

Lappeenrannan teknillinen yliopisto  
Teknistaloudellinen tiedekunta  
Tuotantotalouden koulutusohjelma

Diplomityö

**Mikko Järvinen**

**BISNESENKELIEN SJOITUSKRITEERIT  
AIKAISEN VAIHEEN YRITYKSIIN**

Työn tarkastajat:      Professori Timo Pihkala  
                                 Tutkijatohtori Marita Rautiainen

Työn ohjaaja:            Professori Timo Pihkala

# **TIIVISTELMÄ**

Lappeenrannan teknillinen yliopisto  
Teknistaloudellinen tiedekunta  
Tuotantotalouden koulutusohjelma

Mikko Järvinen

## **BISNESENKELIEN SJOITUSKRITEERIT AIKAISEN VAIHEEN YRITYKSIIN**

Diplomityö

2014

84 sivua, 26 kuvaa, 2 taulukkoa, 1 liite

Työn tarkastajat: Professori Timo Pihkala  
Tutkijatohtori Marita Rautiainen

Hakusanat: bisnesenkeli, Start Up yritys, päätöksentekokriteeri

Diplomityössä tutkitaan bisnesenkeliä sijoituskriteereitä aikaisen vaiheen yrityksiin. Työn tavoitteena on selvittää, mitkä ovat keskeiset tekijät, jotka vaikuttavat bisnesenkeliä sijoituspäätöksiin aikaisen vaiheen yrityksiin. Työssä tarkastellaan myös bisnesenkeliä sijoitusaktiivisuutta. Tutkimuksen tuloksena kävi ilmi, että sijoituspäätökseen vaikuttavat merkittävimmät tekijät olivat yrityksen ydintiimi, tuotteen tai palvelun innovatiivisuus, markkinoiden kasvu ja skaalautuvuus sekä markkinoilla oleva kilpailu. Sijoituskriteerien ymmärtäminen on keskeistä aikaisen vaiheen yritysten hakiessa ulkopuolista rahoitusta.

## **ABSTRACT**

Lappeenranta University of Technology  
Faculty of Technology Management  
Degree Program in Industrial Engineering

Mikko Järvinen

### **DECISION CRITERIA USED BY BUSINESS ANGELS TO SCREEN EARLY STAGE VENTURES**

Master's Thesis

2014

84 pages, 26 figures, 2 tables, 1 appendic

Examiners:       Professor Timo Pihkala  
                          Postdoctoral Researcher Marita Rautiainen

Keywords: Business Angel, Start Up Venture, Decision-Making Criteria

In the thesis the decision-making criteria used by business angels to screen investment proposals from early stage ventures is investigated. The aim of the thesis is to examine the main criteria the business angels focus on when deciding on investments. Also the investment activity of the business angels is examined. The results of the study show that the business angels are mainly interested in characteristics of the entrepreneur(s), innovation of the venture offering, growth potential of the market and market competition. Understanding the decision-making criteria used by business angels is of great importance for early stage ventures seeking venture capital.

## **ALKUSANAT**

Tämän työn valmistuminen lopettaa kaksi vuotta sitten ”vahingossa” aloittamani diplomi-insinööri opinnot. Opiskeluaika on mennyt nopeasti ja antanut paljon.

Haluan kiittää kaikkia, jotka ovat matkan varrella tukeneet ja kannustaneet minua opiskelussa ja tehneet sen mahdolliseksi. Erityiskiitoksen ansaitsee Suski ja muu Punkkerikadun porukka. Ilman teidän tukeanne oma valmistuminen olisi varmasti edelleen jossain tulevaisuudessa.

Lopuksi haluan kiittää kannustusjoukkojani kotona; vaimoani Marjaanaa ja poikiani Matiasta ja Akselia.

Espoossa 18.5.2014

Mikko Järvinen

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1 JOHDANTO.....</b>	<b>4</b>
1.1 TAUSTA .....	4
1.2 TAVOITTEET JA RAJAUKSET .....	6
1.3 TUTKIMUKSEN TOTEUTUS.....	7
1.4 TYÖN RAKENNE .....	7
<b>2 PÄÄOMASIJOTTAMINEN.....</b>	<b>9</b>
2.1 MITÄ PÄÄOMASIJOTTAMISELLA TARKOITETAAN .....	9
2.2 PÄÄOMASIJOTTAMISEN SYNTY .....	11
2.3 PÄÄOMASIJOTTAMISEN MUODOT .....	12
2.4 PÄÄOMASIJOTTAMISEN PROSESSI .....	19
2.5 PÄÄOMASIJOTTAMISEN TAVOITTEET .....	22
<b>3 YRITYKSEN KASVUN VAIHEET JA RAHOITUS.....</b>	<b>25</b>
3.1 YRITYKSEN KASVUN VAIHEET .....	25
3.2 RAHOITUS ERI KASVUN VAIHEISSA .....	27
3.3 AIKAISEN VAIHEEN YRITYSTEN RAHOITUKSEN HAASTEET .....	29
<b>4 PÄÄOMASIJOTTAJIEN SJOITUSKRITERIT.....</b>	<b>31</b>
<b>5 TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN.....</b>	<b>37</b>
5.1 TUTKIMUKSEN LÄHTÖKOHTA JA TAVOITE .....	37
5.2 TUTKIMUKSEN SUUNNITTELU .....	37
5.3 LOMAKKEEN TESTAAMINEN .....	40
5.4 AINEISTON KERÄÄMINEN.....	40
5.5 AINEISTON KÄSITTELY JA ANALYSOINTI.....	41
5.6 TUTKIMUKSEN VALIDITEETTI JA RELIABILITEETTI .....	42
<b>6 BISNESENKELIEN SJOITUSKRITERIT AIKAISEN VAIHEEN YRITYKSIIN .....</b>	<b>43</b>
6.1 VASTAAJIEN SJOITUSAKTIIVISUUS .....	43

6.2	VASTAAJIEN MIELIPITEET ANNETTUIHIN SJOITUSKRITEEREIHIN.....	49
6.3	TUTKIMUSTULOSTEN ARVIOINTIA.....	67
<b>7</b>	<b>JATKOTOIMENPITEET JA SUOSITUKSET .....</b>	<b>70</b>
<b>8</b>	<b>YHTEENVETO .....</b>	<b>72</b>
	<b>LÄHTEET .....</b>	<b>73</b>
	<b>LIITTEET</b>	

## **SYMBOLI- JA LYHENNELUETTELO**

FiBan	Fiban-Suomen Yksityissijoittajat ry Finnish Private Investors' Association
ELY	Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association, Euroopan pääomasijoitusyhdistys
FVCA	Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry
TEM	Työ- ja elinkeinoministeriö
TEKES	Innovaatiorahoituskeskus
TESI	Suomen Teollisuussijoitus Oy
VC	Venture Capital

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tausta

Talouselämä julkaisi elokuun 23. päivä 2013 artikkelin, jonka mukaan ”Pääomasijoittajat vetäytyivät siemenrahoituksesta”. Artikkelin mukaan suomalaiset pääomasijoittajat olisivat aktivoituneet käynnistysvaiheen ja aikaisen kasvun rahoittajina, mutta vastaavasti vetäytyneet siemenrahoituksesta eli perustamisvaiheen rahoituksesta. Vetäytymisen syyksi epäillään teknologiakuplaa, jonka puhkeamisen jälkeen pääomasijoittajat ja eläkeyhtiöt ovat olleet varovaisia. Artikkelin mukaan yrittäjät hakevat tällä hetkellä perustamisvaiheen rahoituksen muualta kuin pääomasijoittajilta.

BusinessOulun riskirahoitusasiantuntijan Ville Heikkisen mukaan Suomessa ei ole toimivaa pääomasijoitusmarkkinaa. Kauppalehdessä 5.2.2014 esitetty väite perustuu BusinessOulun mukaan Suomen pääomasijoitusyhdistyksen tilastoihin. Vuona 2012 yksityiset sijoitukset suomalaisiin kasvuvaiheen yrityksiin olivat 78 miljoonaa euroa, kun samaan aikaan esimerkiksi Israelissa sijoitettiin vuonna 2011 Start-up -yrityksiin 2.14 miljardia euroa. BusinessOulun elinkeinopolitiikasta vastaavan johtajan Juha Ala-Mursulan mukaan Suomessa pitäisi olla vähintään miljardin euron sijoitukset kasvuvaiheen yrityksiin. (Leiviskä 2014, B16-17)

Helsingin Sanomien artikkelin 25.2.14 mukaan sijoittavat syytävät rahaa kasvuyrityksiin. Vuonna 2013 nuoret kasvuyritykset saivat pääomia 280 miljoonaa euroa, kun edellisenä vuonna summa oli 160 miljoonaa euroa. Pottia paisutti ulkomaisten pääomasijoittajien sadan miljoona euron sijoitukset peliyhtiö Supercelliin. Kun luvusta poistetaan Supercellin osuus, niin sijoitukset nuoriin kasvuyrityksiin kasvoivat vuodessa 20 miljoonaa euroa tai 12,5 %. (Saarinen 2014, A28-29)

Vuonna 2013 tehtiin Suomessa Fibanin (Fiban on suomalainen, voittoa tavoittelematon kansallinen yksityissijoittajayhdistys, jonka tavoitteena on edistää



yksityishenkilöiden sijoitusten tekemistä listaamattomiin potentiaalsiin kasvuyrityksiin) bisnesenkeliaktiivisuutta tutkineen kyselyn mukaan bisnesenkelsijoituksia arviolta yhteensä 33 miljoonaa euroa. Bisnesenkeliä aikaisen vaiheen yhtiöihin tekemät sijoitukset olivat yhteensä 26.730.000 euroa, josta siemenvaiheen sijoitusten osuus oli 1.430.000 euroa. (Fiban 2014, 9-12)

Vuonna 2013 suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukset siemenvaiheessa oleviin yhtiöihin olivat neljä miljoonaa euroa. Siemenvaiheen rahoituksen osuus on laskenut vuodesta 2007 vuoteen 2013 yhteensä 13 miljoonaa euroa tai 77 %. (FVCA 2014, 14)

Rahoituskriisin johdosta kaikkien yritysten rahoituksen saanti on vaikeutunut. Suurimmassa vaarassa kaatua rahoituksen saatavuuteen ovat kasvuyritykset. (Rainio 2009, 58)

Aikaisemmissa tutkimuksissa on selvitetty bisnesenkeliä, pääomasijoittajien ja julkisten pääomasijoittajien päätöksentekokriteereitä sijoituksissa yrityksiin. Varsinainen bisnesenkeliä tutkiminen on siis jäänyt vähemmälle huomiolle ja tietyvästi Suomessa ei ole aiemmin tutkittu pelkästään bisnesenkeliä sijoituskriteereitä. Aikaisemmissa tutkimuksissa on lisäksi havaittu, että bisnesenkeliä, pääomasijoittajat ja julkisten pääomasijoittajien sijoituskriteerit ja sijoitusprosessit poikkeavat toisistaan.

Suurimmalla osalla yrittäjiä on vaikeuksia hankkia pääomaa yrityksiinsä. Tämä johtuu pääomasijoittajien mielestä siitä, että on olemassa vain rajattu määrä hyviä yrityksiä, joihin sijoittaa. Pääomasijoittajilla on myös rajallinen määrä pääomia sijoitettavaksi aikaisen vaiheen yrityksiin. Pääomasijoituksien saamista yrityksiin helpottaa, jos ymmärtää pääomasijoittajien käyttämiä sijoituskriteereitä. Pääomasijoittajat eivät voi rahoittaa kaikkia yrityksiä. Vain dynaamisimmat ja suurimman kasvupotentiaalin omaavat yritykset tulevat valituksi. Lähtökohtaisesti pääomasijoitusyhtiöt sijoittavat vain yrityksiin, jotka vastaavat täsmälleen asetettuihin sijoituskriteereihin. (Bachher 2000, 6; EVCA 2007, 17)

## 1.2 Tavoitteet ja rajaukset

Aikaisessa vaiheessa olevan yrityksen on huomioitava valtava määrä erilaisia asioita järjestäessään yrityksen rahoitusta ja etsiessään sopivaa pääomasijoittajaa. Tämän tutkimuksen tavoitteena on parantaa yrittäjien ymmärrystä bisnesenkeliin sijoituspäätöksiin vaikuttavista tekijöistä ja näin parantaa yrittäjien mahdollisuuksia löytää sopivia sijoittajia yritykselleen.

Niillä yrityksillä, joihin pääomasijoittajat ovat lähteneet mukaan, on todettu olevan paremmat menestymisen edellytykset verrattuna yrityksiin, joissa ei ole pääomasijoittajia mukana. Yrittäjien, jotka etsivät yritykselleen pääomasijoittajaa voidaan siis odottaa hyötyvän, mikäli he ymmärtävät, mitkä tekijät pääomasijoittajat kokevat kaikkein tärkeimmiksi tehdessään sijoituspäätöksiään. Sijoituskriteerien ymmärtäminen ja hahmottaminen johtaa parempiin sijoituspäätöksiin ja sitä kautta pitkäikäisempiin yrityksiin (Bachher et al. 1999, 269).

Bisnesenkeliä tarkoitetaan tässä työssä yksityistä kasvuyrityssijoittajaa Fibanin määritelmän mukaisesti (Fiban 2014). Työn tavoitteena on selvittää, mitkä ovat ne keskeiset tekijät, jotka vaikuttavat suomalaisten bisnesenkeliin sijoituksiin aikaisen vaiheen yrityksiin. Työssä tarkastellaan myös bisnesenkeliin sijoitusaktiivisuutta.

Työssä käsitellään aikaisen vaiheen yrityksiä. Aikaisen vaiheen yrityksillä tässä tutkimuksessa tarkoitetaan siemenvaiheessa, käynnistysvaiheessa ja aikaisen kasvun vaiheessa olevia yrityksiä. Työn rajaus noudattelee EVCA:n ja FVCA:n (EVCA- Euroopan pääomasijoitusyhdistys, FVCA- Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry) käyttämää jakoa eri vaiheille.

Siemenvaiheella tarkoitetaan usein tuotekehitysvaihetta. Tuote tai tuotteen prototyyppi ei ole vielä kehittynyt ja markkinatietämys on vähäistä. Käynnistysvaiheessa yritys aloittaa liiketoimintansa ja sillä on tuote. Yrityksellä ei kuitenkaan ole vielä tuloja. Rahoituksen painopiste on tuotekehityksessä ja

kaupallisen vaiheen valmistuksen aloittamisessa ja myynnissä. Aikaisen kasvun vaihe alkaa siitä, kun tuote on valmis markkinoille tai on jo viety markkinoille. Aikaisen kasvun vaiheessa rahoitusta annetaan yritykselle, jonka tuotekehitys on onnistunut ja joka tarvitsee rahoitusta lähinnä kaupallisen tuotannon aloittamiseen ja myyntiin.

Tutkimuksen tuloksena esitetään bisnesenkeliä sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät sekä sijoitusaktiivisuus.

Työ on rajattu koskemaan Fiban- Suomen Yksityissijoittajat Ry:n, Suomen Businessenkeliä Ry:n ja Business Angels Finland Oy:n jäseniä.

### **1.3 Tutkimuksen toteutus**

Päätutkimusongelman selvittämiseksi työssä laadittiin erillinen kyselytutkimus, joka lähetettiin aikaisen vaiheen sijoituksia tekeville bisnesenkeille. Tutkimuksen aineisto kerättiin strukturoidulla www-lomakkeella, joka jaettiin järjestöjen kautta. Otos valittiin satunnaisesti, mutta otokseen valinnan rajoitteena toimi sijoittajien sähköpostiosoite. Otantaan päädyttiin, koska koko perusjoukon tutkiminen on haastavaa. Bisnesenkeliä mielipiteet kerättiin lomakkeella Likert –asteikon muodossa. Vastaukset kerättiin Google Docs Forms –ohjelmalla ja käsiteltiin SPSS –ohjelmalla. Varsinainen analysointimenetelmä oli tilastollinen ja työn tutkimusote näin kvantitatiivinen. Tutkimuksen toteutus noudatti perinteistä kvantitatiivisen tutkimuksen prosessia, jossa tutkimusongelman määrittelyn jälkeen perehdytään aikaisempaan kirjallisuuteen ja tutkimuksiin, laaditaan tutkimussuunnitelma, kerätään, käsitellään ja analysoidaan aineisto, raportoidaan tulokset ja tehdään niistä johtopäätökset.

### **1.4 Työn rakenne**

Työ sisältää yhteensä kahdeksan kappaletta. Johdanto – kappaleessa korostetaan aiheen ajankohtaisuutta ja tärkeyttä pääomasijoituksia etsivien yrittäjien kannalta. Johdanto – kappaleessa myös asetetaan työn rajaukset ja kuvataan yleisesti tutkimuksen toteutus.

Työn teoreettinen osuus muodostuu kolmesta kappaleesta. Kappaleessa kaksi käydään läpi pääomasijoittamisen käsite ja pääomasijoittamisen historia, muodot, prosessi ja tavoitteet.

Kappaleessa kolme tutustutaan yrityksen kasvun vaiheisiin, kasvun aikaisiin rahoituslähteisiin ja aikaisen vaiheen yritysten rahoituksen haasteisiin. Kappaleen tarkoituksena on antaa kokonaiskuva yrityksen kasvun vaiheisiin liittyvästä rahoitustarpeesta ja aikaisen vaiheen yrityksen rahoituksen haasteista

Kappaleessa neljä tutustutaan bisnesenkeliin sijoituskriteereistä tehtyihin tutkimuksiin ja niihin tekijöihin, jotka vaikuttavat bisnesenkeliin sijoituspäätöksiin aikaisen vaiheen kohdeyrityksiin.

Viides kappale käsittelee tutkimusmetodologiaa. Kappaleessa kuvaillaan tutkimuksen lähtökohta ja tavoitteet. Lisäksi perustellaan valittu metodi ja esitellään tutkimuksen suunnittelu, aineistonkeräys-, analyysi- ja arviointimenetelmät.

Kappaleessa kuusi listataan ja analysoidaan tehdyn tutkimuksen keskeiset tulokset, analysoidaan tutkimuksen empiirisiä tuloksia sekä vastataan tutkimusongelmaan.

Kappaleessa seitsemän esitellään ehdotettavat jatkotoimenpiteet ja suositukset ja kappaleessa kahdeksan esitetään tutkimuksen yhteenveto.

## 2 PÄÄOMASIJOITTAMINEN

### 2.1 Mitä pääomasijoittamisella tarkoitetaan

Pääomasijoittamiselle ei ole yksiselitteistä, tarkkaa tai kattavaa määritelmää. Tutkijat ovat esittäneet hieman erisisältöisiä määritelmiä. Paulus Hidénin ja Jyrki Tähtisen mukaan pääomasijoittaminen on suhteellisen lyhytaikaisten sijoitusten tekemistä kehittämiskelpoisiin ja listaamattomiin yrityksiin (Hidén ja Tähtinen 2005, 15).

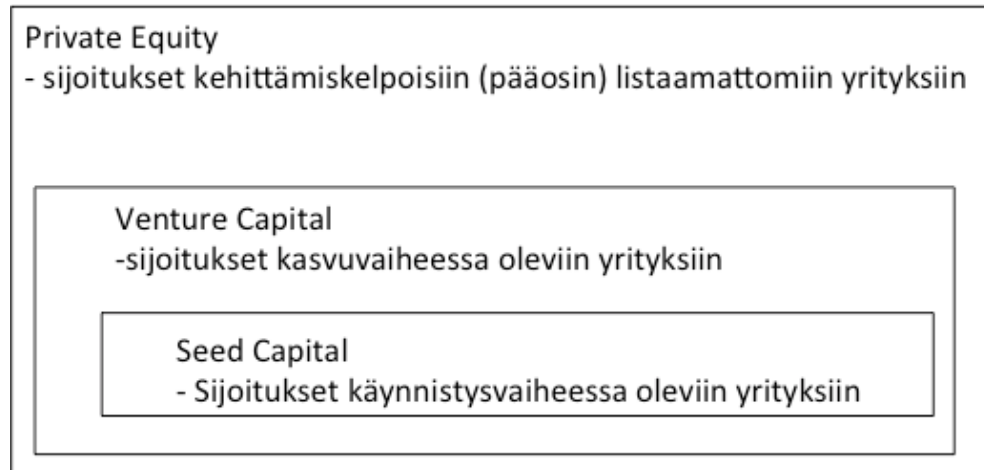
Pääomasijoituksen tavoitteena on tarjota noteeraamattomille yrityksille pitkäaikaista pääomaa ja sitoutunutta yhteistyötä tavoitteena yrityksen arvonnousu ja sijoituksesta irtautuminen. Pääomasijoitus tulee kyseeseen yrityksen perustamisen, toiminnan kasvattamisen, yrityksen rahoittamisen, yrityksen tervehdyttämisen tai liiketoiminnan merkittävän muutoksen yhteydessä. (FVCA ja PWC 2006, 7)

Yhdysvalloissa pääomasijoituksesta puhuttaessa käytetään kahta termiä. Termillä Venture Capital tarkoitetaan yleensä ainoastaan alku- tai kasvuvaiheen vähemmistöpääomasijoitusta. Yritysjärjestelyihin liittyvästä pääomasijoituksesta käytetään termiä Private Equity. Euroopassa ja Suomessa molempia termejä käytetään yleisesti sijoitusvaiheesta riippumatta. Euroopan pääomasijoitusyhdistyksen mukaan Private Equity ja Venture Capital voivat viitata eri vaiheen sijoituksiin. Molemmat kuitenkin tarkoittavat yrittäjän ja sijoittajan välisten neuvotteluiden jälkeen yrityksiin tehtäviä sijoituksia, joiden tavoitteena on yrityksen liiketoiminnan kehittäminen ja sitä kautta tapahtuva yrityksen arvonnousu. (EVCA 2007, 6)

Hidénin ja Tähtisen (2005, 15) mukaan käsitteillä Private Equity ja Venture Capital on kuitenkin selkeä ero. Private Equity on niin sanottu yläkäsite, joka viittaa listaamattomiin yrityksiin tehtäviin sijoituksiin ja termiä käytetään ainoastaan viitattaessa suuremman kokoluokan sijoituksiin ja laajoihin toimialajärjestelyihin. Venture Capital taas on puolestaan sijoitusten

tekemistä kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin. Myös siemenrahoitus vastaperustettuihin tai käynnistysvaiheessa oleviin yhtiöihin on osa Venture Capitalia. (Hidén ja Tähtinen 2005, 15-16)

Pääomasijoittaminen voidaan esittää kaavion muodossa seuraavasti:



Kuva 1. Pääomasijoittaminen (mukaillen Hidén ja Tähtinen 2005, 16)

Suomen pääomasijoitusyhdistys Ry:n mukaan pääomasijoittaja ei ole pysyvä omistaja, vaan pääomasijoittaja pyrkii irtaantumaan yrityksestä sovitun suunnitelman mukaisesti. Pääomasijoitukset tehdään ensisijaisesti oman pääoman ehtoisina sijoituksina tai välirahoituksena. Pääomasijoittajan tarkoituksena on tarjotun lisäarvon myötä edistää yrityksen arvonnousua. Arvonnousu realisoidaan irtaantumisvaiheessa, jolloin pääomasijoitusyhtiö luopuu osuudestaan kohdeyrityksessä. (FVCA ja PWC 2006, 7)

Pääomasijoittaminen on sijoitustoimintaa, jonka kohteena ovat yritykset, joiden osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Pääomasijoitusyhtiöiden päätavoitteena on etsiä yrityksiä, joilla on kasvumahdollisuuksia, osaamista ja tarvittava strategia sekä tavoite. Tavoite voidaan saavuttaa vahvistamalla yritystä sijoittamalla siihen pääomaa ja saada näin aikaan pysyvä arvonnousu. (EVCA 2007, 6)

Bachherin (2000, 1) mukaan pääomasijoittaminen määritellään ammattilaisten tekemiksi sijoituksiksi nuoriin sekä nopeasti kasvaviin yrityksiin, joilla on mahdollisuus kehittyä merkittäväksi kilpailijaksi nopeasti kasvaville markkinoille. Oma pääoma pitää sisällään perustajien sijoittaman osakepääoman sekä yrityksen tuottaman voiton. Pääomasijoittajien tavoitteena on kehittää yritystä siihen vaiheeseen, että irtautuminen yrityksestä on mahdollista esimerkiksi pörssilistautumisen kautta. (Bachher 2000, 1)

Rahoitusmuotona pääomasijoitus sopii yritykselle, jolla on voimakkaat kasvutavoitteet ja -mahdollisuudet. Sijoituksen saaminen edellyttää johdolta vahvaa sitoutumista yrityksen kehittämiseen sekä selkeää kilpailuetua tuotteelta ja palvelulta. Pääomasijoitusta vastaan omistajat antavat vastineeksi sijoittajalle rahoitusta vastaavan omistusosuuden yhtiöstä. Vaikka suhteellinen omistusosuus näin kaventuukin, voi omistuksen arvo tulevaisuudessa olla paljon suurempi yrityksen arvonnousun myötä (FVCA ja PWC 2006, 8).

## **2.2 Pääomasijoittamisen synty**

Ammattimaisen pääomasijoitustoiminnan juuret ulottuvat 1940-luvun Yhdysvaltoihin. Ensimmäinen virallinen pääomasijoitusyhtiö, amerikkalainen tutkimus- ja kehittämiskeskus ARD, perustettiin pian toisen maailmansodan jälkeen vuonna 1946. Yrityksen perustivat MIT:n (Massachusetts Institute of Technology) rehtori Karl Compton, Harvard Business Schoolin professori Georges F. Doriot ja joukko bostonilaisia yritysjohtajia. Ensimmäinen riskipääomaa tarjoavakommandiittiyhtiö, Draper, Gaither ja Andersson, perustettiin vuonna 1958. (Lerner et al. 2005, 2)

Suomessa pääomasijoitustoiminta käynnistyi 80 -luvun lopulla ja lähti voimakkaaseen kasvuun 90 -luvun puolivälissä. Suomen pääomasijoitusyhdistys (FVCA) perustettiin vuonna 1990 (Hidén ja Tähtinen 2005, 30). Lyhyestä historiastaan huolimatta suomalainen pääomasijoitustoiminta on pystynyt vakiinnuttamaan asemansa hyvin kotimaisessa rahoituskentässä (Ahokas 2009, 30). Pääomasijoittamisen käynnistymiseen ja kasvuun 1990 -luvun alkupuolella

vaikutti lähes samanaikaisesti Suomessa 1980 -luvulla tapahtunut rahamarkkinoiden vapautuminen.

### **2.3 Pääomasijoittamisen muodot**

Pääomasijoittaminen voidaan jakaa julkiseen ja yksityiseen sijoittamiseen. Yrityksiin sijoittaminen voidaan jaotella rahan lähteen perusteella yksityisomisteisiin pääomasijoitusyhtiöihin, bisnesenkeleihin ja julkisiin pääomasijoittajiin. (Hidén ja Tähtinen, 2005, 18-30)

Julkiset rahoituslähteet voidaan jakaa toimintatavoiltaan kahteen pääluokkaan. Ensimmäinen pääluokka, joissa toimijoina ovat Ely-keskukset, Tekes, keksintösäätiö ja EU-rahoitus, pitää sisällään julkiset tuet, avustukset ja kehityslainat. Toinen pääluokka, jossa toimijoina ovat Finnvera, Veraventure, Teollisuussijoitus ja Sitra pitää sisällään julkiset lainat ja pääomasijoitukset. Työ- ja elinkeinoministeriön (TEM) alainen innovaatiojärjestelmä, joka koostuu Teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskuksesta (Tekes), Elinkeino- liikenne- ja ympäristökeskuksista (ELY), Finnverasta, Veraventuresta sekä Suomen teollisuussijoituksesta (TESI) rahoittaa vuosittain kymmenillä miljoonilla euroilla ohjelmistoyrityksiä (Ahokas 2009, 7, 10).

Myös suurilla yrityksillä voi olla omia pääomasijoitusyksiköitä, jotka tekevät sijoituksia oman alansa yrityksiin. Suuryritysten harjoittamaa pääomasijoitustoimintaa kutsutaan nimellä Corporate Venturing. Corporate Venturing –sijoitusten kautta suuryritykset hakevat ja tavoittelevat muun muassa strategisia hyötyjä emoyhtiölle. (FVCA & PWC 2006, 8)

Suomessa toimii kotimaisten pääomasijoittajien lisäksi useita ulkomaisia pääomasijoittajia. Osa ulkomaisista sijoittajista toimii suoraan ulkomailta käsin ja osa on perustanut toimipaikan Suomeen koordinoitakseen sijoituksiaan. Suorien sijoitusten lisäksi osa ulkomaisten pääomasijoittajien sijoituksista tapahtuu paikallisen toimijan kassa tehtyinä yhteissijoituksina. (FVCA 2014)



### **2.3.1 Yksityisomisteiset pääomasijoitusyhtiöt eli Venture Capital –yritykset**

Yksityiset pääomasijoitusyhtiöt ovat elintärkeä voima Start-up -yritysten rahoittamisessa. Yksityiset pääomasijoitukset yrityksiin tapahtuvat pääomasijoitusyhtiöiden ja varakkaiden bisnesenkeliä kautta. Pääomasijoitusyhtiöt tuntuvat myös keskittyvän tietyille toimialoille ja maantieteellisille alueille. Pääomasijoitusyhtiöiden rahoituskierrokset ovat lyhyitä ja sijoitetulle pääomalle odotetaan tuottoa jo muutamassa vuodessa. (Lerner 2013; Ahokas 2009, 9)

Jotkut pääomasijoitusyhtiöt tekevät korkean riskin sijoituksia alkuvaiheen yrityksiin. Korkeasta riskistä johtuen myös sijoitusten tuotto-odotukset ovat korkeat. Vain muutamat yritykset, joihin pääomasijoitusyhtiöt ovat sijoittaneet ovat onnistuneet luomaan niin vallankumouksellisen tuotteen, että on syntynyt kokonaan uusi teollisuuden toimiala. Pääomasijoitusyhtiöt näyttävät myös suosivan sijoituksissaan yrityksiä, joihin yrittäjät ovat jo tehneet merkittävän taloudellisen ja ajallisen sitoutumisen. (Bachher 2000, 7)

Pääomasijoittaja tulee yritykseen usein vähemmistöosakkaaksi. Holding – ja kehitysyrietykset ja pääomasijoittajat eroavat tässä toisistaan merkittävästi. Holding- ja kehitysyrietykset pyrkivät saamaan suuremman osan osakkeista. Pääomasijoittajan näkökulmasta tarkasteltuna vähemmistöomistus jättää yrityksen johtamisvastuun yrittäjälle kun taas pääomasijoittaja voi ottaa aktiivisen roolin yrityksen hallituksen jäsenenä. (Koski 2000, 49)

Pääomasijoitusyhtiöt keskittyvät usein yrityksiin, joiden liiketoimintaan liittyy mahdollisuus muuttaa ihmisten elinolosuhteita. Genetech, Apple, Google, Amazon ja Federal Express ovat yrityksiä, joiden kehittämiseen ja rahoittamiseen pääomasijoittajat ovat osallistuneet. (Cumming 2010, 9)

Pääomasijoittajat osallistuvat yleensä johdon mukana yhtiöiden kehittämiseen tavoitteenaan kehittää yritys siihen vaiheeseen, että yrityksen pörssilistaaminen on

mahdollista. Arviolta 60 % yrityksistä, joihin pääomasijoitusyhtiöt ovat sijoittaneet, tuottavat sijoitetun pääoman takaisin. Pääomasijoittamisen sijoitusyhtiö on usein pitkä, kolmesta kahdeksaan vuoteen. (Bachher et al. 1999, 269)

### **2.3.2 Bisnesenkeli**

Pääomasijoitusyhtiöiden lisäksi Suomessa toimii yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat varojaan kasvukelpoisiin yrityksiin. Enkelisijoittaja on tyypillisesti varakas henkilö, joka sijoittaa pieniin yksityisomisteisiin yhtiöihin omaan lukuunsa. Kohdeyrityksiin suoria sijoituksia tekeviä yksityishenkilöitä kutsutaan bisnesenkeleiksi tai enkelisijoittajiksi. Heillä on usein yrittäjätausta tai huomattava kokemus joltain tietyltä toimialalta, jota hyödyntämällä he voivat auttaa yrityksen kehittämisessä. (Hidén ja Tähtinen 2005, 30; FVCA 2014; Cumming 2010, 75)

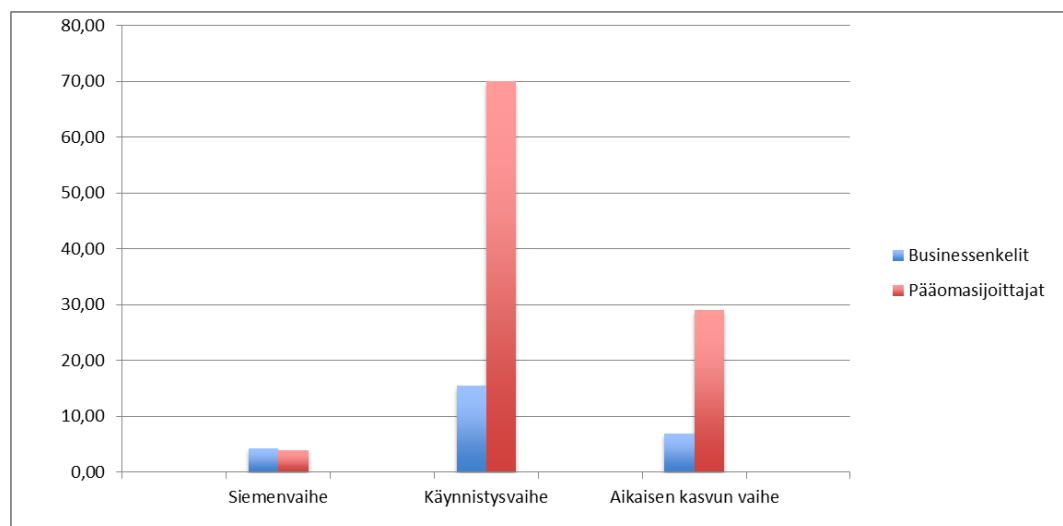
Enkelisijoittajat ovat saaneet julkisuudessa paljon vähemmän huomiota kuin pääomasijoitusyhtiöt huolimatta siitä, että jotkut arviot viittaavat siihen, että enkelisijoittajat ovat yhtä merkittävä tai jopa merkittävämpi voima potentiaalisten Start-up -yritysten rahoittamisessa kuin muut alkuvaiheen sijoittajat. Bisnesenkelit ovat myös lisääntyvässä määrin verkostoituneet keskenään. (Kerr et al. 2010, 3)

Termi ”enkeli” on saanut alkunsa 1900 -luvun alussa ja viittasi Broadwaylla toimiviin sijoittajiin, jotka tekivät riskisijoituksia tukeakseen teatteriesityksiä (Lange et al. 2003, 125-126). Enkelisijoitukset tai pääomasijoitukset yksityisiltä henkilöiltä korkean riskin yrityksiin on yksi vanhimmista kaupallisista toimista, sillä sopimuksia sijoituksista on tehty jo Hammurabin aikaan vuonna 1790 eaa. Enkelit ovat myös kautta historian olleet Start-up -yritysten ensisijaisia rahoittajia. (Kerr et al. 2010, 3)

Jeffrey et al. mukaan (2009, 212) bisnesenkelit ovat yksityishenkilöitä, jotka tekevät riskisijoituksia yhtiöihin, mihin heillä ei ole sukulaisuussuhdetta. USA:ssa

bisnesenkelit sijoittavat 16 kertaa useammin siemenrahaa aikaisen vaiheen yhtiöihin kuin pääomasijoitusyhtiöt. Vuonna 2008 bisnesenkelit sijoittivat 19.2 miljardia dollaria, mistä aikaisen vaiheen sijoituksiin kohdistui 45 %. Bisnesenkelit sijoittivat aikaisenvaiheen yhtiöihin 27 % enemmän kuin pääomasijoitusyhtiöt. Pääomasijoitusyhtiöt pyrkivät sijoittamaan myöhemmässä vaiheessa oleviin yhtiöihin tavoitteena lyhyempi exit -aika sekä pienempi riskitaso. Tästä johtuen bisnesenkelit ovat aikaisessa vaiheessa olevien yritysten kannalta paljon tärkeämpiä sijoittajia kuin pääomasijoitusyhtiöt. (Jeffrey et al. 2009, 212)

Fibanin (2014, 20) mukaan rekisteröityneet bisnesenkelit sijoittivat Suomessa vuonna 2013 yhteensä 33 miljoonaa euroa aikaisen vaiheen sekä kasvuvaiheen yrityksiin. Sijoitukset jakautuivat seuraavasti: siemenvaihe 13 %, käynnistysvaihe 47 % ja aikaisen kasvun vaihe 21 %. Suomen pääomasijoitusyhdistyksen FVCA:n, mukaan suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden tekemät sijoitukset aikaisen vaiheen (Venture) yrityksiin olivat 103 miljoonaa euroa. Sijoitukset jakautuivat seuraavasti: siemenvaihe 3.9 %, käynnistysvaihe 68 % ja aikaisen kasvun vaihe 28.1 %. (FVCA 2014, 14)



Kuva 2. Vertailu sijoitusten määristä aikaisen vaiheen yrityksiin (Fiban 2014, 20; FVCA 2014, 14).

Kuvasta 2 on havaittavissa, että rekisteröityneiden bisnesenkeliä 4.29 miljoonan euron sijoitukset siemenvaiheessa ylittävät suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden tekemät 4.0 miljoonan euron siemenvaiheen sijoitukset. Havainto tukee Talouselämän 23.8.2013 julkaisemaa artikkelia, jonka mukaan ”Pääomasijoittajat vetäytyivät siemenrahoituksesta” ja yrittäjät hakevat perustamisvaiheen rahoituksen muualta kuin pääomasijoittajilta (Talouselämä 2013).

Bisnesenkeli sijoittavat tyypillisesti alkuvaiheen yrityksiin ja toimivat siten olennaisena osana siemenvaiheen rahoitusta (Ahokas 2009, 28-29). Kun rahoituksen tarve on pieni, ovat bisnesenkeli yrityksen kannalta lähtökohtaisesti soveliaampia sijoittajia kuin pääomasijoitusyhtiöt (FVCA ja PWC 2006, 13). Bisnesenkeliä tavoitteena ja toiveena on usein huolehtia yrityksen kasvu sellaisiin mittasuhteisiin, että muut pääomasijoittajat kokevat yritykseen sijoittamisen houkuttelevaksi (Bacher et al. 1999, 269). Rahan lisäksi bisnesenkeli tarjoavat yrityksen käyttöön omaa kokemustaan, osaamistaan, verkostojaan, ohjausta ja tukea (Lange et al. 2003, 126; Ahokas 2009, 29). Bisnesenkeliä mukaan saaminen on merkki yrityksen ulkoisille sidosryhmille, että yrityksen toimintaan uskotaan ja panostetaan kokeneiden ammattilaisten toimesta. Lisäksi bisnesenkeliä mukaan saaminen parantaa yrityksen mahdollisuuksia saada pääomasijoitusyhtiöiltä rahoitusta tulevaisuudessa. (Ahokas 2009, 29; FVCA ja PWC 2006, 13)

### **2.3.3 Corporate Venturing**

Suuryritysten harjoittama pääomasijoitustoiminta keskittyy yhtiön omaan toimialaan. Tavoitteena on taloudellisen tuoton lisäksi hakea yhtiölle strategisia etuja. Hidénin ja Tähtisen mukaan Corporate Venturing -käsitteelle ei ole luontevaa käännettä. Corporate Venturing -toiminta voidaan jakaa suoraan ja epäsuoraan toimintaan, jossa ensiksi mainitulla tarkoitetaan yrityksen suoria sijoituksia listaamattomiin yhtiöihin ja jälkimmäisellä sijoittamista itsenäisen pääomasijoittajan hallinnoimiin Private Equity -rahastoihin (FVCA ja PWC 2006, 11; Hidén ja Tähtinen 2005, 29).

Yhdysvalloissa suuryritykset ostavat usein osuuksia pienemmistä yrityksistä taatakseen itselleen näköalapaikan niiden toimintaan. Alkuvaiheessa Start-up -yrityksen kanssa yhteistyöhön pääsee myös paljon pienemmällä panostuksella kuin yrityksen koko osakekannan ostamisella. (Kuusela 2013, 37)

Nokia ilmoitti 5.5.2014 perustavansa uuden 72 miljoonan euron rahaston, joka sijoittaa yrityksiin, joiden innovaatiot ovat tärkeitä paikannusteknologian ja älykkäiden ajoneuvojen kehittämisessä. Rahasto toimii kiinteässä yhteistyössä Nokian kartta- ja paikannuspalveluja tuottavan yksikön kanssa ja sitä hallinnoi Nokian kumppanuusverkostoa hoitava Nokia Growth Partners. Nokian toimitusjohtajan Rajeev Surin mukaan esimerkiksi autoihin liittyvä langaton teknologia on yleistymässä ja tarjoaa tulevaisuudessa merkittäviä kasvumahdollisuuksia yhtiölle. (MTV 2014)

Rahallisen tuoton lisäksi suuryritysten pääomasijoittamisen perusteena voivat olla innovaatioiden hankkiminen sijoittajan omaan käyttöön (Hidén ja Tähtinen 2005, 19). Lisäksi tavoitteena on voinut olla pääsy uusille markkinoille hyödyntämään uusia teknologioita, yrityksen yrittäjähenkisyyden lisääminen, innovatiivisen yrityskuvan luominen, ideoiden nopeampi käyttöönotto sekä mahdollisuus luoda yrittäjähenkisille työntekijöille alusta hyödyntää heidän innovatiivisia ominaisuuksiaan jättämättä yhtiötä. (Hidén ja Tähtinen 2005, 29; Backholm 1999, 11)

Yritysten tutkimus ja tuotekehitys keskittyy liian usein jalostamaan teknologioita, jotka ovat jo käytössä. Vaikka tutkimus ja tuotekehitys on hidasta, jäykkää ja kallista, niin tutkimusrahoituksen vähentäminen ei ole toimiva ratkaisu. Tästä hyvänä esimerkkinä ovat Kodak ja Nokia. Yritykset leikkasivat tutkimus- ja tuotekehityskuluja sillä seurauksella, että Kodak ajautui konkurssiin ja Nokia joutui luopumaan puhelinliiketoiminnastaan. Yritysten tekemien pääomasijoitusten avulla voidaan välttää joitakin näistä ongelmista. Yritysten tekemien pääomasijoitusten avulla uusille alueille voidaan saavuttaa tutkimus ja tuotekehitys tuloksia nopeammin, joustavammin ja edullisemmin kuin

perinteisellä yrityksen tutkimus ja tuotekehityksellä. (Lerner 2013)

#### **2.3.4 Julkinen pääomasijoitustoiminta**

Hallitukset ovat motivoituneita varmistamaan nuorten ja innovatiivisten yritysten rahoituksen saatavuuden johtuen niiden merkittävästä vaikutuksesta talouden kasvuun, uudistumiseen ja työllistämiseen. Pienellä määrällä kasvuhakuisimmilla yrityksillä on suhteettoman suuri vaikutus työllisyyden kasvuun. Nämä kasvua tavoittelevat nuoret yritykset vaativat usein huomattavia määriä ulkopuolista rahoitusta. Kasvun vaatima pääoma ei yleensä tule perinteisistä pankeista vaan riskisijoitusyhtiöiltä ja bisnesenkeleiltä. Julkisella sektorilla on nykyisin merkittävä osuus markkina-aukkojen korjaajana. Julkisen sektorin toimijoiden tavoitteena on pyrkiä esimerkiksi myötävaikuttamaan siemenvaiheen yritysten pääomarahoitukseen saatavuuteen. (Maula et al. 2007, 13; FVCA 2014)

Suomessa julkinen pääomasijoitustoiminta tapahtuu Suomen itsenäisyyden juhlarahaston Sitran, Suomen Teollisuussijoitus Oy:n sekä Finnvera Oyj:n tytäryhtiön Veraventure Oy:n kautta. Eduskunnan valvoma Sitra on julkisoikeudellinen rahasto, joka pyrkii edistämään Suomen taloudellista hyvinvointia tutkimuksen, koulutuksen, innovatiivisten kokeilujen, uuden liiketoiminnan kehittämisen sekä pääomasijoittamisen kautta. Sitra on mukana useissa alkuvaiheen pääomarahastoissa, jotka panostavat alkuvaiheen teknologiayrityksiin Euroopassa ja Yhdysvalloissa. (Hidén ja Tähtinen 2005, 27)

Suomen Teollisuussijoitus Oy on valtion omistama pääomasijoitusyhtiö, joka tekee sekä suoria pääomasijoituksia yrityksiin että sijoituksia pääomarahastoihin. Pääomarahastot tekevät edelleen oman pääoman ehtoisia sijoituksia siemen- ja käynnistysvaiheen innovatiivisiin yrityksiin. Kannattavan liiketoiminnan lisäksi Teollisuussijoituksen tavoite on sijoitustoiminnallaan edistää elinkeinoelämän rakennemuutosta muun muassa kehittämällä ja rahoittamalla alueellisia kasvurahastoja. (Hidén ja Tähtinen 2005, 27-28)

Teollisuussijoitus sijoittaa suomalaisen yritystoiminnan kasvuun ja kansainvälistymiseen. Teollisuussijoitus tarjoaa lupaavimmille yrityksille pääomaa, osaamista ja verkostoja, joiden avulla yritykset voivat kasvaa kansainvälisillä markkinoilla. Teollisuussijoituksen tavoitteena on edistää pääomasijoittamisen keinoin suomalaista yritystoimintaa, työllisyyttä ja talouden kasvua. Sijoitustoiminta kohdistuu yrityksiin, joiden tavoitteena on kasvu ja kansainvälistyminen. Pääomien lisäksi Teollisuussijoitus tarjoaa lupaavimmille kansainvälisen kasvun saavuttamiseksi verkostoja. (Teollisuussijoitus 2014)

Finnvera on valtion omistama erityisrahoittaja, joka tarjoaa rahoitusta muun muassa yritystoiminnan alkuun, kasvuun ja kansainvälistymiseen. Finnveran pääomasijoitustoiminta jakautuu tytäryhtiöidensä Aluerahasto Veran kautta toteutettaviin suoriin pääomasijoituksiin sekä Veraventure Oy:n pääomastojen kautta tapahtuvaan sijoittamiseen. Finnvera ei kilpaile yksityisten pääomarahojen kanssa. Sijoitustoiminnan tavoitteena on täydentää tuotekehitysrahoituksen ja yksityisen pääomasijoitustoiminnan välistä aukkoa ja pyrkiä täydentämään pääomarahoitusharkkinoita. Finnvera pyrkii kehittämään kohdeyrityksiä kiinnostaviksi jatkorahoituskohteiksi muille sijoittajille ja teollisille toimijoille. Sijoitukset tehdään aikaisen vaiheen yrityksiin, joilla on potentiaalia kehittyä kansainvälisiksi kasvuyhtiöiksi. (Hidén 2005, 28; Finnvera 2014)

Julkisen puolen pääomasijoittajat toimivat sijoitustensa suhteen muutoin samoin kuin yksityisen puolen kollegansa, mutta ainoana erona on rahan julkinen alkuperä. Julkisen puolen pääomasijoittajat saavat kuudessa tapauksessa kymmenestä sijoitetun pääoman takaisin. (Koski 2000, 49)

## **2.4 Pääomasijoitusprosessi**

Pääomasijoittaminen on prosessi, jossa on eri vaiheita. Prosessi voi vaihdella sijoittajakohtaisesti (Länsipuro 2011, 6). Bacher et al. (1999, s. 269), EVCA (2007, 29), FVCA ja PWC:n (2006, 30) mukaan pääomasijoitusprosessi pitää termistöerosta huolimatta sisällään seuraavat vaiheet: 1) tunnustelu 2)

katselmointi 3) evaluointi (Due Diligence), 4) sopimus 5) seuranta ja 6) irtautuminen eli exit. Myös Fibanin (2011) kuvaama sijoitusprosessi noudattelee näitä vaiheita.

Pääomasijoitusprosessin kesto liiketoimintasuunnitelman ensimmäisestä arvioinnista aina sijoitukseen asti kestää yleisimmillään kahdesta kuuteen kuukautta. Prosessin keston vaikuttaa liiketoimintasuunnitelman ja muun aineiston informaation laatu ja saatavuus. (FVCA ja PWC 2006, 24)

Pääomasijoitusprosessin vaiheet on kuvattu taulukossa alla.

Taulukko 1. Pääomasijoitusprosessin vaiheet (FVCA ja PWC 2006, 30).

Vaihe	Yrittäjä	Yrittäjä ja pääomasijoittaja	Pääomasijoittaja	Raportit
pääomasijoittajan lähestyminen / liiketoimintasuunnitelman arviointi ▼	- nimittää neuvonantajat - laatii liiketoimintasuunnitelman - ottaa yhteyttä pääomasijoittajiin		- arvioi liiketoimintasuunnitelman	- liiketoimintasuunnitelma
ensimmäiset tiedustelut sekä neuvottelut ▼	- toimittaa lisätietoja	- tapaavat keskustellakseen liiketoimintasuunnitelmasta - rakentavat suhdetta - neuvottelevat yleisehtoja	- tekee ensimmäiset tiedustelut - arvioi liiketoiminnan - harkitsee rahoitusrakennetta	- tarjous
due diligence ▼		- keskustelevat due diligencen tekijöiden kanssa	- käynnistää due diligence -prosessin	- due diligence -raportit
neuvotteluiden päättäminen ▼	- tuo ilmi kaiken olennaisen tiedon liiketoiminnasta	- neuvottelevat lopulliset ehdot - tekevät sopimukset	- tekee loppudokumentaation	- salassapitosopimus - vakuutukset - perustamiskirja - yhtiöjärjestys - osakassopimus
seuranta ▼	- toimittaa laskentatoimen raportit säännöllisesti - viestii säännöllisesti sijoittajan kanssa		- liiketoiminnan seuranta - hallitustyöskentely - kehittäminen - osallistuminen päätöksentekoon	- laskentatoimen raportit - hallituksen kokousten pöytäkirjat
irtautuminen				



Proessin ensimmäisessä eli tunnusteluvaiheessa lähestytään pääomasijoittajia toimittamalla ulkopuolisen asiantuntijan tarkastama liiketoimintasuunnitelma tai liiketoimintasuunnitelman tiivistelmä muutamalle pääomasijoittajalle, joiden sijoituskriteereitä hanke vastaa. Katselmointivaiheessa pyritään tekemään alustava arviointi liikeideasta. Rahoituksen hakijan on syytä kiinnittää huomiota siihen, että liiketoimintasuunnitelma on huolellisesti laadittu ja pääomasijoittaja on vähintään yhtä huolellisesti valittu, jotta yhteydenotto kohdistuu oikeisiin sijoittajiin. Pääomasijoittaja arvioi liiketoimintasuunnitelman ja antaa alustavan vastauksen halukkuudestaan jatkaa neuvotteluita. Mikäli vastaus on kieltävä, kannattaa selvittää hylkäykseen johtaneet syyt, jotta liiketoimintasuunnitelmaa voidaan päivittää seuraavalle hakukierrokselle. (EVCA 2007, 17 – 29; FVCA ja PWC 2006, 24)

Katselmointivaiheessa pääomasijoittajalle toimitetaan sijoittajan pyytämiä lisätietoja. Yrittäjä ja pääomasijoittaja tapaavat ja aloittavat alustavat neuvottelut sopimuksen ehdoista. Neuvotteluissa käydään läpi liiketoimintasuunnitelma ja sovitaan siihen tulevista tarkennuksista ja muutoksista. Lisäksi katselmointivaiheessa tapahtuu myös yrityksen alustava arvonmääritys ja keskustelu hankkeen rahoitusrakenteesta. Vaihe päättyy sijoittajan lähettämään tarjoukseen, jossa on määritelty hankkeen tavoitteet, rakenne ja yleiset ehdot (EVCA 2007, 26; FVCA ja PWC 2006, 25). Tarjous ei sido kumpaakaan osapuolta, mutta osoittaa, että pääomasijoittaja harkitsee sijoituksen tekemistä ja uskoo liiketoimintasuunnitelmaan (FVCA ja PWC 2006, 28).

Evaluoointivaiheessa sijoitusmahdollisuutta arvioidaan Bachherin (2000, 19) mukaan markkinoiden houkuttelevuuden, tuotteen erotettavuuden yrittäjien johtamiskyvyn, ympäristön vastustuksen ja mahdollisen tuoton mukaan (Bachher 2000, 19). Päätöksensä tueksi pääomasijoittaja haluaa varmistaa investointiehdotuksen keskeiset yksityiskohdat. Due Diligence -tarkastuksen tavoitteena on tukea pääomasijoittajan liiketoimintasuunnitelman pohjalta muodostamaa käsitystä. Tarkastus pitää sisällään yleensä taloudellisen, juridisen, verotuksen, operatiivisen ja ympäristökysymysten arvioinnin. Tarkastuksen

tavoitteena on löytää kaupan syntymiseen, kauppahintaan, kaupan rakenteeseen ja kauppakirjaan vaikuttavia asioita. Due Diligence -vaiheen lopuksi pääomasijoittaja päättää lopullisesti sijoittaako yritykseen vai ei. (FVCA ja PWC 2006, 29; EVCA 2007, 27)

Lopulliset sopimusneuvottelut käydään Due Diligence -vaiheen jälkeen. Osapuolet neuvottelevat lopulliset sopimusehdot ja laativat loppudokumentaation. Sopimusehdot pitävät sisällään ainakin yrityksen arvonmäärittämisen, kuinka tulos jaetaan, kuinka yrityksen johto järjestetään, osakkeen omistajien keskinäiset velvoitteet ja sijoittajien exit- suunnitelman. Loppudokumentaatio pitää sisällään salassapitosopimuksen, vakuutukset, perustamiskirjan, yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen. (FVCA ja PWC 2006, 30; EVCA 2007, 27-28)

Sopimuksen synnyttyä yritys pääsee keskittymään liiketoimintaansa ja pääomasijoittajat jäävät seuraamaan yrityksen kehitystä. Seurantavaiheessa yritys raportoi sijoittajille säännöllisesti yrityksen liiketoiminnasta. Sijoittajan tavoitteena on yrityksen kehittäminen irtautumista silmälläpitäen. Kehittäminen ja yrityksen päätöksentekoon osallistuminen voi tapahtua esimerkiksi hallitustyöskentelyn kautta. (FVCA ja PWC 2006, 29; EVCA 2007, 27)

Viimeisenä vaiheena sijoitusprosessissa on sijoituksesta irtaantuminen eli exit. Koska pääomasijoittamisen tavoitteena on tuottaa maksimaalinen voitto sijoitetulle pääomalle, pyrkii pääomasijoittaja irtaantumaan yrityksestä, eikä jäämään yritykseen pysyväksi omistajaksi. Tavallisimmat irtautumistavat ovat yrityskauppa, pörssiin listautuminen, osakkeiden takaisinmyynti tai sijoituksen epäonnistuminen. (Rainio 2009, 44; Lauriala 2004, 199-200; FVCA ja PWC 2006, 29; EVCA 2007, 27)

## **2.5 Pääomasijoittamisen tavoitteet**

Toimivien riskipääomamarkkinoiden on todettu olevan erittäin tärkeä osa talouden infrastruktuuria. Aktiivinen, tietoinen ja kokenut riskisijoittaja edistää innovointia ja auttaa siten työllisyyden ja talouden kasvua.

Riskipääomamarkkinoiden kehitys on pääomasijoitusalan näkökulmasta haastavaa. Kehityksen kannalta on oleellista että sijoitettavan pääoman tarjonta kohtaa riittävän määrän kasvuhakuisia yrityksiä. (Maula et al. 2007, 13; FVCA 2014)

Pääomasijoitukset tehdään puhtaasti oman pääoman ehtoisina sijoituksina merkitsemällä osakkeita osakepääoman korotuksen yhteydessä tai ostamalla osakkeita omistuksestaan luopuvilta että vähentäviltä osakkeenomistajilta. (Hidén ja Tähtinen 2005, 17)

Pääomarahoituksen tavoitteena on antaa vankka rahoituksellinen pohja yrityksen tulevaisuudelle ja parantaa yhtiön omavaraisuutta. Pääomasijoittaja tulee yhtiön osakkaaksi sovitulla omistusosuudella ja jakamaan yrityksen liiketoimintariskin. Pääomasijoituksen saaneen yrityksen tulorahoitus on käytettävissä liiketoiminnan kehittämiseen. Lisäksi pääomasijoittaja tuo oman liiketoimintaosaamisensa yrityksen strategiseen kehittämiseen ja irtautumisprosessiin. (FVCA 2014)

Pääomasijoitusyhtiö voi myös sijoittaa yhtiöön läpi sen elinkaaren. Jotkut rahastot sijoittavat myöhemmän vaiheen yhtiöihin auttaakseen yritystä kasvamaan riittävän suureksi pörssilistausta varten. Vaihtoehtoisesti pääomasijoittaja voi auttaa yritystä myös yhdistymään toisen yhtiön kanssa tai hankkimaan yritykselle ostajan, sekä perustajaosakkaille näin exitin. (Bachher 2000, 8)

### **2.5.1 Yrityksen tavoitteet**

Hidénin ja Tähtisen mukaan (2005, 16) kohdeyritys toivoo pääomasijoittajan tuovan rahoituksen lisäksi lisäarvoa yrityksen liiketoiminta- ja kehitysstrategioiden luomiseen, rahoituksen kokonaisjärjestelyihin, hallitustyöskentelyyn, budjetointiin, markkinointiin, johtamisjärjestelmien kehittämiseen, toimialatuntemukseen ja yrityksen yhteysverkon laajentamiseen. Korkeimmalle yrittäjät kuitenkin arvostavat pääomasijoittajien avun lisärahoituksen hankkimisessa. (Hidén ja Tähtinen 2005, 16; Nikk 2011, 29)

Pääomasijoittajan mukana olo lisää yrityksen uskottavuutta sen muihin sidosryhmiin nähden ja parantaa esimerkiksi lainarahoituksen saamisen mahdollisuutta. Lainarahoittajan näkökulmasta sijoituksen myötä kasvanut osakepääoma ja yritystoiminnan riskin jakautuminen useammalle osapuolelle helpottaa myönteisen luottopäätöksen tekoa. Lisäksi rahoittaja voi katsoa yhtiön liiketoiminnan tuntevan pääomasijoittajan osaltaan jo arvioineen hankkeeseen liittyvää riskiä. (Hidén ja Tähtinen 2005, 17)

### **2.5.2 Pääomasijoittajan tavoitteet**

Pääomasijoittajan tavoitteena on sijoituksesta irtautuminen voitolla ennalta asetettujen tavoitteiden mukaisesti. Pääomasijoittajan kannalta houkuttelevia ovat yritykset, jotka suunnittelevat kasvattavansa liikevaihtoaan merkittävästi seuraavan viiden vuoden tähtäimellä ja joilla on kehitysvaiheesta riippumatta hyvät kasvumahdollisuudet sekä kokenut ja tavoitteellinen johtoryhmä. (FVCA ja PWC 2006, 8; Hidén ja Tähtinen 2005, 16)

Pääomasijoittaja pyrkii nostamaan yrityksen arvoa puuttumatta päivittäiseen liiketoimintaan. Sijoituksen arvonnousu pyritään realisoimaan esimerkiksi myymällä yritys teolliselle toimijalle tai listaamalla yritys pörssiin. (FVCA & PWC 2006, 7-8)

Pääomasijoitukset tehdään yritykseen yleensä 3-5 vuodeksi. Sijoitukset tehdään yleensä osakepääomana tai pääomalainana. Pääomasijoittajan tavoitteena on rahoituksen lisäksi tuoda osaamista yritykseen konsultoimalla ja neuvomalla yritystä. Pääomasijoitus perustuu sijoittajan ja yrityksen väliseen osakassopimukseen. Sopimus pitää sisällään osakkeiden hinnoitteluperusteet perustamisvaiheesta exit -vaiheeseen. Pääomasijoituksen tuotto perustuu yrityksen tuottamaan voittoon ja yrityksen osakkeiden arvonnousuun. Tuoton realisointi edellyttää exit -vaihetta, jolloin yrityksen osakkeet listataan tai ne myydään uudelle omistajalle. Sijoituksen korkeasta riskistä johtuen, myös pääomasijoittajan tuottotavoite on korkea. (Nikk 2011, 22-29).

### **3 YRITYKSEN KASVUN VAIHEET JA RAHOITUS**

#### **3.1 Yrityksen kasvun vaiheet**

Yrityksen kehityksen eri vaiheet voidaan jakaa yrityksen perustamiseen eli siemenvaiheeseen, käynnistysvaiheeseen, aikaisen kasvunvaiheeseen, laajennusvaiheeseen ja exit –vaiheeseen. Yrityksen kehityksen vaiheet toteutuvat yrityksestä riippuen eri tavoin ja jokin vaihe saattaa ulkoisista tekijöistä johtuen jäädä kokonaan väliin. (Koski 2000, 50; Ahokas 2009, 8)

Ahokkaan (2009, 8) mukaan suomalaisten ohjelmistoyritysten pörssilistaukset ovat olleet harvinaisia. Usein yritykset sulautuvat osaksi muita listattuja yrityksiä tai teollisia toimijoita jo aikaisemmin tai jatkavat toimintaansa itsenäisiä yksityisinä yrityksinä.

Tässä työssä käytetään edellä mainittua vaihejakoa kuvaamaan yritysten kehitysvaihetta, tilaa ja rahoitusympäristöä tietyllä ajanhetkellä. Tässä työssä myös Venture -vaiheen sijoituksella tarkoitetaan pääomasijoituksia, jotka kohdistuvat alkuvaiheen yrityksiin. Tällaisia Venture – vaiheen sijoituksia ovat siemenvaiheen (seed), käynnistysvaiheen tai muun aikaisen vaiheen (Start-up) ja aikaisen kasvun tai siirtymävaiheen sijoitukset. (FVCA 2013, 46)

Siemenvaiheella (englanniksi seed stage) tarkoitetaan usein tuotekehitysvaihetta. Tuote tai tuotteen prototyyppi ei ole vielä kehittynyt ja markkinatietämys on vähäistä. Siemenvaihe pitää sisällään korkean teknisen-, operatiivisen- ja markkinariskin. Riskien arviointi on vaikeaa käytettävissä olevan epäluotettavan tiedon takia. Siemenvaiheen rahoitusta pidetään riskialteimpana. Useat pääomasijoittajat eivät sijoita siemenvaiheen yrityksiin korkean riskin ja pidemmän sijoitusprosessin takia. (Koski, 2000, 50; Nikk 2011, 31)

Käynnistysvaiheessa yritys aloittaa liiketoimintansa ja sillä on tuote. Yrityksellä ei kuitenkaan ole vielä tuloja. Rahoituksen painopiste on tuotekehityksessä ja kaupallisen vaiheen valmistuksen aloittamisessa ja myynnissä.

Käynnistysvaiheessa (englanniksi Start-up –vaihe) yritys on kehittänyt tuotekonseptiaan ja voi olla jo testausvaiheessa. Jotkut pääomasijoittajat edellyttävät, että yrityksillä on alkuvaiheen tuotantoa tai tilauksia, mutta tyypillisesti käynnistysvaiheen –yritykset eivät generoi liikevaihtoa. Siemen- ja käynnistysvaiheen yritykset eroavat toisistaan siinä, että käynnistysvaiheen yritys on kehittänyt tuotteensa, siemenvaiheen yritys ei (Nikk 2011, 31; Koski 2000, 50).

Käynnistysvaiheessa rahoitusta tarvitaan tuotekehitykseen ja koemarkkinointiin. Yritystä voidaan olla perustamassa tai se on toiminut jo lyhyen aikaa. Yrityksen tuotteita ei ole kuitenkaan vielä kaupallistettu (Nikk 2012, 31).

Ero aikaisen kasvun ja laajentumisvaiheen terminologiassa ei ole niin selkeä kuin siemen- ja Start-up –vaiheen yrityksissä. Kosken (2000, 50) jaottelussa aikaisen kasvun vaihe alkaa siitä, kun tuote on valmis markkinoille tai on jo viety markkinoille. Aikaisessa kasvuvaiheessa rahoitusta annetaan yritykselle, jonka tuotekehitys on onnistunut ja joka tarvitsee rahoitusta lähinnä kaupallisen tuotannon aloittamiseen ja myyntiin. Yritys ei useinkaan tuota vielä voittoa. (Koski 2000, 50)

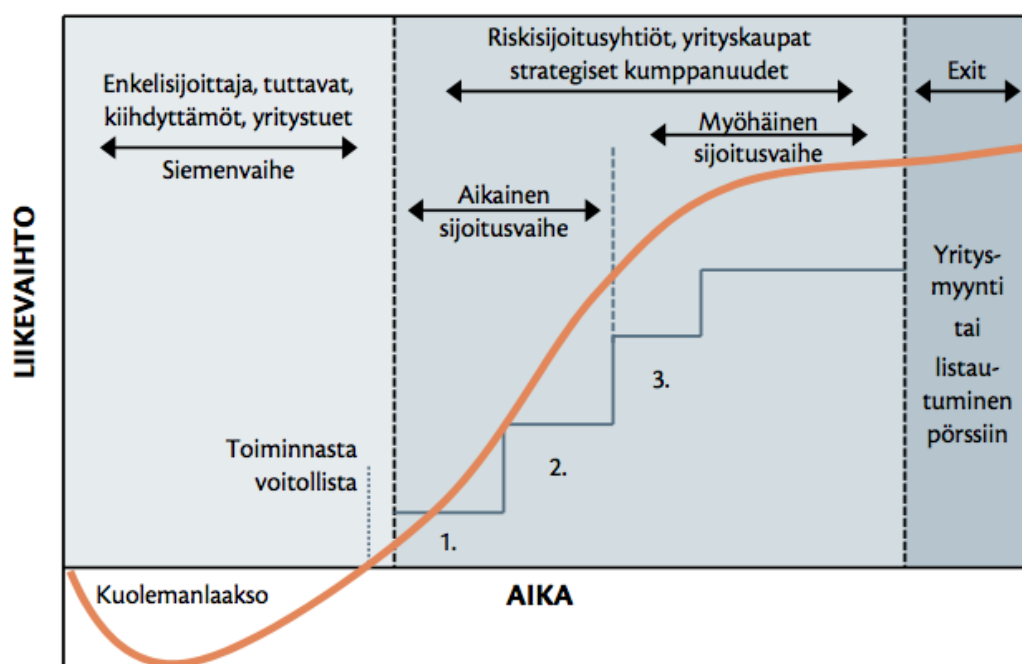
Laajentumisvaiheessa yrityksellä on merkittäviä tilaus- ja myyntimääriä. Yritys voi jopa etsiä uusia markkinoita ja esitellä tuotteesta erilaisia variaatioita. Kansainvälistyminen liitetään usein tähän vaiheeseen. Kasvuvaiheessa yritys etsii rahoitusta nopeuttaakseen kasvuaan lanseeraamalla uuden tuotteen markkinoille, jossa se jo toimii. Laajentumisvaiheessa yritys tarvitsee rahoitusta laajentuakseen uusille markkinoille. (Koski 2000, 50; Nikk 2011, 31)

Exitin valmistelu vaihetta kutsutaan usein Silta –vaiheeksi tai Prepublic –vaiheeksi. Tässä vaiheessa yritys on saavuttanut tavoitteet ja pääomasijoittaja voi keskittyä exitin valmisteluun. Vaihe saavutetaan luomalla kannattavuutta sekä kasvua. (Koski 2010, 50-51)

### 3.2 Rahoitus eri kasvun vaiheissa

Pääomasijoituksen rahoitusprosessi pitää sisällään eri vaiheita, jotka voidaan määritellä etukäteen. Pääomasijoittajat etsivät kohdeyrityksiä, jotka pitävät sisällään merkittäviä markkina- ja tuottomahdollisuuksia. (Nikk 2011, 30)

Yrityksen kehitys voidaan kuvata yrityksen taloudellisen kehityksen vaiheina.



Kuva 3. Yrityksen rahoituksen vaiheet (mukailten Fiban 2014, 6; Kuusela 2013, 20).

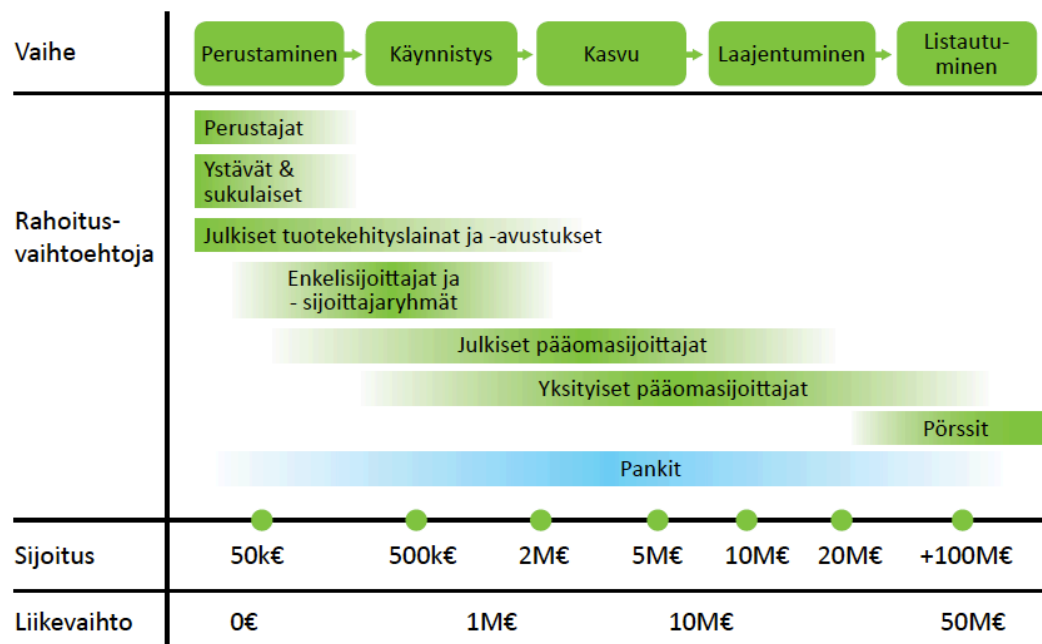
Alkuvaiheen rahoitus saadaan yleensä kasaan enkelisijoittajien, yrityskiihdyttämön ja julkisen tuen avulla. Alkuvaihetta (siemenvaihe ja käynnistysvaihe), jolloin yrityksen kassavirta on negatiivinen kutsutaan ”kuolemanlaaksoksi”. Vaihe on uuden yrityksen kannalta kaikkein kriittisin ja se edellyttää ulkopuolista rahoitusta. Mikäli yritys ei onnistu rahoituksen hankinnassa, se ajautuu konkurssiin. (Nikk 2011, 32)

Siemenvaiheen rahoitusta tarvitaan tutkimukseen, idean kehittämiseen ja yrityksen alustavaan organisointiin ennen liiketoiminnan varsinaista käynnistystä. Siemenvaiheen rahoitus saadaan pääsääntöisesti bisnesenkeleiltä. Bisnesenkelit ovat usein yrittäjiä tai entisiä yritysjohtajia, jotka liittyvät projektiin saadakseen

yrittäjien liiketoimintaan ja sijoittavat siihen omia varojaan. Sijoitukset ovat tyypillisesti kooltaan pieniä. Sijoituksen lisäksi siemenvaiheessa olevat yritykset vaativat yleensä rahoittajilta paljon tukea ja osaamista yrityksen kehittämiseen. (EVCA 2007, 13; FVCA & PWC 2006, 12)

Tyypilliset bisnesenkeliin sijoittamat summat ovat ensi kierroksilla n. 10 000- 50 000 euroa. Ensikierrosten pieniä sijoituksia tehdään usein ryhmässä. Ryhmässä toteutetulle sijoitukselle valitaan tavallisesti yksi vastaava enkelisijoittaja, niin kutsuttu Lead Investor, koordinoimaan sijoituskierrosta. (Fiban 2014, 3; Fiban 2011, 5)

Ohjelmistoyritysten rahoitusoppaan mukaan yrityksen kasvun vaiheet, vaiheisiin liittyvät rahoitusvaihtoehdot, rahoitustarve ja yrityksen liikevaihtokokoluokka voidaan esittää kuvan 5 mukaan (Ahokas 2009, 8-9).



Kuva 4. Yrityksen kasvun vaiheet ja lähteet (Ahokas 2009, 8).

Perustamis- ja käynnistämävaiheessa yritysten liikevaihto on nollan ja miljoonan välillä. Rahoitus on monimuotoista ja voi koostua perustajien omista varoista tai



ystäviltä ja sukulaisilta saaduista varoista. Myös julkisia tuotekehityslainoja ja –avustuksia voidaan saada heti perustamisvaiheeseen. (Ahokas 2009, 9)

Kun perustaminen muuttuu lähemmäksi käynnistämisvaihetta, rahoitus koostuu usein enkelisijoittajien ja sijoittajaryhmien varoista, julkisista pääomasijoittajista tai yksityisistä pääomasijoittajista. Sijoitusten koko perustamisvaiheessa on usein alle puoli miljoonaa ja käynnistysvaiheessa puolesta miljoonasta aina kahteen miljoonaan. (Ahokas 2009, 9)

Kasvuvaiheessa liikevaihto kasvaa miljoonasta kymmeneen miljoonaan euroon ja rahoitusta saadaan usein julkisilta ja yksityisiltä pääomasijoittajilta. Myös pankit saattavat olla mukana rahoittajina. Sijoitusten koko on myös suurempi kuin aikaisemmissa vaiheissa, jopa viisi miljoonaa. (Ahokas 2009, 9)

Laajentumisvaiheessa julkiset pääomasijoittajat ja bisnesenkelit usein poistuvat kuvioista ja yksityiset pääomasijoittajat ja pankit varmistavat rahoitusta. Laajentumis- ja listautumisvaiheen rahoitusta erottaa pörssi. Laajentumisvaiheesta lähtien sijoitusten koko ylittää kymmenen miljoonan rajan ja yrityksen liikevaihto on huomattavasti myös kymmenen miljoonan rajan yläpuolella. (Ahokas 2009, 9)

Viimeisenä vaiheena on listautuminen. Listautumalla pörssiin yritys voi kerätä jopa yli sadan miljoonan euron pääomaruiskeen ja sen liikevaihto lähentelee viittäkymmentä miljoonaa euroa. (Ahokas 2009, 9)

### **3.3 Aikaisen vaiheen yritysten rahoituksen haasteet**

Mark Twainin mukaan ”Rahan puute on kaiken pahan alku”. Yrityksen johdon tärkeimpiä tehtäviä on järjestää yrityksen toiminnan edellyttämä rahoitus kaikissa tilanteissa. Rahoitus pyritään hankkimaan yritykselle ja sen osakkaille mahdollisimman edullisin ehdoin ja pienillä riskeillä.

Erityisesti kasvuyrityksissä, joissa toiminnan kasvattaminen ja kehittäminen niin myynnin, markkinoinnin kuin tuotekehityksen alueella vaatii merkittävästi

pääomia korostuu ulkoisen rahoituksen merkitys. (Lauriala 2004, 17; Ahokas 2009, s. 8)

Sijoittajilta vaaditaan kärsivällisyyttä. Enkelisijoituksen keskimääräinen kesto on yhdeksän vuotta. Vain yksi kymmenestä Start-up -yrityksestä tuottaa sijoittajalleen jotain ja vain yksi tuhannesta osoittautuu sijoittajalleen supermenestykseksi kuten Rovio, Skype, Twitter tai Facebook. (Kuusela 2013, 41)

Pääomasijoitusyhtiö Lifeline Venturesin perustaja Timo Ahopellon mukaan Start-up -yrityksiin sijoittaminen on riskialtista. Riskiä kannattaa hajauttaa sijoittamalla useampaan yritykseen. Ahopellon mukaan yhteen yritykseen ei kannata laittaa kuin korkeintaan 10 % nettovarallisuudestaan ja ideaali olisi että sijoitukset olisi hajautettu 9-16 yritykseen. Eräänä syynä kasvuyritysten vaikeuksiin saada rahoitusta pidetään yksityisten pääomasijoitusten vähäisyyttä sekä riskipääomamarkkinoiden kehittymättömyyttä Suomessa ja koko EU:n alueella. (Rainio 2009, 34-35; Kuusela 2013, 41)

Vuonna 2013 suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden pääasiassa alkuvaiheen yhtiöihin tekemät sijoitukset olivat 103 miljoonaa euroa. Sijoitukset jakautuivat seuraavasti: siemenvaihe 4 miljoonaa, käynnistysvaihe 70 miljoonaa ja aikainen kasvu 29 miljoonaa euroa. Siemenvaiheen rahoituksen osuus on laskenut vuodesta 2007 vuoteen 2013 yhteensä 13 miljoonaa euroa eli 77 %. Vuonna 2013 siemenvaiheen rahoitusta pääomasijoitusyhtiöiltä sai 12 yritystä. (FVCA 2014, 14)

Fiban on tutkinut bisnesenkelien aktiivisuutta vuonna 2013 toteutetulla kyselyllä. Kyselyyn vastanneiden mukaan bisnesenkelisijoituksia tehtiin 234 kappaletta ja yhteensä 11 miljoonaa euroa, josta siemenvaiheen sijoitusten osuus oli 1.430.000 euroa. Sijoitukset jakautuivat seuraavasti: siemenvaihe 13 %, käynnistysvaihe 47 %, aikainen kasvu 21 % ja kasvuvaihe 20 %. Sijoitukset tehtiin 164 kohdeyritykseen keskimääräisen rahasijoituksen ollessa 49.000 euroa.

Keskimäärin sijoituksia tehtiin vuonna 2013 1.5 kappaletta per sijoittaja keskimääräisen omistusosuuden ollessa 8 %. Yhteissijoitusten, josta käytetään termiä syndikointi, määrä oli 62 miljoonaa euroa. Pääomien määrän vähyys on johtanut siihen, että suurin osa nopeasti kasvavien ja innovatiivisten yritysten rahoituksesta on julkisten rahoittajien varassa. Julkisella rahoituksella voidaan edistää markkinaehtoisen rahoituksen saatavuuden paranemista lähinnä riskin jakamisen kautta. Rahoitus tulisi suunnata aidosti kasvaville, elinkelpoisille toimialoille ja kilpailukykyisiin hankkeisiin ja yrityksiin. (Fiban 2013; Rainio 2009, 58)

Yhdeksi esteeksi pääomarahoituksen saatavuudelle Rainio (2009, 59-60) näkee yrittäjien ja sijoittajien toisistaan poikkeavat näkemykset yrityksestä ja liiketoiminnan järjestämisestä. Yrittäjien puolesta epäilystä aiheuttaa epävarmuus siitä, ovatko sijoittajat valmiita pidempiaikaiseen sitoutumiseen yritykseen. Sijoittajat suhtautuvat puolestaan usein varoen vielä kannattamattomien yritysten rahoittamiseen. Sijoittajien varovaisuuden taustalla on sijoittajien riskinkarttaminen ja mainitunlaiseen sijoitukseen liittyvät matalammat tuotto-odotukset epälikvideillä riskirahoitusmarkkinoilla. Rahoituksen saatavuutta parantaisi riskipääomamarkkinoiden suurempi koko ja toiminnan tehostuminen, joiden vaikutuksesta kiinnostus riskisijoituksiin kasvaisi konservatiivisesti riskiä minimoiviin pankkitalletuksiin nähden. Rainion (2009, 59) mukaan julkista, markkinaehtoista rahoitusta voitaisiin lisätä myös julkisin varoin toimivien uusien pääomasijoitusrahastojen kautta. (Rainio 2009, 59-60)

#### **4 PÄÄOMASIOITTAJIEN SIOITUSKRITEERIT**

Aikaisemmissa tutkimuksissa Bachher et al. (1999, 269-272) ovat selvittäneet bisnesenkeliä, pääomasijoittajien ja julkisten pääomasijoittajien sijoituskriteereitä. Tutkimuksessa havaittiin, että bisnesenkeliä, pääomasijoittajien ja julkisten pääomasijoittajien sijoituskriteerit poikkeavat toisistaan. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Osnabrugge (2000, 91-109) on vertaillut bisnesenkeliä ja pääomasijoittajien

sijoitusprosesseja ja tullut siihen tulokseen, että sijoitusprosesseissa on eroa ja että näiden erojen ymmärtäminen hyödyttää yrittäjiä rahoituksen etsinnässä. (Osnabrugge 2000, 91-109)

Jeffrey et al. (2011, 212-225) ovat tutkineet bisnesenkeliä aikaisen vaiheen yrityksiin kohdistuvia sijoituksia koskevaa päätöksentekoa ja tulleet siihen tulokseen, että alkuvaiheen päätöksentekoprosessissa kriittisiksi arvioituja asioita ei välttämättä käytetä lopullisessa päätöksenteossa, kun päätetään yritykseen sijoittamisesta. (Jeffrey et al. 2011, 212-225)

Bachher et al. (1999) ovat tutkineet kanadalaisten bisnesenkeliä, pääomasijoittajien ja julkisten pääomarahastojen päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä liittyen aikaisessa vaiheessa olevien teknologiayritysten rahoittamiseen. Kyselytutkimuksessa selvitettiin teknologiayritysten tekemän sijoitusehdotuksen jälkeistä päätöksenteon prosessia ja päätöksiin vaikuttaneita kriteerejä ja niiden painoarvoja. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että bisnesenkeliä, pääomasijoittajat ja julkiset pääomasijoitusrahastot painottavat eri kriteereitä arvioidessaan aikaisen vaiheen teknologiaperusteisia yhtiöitä. Tutkimuksen mukaan bisnesenkeliä päätöksenteossa merkittävänä tekijänä pidettiin sitä, onko teknologiayrityksen tuote tai palvelu parempi kuin kilpailijoilla, onko tuote tai palvelu selkeästi määritelty ja mahdollisesti tuottava, ja ovatko yrityksen immateriaalioikeudet suojattavissa. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Bisnesenkeliä suhtautuvat suopeimmin yrityksiin, jotka ovat luotettavan tahon suosittamia, joilla on tarpeellinen kokemus ja osaaminen ja jotka ovat sitoutuneet yrityksen tulevaisuuteen. Tutkimuksesta käy myös ilmi, että osaa evaluointivaiheessa käytettävistä kriteereistä voi arvioida vain tapaamalla yrittäjät. Tällaisia kriteerejä ovat muun muassa yrittäjinä toimivien henkilöiden ja rahoittajien persoonallisuuden yhteensopivuus, johdon sitoutuminen menestymiseen sekä halu työskennellä yhteistyössä rahoittajien kanssa. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Bisnesenkelit pitävät välttämättömänä evaluointivaiheessa sitä, että markkinat ovat laajat ja että markkinoilla on tarve tuotteelle tai palvelulle ja markkinoiden kasvupotentiaali on houkutteleva. Bisnesenkelit myös painottavat, että yrittäjien tulisi liiketoimintasuunnitelmassa keskittyä tuoteanalyysiin. Evaluointivaiheessa bisnesenkeleitä kiinnostaa myös missä yritys sijaitsee, koska ovat muut rahoittajat sekä kuka suositteli sijoitusta. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Pääomasijoittajia kiinnostivat evaluointivaiheessa eniten yrittäjien kokemus sekä heidän osaamisensa ja sitoutumisensa yritykseen. Tulosten mukaan pääomasijoittajiin on vaikeampi tehdä vaikutus kuin bisnesenkeleihin tai julkisiin pääomasijoitusrahastoihin, koska heidän arvionsa sisälsivät ehdottomia näkemyksiä. Evaluointivaiheessa kaikki kolme rahoittajatyyppeä näyttävät suosivan yrityksiä, jotka ovat aikaisessa vaiheessa, erittäin innovatiivisia ja yksilöllisiä, ja joilla on laadukkaat tuotteet verrattuna kilpaileviin sekä selkeästi määritellyt tuotteet ja palvelut. Lisäksi kaikki rahoittajatyypit haluavat, että yrittäjät tuntevat tuotteen ja markkinat. Rahoittajat ovat myös kiinnostuneita yrittäjän aiemmasta johtamiskokemuksesta, johdon sitoutumisesta ja halusta työskennellä yhdessä rahoittajatahon kanssa. Evaluointivaiheessa jokainen sijoittajatyyppe sijoittaa mielellään yritykseen, joka toimii kasvavilla markkinoilla. Bisnesenkeleihin ja pääomasijoittajiin tekivät vaikutuksen yritykset, joiden kohdalla markkinat ja teknologia muuttuivat nopeasti. Bachherin tutkimuksen tulokset osoittavat, että pääomasijoittajat ja bisnesenkelit ovat kiinnostuneita yrityksistä, jotka tyydyttävät olemassa olevan markkinatarpeen, kun taas julkiset pääomasijoittajat ovat kiinnostuneita yrityksistä, jotka luovat tarpeita markkinoille. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Vain pääomasijoittajat ja julkiset pääomasijoittajat pitävät välttämättömänä sijoituksen odotetun pääomantuoton arviointia evaluointivaiheessa. Bisnesenkeleitä kiinnosti enemmän yrityksen maantieteellinen sijainti, luotettavien tahojen suositukset ja mahdollisten muiden sijoittajien sijoittaminen yritykseen. Sekä bisnesenkelit että julkiset pääomasijoittajat pitivät erittäin tärkeänä sitä, että yrityksellä on liiketoimintasuunnitelman muodossa

investointiesitys, joka sisältää kunnollisen analyysin yrityksen tuotteesta tai palvelusta. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Bisnesenkelit, pääomasijoittajat ja julkiset pääomasijoittajat käyttävät evaluointivaiheessa eri arviointikriteerejä päättäessään investoinneista aikaisen vaiheen teknologiayrityksiin. Pääomasijoittajat pitävät evaluointivaiheessa harvempia kriteereitä “erittäin tärkeinä” kuin bisnesenkelit ja julkiset pääomasijoittajat. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Bisnesenkelit ja julkiset pääomasijoittajat suorittavat yrityksen kokonaisarvioinnin evaluointivaiheessa. Bisnesenkelit keskittyvät yrityksen tuotteen ominaisuuksiin ja pääomasijoittajat ovat enimmäkseen kiinnostuneita yrittäjien ominaisuuksista. (Bachher et al. 1999, 269-272)

Osnabrugge (2000) on kysely- ja haastattelututkimuksessaan selvittänyt bisnesenkeliä ja pääomasijoittajien sijoituskriteereitä ja menettelyä sijoitusprosessin eri vaiheiden aikana. Tutkimus osoittaa, että pääomasijoittajilla on enemmän vaihtoehtoja sijoituskohteiksi kuin bisnesenkeleillä. Pääomasijoittajat ovat myös valikoivampia kuin enkelit. (Osnabrugge 2000, 103)

Empiiristen tulosten perusteella voidaan olettaa, että pääomasijoittajat käyttävät aikaa enemmän Due Diligence -vaiheeseen kuin bisnesenkelit. Tutkimus tukee vain osittain väittämää, että bisnesenkelit painottavat investointikriteereissään enemmän sijoituksen jälkeen tapahtuvaa osallistumista ja pääomasijoittajat painottavat enemmän kriteereitä liittyen evaluointivaiheeseen. Molempia sijoittajatyyppejä motivoi sijoituksen tuotto. Tutkimuksen mukaan se ei kuitenkaan ole bisnesenkeleille yhtä merkityksellistä, koska enkelit sijoittavat usein myös vain päästäkseen osallistumaan yrityksen toimintaan. Bisnesenkelit sijoittavat mielellään ryhmässä voidakseen vähentää omaa aktiivisuuttaan sijoituksen seurannassa, toisin kuin pääomasijoittajat, jotka painottivat ja olivat huomattavasti kiinnostuneimpia sijoituksen tuoton jälkiseurannasta.

Tutkimusaineisto tukee näkemystä, että pääomasijoittajat käyvät ennen sijoitustaan paljon pidempiä ja tiukempia neuvotteluita sekä saavuttavat paremmat sopimusehdot kuin bisnesenkelit yrittäjiin nähden. Tutkimuksessa esitetty hypoteesi, että pääomasijoittajilla on enemmän sopimukseen perustuvaa määräysvaltaa kuin bisnesenkeleillä, pitää paikkansa. (Osnabrugge 2000, 91-109)

Osnabruggen (2000) tutkimuksessa esitetty väittämä, että bisnesenkelit ovat aktiivisempia sijoituksen jälkeen kuin pääomasijoittajat, pitää tutkimustulosten perusteella todennäköisesti paikkansa. Bisnesenkelit ovat henkilökohtaisesti aktiivisempia kuin pääomasijoittajat, jotka korvaavat sijoituskohteidensa puutteita rekrytoimalla osaamista yrityksiin. Bisnesenkelit ovat kuuluisia osallistumisestaan ja avustaan, jota he antavat sijoittamilleen yrityksille. Vaikka bisnesenkeleillä ja pääomasijoittajilla on yhtäläinen sijoitushorisontti, pitää tutkimuksen väittämä paikkansa siitä, että pääomasijoittajat ovat enemmän huolissaan exitistä kuin bisnesenkelit. (Osnabrugge 2000, 107)

Jeffrey et al. (2009) ovat tutkineet bisnesenkeliä päätöksen tekoa sijoituksissa aikaisen vaiheen yrityksiin. Tutkimus osoittaa, että vastoin kuin suurimmassa osassa aikaisempia tutkimuksia on todettu, bisnesenkelit eivät käytä päätöksenteossaan mallia, jossa on painotettu ja pisteytetty suuri joukko ominaisuuksia. Ennemminkin bisnesenkelit käyttävät heuristista eliminointimenetelmää saadakseen investointimahdollisuuksien määrän alhaisemmalle, hallittavammalle tasolle. Jos investointimahdollisuudesta löytyy olennainen puute, investointi hylätään päätöksentekoprosessin aikaisessa vaiheessa, kun taas muut mahdollisuudet otetaan mukaan seuraavaan vaiheeseen. Tutkimuksen mukaan investointimahdollisuus hylätään jo katselmointivaiheessa, mikäli jokin seuraavista kahdeksasta kriteeristä ei täyty tai siinä havaitaan oleellinen puute :

1. Hyväksyvätkö asiakkaat kohdemarkkinoilla tuotteen helposti?
2. Onko tuote valmis vai vaatiiko se vielä merkittävän määrän työtä ennen lanseerausta?

3. Kuinka helposti tuote tai palvelu on kopioitavissa?
  4. Onko ensimmäiset asiakkaat tunnistettu ja täyttääkö tuote asiakkaiden tarpeet?
  5. Onko markkinointisuunnitelma ja reitti markkinoille realistinen
  6. Onko tuotteelle olemassa suuret markkinat?
  7. Onko yrityksen johdolla kokemusta toimialalta?
  8. Onko rahoitusmalli kunnossa? Tuottaako tuote ja onko investointi riittävä?
- (Jeffrey et al. 2009, 212-225)

Hyvällä sijoituskohteella on monipuolista teknologista osaamista. Yritys on yrittäjävetoinen sekä kasvuhaluinen. Soveltuakseen sijoituskohteeksi tulee yrityksellä olla toteuttamiskelpoinen ja uskottava liiketoimintasuunnitelma. Tuotteella tai palvelulla tulee olla kilpailijoihin verrattuna merkittävä innovaatio, joka parhaassa tapauksessa on suojattavissa patentilla sekä kansainvälinen markkinapotentiaali. (Finnvera 2014)

Pääomasijoittajilla on omat sijoituskriteerinsä koskien muun muassa kohdeyrityksen toimialaa, kehitysvaihetta, sijaintia ja rahoituksen tyyppiä. Suomessa on esimerkiksi alueellisesti toimivia rahastoja, jotka tekevät pääasiassa sijoituksia ainoastaan oman maakuntansa alueella (Ahokas 2009, 31; FVCA 2006, 11).

Jeffrey et al. (2011, 220) mukaan bisnesenkeliä katselmointivaiheessa käyttämät päätöksentekokriteerit (onko tuotteelle kysyntää, onko tuote valmis, kuinka helppo tuote tai palvelu on kopioida, täyttääkö tuote asiakkaiden tarpeen, reitti markkinoille, markkinapotentiaali, yrittäjän aikaisempi kokemus toimialalta, rahoitusmalli) poikkeavat lopullisen sijoituspäätöksen yhteydessä käytetyistä päätöksentekokriteereistä. Yrittäjien on hyvä tiedostaa, mitkä tekijät johtavakatselmointivaiheessa investointimahdollisuuden hylkäämiseen. Näiden tekijöiden ymmärtäminen auttaa yrittäjiä jäsentämään esityksensä siten, että hylkäämiseen johtavilta väärinymmärryksiltä voidaan välttyä. (Jeffrey et al. 2011, 220)



## **5 TUTKIMUKSEN TOTEUTTAMINEN**

### **5.1 Tutkimuksen lähtökohta ja tavoite**

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää ne keskeiset tekijät, jotka vaikuttavat bisnesenkeliin sijoituspäätöksiin aikaisen vaiheen yrityksiin. Tässä tutkimuksessa aikaisen vaiheen yrityksillä tarkoitetaan siemenvaiheessa, käynnistysvaiheessa ja aikaisen kasvun vaiheessa olevia yrityksiä. Tutkimuksen ensisijaisena tavoitteena on ymmärtää niitä perusteita, jotka vaikuttavat lopullisen sijoituspäätöksen tekemiseen sekä samalla selvittää vastaajien sijoitusaktiivisuutta viimeisen kolmen vuoden aikana.

### **5.2 Tutkimuksen suunnittelu**

Bisnesenkelijärjestöjen Fiban- Suomen Yksityissijoittajat Ry:n, Suomen Bisnesenkeli Ry:n ja Business Angels Finland Oy:n kanssa käytyjen keskusteluiden pohjalta selvisi, että bisnesenkeliin yhteystietoja ei ollut saatavissa siten, että heidän suora lähestymisensä aiheesta olisi ollut mahdollista. Vaihtoehdoksi jäi siten järjestöjen kautta jaettava kyselytutkimus.

Tutkimusote oli kvantitatiivinen eli määrään perustuva ja tiedot suunniteltiin kerättäväksi strukturoidun www-lomakkeen avulla. Kyselytutkimuksen valintaa tuki myös valittu aikataulu ja tutkimuskysymys ”Mitkä ovat bisnesenkeliin sijoituskriteerit aikaisen vaiheen yrityksiin?”.

Strukturoitu www-lomake suunniteltiin lähetettäväksi Fiban- Suomen Yksityissijoittajat Ry:n ja Suomen Bisnesenkeli Ry:n jäsenille sähköpostin välityksellä.

Tutkimusasetelmana oli poikkileikkaus. Poikkileikkausasetelma koostuu yhdestä ainoasta mittauskerrasta, joka kohdistetaan useaan havaintoyksikköön. Havaintoyksiköt olivat tässä tapauksessa bisnesenkeleitä.

Otanta oli luonnollinen valinta, sillä koko perusjoukon tutkiminen olisi ollut

haastavaa, jollei lähes mahdotonta. Bisnesenkeleitä arvioidaan olevan suomessa noin 330 - 1000 kappaletta (Rahoituskone 2014; Fiban 2014, 20) ja lukumäärä on kasvussa. Lisäksi epäselvyys perusjoukon tavoitettavuudessa puolsi sekä otantaa että tutkimusmenetelmää. Otantamenetelmäksi muodostui yksinkertainen satunnaisotanta eli otanta, jossa jokaisella perusjoukon jäsenellä oli yhtä suuri todennäköisyys tulla valituksi otokseen. Ositettu otanta ei tullut kysymykseen, koska bisnesenkeliä sähköpostiosoitteita ei ollut käytettävissä. Satunnaisuus tai umpimähkäisyys toteutui siis siten, tavoittiko järjestöjen eteenpäin lähettämä kyselylomake bisnesenkeliä suunnitellussa aikataulussa. Koska kyselyn perille toimittamiseen ei voitu etukäteen vaikuttaa, voidaan otantatekniikkaa pitää kohtuullisen satunnaisena. Kohdeperusjoukkona ovat siis kaikki bisnesenkeliä järjestöjen jäsenet ja kehikkoperusjoukkona toimivat kaikki ne bisnesenkelit, jotka tavoitettiin järjestöjen jakaman sähköpostin kautta.

Bisnesenkeliä järjestöjen Fiban- Suomen Yksityissijoittajat Ry:n, Suomen Bisnesenkelit Ry:n ja Business Angels Finland Oy:n edustajien kanssa sovittiin puhelimitse 13.3.2014 heidän mahdollisuudestaan osallistua tehtävään tutkimukseen sekä sovittiin, kuinka kysely toimitetaan heidän jäsenilleen sähköpostilla. Aikataulusyistä tutkimuksella tavoitettiin vain Bisnesenkeliä järjestöjen Fiban- Suomen Yksityissijoittajat Ry:n ja Suomen Bisnesenkelit Ry:n jäsenet.

Järjestöjen jäsenmäärä on jatkuvassa kasvussa, mistä syystä otos ei ole tai tule koskaan täysin valmiiksi tai edustavaksi. Tutkimuksen kireä aikataulu ja yhteystietorekisterien puute toimivat tässä tutkimuksessa otoskoon rajoitteena (Heikkilä 1998, 35).

Itse lomake laadittiin siten, että tutustuttiin aikaisempiin tutkimuksiin aiheesta ja pyrittiin löytämään sieltä päätelmiä ja tuloksia, joilla voisi olla merkitystä sijoituskriteereiden valinnassa. Aikaisempien tutkimusten tuloksia käytettiin hyväksi, kun kysymysten sisältöä ja rajoituksia mietittiin kyselylomaketta laadittaessa.

Jotta vastausprosentti saataisiin mahdollisimman korkeaksi, tehtiin lomakkeesta mahdollisimman lyhyt ja ytimekäs. Lomake jaettiin kahteen osaan, jossa lomakkeen alkuvaiheen kysymyksillä 1-5 pyrittiin selvittämään bisnesenkeliin sijoitusaktiivisuutta viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen vaiheen yrityksiin ja kysymyksillä 6-21 päätöksenteonkriteereitä ja niiden painoarvoja. Kyselyn ensisijainen tarkoitus oli selvittää bisnesenkeliin sijoituskohteiden valintakriteereitä ja toissijaisesti sijoitusaktiivisuutta. Lisäksi kyselylomakkeeseen oli varattu kohta vapaalle palautteelle. Vastaja pystyi myös halutessaan jättämään sähköpostiosoitteensa saadakseen myöhemmin tutkimuksen tulokset.

Koska lomakkeeseen ei oltu määritelty yksiselitteisesti siemenvaihetta, Start-up -vaihetta tai aikaisen kasvun vaihetta, joutuivat vastaajat itse päättämään, mihin vaiheeseen heidän tekemänsä alkuvaiheen sijoitukset kohdistuivat.

Likert -asteikko on usein mielipideväittämässä käytetty 4 - 9 -portainen järjestelyasteikon tasoinen asteikko. Järjestysasteikon ollessa kyseessä on annetuilla arvoilla yksiselitteinen järjestys. Koska ominaisuuksien kuvaamiseksi ei ole tarkkaa mittayksikköä, annettiin vastaajan valita asteikolta parhaiten omaa käsitystään vastaava vaihtoehto. Asteikolla on useimmiten vaihtoehtoina toisena ääripäänä täysin samaa mieltä ja toisena täysin erimieltä olevat väittämät (Heikkilä 1998, 53). Tässä tutkimuksessa erilaisten ominaisuuksien vaikutusta sijoituskohteiden valintakriteereissä pyydettiin arvioimaan asteikolla 1-5. Tarkkaa mittayksikköä ominaisuuksien kuvaamiseksi ei ole. Likert -asteikon avulla ominaisuudelle annetaan numeerinen arvo. Vastausvaihtoehdoiksi annettiin siis luvut välillä 1-5. Asteikkoon päädyttiin, koska tutkimusten mukaan pariton määrä toimii paremmin kuin parillinen ja yli seitsemän arvoa sisältävät vaihtoehdot ovat heikkoja (Heikkilä 1998, 53-59).

Ominaisuuksia pyydettiin arvioimaan käyttäen seuraavaa asteikkoa:

1= ei tärkeä

2= melko tärkeä

3= tärkeä

4= hyvin tärkeä

5= erittäin tärkeä

Diplomityön yhteydessä selvitettiin tarjolla olevia ilmaisia kyselytyökaluja. Strukturoitu www -kyselylomake päätettiin toteuttaa Google Docs Forms – työkalulla. Google Docs Forms tarjosi työkalun, joka pystyi vastaanottamaan riittävän määrän vastauksia ilman muuttumista maksulliseksi. Muissa kartoitetuissa työkaluissa jo yli 100 vastausta sisältävät kyselyt edellyttivät maksua.

Google Docs Forms -ohjelmassa ei ole mahdollista kirjoittaa sanallista kuvausta kullekin lukuarvolle erikseen, vaan tämä ohjeistettiin lomakkeen alussa vastaajille. Toteutustavaltaan erilaisten ominaisuuksien arviointi noudatti läheisesti Likert -asteikkoa. Ominaisuudet olivat järjestysasteikon muuttujia ja muut kysymykset luokitteluasteikon.

### **5.3 Lomakkeen testaaminen**

Ennen lomakkeen lähettämistä lomake testattiin lähipiirissä. Sähköposti saatteineen lähetettiin yhdeksälle ihmiselle. Lomakkeeseen tulleet kommentit huomioitiin lopulliseen kyselylomakkeeseen. Kommentit aiheuttivat hyvin vähäisiä toimenpiteitä. Kyseessä oli lähinnä oikeinkirjoitukseen liittyviä muutoksia.

### **5.4 Aineiston kerääminen**

Google Docs Forms –työkalulla toteutettu kyselylomake (liite 1) lähetettiin sähköpostilla Lappeenrannan teknillisen yliopiston sähköpostiosoitteesta. Varsinaisella jakeluaikakohdalla ei kuitenkaan ollut merkitystä, koska lopullinen jakelu tapahtui bisnesenkelijärjestöjen aikataulun mukaisesti.

Bisnesenkelijärjestöjen ilmoitusten mukaan lomake lähetettiin eteenpäin yhteensä 228 jäsenelle. Kyselyn alkuperäinen vastausaika oli kymmenen päivää. Vastausaika kuitenkin jatkettiin paremman vastausprosentin toivossa 14 päivään.

Vastauksia kyselylomakkeeseen saatiin yhteensä 63 kappaletta. Vastauksista 60 saapui alkuperäisessä aikataulussa ja kolme jatkettulla vastausajalla. Kaikki vastaukset hyväksyttiin osaksi tutkimusta. Kyselyn vastausprosentiksi saatiin näin 27.6 %. Kaikista vastauksista 86 % saatiin ensimmäisen viikon aikana.

Tutkimuksessa huomioitiin avoimen palautteen osiossa annetut sanalliset vastaukset, joita tuli yhteensä yhdeksän kappaletta. Vastauksia ei sisällytetty varsinaiseen numeeriseen kokonaisuuteen, mutta vastauksia käsiteltiin kysymysten yhteydessä analyysin ja pohdinnan kautta. Lisäksi kaksi bisnesenkeliä lähetti palautetta sähköpostilla. Molemmat palautteen lähettäjät olisivat toivoneet, että lomakkeessa olisi ollut määritelmät siemenvaiheelle, käynnistysvaiheelle ja aikaisen kasvun vaiheelle. Koska määritelmä on jäänyt puutteelliseksi, antaa se vastaajalle mahdollisuuden vastaajan omalle tulkinnalle erivaiheista ja näin ollen vaikeuttaa datan analysointia luotettavasti. Tämä on hieman alentanut tutkimuksen validiteettia, mutta vaikutusta on mahdoton arvioida. Kyselyn kokonaisuuden kannalta määrittelyn puuttumisella ei ole olennaista merkitystä, koska tulokset liittyvät bisnesenkeliin sijoitusaktiivisuuden selvittämiseen, joka oli kuitenkin tutkimuksen toissijainen tavoite.

## **5.5 Aineiston käsittely ja analysointi**

Vastaukset siirrettiin Google Docs -työkalusta Excel -muotoon ja SPSS -ohjelmaan käsiteltäväksi. Koska kyseessä oli kvantitatiivinen tutkimus, sidottiin aineiston analysointi tilastolliseen tulkintaan. Bachher et al. (1999) on tutkinut pääomasijoittajien, bisnesenkeliin ja julkisten pääomasijoittajien päätöksentekokriteereitä. Analyysissä hän on tehnyt 1-7 asteikolla vastaavan tutkimuksen. Tästä syystä valittiin sama malli.

Jokainen vastaaja arvioi kyselyssä esitettyjä kriteereitä asteikolla 1-5. Jokaiselle arvioitavalle kriteerille laskettiin keskiarvo ja keskihajonta. Sijoittajien arvioitiin pitävän tärkeimpinä kriteereitä, joiden keskiarvo oli suurempi tai yhtä suuri kuin 4.0 ( $\mu \geq 4.0$ ) ja keskihajonta pienempi tai yhtä pieni kuin 1.0 ( $(SD) \leq 1.0$ ). Keskiarvosta vähennettiin hajonta ja syntynyt lukua verrattiin annettuun

asteikkoon 1-5. Tällä tulkinnalla tekijöitä, jotka ylittivät arvon kolme eli ”tärkeän” pidettiin merkittävänä sijoituskriteerinä.

Likert –asteikon muuttujiin olisi voitu käyttää myös t-testiä analysoinnissa, mutta vaikka muuttujat olivatkin välimatka-asteikollisia, eivät ne noudattaneet normaalijakaumaa, jolloin testin käyttö ei olisi ollut perusteltua ja olisi voinut johtaa virheellisiin päätelmiin. Ei parametrisiä -testejä ei voitu myöskään hyödyntää, koska kyseessä oli yksi otos, jonka sisällä ei ollut keskenään verrattavia ryhmiä.

## **5.6 Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti**

Tutkimuksen validiteettia arvioitaessa vastausprosentti 27.6 % noudatti aikaisempia Suomessa toteutettuja bisnesenkeli tutkimuksia ja näin ollen otos on varsin edustava. Perusjoukon tarkka määrittely on tutkimuksessa otettu huomioon omassa määrittelyssä sekä järjestöjen jäsenrekistereiden kautta. Fibanilla on yli 350 jäsentä. Kyselytutkimus toimitettiin Fibanin kautta 200 jäsenelle. Tiedossa ei ole, miksi kyselyä ei toimitettu kaikille jäsenille. Mitattavat käsitteet olivat yksiselitteisiä. Ainoa vastausten validiteettia alentava tekijä oli puute aikaisen vaiheen, Start-up –vaiheen ja siemenvaiheen määrittelyissä. Tämä on johtanut siihen, että vastaajien taustatiedot, eli kysymykset 1-5, ovat voineet kohdistua väärään vaiheeseen ja näin ollen vastausten luotettavuus ei ole korkea.

Reliabiliteetilla tarkoitetaan tutkimuksen tulosten tarkkuutta. Tulokset eivät ole sattumanvaraisia, sillä otoskoko on kohderyhmään suhteutettuna riittävä. Myös tutkimuksen toistettavuus on hyvä. Tutkimus voidaan toteuttaa sellaisenaan esimerkiksi vuosittain.

## **6 BISNESENKELIEN SIOITUSKRITEERIT AIKAISEN VAIHEEN YRITYKSIIN**

Kysely lähetettiin 228 henkilölle ja kyselyyn vastasi 63 henkilöä. Fibanin 25.2.2014 julkaiseman vuoden 2013 bisnesenkeliaktiivisuutta tutkineen kyselyn vastausprosentti oli 30 %. Voidaan siis todeta, että tähän kyselyyn vastanneiden määrä 27.6 % noudatti vastaavanlaisiin tutkimuksiin yleisesti osallistuneiden määrää ja tutkimuksen vastausprosenttia voidaan pitää yleisesti hyvänä.

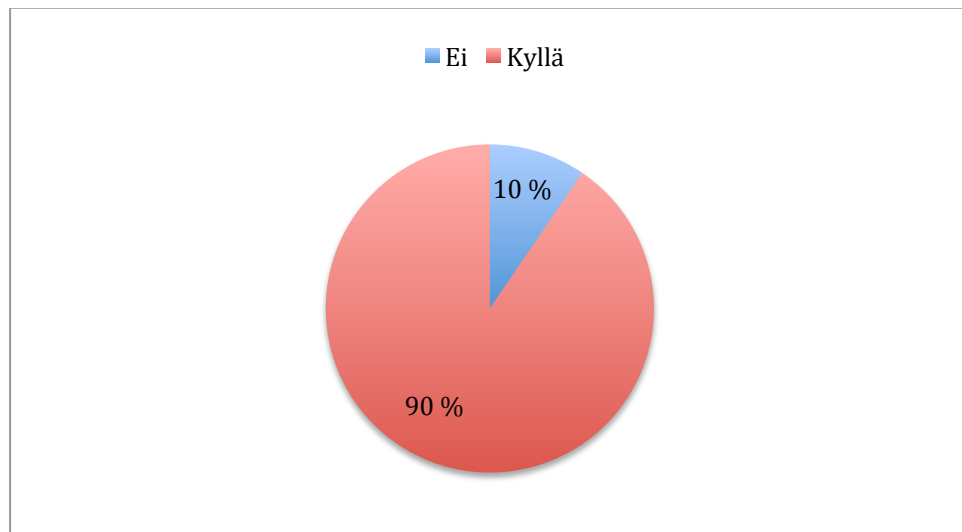
### **6.1 Vastaajien sijoitusaktiivisuus**

Kyselylomakkeen kysymyksillä 1-5 on yritetty selvittää vastaajien sijoitusaktiivisuutta viimeisen kolmen vuoden aikana. Aikaisen vaiheen yrityksillä tässä kyselyssä tarkoitetaan siemenvaiheessa, käynnistysvaiheessa ja aikaisen kasvun vaiheessa olevia yrityksiä.

#### **Kysymys 1: Oletko sijoittanut viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen vaiheen yrityksiin?**

Vastanneista enemmistö, 57 henkilöä (90.5 %) oli sijoittanut viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen vaiheen yrityksiin. Vastanneista kuusi henkilöä (9.5 %) ei ollut tehnyt sijoituksia aikaisen vaiheen yrityksiin viimeisen kolmen vuoden aikana. Kaikista vastanneista kolme (4.8 %) ei ole tehnyt ollenkaan sijoituksia aikaisen vaiheen yrityksiin. Kyselyyn osallistuneet enkelisijoittajat ovat tehneet aikaisen vaiheen yrityksiin yhteensä 222 sijoitusta viimeisten kolmen vuoden aikana. Keskimäärin jokainen enkelisijoittaja on tehnyt noin 3.52 sijoitusta viimeisten kolmen vuoden aikana tai 1.17 sijoitusta vuodessa.

Fibanin (2014, 11-12) tutkimuksen mukaan enkelit tekivät keskimäärin 1.2 sijoitusta siemenvaiheen, Start-up -vaiheen ja aikaisen kasvun vaiheen yrityksiin vuonna 2013. Sijoitusaktiivisuudesta saadut tulokset näyttävät noudattavan aikaisempia tutkimustuloksia.



Kuva 5. Viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen vaiheen yrityksiin sijoituksen tehneiden enkelien jakauma

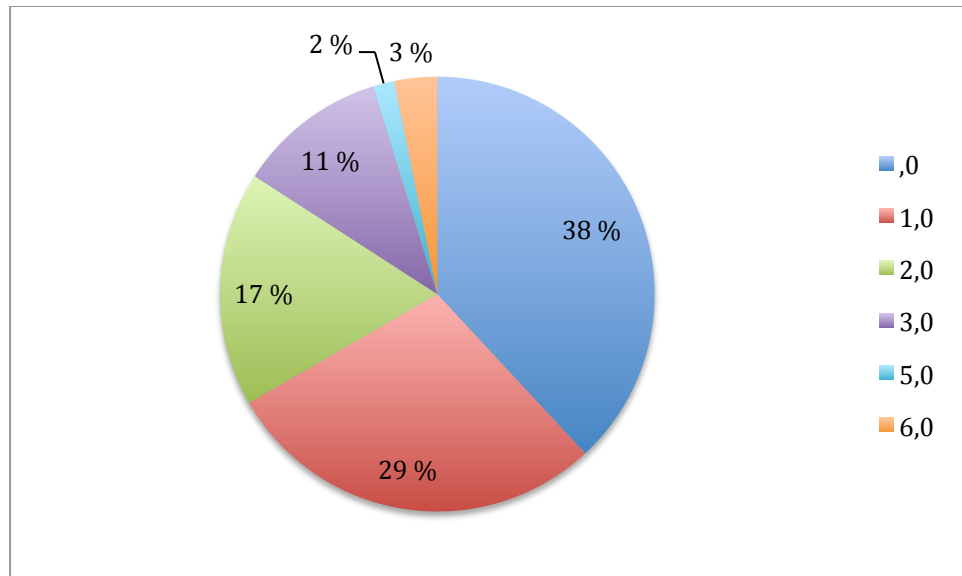
**Kysymys 2: Kuinka monta sijoituksistasi olet tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana siemenvaiheen yrityksiin?**

Kyselyyn vastanneet 63 sijoittajaa ovat tehneet viimeisen kolmen vuoden aikana yhteensä 78 sijoitusta siemenvaiheen yhtiöihin. Sijoitusaktiivisuus on kolmen vuoden aikana ollut siten noin 1.23 sijoitusta/enkeli tai 0.41 sijoitusta/vuosi eli 35 % kaikista bisnesenkeliä tekemistä sijoituksista aikaisen vaiheen yrityksiin. Fibanin tutkimuksen mukaan (2014, 11-12) siemenvaiheessa olleisiin yrityksiin tehtiin viime vuonna 13 % kaikista sijoituksista eli 0.19 sijoitusta/enkeli/vuosi.

Tulokset poikkeavat toisistaan merkittävästi. Tässä tutkimuksessa enkelien aktiivisuus osoittautuu korkeammaksi. Käytännössä tämän tutkimuksen tulosten mukaan bisnesenkeli tekee siemenvaiheen sijoituksen kerran kahdessa ja puolessa vuodessa, kun taas Fibanin tutkimuksen mukaan aktiivisuus on kerran viidessä vuodessa. Syy poikkeavuuteen voi johtua tässä tutkimuksessa puutteelliseksi jääneestä määrittelystä sen osalta, mitä tarkoitetaan siemenvaiheella, käynnistysvaiheella ja aikaisen kasvun vaiheella. Puutteellisen määrittelyn johdosta vastaukset ovat voineet kohdistua väärään vaiheeseen. Kysymyksen validiteetti on siis tästä syystä alhainen, sillä kysymys ei ole nyt yksiselitteinen.



Vastanneista kaksikymmentän neljä henkilöä (38 %) ei ole sijoittanut lainkaan siemenvaiheessa olevaan yritykseen ja kahdeksantoista henkilöäkin (29 %) vain kerran. Yksitoista enkeliä (17 %) on sijoittanut tutkimuksen mukaan siemenvaiheessa olevaan yritykseen kaksi kertaa, seitsemän enkeliä (11 %) kolme kertaa ja yksi enkeli viisi kertaa ja kaksi enkeliä kuusi kertaa.



Kuva 6. Sijoitukset siemenvaiheen yrityksiin viimeisen kolmen vuoden aikana

Kun tarkastellaan määrällisesti kaikkia siemenvaiheen sijoituksia, havaitaan, että 21,7 % kaikista siemenvaiheen sijoituksista on tehnyt kolme sijoittajaa ja 50 % sijoituksista kymmenen sijoittajaa. Käytännössä siemenvaiheen sijoitukset ovat muutamien yksittäisten bisnesenkeliä tekemiä. Saatujen vastausten perusteella voidaan todeta, että siemenvaiheen rahoituksen saaminen on erittäin haasteellista ja tulee varmasti rajoittamaan hyvien ideoiden muuttamista liiketoiminnaksi. Saatu tutkimustulos myös puoltasi johdantokappaleessa esitettyä Talouselämän artikkelia, jonka mukaan pääomasijoittajat ovat vetäytyneet siemenrahoituksesta.

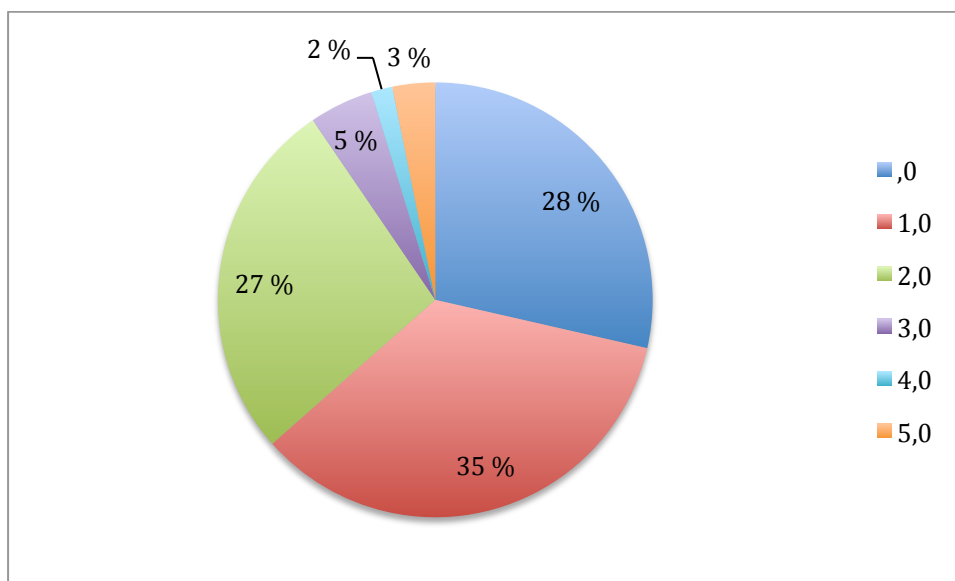
### **Kysymys 3: Kuinka monta sijoituksistasi olet tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana Start-up -vaiheen yrityksiin?**

Kyselyyn vastanneet 63 henkilöä olivat tehneet viimeisen kolmen vuoden aikana yhteensä 79 sijoitusta Start-up -vaiheen yhtiöihin sijoitusaktiivisuuden kolmen

vuoden aikana ollen noin 1.25 sijoitusta/enkeli tai 0.42 sijoitusta/vuosi. Fibanin tutkimuksen mukaan (2014, 11-12) Start-up -vaiheessa olleisiin yrityksiin tehtiin viime vuonna 47 % kaikista sijoituksista tai 0.7 sijoitusta/enkeli/vuosi.

Tulokset poikkeavat toisistaan merkittävästi. Tutkimuksen mukaan enkelit tekevät sijoituksen Start-up -yrityksiin kerran 30 kuukaudessa, kun taas Fibanin kyselyyn osallistuneet tekevät sijoituksen useammin eli noin 18 kuukaudessa. Erot voivat johtua tässä tutkimuksessa puutteelliseksi jääneestä määrittelystä, mitä tarkoitetaan siemenvaiheella, Start-up -vaiheella ja aikaisen kasvunvaiheella tutkimuksessa.

Vastanneista kahdeksantoista (29 %) ilmoitti, että he eivät ole tehneet sijoituksia Start-up -vaiheen yrityksiin viimeisen kolmen vuoden aikana. Vastanneista kaksikymmentäkaksi (35 %) henkilöä ilmoitti tehneensä yhden sijoituksen Start-up -vaiheen yritykseen. Vastanneista seitsemäntoista (27 %) ilmoitti sijoittaneensa Start-up -vaiheen yrityksiin kaksi kertaa viimeisen kolmen vuoden aikana. Vastanneista kolme henkilöä (5 %) ilmoitti tehneensä kolme sijoitusta, yksi henkilö (2 %) yhden sijoituksen ja kaksi henkilöä (4 %) viisi sijoitusta.



Kuva 7. Sijoitukset Start-up -vaiheen yrityksiin viimeisen kolmen vuoden aikana

Kun tarkastellaan sijoitusten kappalemäärää, havaitaan, että kuusi enkeliä on tehnyt 29 % kaikista Start-up –vaiheen sijoituksista viimeisen kolmen vuoden aikana. Havainto on huolestuttava ja tukee Rainion näkemystä siitä, että pääomien vähyys on esteenä nopeasti kasvavien ja innovatiivisten yritysten kehittämisessä ja että pääoman saaminen on riippuvainen julkisesta rahoituksesta.

#### **Kysymys 4: Kuinka monta sijoituksistasi olet tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen kasvun -vaiheen yrityksiin?**

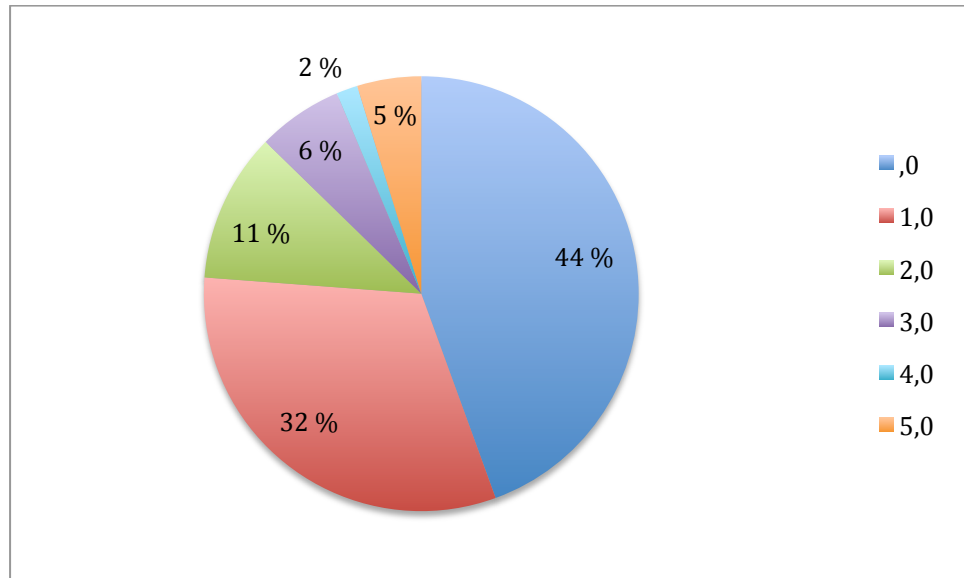
Kyselyyn vastanneet 63 sijoittajaa ovat tehneet viimeisen kolmen vuoden aikana yhteensä 65 sijoitusta aikaisen kasvun vaiheen yrityksiin. Sijoitusaktiivisuuden kolmen vuoden aikana on siten ollut noin 1.03 sijoitusta/enkeli tai 0.34 sijoitusta/vuosi (eli 29 % kaikista bisnesenkeliä tekemistä sijoituksista aikaisen vaiheen yrityksiin). Fibanin tutkimuksen mukaan (2014, 11-12) aikaisen kasvun vaiheessa olleisiin yrityksiin tehtiin viime vuonna 21 % kaikista sijoituksista tai 0.31 sijoitusta/enkeli/vuosi. Tulokset ovat suhteellisen lähellä toisiaan. Määrittämisessä olleesta puutteesta huolimatta aikaisen kasvun vaihe tunnutaan ymmärtävän samalla lailla.

Vastanneista kaksikymmentäkahdeksan henkilöä (44 %) ei ole sijoittanut lainkaan aikaisen kasvun -vaiheeseen olevaan yritykseen ja kaksikymmentä henkilöäkin (32 %) vain kerran. Seitsemän enkeliä (11 %) on sijoittanut tutkimuksen mukaan aikaisen kasvun vaiheen yritykseen kaksi kertaa, neljä enkeliä (6 %) kolme kertaa, yksi enkeli (2 %) neljä kertaa ja kolme enkeliä (5 %) viisi kertaa.

Yli 30 % sijoituksista on tehnyt vain neljä sijoittajaa. Tämä kuvaa sitä, että aikaisen kasvun vaiheessa rahoitustarve kasvaa usein niin merkittäväksi, että kasvun rahoittaminen ei enkelisijoittajien rajallisten pääomien johdosta ole mahdollista, vaan rahoitus siirtyy enkelisijoittajilta pääomasijoittajille. Saatujen vastausten perusteella voidaan todeta, että aikaisen kasvun vaiheen rahoitustarpeen täyttäminen edellyttää mukaan myös pääomasijoitusyhtiöitä.

Saatujen tulosten perusteella voidaan tulla siihen johtopäätökseen, että

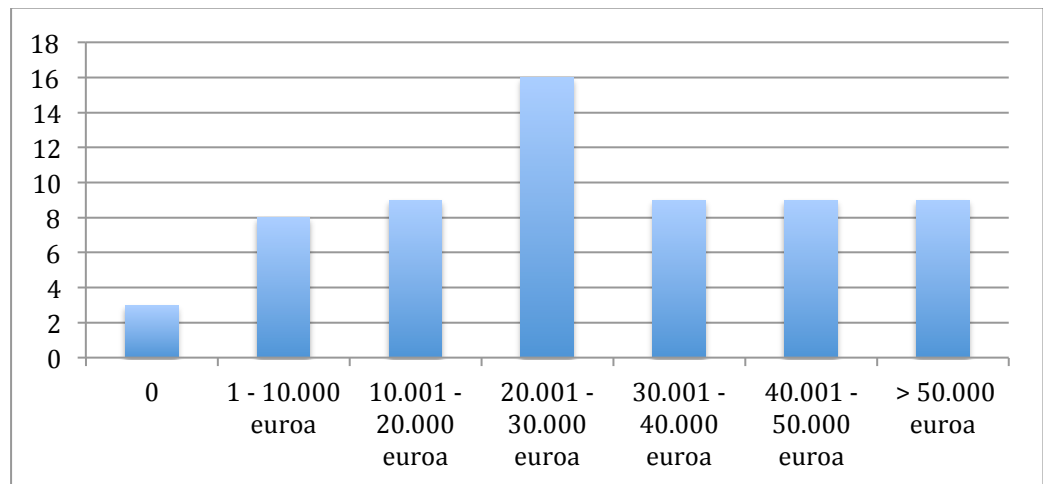
järjestäytyneet bisnesenkelit suosivat sijoituksissaan siemenvaiheen ja käynnistysvaiheen yrityksiä, joiden osuus kaikista bisnesenkeliä tekemistä sijoituksista oli yli 70 %.



Kuva 8. Sijoitukset aikaisen kasvun vaiheen yrityksiin viimeisen kolmen vuoden aikana

#### **Kysymys 5: Kuinka suuri on keskimääräinen kertosijoituksesi aikaisen kasvun -vaiheen yrityksiin?**

Alla oleva taulukko kuvaa vastausten jakautumista tulosten mediaanin ollessa luokassa 20 001 – 30 000 euroa. Tulos noudattelee Fibanin (2014, 9) saamaa tulosta rahasijoitusten mediaanista vuonna 2013, joka on 25.000 euroa. Fibanin tutkimuksen mukaan keskimääräiset rahasijoitukset ovat kuitenkin laskussa, kun tarkastellaan vuosia 2012 ja 2013 (Fiban 2014, 9). Tässä tutkimuksessa ei kysytty tarkkaa sijoitusten kokoa, vaan käytettiin luokittelua, sillä tavoitteena on ollut hahmottaa sijoitusten keskikoko, ei niinkään tarkkaa rahallista summaa.

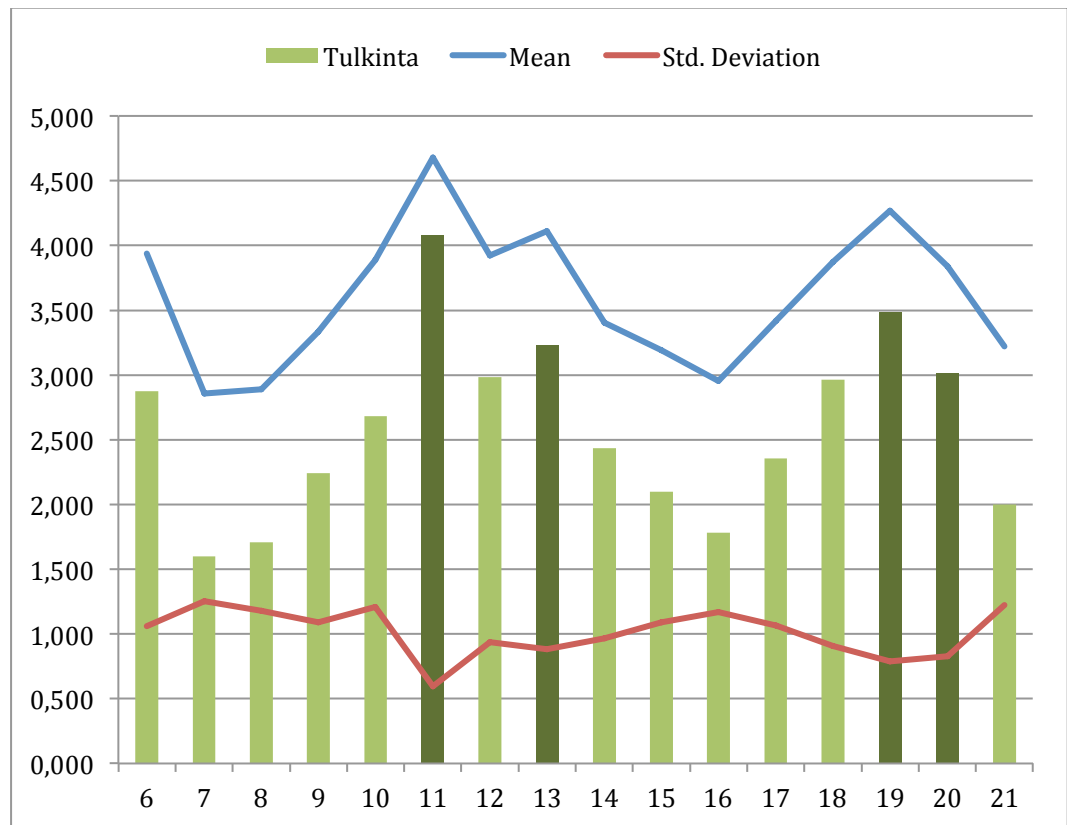


Kuva 9. Vastanneiden keskimääräinen luokittainen kertajoinen sijoitus

## 6.2 Vastaajien mielipiteet annettuihin sijoituskriteereihin

Tämä osio käsittelee sitä, millä kriteereillä bisnesenkelit valitsevat sijoituskohteensa. Kyselylomakkeen kysymyksillä 6-21 tutkittiin kuuttatoista eri tekijää, jotka vaikuttavat sijoituskohteen valintaan sekä niiden painotuksia. Alla olevassa kuvassa on koottu kysymysten 6-21 hajonta ja keskiarvo, joiden avulla varsinainen tulkintaluku (kuvassa tulkinta) on johdettu. Kunkin yksittäisen kysymyksen tulokset käydään tässä kappaleessa tarkemmin läpi.

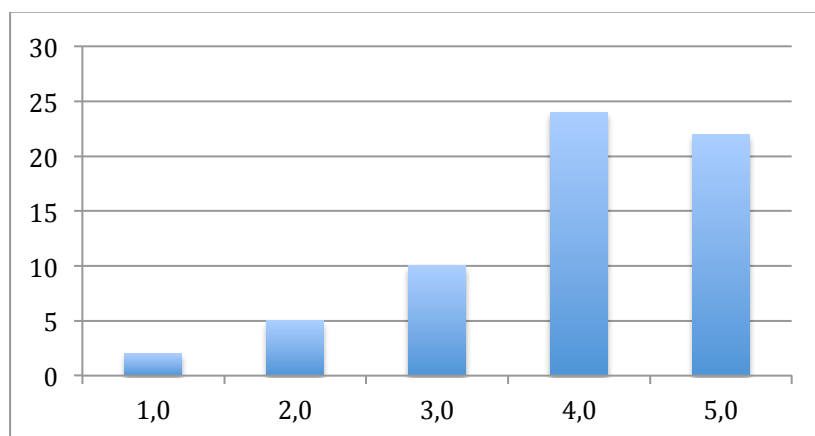
Numeerinen asteikko vasemmassa reunassa kuvaa vastaajan mielipidettä kyseistä esitettyä kriteeriä kohtaan asteikolla 1-5. Luku 1 kuvaa ei tärkeää ja luku 5 erittäin tärkeää. Kuvaan on myös tummennettu ne kriteerit, jotka ylittivät tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetetun raja-arvon 3.



Kuva 10. Sijoittajien mielipiteiden keskiarvo, -hajonta ja keskiarvon ja -hajonnan erotus

### Kysymys 6: Mahdollisuus hyödyntää omaa ammattitaitoa ja verkostoja yrityksen kehittämisessä

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.876. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0 ja näin ollen sitä ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä tärkeänä sijoituskriteerinä. Toisaalta vain kolme kysymystä saavutti korkeamman keskiarvon ja peräti viisikymmentäkuusi vastaajaa (89 %) piti kriteeriä tärkeänä, hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä. Vaikka tutkimustulos ei ylittänyt merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa ei tulosta voida kokonaisuudessaan sivuuttaa. Alla olevassa kuvassa on vastaajien mielipiteiden tarkempi jakauma.



Kuva 11. Mahdollisuus hyödyntää omaa ammattitaitoa ja verkostoja yrityksen kehittämisessä. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Osnabrugge (2000) on omassa tutkimuksessaan tullut siihen tulokseen, että bisnesenkelit tunnetaan osallistumisestaan ja avustaan, jota he antavat sijoituskohteilleen. Osnabruggen mukaan bisnesenkelit sijoittavat usein myös vain päästäkseen osallistumaan yrityksen toimintaan.

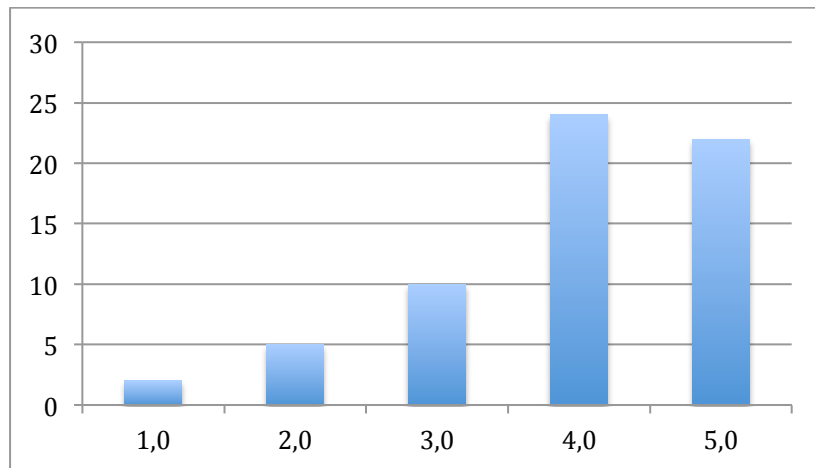
Vaikka oman ammattitaidon ja verkostojen hyödyntäminen ei ylittänytään tässä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille määritettyä raja-arvoa, ovat saadut tulokset kuitenkin linjassa Osnabruggen tutkimustuloksen kanssa. Myös vapaassa palauteosiossa mainittu ”mahdollisuus oppia tuntemaan toimiala” –kommentti kertoo tekijän tärkeydestä.

### **Kysymys 7: Yrityksen maantieteellisen sijainnin merkitys sijoituspäätökseen**

Tämän tutkimuksen vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 1.601. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Yrityksen maantieteellisellä sijainnilla ei katsota olevan merkittävää vaikutusta bisnesenkelien sijoituspäätökseen.

Bachher et al. (1999, 270-271) ovat omassa tutkimuksessaan tullut siihen tulokseen, että yrityksen maantieteellisellä sijainnilla on erittäin korkea merkitys sijoituspäätöstä tehdessä. Bachherin saama aikaisempi tutkimustulos poikkeaa nyt saadusta tuloksesta merkittävästi. Mistä erot voisivat johtua? Eräs syy

tulosten poikkeavuuteen voi johtua siitä, mitä ymmärretään paikallisuudella. Tarkoitetaanko paikallisuudessa kaupunkeja, maita vai jopa maanosia? Tuloksia on vaikea verrata suoraan keskenään. Monissa aikaisemmissa tutkimuksissa paikallisuus on kuitenkin noussut merkittäväksi kriteeriksi sijoituspäätöstä tehdessä. Toisaalta Suomi on suhteellisen pieni ja homogeeninen alue, jossa erot alueiden välillä eivät ole merkittäviä. Paikallisuutta ei koeta merkittäväksi kriteeriksi. Tämä voi johtua myös pelkästään siitä, että muut kriteerit ovat tärkeämpiä varsinaista sijoituspäätöstä harkittaessa.



Kuva 12. Yrityksen maantieteellisen sijainnin merkitys sijoituspäätökseen.

Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

### **Kysymys 8: Joku tuttu on suositellut sijoituskohdetta**

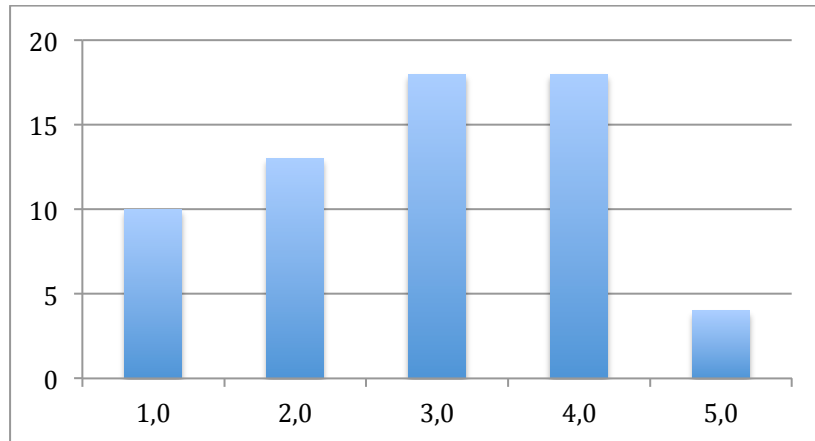
Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.2408. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Vastaajista 63.5 % piti kriteeriä tärkeänä, hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä. Näin ollen sitä ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä tärkeänä sijoituskriteerinä.

Bachher et al. (1999, 270-272) mukaan bisnesenkelit suhtautuvat suopeammin yrityksiin, jotka ovat luotettavan tahon suosittamia ja pitivät kriteeriä tärkeänä sijoituspäätöstä tehdessään.

Todennäköisesti sijoittavat tekevät päätökset itsenäisesti ja tutustuvat huolellisesti



potentiaaliin sijoituskohteisiinsa ennen päätöksen syntymistä. Suosittelemme voi vaikuttaa enemmänkin siihen, että potentiaalinen sijoituskohde saa huomiota tai tavoittaa sijoittajan.



Kuva 13. Joku tuttu on suositellut sijoituskohdetta. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

### **Kysymys 9: Sijoituskohteella on jo kanssasijoittajia**

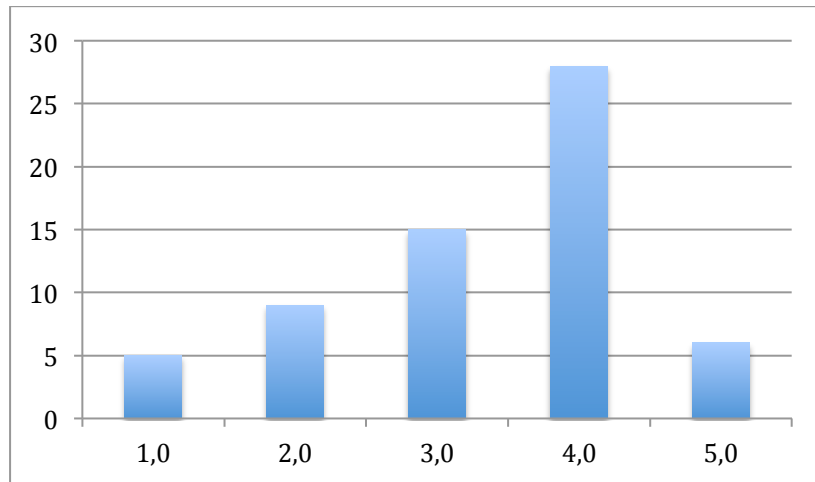
Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.876. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0 ja näin ollen sitä ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä merkittävänä sijoituskriteerinä.

Vastaajista 77.8 % piti tärkeänä, hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä, että sijoituskohteella on jo kanssasijoittajia.

Fibanin (2014, 13) mukaan 39 %:ssa sijoituksia enkelit sijoittivat yhdessä toisten enkelien kanssa. Osnabruggen (2000) mukaan bisnesenkelit sijoittavat mielellään ryhmässä voidakseen vähentää omaa aktiivisuuttaan sijoituksen seurannassa. Bachherin et al. (1999, 269-272) mukaan bisnesenkelit ovat kiinnostuneita mahdollisista kanssasijoittajista ja pitivät kriteeriä tärkeänä.

Tulos lähestyy tärkeälle kriteerille asetettua raja-arvoa. Voisiko tämä selittyä sillä, että enkeleitä tuntuu kiinnostavan omaa päätöstä tehdessä, miten rahoitustarve ja

rahoituskierros tullaan kokonaisuudessaan ratkaisemaan?

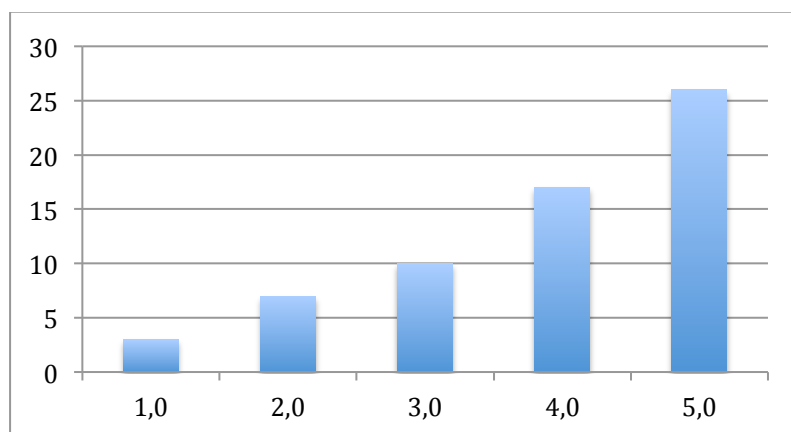


Kuva 14. Sijoituskohteella on kanssasijoittajia. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

#### **Kysymys 10: Arvioitu sijoitetun pääoman tuotto**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.683. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0 ja näin ollen sitä ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä tärkeänä sijoituskriteerinä. Vastaajista 68.3 % vastaajista piti arvioitua sijoitetun pääomatuottoa hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä.

Myös Bachher et al. (1999, 269-272) tutkimus tukee tulosta. Bachherin mukaan vain pääomasijoittajat ja julkiset pääomasijoittavat pitävät välttämättömänä arvioida jo evaluointivaiheessa odotettua pääoman tuottoa. Osnabruggen (2000, 91-109) tutkimuksen mukaan bisnesenkeleitä ja pääomasijoittajia motivoi sijoituksen tuotto. Bisnesenkeleille se ei kuitenkaan ole yhtä merkityksellistä kuin pääomasijoittajille.



Kuva 15. Arvioitu sijoitetun pääomantuotto. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Yllättävää tutkimustuloksissa on se, että arvioitu sijoitetun pääoman tuotto ei ylittänyt merkittävän kriteerin raja-arvoa bisnesenkeliä keskuudessa. Yleisesti sijoitetun pääomantuotto-odotus ohjaa pääomasijoittajien päätöksiä. Voisiko olla, että sijoittaminen aikaisen vaiheen yrityksiin on osalle enkeleistä harrastustoimintaa kuin merkittävien tuottojen hakemista? Monilla enkeleillä on yrittäjätausta ja tämä saattaa heijastua vastauksiin siten, että enkelit ovat kiinnostuneita osallistumisesta uuden yrityksen toimintaan, ei niinkään mahdollisesta rahallisesta palkinnosta. Tätä väitettä tukisi saatu avoin palaute ”mahdollisuus oppia uusi toimiala”.

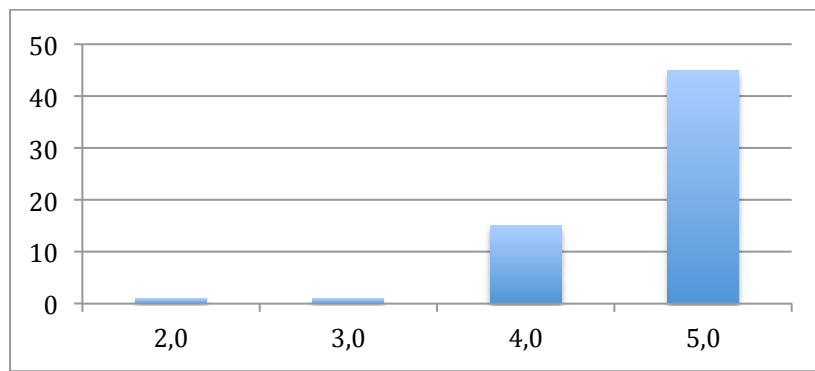
### **Kysymys 11: Ydintiimin merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 4.0831. Tulos ylittää tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetetun raja-arvon 3.0. Kaikista tutkituista kriteereistä ydintiimin merkitys osoittautui tärkeimmäksi kriteeriksi sijoituspäätöstä tehdessä. Peräti 95.2 % piti hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä ydintiimin merkitystä sijoituspäätöstä tehdessä.

Bachher et al. (1999, 271) mukaan bisnesenkeleihin tekee suurimman vaikutuksen kohdeyritykset, joita on suositeltu luotettavalta taholta, joilla on riittävä kokemus ja osaaminen toimialalta, sekä sitoutuminen yritykseen. Myös Bachherin tutkimuksessa tiimi on merkittävä kriteeri ja sitä voidaan arvioida ainoastaan

tapaamalla yrittäjät.

Vapaassa palautteessa annetut kommentit tukivat saatua tulosta. Lainaukset vapaasta palautteesta: ”Tiimin merkitystä ei voi yliarvioida, kuitenkin painotan itse aina liiketoimintaidea liikaa. Eli tiimi 80 % ja liiketoimintaidea ympäristöineen 20 %, ei edes 50/50 koska muita toteuttajia kun tiimi ei ole ja liiketoimintamalli muuttuu kuitenkin aina matkan varrella.” sekä ”kuinka osaava ja kykenevä on tiimi, joka hoitaa hommaa”.



Kuva 16. Ydintiimin merkitys sijoituspäätökseen. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

### **Kysymys 12: Yrittäjien aikaisempi kokemus liiketoiminta-alueelta**

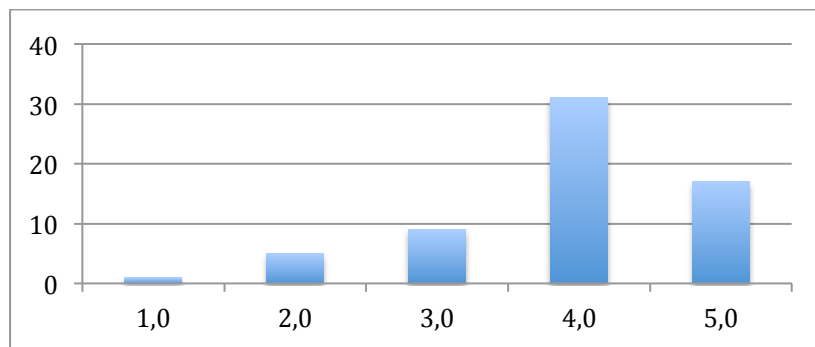
Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.982. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0 ja näin ollen sitä ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä tärkeänä sijoituskriteerinä. Vastaajista 76.2 % piti hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä, että yrittäjillä on aikaisempaa kokemusta liiketoiminta-alueelta.

Bachher et al. (1999, 269-272) mukaan rahoittajat (bisnesenkelit, pääomasijoittajat ja julkiset pääomasijoittajat) ovat kiinnostuneita yrittäjien aiemmasta kokemuksesta, johdon sitoutumisesta yhtiöön ja halusta työskennellä yhdessä rahoittajien kanssa.

Jeffrey et al. mukaan (2011) se, onko yrityksen johdolla kokemusta toimialalta on

yksi kahdeksasta kriteeristä, jolla sijoituspäätös tehdään. Mikäli tiimin osaaminen on puutteellinen, sijoituspäätös hylätään.

Tulos on kuitenkin hyvin lähellä rajaa, joten yrittäjien aikaisempaa kokemusta ei voida jättää täysin huomiotta. Yrittäjien, jotka rakentavat uusia Start-up –yrityksiä ja tiimejä, tuleekin huomioida, että yrityksen tiimistä löytyy tarvittava aikaisempi kokemus.



Kuva 17. Yrittäjien aikaisempi kokemus liiketoiminta-alueelta Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

### **Kysymys 13: Tuotteen tai palvelun innovatiivisuus**

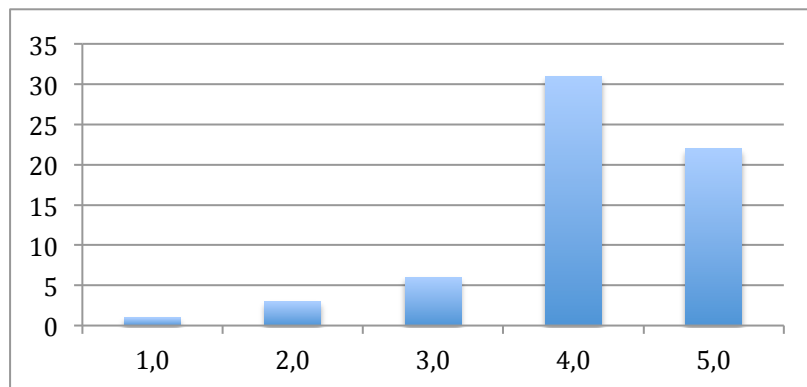
Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 3.229. Tulos ylittää tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetetun raja-arvon 3.0. Tuotteen tai palvelun innovatiivisuutta voidaan pitää kriittisenä tekijänä sijoituspäätökselle. Vastaajista 84.1 % piti tuotteen tai palvelun innovatiivisuutta hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä kriteerinä sijoituspäätökselle.

Bachher et al. (1999, 269-272) tutkimuksen mukaan rahoittajat (bisnesenkelit, pääomasijoittajat ja julkiset pääomasijoittajat) suosivat sijoituspäätöksissään yrityksiä, jotka ovat aikaisessa vaiheessa erittäin innovatiivisia ja yksilöllisiä, ja joilla on laadukkaat tuotteet verrattuna kilpailijoihin. Bachherin tutkimuksen mukaan yksi merkittävä tekijä on se, onko tuote tai palvelu parempi kuin kilpailijoilla. Bachherin tutkimuksen mukaan enkelit keskittyvät tuotteen tai palvelun ominaisuuksiin ja pääomasijoittajat ovat enemmän kiinnostuneita

yrittäjien ominaisuuksista.

Saadut tulokset ovat linjassa Bachherin aikaisemman tutkimuksen mukaan, sillä Bachherin mukaan enkelisijoittavat näyttävät suosivan yrityksiä, jotka ovat aikaisessa vaiheessa erittäin innovatiivisia ja yksilöllisiä.

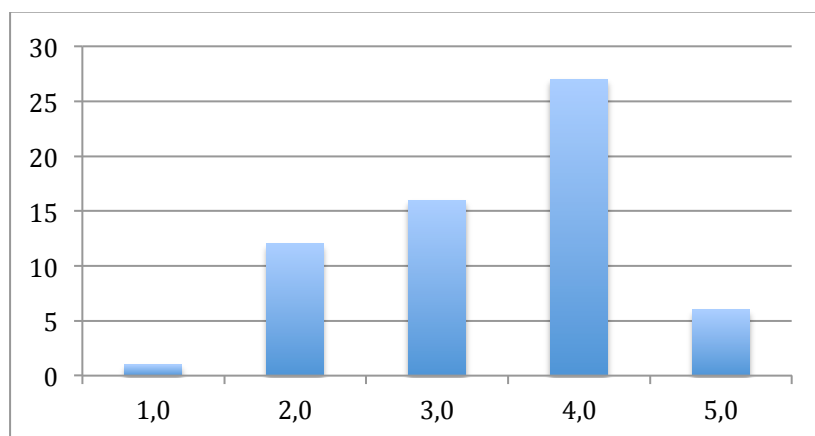
Miksi innovatiivisuus on merkittävä kriteeri? Mitä innovatiivisuus sitten on? Innovatiivinen yritys pyrkii luomaan uutta ja erottumaan massasta. Erottautuminen on toinen Michael Porterin 80-luvulla lanseeraamista yleisstrategioista, joka johtaa yrityksen menestykseen. Tulos ei siis yllätä. Yrityksen menestymisen taustalla on usein merkittävä innovatiivisuus.



Kuva 18. Tuotteen tai palvelun innovatiivisuus. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

#### **Kysymys 14: Tuotteen tai palvelun kehitysvaiheen merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.437. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0 ja näin ollen tuotteen tai palvelun kehitysvaihetta ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä tärkeänä sijoituskriteerinä.



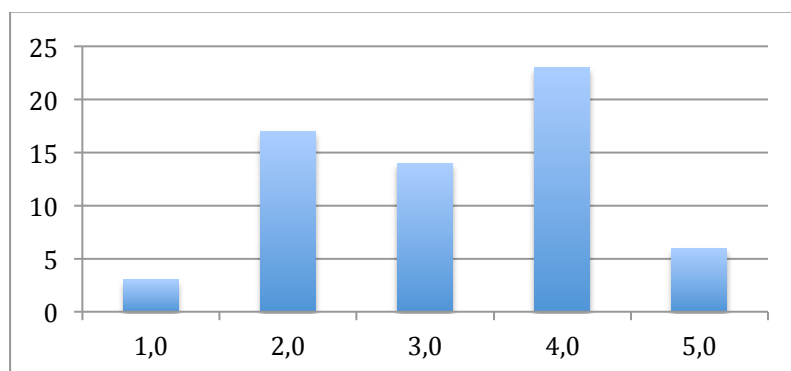
Kuva 19. Tuotteen tai palvelun kehitysvaiheen merkitys sijoituspäätökseen. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Jeffrey (2011) mukaan se, onko tuote valmis vai vaatiiko tuote vielä merkittävän määrän työtä ennen lanseerausta, on yksi kahdeksasta sijoituskriteeristä. Bachherin mielestä yrittäjien tulisi liiketoimintasuunnitelmassa keskittyä tuoteanalyysiin.

Voidaanko tuloksista tehdä johtopäätös, että tuotteen tai palvelun kehitysvaiheella ei ole niin suurta merkitystä sijoituspäätökseen, kun tuote on riittävän innovatiivinen?

### **Kysymys 15: Tuotteen immateriaalioikeuksien tai tuotteen suojattavuuden merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.1001. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Tuotteen immateriaalioikeuksien tai tuotteen suojattavuuden merkitystä ei voida pitää sijoituspäätöstä tehdessä tärkeänä sijoituskriteerinä.



Kuva 20. Tuotteen immateriaalioikeuksien tai tuotteen suojattavuuden merkitys sijoituspäätökseen. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

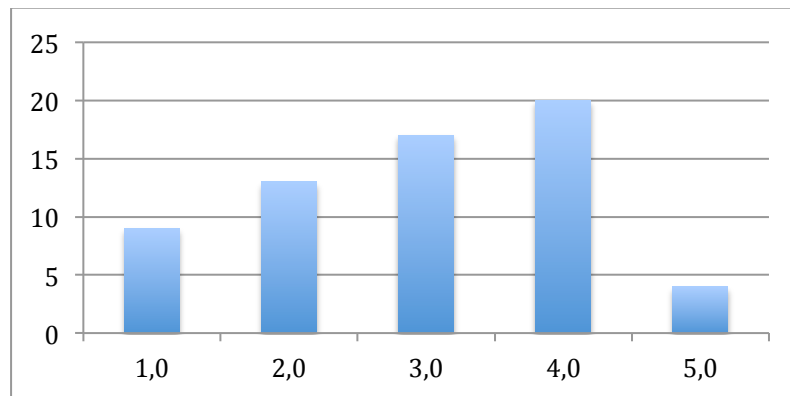
Jeffreyn (2011) mukaan aikaisessa vaiheessa oleva investointimahdollisuus hylätään, mikäli tuote tai palvelu on helposti kopioitavissa.

Tulokset ovat yllättäviä. Miksi suojattavuutta ei arvosteta korkealle? Suojattavuuden avulla yrityshän voi saavuttaa hyvän etumatkan markkinoilla kilpailijoihin nähden. Voisiko taustalla olla, että markkinat muuttuvat niin nopeasti, että uusien tuotteiden suojattavuudella ei katsota olevan niin suurta merkitystä, että se korostuisi päätöksentekoon asti aikaisen vaiheen yrityksissä?

#### **Kysymys 16: Markkinatutkimusten tulosten merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 1.782. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Markkinatutkimusten tuloksilla ei ole merkittävää kriteeriä sijoituspäätöstä tehdessä.





Kuva 21. Markkinatutkimusten tulosten merkitys sijoituspäätökseen. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Bachher et al. (1999) on tutkinut omassa tutkimuksessaan tuotteen kysynnän ja markkinatarpeen merkitystä. Tulokset ovat ylittäneet tärkeäksi määritellyn raja-arvon. Jeffreyyn (2009) yksi kahdeksasta kriteeristä on, onko ensimmäiset asiakkaat tunnistettu ja täyttääkö tuote asiakkaiden tarpeet.

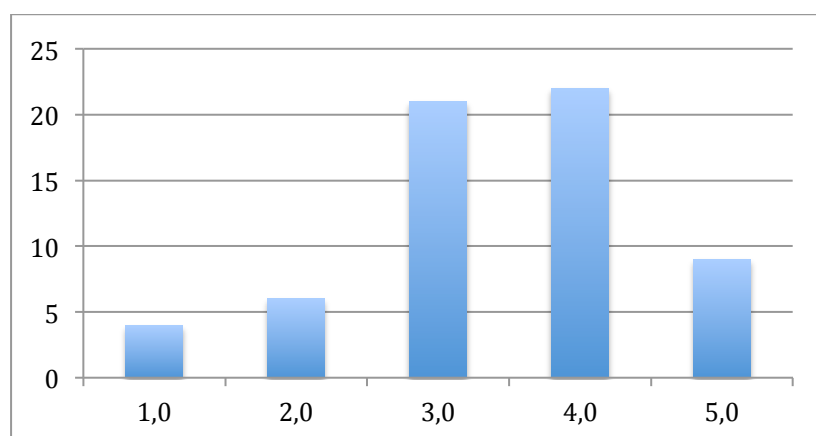
Miksi suomalaiset bisnesenkeliä ovat arvottaneet markkinatutkimuksen näin alas? Bachher tutki kaikkia sijoittajia, ei pelkästään bisnesenkeliä sijoituksia. Erot voivat johtua sijoittajien erilaisesta taustasta. Bachherin tutkimuksesta on myös kulunut jo jonkin aikaa ja teknologian nopean kehityksen johdosta maailma on muuttunut. Potentiaaliset investointiehdotukset ovat myös hyvin erilaisia kuin 90-luvun lopulla. Tuloksia ei voida vertailla suoraan keskenään.

Nykyään innovatiiviselle tuotteelle luodaan kysyntä. Aikaisemmin tuotteella vastattiin olemassa olevaan kysyntään. Esimerkiksi iPad tai suomalaisen Supercellin menestyspelit ovat esimerkkejä tuotteista, joille on luotu kysyntä.

Koska kyseessä on bisnesenkeliä sijoituskriteerit aikaisen vaiheen yrityksiin, luotettavan markkinatutkimuksen tekeminen pelkän idean pohjalta etukäteen on haastavaa. Näin markkinatutkimusta ei synny, eikä sitä selkeästi tunnuta edellyttävänsäkään.

### Kysymys 17: Tuotteen tai palvelun lanseeraussuunnitelman merkitys sijoituspäätökseen

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.3551. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Tuotteen tai palvelun lanseeraussuunnitelma ei ole merkittävä kriteeri sijoituspäätöstä tehdessä.



Kuva 22. Tuotteen tai palvelun lanseeraussuunnitelman merkitys sijoituspäätökseen. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

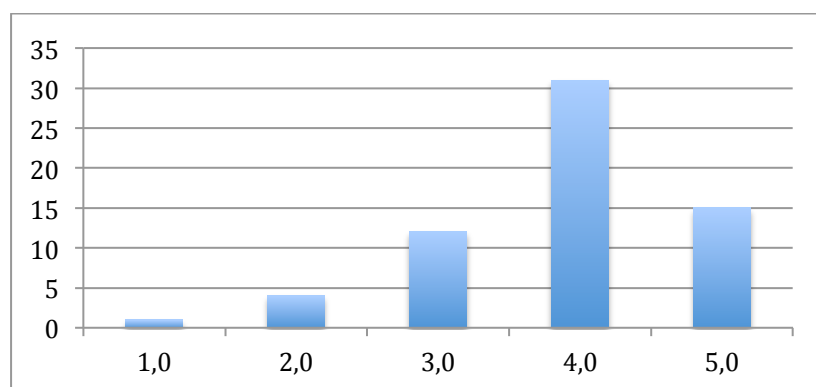
Jeffreyn yksi kahdeksasta sijoituskriteeristä on ”markkinointisuunnitelma ja realistinen reitti markkinoille”. Muissa tutkimuksissa lanseeraus ei ole noussut esiin.

Suomalaiset bisnesenkelit eivät ole pitäneet tekijää merkittävänä. Voisiko syynä olla se, että enkelit voivat auttaa aikaisen vaiheen yrityksiä juuri lanseeraukseen ja markkinointiin liittyvissä haasteissa ja kysymyksissä, ja tästä syystä merkitys päätöksenteossa on vähäinen? Enkeleitähän haetaan täydentämään yrityksen osaamista ja enkelit mielellään osallistuvat yrityksen kehittämiseen. Myös Osnabruggen havainto, että bisnesenkelit ovat aktiivisempia kuin pääomasijoittajat ja korvaavat sijoituskohteidensa puutteita niin omalla osaamisellaan kuin rekrytoimalla osaamista tukisi pohdintaa.

### **Kysymys 18: Markkinoiden koko**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 2.966. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Tulos 2.996 jää kuitenkin vain hiukan merkittävälle kriteerille asetetun raja-arvon alle. Kysymykseen vastanneista 73 % piti markkinoiden kokoa hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä kriteerinä sijoituspäätökselle.

Jeffrey et al. (2009) tutkimus tukee markkinoiden koon merkitystä sijoituspäätöksiä tehtäessä. Tutkimuksen mukaan investointiehdotus hylätään katselmointivaiheessa, jos tuotteelle ei ole suuria markkinoita. Myös Bachher et al. (1999) tutkimuksen mukaan enkelit pitävät välttämättömänä, että markkinat ovat laajat ja markkinoiden kasvupotentiaali on houkutteleva.



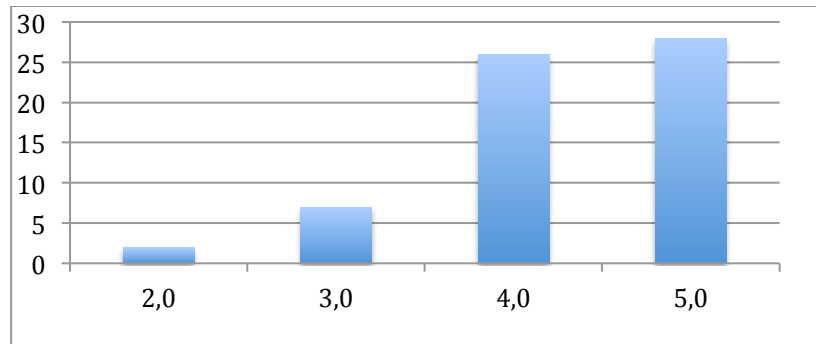
Kuva 23. Markkinoiden koko. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Tulokset eivät yllätä. Vapaassa palautteessa on otettu kantaa markkinoiden kokoon seuraavasti ”positiivisen sijoituspäätöksen edellytys on se, onko markkina kasvava ja kuinka nopeasti, ja mikä on niiden asiakkaiden määrä, jotka voivat hyötyä tuotteesta = markkinoiden koko”.

### **Kysymys 19: Markkinoiden kasvun ja skaalautuvuuden merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 3.483. Tulos

ylittää tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0. Kaikista tutkituista kriteereistä markkinoiden kasvun ja skaalautuvuuden merkitys osoittautui toiseksi tärkeimmäksi kriteeriksi sijoituspäätöstä tehdessä. Peräti 85.7 % vastaajista piti hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä markkinoiden kasvua ja skaalautuvuutta sijoituspäätöstä tehdessä.



Kuva 24. Markkinoiden kasvun ja skaalautuvuuden merkitys sijoituspäätökseen  
Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Jeffrey et al. (2009) on omassa tutkimuksessaan tullut siihen tulokseen, että mikäli tuotteelle ei ole jo katselmointivaiheessa osoitettavissa suuria markkinoita, on se olennainen puute investointiehdotuksessa ja johtaa investointiehdotuksen hylkäykseen. Bachher et al. (1999) on tutkimuksessaan tullut siihen tulokseen, että evaluointivaiheessa bisnesenkelit pitävät välttämättömänä sitä, että markkinat ovat laajat ja markkinoiden kasvupotentiaali on houkutteleva.

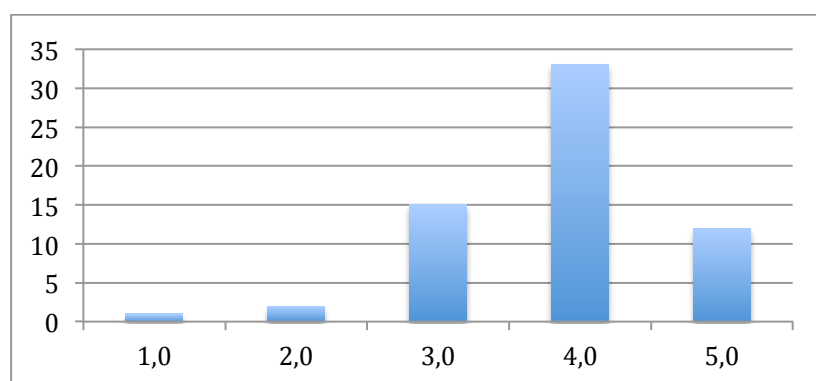
Saadut tulokset ja aikaisemmat tutkimustulokset tukevat näkemystä, että markkinoiden kasvulla ja skaalautuvuudella on kriittinen merkitys bisnesenkeleille sijoituspäätöstä tehdessä.

Ei siis ole ihme, että älypuheliiniin suunnatut pelit ja peliteollisuus yleisesti ovat sijoittajien suuressa suosiossa Suomessa. Laaja skaalautuvuus pienentää tuotteen yksikkökustannusta, jolla on suora vaikutus yrityksen kannattavuuteen.

### **Kysymys 20: Markkinoilla olevan kilpailun merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 3.014. Tulos ylittää tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetetun raja-arvon 3.0. 71.4 % vastaajista piti hyvin tärkeänä tai erittäin tärkeänä markkinoilla olevaa kilpailua sijoituspäätöstä tehdessä.

Bachher et al. (1999) mukaan bisnesenkeli näyttävät suosivan yrityksiä, joilla on laadukkaat tuotteet verrattuna kilpailijoihin. Bachherin tutkimukset osoittavat, että pääomasijoittajat ja bisnesenkeli ovat kiinnostuneita yrityksistä, jotka tyydyttävät markkinatarpeen. Jeffrey et al. (2009) on tutkimuksessaan tullut siihen tulokseen, että katselmointivaiheessa positiivisen sijoituspäätöksen edellytys on, että tuote on asiakkaiden hyväksyttävissä helposti ja että tuote täyttää tiedossa olevien asiakkaiden tarpeet.



Kuva 25. Markkinoilla olevan kilpailun merkitys sijoituspäätökseen.

Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Kilpailua syntyy, kun markkinoilla on tarvetta. Kilpailussa menestyminen edellyttää yritykseltä joko kustannusjohtajuutta tai erilaistumista markkinoilla. Erilaistumisen taustalla on usein innovatiivisuus, joka on myös merkittävä päätöskriteeri.

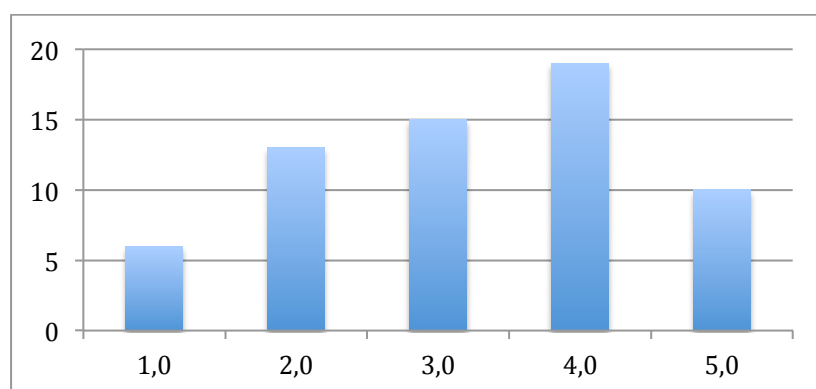
### **Kysymys 21: Exit -suunnitelman merkitys sijoituspäätökseen**

Vastauksista lasketun keskiarvon ja hajonnan erotukseksi saadaan 1.998. Tulos ei ylitä tutkimuksessa merkittävälle kriteerille asetettua raja-arvoa 3.0.

Exit -suunnitelmalla ei siis ole kriittistä merkitystä sijoituspäätöstä tehdessä.

Jeffrey et al. (2009, 219) mukaan investointiehdotus hylätään jo katselmointivaiheessa, mikäli tuotteen tuotto-odotus ja rahoitusmalli ei ole kunnossa. Osnabrugge (2000) on omassa tutkimuksessaan tullut siihen tulokseen, että bisnesenkeli on vähemmän huolestuneita exitistä kuin pääomasijoittajat.

Kyselyn vapaassa palauteosiossa jopa kritisoitiin yrityksiä, joilla on heti alkuvaiheessa exit -suunnitelma. ”En halua sijoittaa Start-up -yrityksiin, joilla on jo ensimmäisenä päivänä exit mielessä. Yleensä koko bisnes on silloin päiväperhonen, joka kuolee, jos exitiä ei tulekaan ennen kuin idea osoittautuu elinkelvottomaksi.” Toisaalta yksi kyselyyn vastanneista sijoittajista kertoi sijoituskriteerikseen mahdollisuuden exitiin, ”on mahdollisuus joskus löytää exit”.



Kuva 26. Exit -suunnitelman merkitys sijoituspäätökseen. Vastausten jakautuminen annettujen painoarvojen mukaan.

Bisnesenkeliä ja pääomasijoittajien näkemykset eroavat toisistaan. Pääomasijoittajien investointipäätös pitää sisällään myös exit -suunnitelman tai tavoitteen. Bisnesenkeli saattaa sijoittaa harrastusmielessä, mutta pääomasijoittajan kaikki toimet liittyvät yrityksen kehittämiseen ja siitä irtautumiseen suunnitellussa aikataulussa. Tulosta voi selittää se, että bisnesenkeli sijoittavat omaa rahaa, kun taas pääomasijoittajat sijoittavat ulkopuolista rahaa, jolle odotetaan tiettyä tuottoa tietyssä aikataulussa. Enkeleille

jää siis vaihtoehdoksi myös pysyvä omistajuus yhtiössä, jolloin tuotto ei ole sidottu exitiin vaan voi tapahtua myös osinkoina.

### **6.3 Tutkimustulosten arviointia**

Tutkimuksessa tutkittiin yhteensä 16 edellä mainittua kriteeriä bisnesenkelin sijoitukselle aikaisen vaiheen yritykseen. Annetuista kriteereistä vain neljä ylitti kriteerin merkittävyydelle asetetun raja-arvon 3.0. Nämä kriteerit olivat seuraavat (raja-arvon ylittävässä järjestyksessä):

1. Ydintiimin merkitys (4.0831)
2. Markkinoiden kasvu ja skaalautuvuus (3.483)
3. Tuotteen tai palvelun innovatiivisuus (3.229)
4. Markkinoilla oleva kilpailu (3.014)

Bachher et al. (1999) on omassa tutkimuksessaan jaotellut sijoituskriteerit kolmeen eri luokkaan, joita ovat yrittäjiin liittyvät tekijät, markkinoihin liittyvät tekijät sekä tuotteeseen tai palveluun liittyvät tekijät. Merkityksellisimmäksi bisnesenkelin sijoituskriteereihin vaikuttaviksi tekijöiksi Bachherin tutkimuksessa nousivat esille tuotteen tai palvelun ominaisuuksiin liittyvät tekijät. (Bachher et al. 1999, 269 – 273)

Tämän tutkimuksen tulokset tukevat tuotteen tai palvelun ominaisuuksien merkittävyyttä bisnesenkelin sijoituspäätöksen kannalta, vaikkakin tässä tutkimuksessa kaksi muuta tekijää nousi korkeammalle. Aikaisen vaiheen yrityksessä kannattaa keskittyä siihen, että tuote tai palvelu on innovatiivinen ja että tuotetta tai palvelua koskeva kuvaus on tarkkaan laadittu.

Merkittävimmäksi tekijäksi tässä tutkimuksessa nousi ydintiimin merkitys. Bachherin tutkimuksessa ydintiimiä ei eroteltu omaksi tekijäkseen yrittäjiin liittyvissä tekijöissä, mistä syystä tutkimustuloksia ei voi suoraan verrata. Merkittäviä sijoituspäätökseen vaikuttavia tekijöitä Bachherin tutkimuksen mukaan olivat kuitenkin yrittäjän tuntemus tuotteesta ja markkinasta sekä

yrittäjien sitoutuneisuus. (Bachher et al. 1999, 269 – 273)

Tässä tutkimuksessa nousivat merkittäviksi tekijöiksi myös kaksi markkinoihin liittyvää tekijää eli markkinoiden kasvu ja skaalautuvuus sekä markkinoilla oleva kilpailu. Bacherin tutkimuksessa markkinoihin liittyvistä tekijöistä merkittävin on ollut juuri markkinan kasvumahdollisuudet. Markkinoihin liittyvistä tekijöistä Bachherin tutkimuksessa nousi esille se, että tuote tyydyttää olemassa olevan markkinatarpeen, mikä liittyy läheisesti myös markkinalla olevaan kilpailuun. (Bachher et al. 1999, 269 – 273)

Soveltaen Bachher et al. (1999) esittämää jaottelua kyselyssä mainitut sijoituskriteerit voidaan jaotella seuraavan taulukon mukaisesti:



Taulukko 2. Tutkimustulosten ryhmittely.

<b>SIJOITUSKRITEERI</b>	<b>ARVO</b>
<b>Yrittäjiin liittyvät tekijät</b>	
Ydintiimin merkitys	4.0831
Yrittäjän aikaisempi kokemus liiketoiminta-alueelta	2.982
Mahdollisuus hyödyntää omaa ammattitaitoa ja verkostoja yrityksen kehittämisessä	2.876
Tuttu suositellut sijoituskohdetta	2.2408
<b>Tuotteeseen tai palveluun liittyvät tekijät</b>	
Tuotteen tai palvelun innovatiivisuus	3.229
Sijoituskohteella on kanssasijoittajia	2.876
Arvioitu sijoitetun pääoman tuotto	2.683
Tuotteen tai palvelun kehitysvaihe	2.437
Tuotteen immateriaalioikeudet tai suojattavuus	2.100
Exit –suunnitelma	1.998
Yrityksen maantieteellinen sijainti	1.601
<b>Markkinoihin liittyvät tekijät</b>	
Markkinoiden kasvu ja skaalautuvuus	3.483
Markkinoilla oleva kilpailu	3.014
Markkinoiden koko	2.966
Tuotteen tai palvelun lanseeraussuunnitelma	2.3551
Markkinatutkimusten tulokset	1.782

## 7 JATKOTOIMENPITEET JA SUOSITUKSET

Aikaisen vaiheen rahoitusta on Suomessa saatavilla vain niukasti. Lisäksi Suomessa on vain hyvin rajallinen määrä sijoittajia, jotka sijoittavat aikaisen vaiheen yrityksiin. Näistä merkittävimpiä ovat bisnesenkelit, joiden osallistuminen aikaisen vaiheen yrityksen rahoitukseen on usein myös edellytys julkisen pääoman saamiselle.

Erityisen vaikea tilanne on nuorilla innovatiivisilla siemenvaiheen yrityksillä. Tutkimuksessa kävi ilmi, että bisnesenkelit pitävät tiettyjä yrittäjiin, yrityksen tuotteeseen tai palveluun ja markkinoihin liittyviä tekijöitä erityisen tärkeinä harkitessaan sijoituksia aikaisen vaiheen yrityksiin. Näiden tekijöiden ymmärtäminen helpottaa sijoitusten saamista aikaisen vaiheen yrityksiin. Siksi on erityisen tärkeää, että yrittäjät ymmärtävät, mitkä nämä tekijät ovat ja miten aikaisessa vaiheessa voidaan kohdistaa toimenpiteet näiden tekijöiden olemassaolon varmistamiseen.

Tutkimuksessa kävi myös ilmi, että bisnesenkeliin tekemien sijoitusten määrä aikaisen vaiheen yrityksiin on suhteellisen alhainen.

Jatkotutkimuksessa olisikin erityisen tärkeä keskittyä toisaalta siihen, että aikaisen vaiheen yrittäjille löytyy ajantasaista tietoa siitä, millä kriteereillä bisnesenkelit valitsevat sijoituskohteensa ja toisaalta siihen, millä keinoin sijoitusten määrää ja rahallista arvoa voitaisiin lisätä.

Tämä tutkimus on valittu ajatellen tutkimuksen toistettavuutta. Muutaman vuoden välein toistettava tutkimus sijoituskriteereistä ja tulosten julkaiseminen palvelisi aikaisen vaiheen yrityksissä mukana olevia luomalla ymmärrystä bisnesenkeliin sijoituskriteereistä ja tavoitteista ja samalla nostaisi esille mahdollisia muutostarpeita aikaisen vaiheen yrityksessä. Samassa yhteydessä myös kriteereissä tapahtuvat muutokset nousisivat esille.

Aikaisen vaiheen rahoituksen lisäämiseksi olisi tärkeää tutkia, millä keinoin rahoituksen määrää ja sijoitusaktiivisuutta voisi lisätä ja löytyisikö bisnesenkeliä ja julkisten pääomasijoittajien lisäksi muita rahoittajatahoja. Tutkimuksella olisi varmasti myös laajempaa kansantaloudellista merkitystä ottaen huomioon kasvuhakuisten ja innovatiivisten yritysten merkittävä vaikutus uusien työpaikkojen luomisessa.

## 8 YHTEENVETO

Työn tavoitteena oli selvittää bisnesenkeliä sijoituskriteerit aikaisen vaiheen yrityksiin sekä selvittää bisnesenkeliä sijoitusaktiivisuutta. Työssä tutkittiin suomalaisia bisnesenkeleitä, jotka tavoitettiin järjestöjen kautta. Tutkimusaineisto kerättiin strukturoidulla kyselylomakkeella ja 63 sijoittajaa vastasi kyselyyn.

63 kyselyyn vastanneesta bisnesenkelistä 57 bisnesenkeliä eli 90,5 % oli sijoittanut viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen vaiheen yrityksiin. Kolmen vuoden aikana 63 bisnesenkeliä oli tehnyt yhteensä 222 sijoitusta eli keskimäärin 3,5 sijoitusta / bisnesenkeli.

Tutkimuksessa tutkittiin yhteensä 16 kriteeriä businessenkeliä sijoitukselle aikaisen vaiheen yritykseen. Annetuista kriteereistä vain neljä ylitti kriteerin merkittävyydelle asetetun raja-arvon 3.0. Nämä kriteerit olivat seuraavat (raja-arvon ylittävissä järjestyksessä):

1. Ydintiimin merkitys (4.0831)
2. Markkinoiden kasvu ja skaalautuvuus (3.483)
3. Tuotteen tai palvelun innovatiivisuus (3.229)
4. Markkinoilla oleva kilpailu (3.014)

Sijoituskriteerien ymmärtäminen on keskeistä aikaisen vaiheen yritysten hakiessa ulkopuolista rahoitusta. Jatkotutkimuksessa olisi tärkeää huolehtia siitä, että aikaisen vaiheen yrityksillä on käytössään ajantasainen tieto bisnesenkeliä sijoituskriteereistä.

## LÄHTEET

1. Ahokas M. (toim). 2009. Ohjelmistoyrittäjät Ry ja Teknologiateollisuus Ry., Ohjelmistoyritysten rahoitusopas, 2009.
2. Bachher J.S., Diaz de Leo'n E., Guild P.D. 1999. Decision criteria used by investors to screen technology based ventures, University of Waterloo; Ontario, Canada 1999.
3. Bachher J.S. 2000. Venture Capitalists' investment criteria in Technology-based new ventures, University of Waterloo; Ontario, Canada 2000.
4. Backholm, A. 1999. Corporate Venturing: An Overview. Helsinki University of Technology, Department of Industrial Engineering and Management, Institute of Strategy and International Business. Working paper series 1999 /1. [viitattu 2.5.2014].  
Saatavissa: [http://tuta.aalto.fi/fi/tutkimus/strateginen\\_johtaminen/julkaisut/tyopaperit/backholm\\_wp\\_1999\\_1.pdf](http://tuta.aalto.fi/fi/tutkimus/strateginen_johtaminen/julkaisut/tyopaperit/backholm_wp_1999_1.pdf)
5. Cumming D. J. toim. 2010. Venture Capital Investment Strategies, Structures and Policies, The Robert W. Kolb series in Finance, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, USA 2010.
6. European Private & Venture Capital Association. 2007. Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs. An EVCA Special Paper – November 2007. [viitattu 28.2.2014]. Saatavissa: <http://evca.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
7. Finnish Business Angels Network. 2011. Bisnesenkisijoittajaksi? Miksi lähteä mukaan sijoittamaan? [viitattu 28.2.2014].  
Saatavissa: <https://www.fiban.org/bisnesenkisijoittajaksi>
8. Finnish Business Angels Network. 2014. Bisnesenkeliaktiivisuus 2013. [viitattu 28.2.2014]. Saatavissa: <https://www.fiban.org/bisnesenkeliaktiivisuus-2013>
9. Finnish Venture Capital Association. 2014. Pääomasijoittaminen suomessa 2013, Alustavat tilastot. [viitattu 28.2.2014].  
Saatavissa: <http://www.fvca.fi/tietokeskus/tilastot/2013>
10. Finnish Venture Capital Association. 2012. VC/PE Industry in Finland 2011.

11. Finnish Venture Capital Association 2014. [viitattu 7.5.2014].  
Saataavissa: [http://fvca.fi/yrittajalle/toimiala\\_suomessa](http://fvca.fi/yrittajalle/toimiala_suomessa)
12. Finnvera 2014. [viitattu 7.5.2014].  
Saataavissa: <http://www.finnvera.fi/paaomasijoitukset/Toimintamalli>  
Saataavissa:  
<http://www.finnvera.fi/paaomasijoitukset/Toimintamalli/Yrittajalle/Sijoituskriteerit>
13. Greenstep Oy / Rahoituskone.fi [viitattu 12.4.2014].  
Saataavissa: <http://rahoituskone.fi/missa-suomen-enkelisijoittajat-piileskelevat/>
14. Hidén P., Tähtinen J. 2005. Pääomasijoitusrahastot ja niiden toiminta, Talentum, Helsinki, 2005.
15. Jeffrey, S.A., Levesque, M., Maxwell, A.L., 2009. Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing* 26, 2011, s.212-225.
16. Kerr W.R., Lerner J., Schoar A. 2010. The consequences of Entrepreneurial Finance: A Regression Discontinuity Analysis, Harvard Business School, Working Paper 10-086.
17. Koski T. 2000. Success Potential of A Venture Capital Investment, Helsinki School of Economics and Administration – HeSE print 2000.
18. Kuusela S. 2013. Hupparihörhö ja bisnesmies opas startup – kulttuurin ymmärtämiseen. Taloustieto Oy, Helsinki 2013.
19. Lange K., Julian E., Leleux B. F., Surlemont B. 2003. Risk Angel Networks for 21st Century: A Review of Best Practices in Europe and USA, Management of Technology: Growth through Business Innovation and Entrepreneurship, Elsevier Science limited.
20. Lauriala J., 2004. Pääomasijoittaminen. Helsinki: Edita Prima Oy 2004.
21. Leiviskä P. 2014. Kauppalehti 5.2.2014, s. B16-17.
22. Lerner J., Hardyman F., Leamon A. 2005. Venture Capital and Private Equity, A Casebook, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., USA 2005.
23. Lerner J. 2013. How Corporate Venture Capital Helps Firms Explore New Territory [viitattu 2.5.2014].  
Saataavissa: <http://blogs.hbr.org/2013/09/how-corporate-venture-capital>
24. Länsipuro H. 2011. Pääomasijoitusopas pk-yrityksille. Rakennemuutostoimisto. [viitattu 28.2.2014]. Saataavissa:

<http://www.turku.fi/public/download.aspx?ID=133999&GUID=%7BDECA09A5-C3A0-4B9B-973B-106FC335A686%7D>

25. Maula M., Murray G., Jääskeläinen M. 2006. Public Financing of Young Innovative Companies in Finland. MTI Publications 3/2007.
26. MTV3 2014. [viitattu 12.5.2014].  
Saatavissa: <http://www.mtv.fi/uutiset/talous/artikkeli/nokia-perustaa-tekniikka-rahaston-miljoonia-euroja-alyautojen-kehitykseen/3342128>
27. Nikk K. N. 2012. Strategy-performance approach to Venture Capital Finance process: Introduction of a new strategy-performance innovation model for VCF context, Aalto University publication series Business + Economy 2/2012
28. Rainio, E. 2009. Kasvuyritysten toimintaedellytysten parantaminen ja rahoituksen tehostaminen. Valtiovarainministeriön julkaisuja 8/2009. [viitattu 28.2.2014].  
Saatavissa: [http://www.fvca.fi/files/32/Valtiovarainministerio\\_kasvuyritykset.pdf](http://www.fvca.fi/files/32/Valtiovarainministerio_kasvuyritykset.pdf)
29. Saarinen J. 2014. Helsingin Sanomat 25.2.2014, s. A28-29.
30. Suomen Pääomasijoitusyhdistys Ry ja PricewaterhouseCoopers. 2006.  
Pääomasijoitus-avain yrityksen kasvuun. [viitattu 28.2.2013]. Saatavissa: [http://www.fvca.fi/files/12/FVCA\\_opas\\_2006.pdf](http://www.fvca.fi/files/12/FVCA_opas_2006.pdf)
31. Talouselämä 2013. [viitattu 28.2.2014].  
Saatavissa: <http://www.talouselama.fi/Kasvuyritykset/paaomasijoittajat+vetaytyivat+siemenrahoituksesta/a2200195>
32. Teollisuussijoitus 2014. [viitattu 7.5.2014].  
Saatavissa: <http://www.teollisuussijoitus.fi/sijoitustoiminta>
33. Van Osnabrugge, M. 2000. A comparison of business angel and venture-capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. Venture Capital, 2000, Vol. 2, No. 2, s. 91-109.

## **LIITE 1. Kysely mukailtuna Google Docs Forms -ohjelmasta**

### **BISNESENKELIEN SIJOITUSKRITEERIT**

Hei

Opiskelen Lappeenrannan teknillisen yliopiston tuotantotalouden linjalla. Teen diplomityötä, jonka aiheena on bisnesenkeliin sijoituskohteiden valintakriteerit.

Eryteisesti tarkastelen sijoituksia yrityksiin niiden siemenvaiheessa, käynnistysvaiheessa ja aikaisen kasvun vaiheessa.

Vastauksesi tähän kyselyyn auttaa minua tutkimuksessani.

Lomakkeen täyttäminen vie noin kolme minuuttia. Pyydän, että vastaat kyselyyn 4.4.2014 mennessä.

Löydät kyselyn osoitteesta

[https://docs.google.com/forms/d/1gTH\\_PFO8yKerAdjtaZqg3lUtPd5-ofq3hiI96HpwSQw/viewform](https://docs.google.com/forms/d/1gTH_PFO8yKerAdjtaZqg3lUtPd5-ofq3hiI96HpwSQw/viewform)

Mikäli olet kiinnostunut tutkimuksen tuloksista, ole hyvä ja liitä kyselyn loppuun sähköpostiosoitteesi.

Jos sinulla on lomakkeeseen liittyvää kysyttävää, tavoitat minut sähköpostilla osoitteesta [mikko.jarvinen@lut.fi](mailto:mikko.jarvinen@lut.fi)

Ystävällisin terveisin,

Mikko Järvinen

**(jatkuu)**



## **LIITE 1. Kysely mukailtuna Google Docs Forms -ohjelmasta (jatkuu)**

### **SIJOITUSAKTIIVISUUS**

Tämä osio käsittelee bisnesenkelin sijoitusaktiivisuutta aikaisen vaiheen yrityksiin.

Aikaisen vaiheen yrityksillä tässä kyselyssä tarkoitetaan siemenvaiheessa, käynnistysvaiheessa ja aikaisen kasvun vaiheessa olevia yrityksiä.

#### **1. Oletko sijoittanut viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen vaiheen yrityksiin?**

Kyllä

Ei

#### **2. Kuinka monta sijoituksistasi olet tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana siemenvaiheen yrityksiin?**

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

---

kpl

kpl tai enemmän

---

#### **3. Kuinka monta sijoituksistasi olet tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana startup -vaiheen yrityksiin?**

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

---

kpl

kpl tai enemmän

---

#### **4. Kuinka monta sijoituksistasi olet tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana aikaisen kasvun -vaiheen yrityksiin?**

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

---

kpl

kpl tai enemmän

---

#### **5. Kuinka suuri on keskimääräinen kertosijoituksesi aikaisen kasvun -vaiheen yrityksiin?**

1 - 10.000 euroa 10.001 - 20.000 euroa 20.001 - 30.000 euroa 30.001 - 40.000 euroa 40.001 - 50.000 euroa > 50.000 euroa

**(jatkuu)**

## **LIITE 1. Kysely mukailtuna Google Docs Forms -ohjelmasta (jatkuu)**

### **SIJOITUSKRITEERIT**

Tämä osio käsittelee sitä, millä kriteereillä bisnesenkelit valitsevat sijoituskohteensa.

Ole hyvä ja vastaa alla oleviin kysymyksiin käyttäen seuraavaa asteikkoa.

1= ei tärkeä

2= melko tärkeä

3= tärkeä

4= hyvin tärkeä

5= erittäin tärkeä

### **6. Mahdollisuus hyödyntää omaa ammattitaitoa ja verkostoja yrityksen kehittämisessä**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### **7. Yrityksen maantieteellisen sijainnin merkitys sijoituspäätökseen**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### **8. Joku tuttu on suositellut sijoituskohdetta**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### **9. Sijoituskohteella on jo kanssasijoittajia**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

**(jatkuu)**

## **LIITE 1. Kysely mukailtuna Google Docs Forms -ohjelmasta (jatkuu)**

### **10. Arvioitu sijoitetun pääoman tuotto**

1 2 3 4 5

---

pieni merkitys suuri merkitys

---

### **11. Ydintiimin merkitys sijoituspäätökseen**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä erittäin tärkeä

---

### **12. Yrittäjien aikaisempi kokemus liiketoiminta-alueelta**

1 2 3 4 5

---

vähäinen merkitys suuri merkitys

---

### **13. Tuotteen tai palvelun innovatiivisuus**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä erittäin tärkeä

---

### **14. Tuotteen tai palvelun kehitysvaiheen merkitys sijoituspäätöksen**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä erittäin tärkeä

---

### **15. Tuotteen immateriaalioikeuksien tai tuotteen suojattavuuden merkitys sijoituspäätökseen**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä erittäin tärkeä

---

### **16. Markkinatutkimuksen tulosten merkitys sijoituspäätökseen**

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä erittäin tärkeä

---

**(jatkuu)**

## LIITE 1. Kysely mukailtuna Google Docs Forms -ohjelmasta (jatkuu)

### 17. Tuotteen tai palvelun lanseeraussuunnitelman merkitys sijoituspäätökseen

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### 18. Markkinoiden koko

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### 19. Markkinoiden kasvun ja skaalautuvuuden merkitys sijoituspäätökseen

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### 20. Markkinoilla olevan kilpailun merkitys sijoituspäätökseen\*

#### Pakollinen

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

### 21. Exit-suunnitelman merkitys sijoituspäätökseen\*

#### Pakollinen

1 2 3 4 5

---

ei tärkeä

erittäin tärkeä

---

#### Vapaa palaute

Tähän voit antaa vapaata palautetta edellä esitettyihin kysymyksiin tai kyselyyn.

#### Yhteystiedot

Jätä sähköpostiosoitteesi, mikäli haluat tietoa tutkimuksen tuloksista.