkeen ulkomaalaiset sijoittajat liittyvät mukaan. Syvempi verkostoituminen ja parempi houkuttelu varmasti auttaisivat siihen, että ulkomaalaiset riskisijoittajat tulisivat mukaan aikaisemmilla kierroksilla yhä kasvavissa määrin.

Suomen tulisi keskittyä enemmän yritystensä markkinointiin maailmalla, jotta ulkomaalaiset sijoittajat tuntisivat paremmin yrityksiämme, ja sitä kautta myös markkinoidemme toimintatapoja. Tätä kautta kynnyks sijoituksille olisi matalampi ja ulkomaalaiset sijoittajat toisivat samalla parempaa osaamisen laatua niin kohdeyrityksiin kuin myös suomalaisille sijoittajille.

3.4 Sijoittajien osaaminen

Tutkimukset ja tilastot osoittavat, että pääomasijoittamisen tuotot ovat suurimmat parhaimmilla sijoittajaryhmillä, ja tuottoerot näiden ja muiden sijoittajien välillä ovat erittäin suuria. Pääomasijoittajien paras neljännes saavuttaakin 50 %:in todennäköisyydellä uudestaan parhaan neljänneksen, joka todistaa sen, että

yrietykset tarvitsevat juuri näitä osaavia sijoittajia kasvattaakseen yritystä. (Lystimäki, 2007, 20)

Toivolan mielestä Suomen markkinoilla toimivilla riskisijoittajilla ei ole niinkään osaamisen puutetta vaan ongelma piilee siinä, että markkinat ovat niin pienet ja ohuet, että varsinaista erikoistumista ei ole päässyt tapahtumaan. Hän myös mainitsee, että pääomasijoituskentän kehittyminen ja läpinäkyvyyden lisääminen voisi edesauttaa asiaa. Tämä voidaan jokseenkin nähdä kyllä osaamisen puutteena, sillä kokemusta ja oppia sijoitusten hoitamisesta ei ole päässyt juuri kertymään. Sijoittajat varmasti tietävät itse oman osaamisensa ja myös sitä kautta määrittelevät tuotto-odotuksensa kohdeyritykselle osana muuta laskenta- prosessia korkeammaksi jos kokevat olevansa sen arvoisia. Tutkielman teoriaosassa mainitaan, että kehittyneillä pääomamarkkinoilla kuten Iso-Britanniassa sekä Yhdysvalloissa tuotto-odotukset ovat asetettu korkeammalle kuin Euroopassa. Tämä osoittaa sen, että osaaminen on päässyt kehittymään suuremmilla ja aktiivisemmilla markkinoilla enemmän, ja myös pidemmän aikaa.

Tärkeä sijoittajiin liittyvä seikka on myös riskinottokyvyn kasvaminen, joka lisäisi aktiivisuutta ja myös sitä kautta osaamista ja kokemusta. Konttisen ja muiden (2009) tutkimus, jossa yritys-haastattelujen perusteella tutkittiin pääomasijoittajien ja julkisen sektorin riskinottokykyä saatiin tuloksena, että tämä on heikolla tasolla Suomessa. Tämä on jokseenkin suomalainen ”kansantauti”, joka nähdään monessakin eri tilanteessa kuten muun muassa yrittäjyyden vähyydessä.

Sijoittajien osaaminen on tuskin suurin ja merkittävin este riskipääomasijoitusten kasvulle, mutta osaamisen tason nousulla varmasti saataisiin riskipääomamarkkinoita kasvatettua, sillä yritykset saisivat sitä kautta parempaa osaamista. Osaamisen kasvua saataisiin lisättyä sijoittajien paremmalla keskinäisellä yhteistyöllä sekä erityisesti, sillä että haetaan oppia ulkomaalaisilta sijoittajilta muilta markkinoilta. Yleensä kuitenkin uudet toimivat kehityssuunnat ja toimintatavat riskisijoituksissa kehitetään niillä markkinoilla, missä toiminta on laajempaa.

Sijoittajien osaamisen parantaminen voidaan nähdä mahdollisuutena, jotta toimintaa saataisiin kehitettyä, vaikka Suomen markkinat ovatkin rajalliset. Voidaan myös ajatella, että tavoitteena olisi kehittää niin vahvaa osaamista ja toimintaa

riskipääomasijoitustoiminnan saralla Suomeen, että ulkomailla nähdään toimintamme jopa vahvana brändinä ja riskipääomasijoitustoiminnan keskiönä.

3.5 Suomalainen yrityskulttuuri

Suomalaiset ovat tutkitusti Euroopan, elleivät jopa koko maailman innottomimpia yrittäjiä, ja 68 % Euroopan komission tutkimukseen (2004) vastanneista valitseekin palkkatyön, jos kysytään valintaa yrittäjyyden ja sen välillä. Suomalaisten asenteet yrittäjyyttä sekä yleisesti ottaen riskinottoa kohtaan ovat kielteisiä, ja muun muassa asennekasvatuksella muutosta tälle saralle tulisi tapahtua alakoulusta lähtien (Lystimäki, 2007, 17). Pelon ja epäonnistumisen ilmapiiriin vuoksi Suomessa on liian vähän yrittäjiä ja yrityksiä, jotka tavoittelevat kunnianhimoisesti toiminnalleen nopeaa kasvua, joka vaatii usein riskinottokykyä ja kovaa uhrautumista. Määritelmästä riippuen kasvua tavoittelevien yritysten osuus kaikista yrityksistä vaihtelee promillesta kymmeneen prosenttiin, joka on kansainvälisesti alhaista tasoa (TEM, 2010).

Toivolan mukaan Suomalaisessa yrityskulttuurissa asenneilmapiiriä tulisi muuttaa paremmin riskinottamista ja yrittäjyyttä tukevaksi. Tähän kokonaisuuteen liittyy hänen mukaansa yritystoimintaan ja aktiiviseen sijoittamiseen kannustava verojärjestelmä, sekä yhtäältä epäonnistumisen ja vaurastumisen hyväksyminen. Näiden perusoletuksien avulla yrityksillä olisi riittävää motivaatiota huolehtia tarvittavasta pääomasta ja osaamisesta, ja olla itsekkin omalta osaltaan aktiivisempia sijoituksia hakiessa. Toivolan mukaan yrityksissä ei pääomasijoittajaa koeta usein houkuttelevaksi ajatukseksi, vaikka sitä kannattaisi ajatella enemmän mahdollisuutena kuin uhkana.

Suomalaisten yritysten tulisi ymmärtää paremmin sitä, miten kovaa yritysten kilpailu maailmalla on, ja miten rankkaa kilpailu riskipääomasijoittajista on. Riskisijoittajan etsimisen tulisi olla aktiivista sekä laadukkaasti ja harkiten suunniteltua, jotta sijoittajat kokisivat kiinnostuneisuutta ja voisivat varmistua siitä, että yritys on täysillä mukana kasvuponnisteluissa. Omalta osaltaan yritysten kova yritys ja sitä kautta kilpailu saada sijoitus varmasti parantaisi aktiivisemmän kysynnän kautta, jollain tasolla riskipääomarahoituksen määriä.

Riskipääomasijoittamista rahoitusmuotona pidetään hieman vieraana ja tuntemattomana, eivätkä yrittäjät varmasti usein innostu siitä ajatuksesta, että ulkopuolinen yhtiö tai yksityinen sijoittaja ostaa osan yrityksestä, jonka lisäksi vaatii vielä esimerkiksi hallituksesta paikkaa, jotta voi toimia lähellä yritystä. Potentiaaliset yritykset saatetaan tuntea usein liian henkilökohtaisiksi yrityksen omistajien puolelta, jonka vuoksi niistä ei haluta luopua kovinkaan helpolla. Kyseiset ajatustavat voivat johtua siitä, että Suomessa niin kutsuttu ”sarjayrittäjyys” ja loppuunviety kaupallistaminen ei ole ehkä vielä niin pitkällä kuin maissa, joissa riskipääomasijoitustoiminta on kehittyneintä.

4 Yhteenveto, johtopäätökset ja jatkotutkimustarpeet

4.1 Tutkielman yhteenveto

Tutkielman tarkoituksena oli käydä läpi riskipääomasijoitus- alan tilaa Suomessa ja siihen liittyviä haasteita. Asetettujen tutkimusongelmien kautta tarkoituksena oli saada käsitystä siitä miten näitä määriteltyjä haasteita voitaisiin kehittää ja *venture*-toimintaan saataisiin kasvua, sillä olisi huolestuttavaa, jos laadukkaat yrityksemme eivät pääsisi kehittymään ja kasvamaan riskirahoituksen puutteen vuoksi.

Johdannossa luotiin tutkimuksen teorettinen viitekehys ja rakenne, jonka lisäksi suomalaisesta yritys kentästä annettiin kuvaa, jotta tutkielman myöhemmissä vaiheissa lukijalla olisi muodostunut pohjatietoa tutkimusongelmien sekä aiheen taustoista.

Kappaleessa 2 eli tutkielman teoriaosassa tarkoituksena oli kertoa, ketkä riskipääomasijoitustoimintaa Suomessa harrastavat, ja millä tavoin sitä toteutetaan. Tärkeää oli myös koko teoriaosan ohessa selittää Suomen riskipääomamarkkinoiden tasoja, joita on verrattu muihin maihin paremman kuvan antamiseksi lukijalle. Teoriaosassa oli erityisen tärkeää myös kertoa pääomasijoittamisesta yleisesti rahoitusmuotona sekä verrata sitä hieman perinteisiin rahoitusmuotoihin, jotta eroavuudet tulisivat selviksi. Teoriaosassa on myös kerrottu eri tutkimusten avulla kattavasti riskipääomasijoittamisen vaikuttavuudesta niin yritystasolla kuin myös koko kansantalouden tasolla, jotta *venture*- toiminnan tärkeyttä on saatu korostettua. Pääomasijoitusprosessin eri vaiheet on kuvattu lyhyesti, ja pääpiirteittäin, mutta kuitenkin niin että lukija saa tekstistä riittävästi pohjaa pääomasijoitustoiminnan eri vaiheista tulevaa tutkimusosaa varten.

Työn tutkimusosassa kappaleessa 3 otettiin tarkastelun kohteeksi viisi eri aihealuetta, jotka tutkija näkee ongelmallisina riskipääomasijoitustoiminnassa. Nämä osa alueet ovat julkisen sektorin vaikuttaminen ja toimintamallit, informaation puute, ulkomaalaiset riskipääomasijoittajat, sijoittajien osaaminen sekä suomalainen yrityskulttuuri.

Näiden osa-alueiden tarkemmalla analysoinnilla, joiden apuna käytettiin eri tutkimuksia sekä elinkeinoelämän keskusliiton rahoitusasiantuntija Tommi Toivolan haastattelua saatiin vastauksia ja ratkaisuja tutkimusongelmiin. Nämä viisi eri haastetta tai oikeastaan ”kehitysaluetta” muodostuivat tutkijan oman näkemyksen mukaan eivätkä pyri olemaan kaiken kattavia, vaan enemmänkin keskeisiä kehityskohteita. Ajatuksena tutkimusosassa oli, että viiden eri kehitys osa-alueen kappaleiden aluissa selitetään lyhyesti ongelmien syitä ja todistetaan ongelmat tutkimuksilla. Tämän jälkeen haastatellulta Tommi Toivolalta on saatu yleistä asiantuntija perspektiiviä aiheisiin, jonka vuoksi aiheista on päässyt muodostumaan syvempi käsitys. Näistä haaste alueista on muodostettu johtopäätöksiä, ja konkreettisia ratkaisumalleja, joilla on havaittu olevan vaikutusta suoraan tutkielman tutkimusongelmiin, joita avataan vielä tarkemmin johtopäätöksissä.

4.2 Johtopäätökset ja jatkotutkimustarpeet

Tutkimusosassa kappaleessa 3 käsiteltiin viiden eri osa-alueen kautta ratkaisuja tutkimusongelmiin. Ensimmäisessä osassa, jossa aiheena oli julkisen sektorin vaikuttaminen ja toimintamallit pohdittiin ensimmäiseksi ratkaisua julkisen sektorin ottamaan suuntaan riskipääomasijoitustoiminnan kehittämisessä tutkijan mielestä. Tutkimusten ja haastattelujen avulla johtopäätöksinä saatiin, että julkisen toiminnan tulisi keskittyä suorien kohdeyritysten riskisijoitusten sijasta sijoituksiin, jotka kohdistuisivat yksityisiin *venture*- rahastoihin. Etuina on mainittu yksityisen toiminnan parempi kohdeyritysten kartoittaminen, joka johtaa useimmin parempiin tuloksiin yritysten kehityksessä kuin julkisen puolen valinnat. Toinen merkittävä päätelmä on se, että julkinen sektorin tulisi kehittää enemmän markkinoiden toimivuutta verkostojen ja erilaisten projektien luomisella, ja roolin tulisi olla enemmän yritysten sekä riskisijoittaja- tahojen yhteen tuojana. Tämä ei silti tarkoita sitä, että koko markkinoiden yhteyspaikkojen kehittäminen jäisi pelkästään julkisen puolen vastuulle vaan, yksityisten sijoittajien tulisi myös paremmin järjestäytyä ja yhdistäytyä, jotta he pääsisivät paremmin resurssein kehittämään verkostoja ja projekteja omalta osaltaan. Nämä saadut johtopäätökset vaikuttavat konkreettisesti juurikin informaatiokuilun ohenemiseen, ja sitä kautta kysynnän ja tarjonnan parempaan kohdentumiseen riskirahoitusmarkkinoilla.

Julkisen sektorin vaikuttamisen alakappaleissa käytiin vielä kahdessa eri kohdassa tarkemmin läpi julkisen sektorin mahdollisuuksia vaikuttaa yksityisen riskirahan aktivoimiseen kannustimien keinoin. Verotuksen osassa tuloksina saatiin, että yksityisten sijoittajien verokannustin pitäisi ottaa mahdollisimman pian käyttöön, koska sillä olisi myös merkittävä yhteiskunnallinen merkitys riskisijoittamisen hyväksyttävyydestä. Kyseisen verokannustimen tulisi olla määräaikainen aktivointi keino ja siitä koituvat hyödyt pitäisi ehdottomasti nähdä pitkässä juoksussa, eikä ajatella niinkään hetkellisinä valtion verotulo menetyksinä. Kannustin tulisi myös muotoilla niin, että sijoitukset valuisivat juurikin yritysten *venture*- vaiheille, eivätkä myöhemmille vaiheille. Toinen tärkeä johtopäätös oli, että EU-tasolla tulisi tehdä muutoksia yli rajojen kohdistuviin sijoituksiin, etteivät riskisijoitukset kohdistu byrokratian takia muualle maailmaan kuten esimerkiksi Yhdysvaltoihin. Suomen ei ole kannattavaa pyrkiä aggressiiviseen vero kilpailuun muiden EU-maiden kanssa, sillä se ei ole kannattavaa kenenkään kannalta tulevaisuutta ajatellen, mutta Suomen tulisi pitää huoli siitä, että se ei päästä muita maita edelle tässä verokehityksessä, vaan pysyy aktiivisesti siinä mukana.

Epäsymmetristen mallien kohdalla tuloksina saatiin, että mallit olisivat varmasti hyviä ratkaisuja juurikin ongelmaan *venture*- vaiheen alhaisista tuotto-odotuksista, mutta silti olisi viisainta odottaa parempia tutkimustuloksia samankaltaisilta markkinoilta ennen kuin kyseisiä kannustimia ruvetaan vakavissaan harkitsemaan. Nämä kannustin mallit voisivat toimia tulevaisuudessa, kunhan ensiksi on käytetty mahdollisuus kokeilla määräaikaisten verokannustimien toimivuutta markkinoillamme.

Tutkimusosassa haettiin ratkaisuja myös ulkomaalaisten sijoittajien saamiselle Suomen markkinoille. Johtopäätösinä saatiin, että yritysten pitäisi alkaa yhteisin voimin tehdä itseään tunnetuksi ulkomailla erilaisilla projekteilla, mitä valtio voisi myös tukea omalta osaltaan. Toinen tärkeä huomio oli, että kotimaiset sijoittajat voisivat vaikuttaa hyvin paljon enemmän ulkomaalaisten sijoittajien houkutteluun. Parempi sijoittajien keskinäinen verkostoituminen ulkomaille lisäisi riskisijoituksia, ja kotimaiset sijoittajat hyötyisivät myös itse ulkomaalaisista kanssa sijoittajista saamalla tehtyä ennen kaikkea yhteisiä isompia sijoituksia, mutta myös siksi, että he saisivat hyvää kansainvälistä oppia. Tämän kokemuksen ja osaamisen kasvun

avulla sijoituksista saataisiin tuottoisampia, joilla on suora houkuttava vaikutus siihen miten *venture*- rahastoihin saadaan kerättyä enemmän varoja tulevaisuudessa.

Riskirahoituksen hankkiminen vaatii kovaa työtä ja halua sekä myös tiettyä asennetta kasvaa ja kansainvälistyä. Erityisesti ulkomaalaisten sijoittajien saaminen yritykseen on kovan työn takana, ja se vaatii paljon yritysten itsensä esiin tuomista sekä kovaa myyntityötä. Tutkimuksessa saatiin selville, että suomalaisten anteeksi pyytelevä ja nöyrä asenne ei ole parhain mahdollinen, kun yritys etsii mahdollisia sijoittajia. Riskisijoittajat edellyttävät, että yrityksessä on todella kova halu kansainvälistyä ja kasvaa, jonka vuoksi suomalaisten asenteita yrittäjyydestä sekä riskinotosta pitäisi parantaa ihan alakouluista lähtien. Myös yritysten kielteisiä asenteita riskisijoittajia kohtaan tulisi parantaa antamalla yrityksille yksinkertaisesti paremmin informaatiota ja lisätä alan läpinäkyvyyttä.

Tutkimustulosten yhteenvetona voidaan sanoa, että riskipääomasijoitustoiminnan haasteiden kehittämiseksi on tärkeää, että kaikki osapuolet katsoisivat kokonaisuuksia eivätkä pelkästään yksityiskohtia. Haasteiden kehittämiseksi pitäisi muuttaa esimerkiksi verojärjestelmää sekä suomalaisten asenteita laajemmalla tasolla. On turhaa juuttua näin tärkeässä asiassa liikaa yksityiskohtiin vaan ajatella hyötyjä koko kansantalouden tasolla. Esimerkiksi yksityisten riskisijoittajien verokannustimien hetkellisiä valtion verotulo menetyksiä on turha pohtia liikaa, sillä siitä saatavat hyödyt ovat tulevaisuudessa monikertaisia. Koko riskipääomasijoitus-alan kehittäminen eri toimenpitein on mahdollista niin kuin tutkimus on osoittanut, mutta aiheeseen liittyy myös paljon poliittista keskustelua. Yksityisten ja myös yleensä varakkaiden sijoittajien tukeminen verokannustimilla saattaa kuulostaa hieman absurdilta, mutta kokonaisuuksia ja tulevaisuutta olisi syytä miettiä ennen kaikkea. Tärkeää olisi siis saada kaikki osapuolet toimimaan yhdessä yhteisen paremman tulevaisuuden puolesta ja ajatella pitkänäköisemmin ja kokonaisvaltaisemmin kuin tähän mennessä.

Tutkimuksen aikana mahdollisia jatkotutkimustarpeita mieleen tuli useita ja uskon, että Pro gradu-aiheeni tulee liittymään jollain tasolla juuri riskipääomasijoittamiseen. Mahdolliset suunnat *venture*- toiminnan tutkimisessa olisivat lähestulkoon rajattomat, ja mielenkiintoa riittää sen kansantaloudellisen tärkeyden vuoksi, mutta julkisen sektorin kannustimien kuten erilaisten epäsymmetristen mallien tutkiminen olisi

mielenkiintoista ennen kaikkea sen vuoksi, että niistä on hyvin vähän tutkittua tietoa saatavilla.

Lähteet

Kirjat:

Hilden. P. ja Tähtinen. J. (2005). Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Gummerus.

Laukkanen. M. (2007). Kasvuyritys: Toimittanut Mauri Laukkanen. Talentum. Helsinki

Lauriala. J.(2004). Pääomasijoittaminen, Edita publishing Oy. Helsinki

Lerner. J. (2009). Boulevard of broken dreams. Princeton university press.

Lystimäki. J. (2007). Kasvun haasteet: Kasvuyritysten rakentaminen ja hallinta

Artikkelit:

Colombo, M. G. ja Grilli, L. (2010) On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. Journal of Business Venturing 25, 610-626

Dahlstrand, Å. L. ja Cetindamar, D. (2000). The dynamics of innovation financing in Sweden. Venture Capital 2, 203–221

Denis, D. J. (2004) Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. Journal of Corporate Finance 10, 301-326

D'Souza, P. (2001). Venture Capital and Asymmetric Information. dissertation.deBerlin

Gompers, P. (1995) Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. Journal of Finance 50, 1461-1489

Maula, Markku. (2001). Corporate venture capital and the value added for technology-based new firms. Doctoral thesis, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business. Otamedia, Espoo.

Mäkelä, M. ja Maula, M.(2008). Attracting cross-border venture capital: the role of a local investor. University of Turku, Entrepreneurship and Regional development 237–257

Wright, M., Pruthi, S., Lockett, A. (2005). International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders. *International journal of management reviews*, Volume 7, Issue 3.

Wright, M., Robbie, K. (1998). "Venture capital and private equity: A review and synthesis." *Journal of business finance and Accounting*, 25 (5) ja (6)

Haastattelut:

Tommi Toivola. (2012). Elinkeinoelämän keskusliiton rahoitusasiantuntija. Innovaatioympäristö ja yritysten kasvu – yksikkö.

Muut:

Alen, T. (2012). Venture capital- ja buyout- sijoitusten vaikuttavuus Suomessa. Aalto-yliopisto: Pro- Gradu tutkielma

Eduskunta. (2012). Tulevaisuusvaliokunnan lausunto. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://www.eduskunta.fi/faktatmp/utatmp/akxtmp/tuvt_2_2012_p.shtml

Ernst & Young. (2012). Growth actually: European attractiveness survey. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Attractiveness_2012_europe/\\$FILE/Attractiveness_2012_europe.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Attractiveness_2012_europe/$FILE/Attractiveness_2012_europe.pdf)

Euroopan Komissio. (2011). Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus eurooppalaisista riskipääomarahastoista. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012]

Saatavilla: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0860:FIN:FI:PDF>

Euroopan komissio. (2004). Flash eurobarometer: "Entrepreneurship". [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://ec.europa.eu/public_opinion/flash/fl160_en.pdf

Euroopan komissio. (2003). Benchmarking Business Angels. Best Report No 1, Enterprise Directorate-General, European Commission, Brussels, Belgium.

[verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/getdocument.cfm?doc_id=1120

Euroopan Unioni (2012). Valtiontuki pk-yritysten riskipääoman saannille.

[verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012_risk_capital/questionnaire_fi.pdf

Euroopan Unioni. (2010). Innovation union scoreboard 2010: The innovation union`s performance scoreboard for research and innovation. [verkkodokumentti]. [Viitattu

10.11.2012] Saatavilla: http://ec.europa.eu/research/innovation-union/pdf/iu-scoreboard-2010_en.pdf

FIBAN. Finnish business angels network. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: <https://www.fiban.org>

Finnvera Oy. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012]

Saatavilla. <http://www.finnvera.fi/>

FVCA, Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: <http://www.fvca.fi/>

Hallituksen esitys. (2012). Laki yksityisen sijoitustoiminnan veronhuojennuksista.

[verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

<http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2012/20120095.pdf>

Helsingin sanomat 24.9.2011, Riskirahoituksen puute hankaloittaa kasvuyritysten menestymistä

Kasvuyrityskatsaus. (2012). TEM, Työ- ja elinkeinoministeriö. [verkkodokumentti].

[Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://www.tem.fi/files/32926/TEMjul_20_2012_web.pdf

Kasvuyrityskatsaus (2011). TEM, Työ- ja elinkeinoministeriö. [verkkodokumentti].

[Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://www.tem.fi/files/29659/TEM_Kasvuyrityskatsaus_2011.pdf

Kontio, J. (2008). Kasvufoorumi 08 Loppuraportti: Ohjelmistoyrittäjät ry. .

[verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://www.kasvufoorumi.fi/userData/ohjelmistoyrittajat/documents/kasvufoorumi08_loppuraportti.pdf

Konttinen, J. Suvinen, N. Nieminen, M. (2009). Välittäjäorganisaatiot tutkimuslähtöisen yritystoiminnan edistäjänä. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: <http://www.vtt.fi/inf/pdf/tiedotteet/2009/T2501.pdf>

Lahti, T. (2004). Kauppa- ja teollisuusministeriö: Yksityisen pääoman tarjonnan lisääminen alkaville kasvuyrityksille lainsäädännöllisiä keinoja. . [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: [http://julkaisurekisteri.ktm.fi/ktm_jur/ktmjur.nsf/All/823D88350764A823C2256EE500464237/\\$file/rahtut3_2004.pdf](http://julkaisurekisteri.ktm.fi/ktm_jur/ktmjur.nsf/All/823D88350764A823C2256EE500464237/$file/rahtut3_2004.pdf)

Luova raha. (2011) TEM, Työ- ja elinkeinoministeriö. Näkökulmia luovien alojen rahoitukseen. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: http://www.tem.fi/files/29724/Luova_Raha_Nakokulmia_Julkaisu_2011.pdf

Luukkonen, Terttu. (2006). Venture capital industry in Finland _ Country report for venture fun project. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: <http://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/dp1003.pdf>

Männistö, L. (2009). The Firm-Level Societal and Economic Impact of Private Equity in Finland. Aalto- yliopisto: Pro-Gradu tutkielma

Niemi, J. (2003). (VM) Valtiovarainministeriö: Pääomarahoituksen tarjonnan lisääminen Suomessa. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoitusmarkkinat/35546/35550_fi.pdf

OECD. (2011). Science, Technology and industry scoreboard 2011. . [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: http://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/oecd-science-technology-and-industry-scoreboard-2011_sti_scoreboard-2011-en

Pricewaterhousecoopers ja Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. (2006). Pääomasijoitus-avain yrityksen kasvuun. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla: http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf

Puttonen, V. ja Kähönen, H. (2010). Työ- ja elinkeinoministeriö: Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmän kehittäminen. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://www.tem.fi/files/27529/Puttosen_selvitysmiesraportti.pdf

Pörssisäätiö. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

<http://www.porssisaatio.fi/blog/2012/10/15/bisnesenkeliverkosto-tuo-konkarin-kokemuksen-lahelle-yrittajaa/>

Schwab, K. ja Sala-I-Martin, Xavier. 2012. World economic forum: The global competitiveness report 2011-2012, Saatavilla:

http://www3.weforum.org/docs/WEF_GCR_Report_2011-12.pdf

Stadigh, K. Hakala, J. Paasikivi, P. (2012). Valtionvarainministeriön julkaisuja:

Pääomamarkkinat ja kasvu. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

https://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoytismarkkinat/20120313Paeaeoma/Paeaeomamarkkinat_ja_kasvu_130312_NETTI.pdf

Suomen Pankki, Putkuri, H, Björklund, N, Elonen-Kulmala, Jonna. (2012).

Rahoytismarkkinaraportti. . [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/rahoytismarkkinaraportit/Documents/1_2012_RMraportti.pdf

Suomen bisnesenkelit ry. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

<http://www.bisnesenkelit.fi/>

Taloussanommat. (2011). "Riski mulle tuotto sulle" [verkkodokumentti].

[Viitattu 28.11.2012] Saatavilla:

<http://www.talouselama.fi/yrityskaupat/riski+mulle+tuotto+sulle/a2084520>

Teknolyytiateollisuus ry. (2012). Digipalveluiden Suomi: Tieto- ja viestintäteknologia

Suomessa 2012. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:

http://digi.fi/files/2012/09/TT_ICT2012.pdf

TEM, Työ- ja elinkeinoministeriö. (2010). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012]

Saatavilla: http://www.tem.fi/index.phtml?100987_m=101227&s=4206

Teollisuussijoitus Oy. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012]. Saatavilla:
<http://www.teollisuussijoitus.fi/>

Ukkola, O. Hintsanen, L. Kuivisto, E. (2009). Työ- ja elinkeinoministeriö.
[verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:
http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoitusmarkkinat/35546/35550_fi.pdf

Vigo. (2012). [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:
<http://www.vigo.fi/etusivu;jsessionid=cca22ffd84f3224d5e7ef0788aa3>

World economic forum. (2009). Globalization of alternative investments. working papers volume 2. [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.11.2012] Saatavilla:
http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2009.pdf

Liitteet

Liite 1:

Haastattelukysymykset:

1. Mitä mieltä olet riskipääomasijoittamisesta ja sen tasosta Suomessa?
2. Miten julkinen riskipääomasijoitustoiminta toimii Suomessa? Onko tämänhetkinen suunta ollut oikea?
3. Minkälainen suunta valtion tulisi ottaa toiminnalleen, jotta yksityinen venture-sijoitus toiminta saataisiin kehittymään parhaiten?
4. Miten voisi toimia konkreettisesti informaatiokuilun kaventamiseksi sijoittajien ja yritysten välillä
5. Miten voitaisiin saada potentiaaliset venture- yritykset ulkomaalaisten sijoittajien tietoisuuteen paremmin?
6. Onko verokannustimien luominen yksityisille riskisijoittajille ollut liian passiivista
7. Onko hallituksen esitys yksityisten riskisijoittajien verohelpotuksista riittävä, ja tuleeko se toimimaan niin että yksityiset sijoitukset kasvavat?
8. Riskipääomarahastojen verotuksen kehittäminen on meneillään EU:ssa. Miten se auttaisi siihen, että sijoitukset venture- rahastoihin nousisivat ja esimerkiksi Suomeen virtaisi enemmän sijoituksia alkuvaiheen yrityksiin?
9. Pitäisikö epäsymmetrisiä malleja käyttää Suomessa ja ottaa mallia maailmalta? Toimisiko se ja aktivoisi yksityisten sijoitusten määrää ja miksi?
10. Onko mielestäsi Suomalaisilla riskipääomasijoittajilla osaamisen ja puutetta? ja millä tavoin se näkyy, jos näkyy?
11. Miten riskipääomasijoittajien osaamista voitaisiin kehittää, jotta pystyisivät auttamaan paremmin yrityksiä kansainvälistymään ja kasvamaan?

12. Suomalaisessa yrityskulttuurissa näyttää olevan vähäistä kasvuhalukkuutta sekä kansainvälistymistä ja yrittäjyyskin on vähäistä? Miten kannustaa ja rohkaista?
13. Onko suomalaisilla yrityksillä huono tunnettavuus kansainvälisesti ja siksi ulkomaalaiset sijoittajat eivät löydä tarpeeksi hyvin venture- markkinoillemme?