

## Enkelisijoittajien sijoituskriteerit startup-yrityksissä Suomessa

Katariina Suominen



<b>Tekijä(t)</b> Katariina Suominen	
<b>Koulutusohjelma</b> Liiketalouden koulutusohjelma (HELI)	
<b>Opinnäytetyön nimi</b> Enkelisijoittajien sijoituskriteerit startup-yrityksissä Suomessa	<b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 36 + 2
<p>Enkelisijoittajat ja startup-yritykset ovat olleet paljon pinnalla viime vuosina. Huonon taloudellisen tilanteen takia kannustetaan perustamaan uusia yrityksiä ja näin elvyttämään kansantaloutta. Enkelisijoittajien määrä on kasvanut vuosi vuodelta ja sijoitussummat startup-yrityksiin jatkavat kasvuaan. On Slushia ja FiBAN:ia, jotka valloittavat mediatilaa yhä enenevässä määrin. Elämme tällä hetkellä startup kuplassa. Kukaan ei ole voinut välttyä tältä hypetykseltä. Onkin erikoista, että startup-yrityksiä rahoittavat enkelisijoittajat ottavat ja pysyvät salaperäisinä. Tämän takia on mielenkiintoista sukeltaa vaihteeksi enkelisijoittajien saappaisiin ja ottaa selvää heidän sijoitusmetodeistaan.</p> <p>Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli kartoittaa enkelisijoittajien sijoituskriteereitä suomalaisissa startup-yrityksissä ja ymmärtää paremmin heidän sijoituskäyttäytymistään. Tutkimuksen taustana vaikuttaa oma mielenkiinto enkelisijoittajia kohtaan harjoittelupaikan vuoksi.</p> <p>Teoriaosuudessa ensimmäisessä luvussa käydään läpi startup-yritysten näkökulman kautta, miten saada enkelisijoitus. Tämä luku tuo perspektiiviä seuraavaan enkelisijoittajien lukuun, jossa kerrotaan taas enkeleiden kannalta enkelisijoittamisesta, sijoituskriteereistä sekä sijoitusprosessista yleensä.</p> <p>Tutkimus toteutettiin keväällä 2017 laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena. Aineiston keräämisessä käytettiin puolistrukturoitua haastattelua. Haastateltavia oli kaksi enkelisijoittajaa ja haastattelun tavoitteena oli selvittää enkelisijoittajien sijoituskriteerit startup-yrityksissä ja saada taustatietoa tukemaan vastauksia.</p> <p>Tutkimustulokset ovat esitelty kolmen haastatteluosion mukaan, jotka ovat perustiedot enkelisijoittajista, sijoituskriteerit ja rahoitus sekä tuotto. Tutkimustulokset nostivat hyvän tiimin ja erinomaisen liikeidean tärkeimmiksi ominaispiirteiksi, kun mietitään sijoituksen tekemistä startup-yritykseen. Lisäksi tiimin kyky kestää vastoinkäymisiä ja yrityksen skaalautuvuus olivat tekijöitä, joihin enkelisijoittajat kiinnittävät huomiota.</p> <p>Tutkimustuloksien perusteella on muodostettu johtopäätökset, joita on perusteltu teoriaosuuden avulla. Enkelisijoittajien sijoituskriteerit vaihtelevat enkelin henkilökohtaisten mieltymysten mukaan. Jokaisella enkelisijoittajalla on erilainen tausta, työkokemus ja persoona, jotka vaikuttavat otettavaan riskiin ja sijoituspäätökseen koskien startup-yritystä. Vaikka sijoituskriteerit vaihtelevat, on yksi asia, johon jokainen enkeli pyrkii systemaattisesti: Hyvän sijoituksen tekemiseen ja suuren voiton tuottoon. Enkelisijoittajat saavat mielihyvää tuodessaan osaa mistään startup-yrityksiin, mutta kukaan ei lähde sijoittamaan vain hyvää hyvyttään.</p>	
<b>Asiasanat</b> Enkelisijoittaja, startup-yritykset, sijoituskriteerit, enkelisijoitus, alkurahoitus	

## Sisällys

1	Johdanto .....	1
1.1	Tutkimuksen tavoitteet .....	3
1.2	Käsitteet.....	3
2	Startup- yritys.....	4
2.1	Startup-yritysten alkurahoitus.....	4
2.2	Enkelisijoituksen hakeminen ja sen löytäminen.....	5
2.3	Myyntipuhe eli pitch .....	7
2.4	Miten saada enkelisijoitus? .....	8
2.4.1	Tiimin täydellisyys .....	9
2.4.2	Markkinoiden mahdollisuus .....	10
2.4.3	Yrityksen kilpailuetu .....	11
2.4.4	Tuote, palvelu ja teknologia.....	12
2.4.5	Startup-yrityksen arvonmääritys .....	13
2.4.6	Onko sijoitus houkutteleva .....	14
2.4.7	Startup-yrityksen saavutukset .....	15
3	Enkelisijoittaminen .....	17
3.1	Keitä enkelisijoittajat ovat? .....	17
3.2	Sijoituskriteerit.....	20
3.3	Mihin enkelisijoittajat sijoittavat? .....	21
3.4	Enkelisijoitusprosessi .....	23
3.4.1	Sijoituskohteiden etsintä.....	23
3.4.2	Kohteiden valinta.....	24
3.4.3	Kohteiden analysointi .....	24
3.4.4	Sijoituksen päätösneuvottelut.....	24
3.5	Sijoitettava rahasumma.....	25
3.6	Useat rahoituskierrokset .....	26
3.7	Exit-startegia ja sijoitetun pääoman tuotto.....	27
4	Venture capital -sijoittajat eli pääomasijoittajat .....	28
4.1	Mihin enkelisijoittajia tarvitaan? .....	29
4.2	Onko venture capital -sijoitus välttämätön? .....	30
5	Tutkimus .....	32
5.1	Tutkimuksen toteutus .....	32
5.2	Tutkimustulokset .....	33
6	Pohdinta.....	37
6.1	Tutkimuksen luotettavuus .....	38
6.2	Eettiset näkökohdat .....	39
6.3	Kehittämis- ja jatkotutkimusehdotukset .....	39
6.4	Oman oppimisen arviointi.....	40

Lähteet .....	42
Liite 1. Haastatteluiden kysymykset .....	45

# 1 Johdanto

Startup-yritykset ovat olleet muutaman vuoden erittäin pinnalla ja nykyään on ihme, jos startup-käsite on kokonaan tuntematon. Helsingin Sanomat julkaisi maaliskuussa uutisen FiBAN:n (Suomalainen yksityissijoittajayhdistys, jonka tavoitteena on edistää yksityishenkilöiden sijoitusten tekemistä listaamattomiin potentiaalsiin kasvuyrityksiin) ja Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA:n yhteisestä tiedotustilaisuudesta, jossa kerrottiin suomalaisten startup-yritysten saaneen 42 prosenttia enemmän rahoitusta kuin vuonna 2015. Bisnesenkeleiden sijoituksia oli yhteensä 53 miljoonaa. FiBAN:n puheenjohtajan Torsti Tenhusen mukaan siemenvaiheen rahoituksessa Suomi on suhteellisesti ”enkelisijoituksessa aidosti maailman paras”. Tenhusen myös mainitsee: ”Suomalaiset enkelisijoittajat ovat oppineet sijoittamaan ja luottamaan omaan asiantuntemukseensa.” (Helsingin Sanomat, 13.3.2017.)

Tutkimukset osoittavat, että startup-yritykset, joissa on mukana enkelisijoittaja menestyvät, luovat enemmän työpaikkoja ja omaavat suuremman mahdollisuuden menestykselliseen exitiin (irtautuminen yhtiöstä) kuin yritykset, joissa sellaista ei ole. Enkelisijoittajan mukana olo auttaa yritystä löytämään uusia sijoittajia uusille rahoituskerroksille ja he luovat lisäarvoa yritykselle. On siis monella tapaa startup-yrityksien etu, jos he saavat enkelisijoituksen ja siksi enkeleiden sijoituskäyttäytymisestä ja sijoituskriteereistä kannattaa olla perillä. (Laurent Belsie 2015.)

Slush on vuodesta 2008 järjestetty kansainvälinen teknologia- ja kasvuyritystapahtuma, jossa pyritään saamaan uusia maailmanvalloittajahaluisia yrityksiä eteenpäin. Slush on paikka, jossa startup-yritykset ja sijoittajat kohtaavat. (Slush 2017.) Slush on startup yritysten Mekka. Joka vuosi, kun Slush järjestetään, media on täynnä erilaisia uutisia uusista startup-yrityksistä ja teknologioista. Menestymisen halu on kova ja se näkyy. On hienoa ja mielenkiintoista seurata uusia alkavia yrityksiä. Startup ”hypetys” tai oikeastaan startup kupla on ollut olemassa jo vuosia, mutta yksi asia ei ole juurikaan muuttunut. Enkelisijoittajien taka-alalla pysyttely ja jopa salaperäisyys. Silloin tällöin enkelisijoittajistakin tehdään artikkeleita, mutta tietääkö kukaan oikeasti, mitä enkeleiden päässä liikkuu, kun puhutaan sijoittamisesta. Kuinka moni pystyy nimeämään edes jonkun enkelisijoittajan?

Aihe on erittäin ajankohtainen, koska enkelisijoittajien sijoituskriteereistä on niukasti saatavilla tietoa ja yritysten rahoituskanavat ovat vaikeutuneet talouskriisin takia. Aikaisemmat tutkimukset ovat keskittyneet startup-yritysten rahoituksen hakemiseen, joten enkelisijoittajien näkökulma on enemmän kuin tervetullut.

Startup-yrityksillä ja yleensä alkavilla yrityksillä saattaa olla hyvä liikeidea, mutta pääoma puuttuu. Startup-yritysten on vaikeaa saada rahoitusta lainoittamalla, koska heiltä puuttuu tilinpäätöstietoja, eikä heillä ole välttämättä ollenkaan kassavirtaa. Jossain vaiheessa yrittäjien omat rahat loppuvat ja sukulaistenkin rahahanat menevät kiinni. Silloin kuvioon tarvitaan enkelisijoittaja. Seuraava kysymys onkin, kuinka saada enkelisijoitus?

Startup-yrityksiä on paljon ja uusia syntyy jatkuvasti. Enkelisijoittajat eivät sijoita jokaiseen hyvältä kuulostavaan ideaan, vaan etsivät ne parhaimmat. Enkelisijoittajillakaan ei ole rajattomasti pääomaa, jota sijoitella päättömästi eri paikkoihin, vaikka mielettömiäkin sijoituksia tehdään. Startup-yritysten on hyvä tietää, minkälaisia sijoituskriteereitä enkeleillä on, kun he miettivät sijoituksen tekemistä. Ymmärtämällä enkelisijoittajien motivaatioita, lisää se yrityksen menestymisen todennäköisyyttä saataessa oikeanlaista ei-taloudellista pääomaa. Enkeleiden päätösprosessin tunteminen on myös tärkeää. Startup-yritys voi hyväksikäyttää tietoja ideoimalla erinomaisen pitch-puheen (lyhyt myyntipuhe), joka on suunniteltu enkelisijoittajien intressejä silmällä pitäen, korostaa tekijöitä, jotka ovat enkeleiden mielestä tärkeitä ja vastaamaan enkelin esittämiin kysymyksiin oikealla tavalla.

Yrittäjä, joka ymmärtää enkelisijoittajan näkökulman sijoituksen tekemisestä eli tietää, että enkeli ottaa ison riskin ja tämän takia odottaa sijoitukselta myös suurta voittoa, vaikuttaa positiivisesti yrittäjän ja enkelin väliseen yhteistyöhön. Tätä kautta he pystyvät vaikuttamaan joltain osin omaan potentiaaliinsa tai ainakin välttämään pahimmat sudenkuopat enkeleiden keskuudessa.

Tässä tutkimuksessa yhdistyvät rahoituksen ja enkelisijoittajien sekä startup-yrittäjyyden konteksti. Rahoituksen ja enkelisijoittajien näkökulma tulee esille, kun pohditaan enkelisijoittajien sijoituskäyttäytymistä ja sijoituskriteereitä. Enkelisijoittaminen on pohjimmiltaan rahoituksen tarjoamista ja siitä korvauksen saamista tuoton realisoimisen eli exitin muodossa. Startup-yritykset ovat tutkimuksen oleellinen osa, koska enkelisijoittajat sijoittavat tavallisesti aikaisen vaiheen yrityksiin, jolloin tuottomahdollisuudet ovat suurimmat, tosin niin myös riskit.

Tutkimus on rajattu koskemaan enkelisijoittajien sijoituskriteereitä startup-yrityksissä. Lisäksi tutkimuksessa sivutaan enkelisijoittajien sijoituskäyttäytymistä. Tutkimuksessa ei käsitellä muita pääomasijoittajia. Venture Capital sijoittajat mainitaan, koska ne liittyvät enkelisijoittajien sijoituskriteereihin. Tutkimuksesta on rajattu ulkopuolelle muut enkelisijoitusta hakevat yritykset kuin startup-yritykset.

## 1.1 Tutkimuksen tavoitteet

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää enkelisijoittajien sijoituskriteereitä ja sijoituskäyttäytymistä ja sitä kautta auttaa startup-yrityksiä ymmärtämään, mitä heidän tulee ottaa huomioon hakiessaan enkelisijoitusta. Tämän tutkimuksen tavoitteena on sitä kautta parantaa startup-yrityksien mahdollisuuksia löytää sopivia enkelisijoittajia itselleen. Tutkimuksessa paneudutaan aiheesta aiemmin julkaistuun kirjallisuuteen, tutkimuksiin ja muihin teksteihin sekä käsitellään niiden tuottamia tuloksia. Empiirisessä osassa teoriapohjaa verrataan haastattelujen avulla saatavaan tutkimusmateriaaliin.

Toisena tavoitteena on pohtia, toimivatko nämä yleisesti käytetyt sijoituskriteerit käytännössä enkelisijoittajien sijoituskäyttäytymisessä. Onko enkelisijoittajilla todella samat sijoituskriteerit ja sijoituskäyttäytyminen kuin kirjallisuudessa ja muissa teksteissä kerrotaan.

## 1.2 Käsitteet

Kaksi tärkeintä käsitettä ovat tässä tutkimuksessa startup-yritys ja enkelisijoittaja. Startup-yritys on alkava yritys, joka hakee nopeaa kasvua ja kansainvälistymistä ulkopuolisella rahoituksella. Enkelisijoittaja tai toiselta nimitykseltään bisnesenkeli taas sijoittaa omaa rahaansa startup-yritykseen ja saa sitä kautta osuuden yrityksestä.

Skaalautuvuus tarkoittaa, että yrityksellä on potentiaalia moninkertaistaa tuotonsa ilman, että kulut nousevat samassa suhteessa. Esimerkiksi pelialan yritys pystyy myymään peliä globaalisti ilman, että joka maahan täytyy perustaa oma toimipiste, joten kiinteät kulut pysyvät vähäisinä verrattuna tuottojen kasvuun.

Valuaatiolla tarkoitetaan startup-yrityksen arvonmäärittystä, joka voidaan selvittää usealla eri metodilla. Tarkoituksena on arvioida yrityksen hinta, jotta pystytään neuvottelemaan enkelisijoittajan saamasta osuudesta tietyllä summalla.

Diluutiolla tarkoitetaan osakkeenomistajan omistuksen suhteellisen määrän vähenemistä esimerkiksi jatkorahoituksen saamisen myötä. Kun yrityksen valuaatio nousee tasaisesti, enkelisijoittajien omistusosuus prosentteina pienentyy, mutta sijoituksen arvo nousee, koska hinta per osake jatkaa nousemistaan.

Venture Capital -sijoittajat eli pääomasijoittajat ovat ammattimaisia pääomasijoitusrahastojen haltioita, jotka sijoittavat muiden rahaa listautumattomiin yrityksiin.

## 2 Startup- yritys

Mikä on startup-yritys? Kuinka se määritellään? Jos etsii määritelmää Internetistä, voi huomata, että erilaisia käsityksiä on yhtä paljon kuin erilaisia startup-yrityksiä. Jokainen yrittäjä määrittelee itse omien kokemustensa ja ajatusmaailmansa pohjalta, mikä startup-yritys on. Yrittäjät ottavat kaiken hyödyn ”hypetyksestä” ja saattavat määritellä itsensä startup-yrittäjiksi, vaikka mikään tekijä ei yhdistäisi heitä siksi. Hyviäkin määritelmiä on esimerkiksi Neil Blumenthalin, joka on Warby Parkerin toimitusjohtaja. Hän sanoo, ”Startup on yritys, jossa pyritään ratkaisemaan ongelma, johon ei ole itsestään selvää ratkaisua, eikä menestys ole taattu” (Robehmed 16.12.2013.). Toinen mielenkiintoinen määritelmä on Jan Koumilta, joka on yksi WhatsAppin perustajista. Hänen mielestään startup-yritys ei ole sidoksissa aikaan. ”Yrityksemme on viisi vuotta vanha, mutta kehitymme ja teemme päätöksiä nopeasti sekä rakennamme tuotteita, joten olemme vielä startup-yritys” (Shontell 27.2.2014.).

Mielipiteitä on monia, mutta pääelementtinä säilyy yrityksen kyky kasvaa. Erityisesti startup-yrityksissä tärkeää on skaalautuvuus. Tuotetta tai palvelua täytyy pystyä myymään todella isolle markkinalle. Skaalautuvuuteen kuuluu myös se, että yrityksellä on potentiaalia moninkertaistaa tuottonsa ilman, että kulut nousevat samassa suhteessa. (Zwilling 6.9.2013.) Tämän takia moni startup-yritys on tekniikkaan keskittyvä, koska Internet mahdollistaa niille suuret markkinat. (Landau 22.5.2014.)

Startup-yrityksiin liittyy muitakin tyypillisiä elementtejä. Tavalliset yritykset hakevat pääomaa lainojen ja avustusten kautta, kun taas startup-yritykset haluavat enkelisijoittajan tai pääomasijoittajan. Tällä tavoin, he saavat arvokasta ohjausta, tietoa ja suhteita, jotka auttavat heitä kasvamaan. Viimeisenä elementtinä on exit-strategia. Tavallisen yrityksen ei tarvitse tehdä exit-strategiaa heti aluksi, koska yrittäjä voi itse päättää myykö yrityksen tulevaisuudessa, vai pyörittääkö hän sitä koko ikänsä. Startup-yrityksissä tarina on täysin toinen. Siinä yrittäjän mielentila on myydä yritys heti, kun se on mahdollista ja sen takia hän haluaa siihen sijoittajia mukaan. Yrittäjä ei päättää enää yksin, milloin hän haluaisi myydä yrityksen, vaan mukana on myös sijoittajien intressit ja tuotto-odotukset sijoituksilleen. (Landau 22.5.2014.)

### 2.1 Startup-yritysten alurahoitus

Alkuvaiheessa yrityksen on erittäin vaikeaa saada rahoitusta ulkopuolisilta toimijoilta. Pankin on vaikeaa arvioida aloittavan yrityksen lainakelpoisuutta, koska yrityksellä ei ole antaa kunnollisia tilinpäätöstietoja. Pankki joutuu punnitsemaan lainapäätöstä muiden tietojen kannalta, mikä erii isompien yritysten tapauksien analysoinnista. Toisena on-



gelmana on epävarmuus yrityksen tulevaisuudesta ja sen menestymisestä. Jos yritys menee konkurssiin, menettää pankki lainaamansa summan kokonaisuudessaan. Toisaalta myös yrittäjät voivat pelätä lainan ottamista, joka selittää osaltaan pankkirahoituksen välttämisen. (Scout-Report startup funding 2014, 4.)

Jäljellä jäävät vaihtoehdot ovat ystävät, perhe, ”typerykset” sekä enkelisijoittajat. Nopeampaa ja helpompaa on saada rahaa ystävilta ja perheeltä kuin enkelisijoittajilta. Usein perhe ja ystävät antavat lainaa alhaisilla koroilla, eivätkä he ole kiinnostuneita yrittäjän lainakelpoisuudesta. (Business Angel Institute 2013.) Moni enkelisijoittaja ei edes harkitse sijoittamista yritykseen, johon perhe, ystävät tai yrittäjä itse eivät ole sijoittaneet. Jos oma perhe tai ystävät eivät usko yrittäjän liikeideaan, niin miksi sijoittaja uskoisi. (Business Insider 2010.)

Mitä pidemmälle yritys pärjää lähipiirin rahoituksella, sen parempi. On helpompaa saada yksityinen riskisijoitus, kun yritys on jo käynyt läpi suurimmat esteet ja epävarmuudet. Silloin yrittäjän on helpompi perustella enkelisijoittajalle yrityksen valuaation, koska strategia ja tavoitteet perustuvat faktaan. Lähipiirirahoitus kuitenkin edellyttää sitä, että yrityksen kulut minimoidaan jokaisella osa-alueella. Usein yrittäjät joutuvat käymään kokopäivätoisessa yrittäjyyden ohella, ostamaan laitteet käytettynä, pitämään toimistoa kotona ja palkkaamaan ystäviä ja sukulaisia alipalkoilla. Riskinä lähipiirirahoituksessa on perhe- ja ystävyssuhteiden kariutuminen, jos yritys ei menestykään. Sijoitettujen rahojen menetys voi olla kova paikka perheelle tai ystäville. Yrittäjän kannattaa miettiä tarkkaan, mikä rahoitusmuoto on paras hänen tilanteessaan. Jossain vaiheessa startup-yritys tulee tilanteeseen, jolloin pääomaa tarvitaan enemmän kuin lähipiiri pystyy rahoittamaan. Silloin enkelisijoittajan etsiminen voi olla paras vaihtoehto. (Lainema 2011, 86-87.)

## **2.2 Enkelisijoituksen hakeminen ja sen löytäminen**

Startup-yrittäjä pystyy löytämään enkelisijoittajia samoilta kanavilta, missä enkelisijoittajat etsivät sijoitettavia kohteita. Erityisesti startup-yrittäjien omat henkilökohtaiset verkostot ovat elintärkeitä, eikä niiden vaikutusta sovi aliarvioida. Yrittäjän kannattaa kertoa ystävilleen ja esimerkiksi entisille kollegoilleen etsivänsä enkelisijoittajaa. Enkelisijoittajat suosivat yrityksiä, joista heille on vinkannut joku tuttu lähde. Enkelisijoittajat eivät huutele itsestään, joten on aivan mahdollista, että joku tuntee tai tietää henkilön, joka olisi halukas tekemään sijoituksen. Yrittäjän on hyvä muistaa myös lakimiehen, tilintarkastajan, kirjanpitäjän sekä muiden yhteistyökumppaniensa mahdolliset kontaktit. Mikään kontakti ei ole turha, vaikka tietty enkelisijoittaja ei olisikaan valmis sijoittamaan yritykseen. Hän saattaa tietää muita kiinnostuneita enkelisijoittajia ja parhaimmassa tapauksessa tapahtuu sijoittamisvyöry, joka ratkaisee pääoman tarpeen. (Lainema 2011, 109-110.)

Suomessa on monia verkostoja, joihin startup-yrityksen kannattaa hakeutua. FiBAN:sta kerrotaan tarkemmin enkelisijoittajan osuudessa. Yrittäjien kannattaa laittaa hakemus FiBAN:in sivuilla, jolloin he ovat mukana pitch-tilaisuuksiin valittavissa yrityksissä. Yritykset tarkastetaan ja vain parhaimmat pääsevät esiintymään enkelisijoittajille. FiBAN järjestää kolmen tyyppisiä pitch-tilaisuuksia. Pitch Finland, jossa esiintyvät koko Suomen parhaat startup-yritykset, alueellinen Pitch, jossa esiintyvät tietyn alueen parhaat ja Pitch toimiala, jossa startup-yritykset ovat jaoteltuina eri toimialoihin. (Etula 2015, 24.)

Arctic15 on pitch tapahtuma, joka järjestetään keväisin toukokuussa. Arctic15 kokoaa yhteen startup-yritykset, sijoittajat ja yritykset yli kuudestakymmenestä maasta. Joka vuosi on erilainen teema, joka vaihtelee terveysalasta uusiin rahoituksellisiin ratkaisuihin. Arctic15 tuo pitch-esitysten keskelle lisäksi jotain muuta erilaista. Reverse pitchin idea on, että suuret yritykset kertovat, mihin he tarvitsisivat startup-yritystä mukaan. Arctic15 osallistujamäärä on rajoitettu ja sieltä löytää vain bisnekseen keskittyviä vieraita, joten enkelisijoittajat on helppo havaita joukosta. Tällaiset tapahtumat ovat aina hyödyllisiä tilaisuuksia löytää uusia sijoittajakontakteja. (Arctic15, 2017.)

FINAC (Finnish Business Acceleration Network) on kansallinen yhdistys, joka on omistautunut ohjaamaan startup-yritysten kasvua ja laatua. FINAC omistaa kiihdyttämöohjelma Vigon, jonka tarkoituksena on auttaa startup-yrityksiä löytämään rahoituksen, oikea suunnan, kasvun ja verkostoja ennen kuin yritykset ovat valmiita lähestymään kansainvälisiä markkinoita ja pääomasijoittajia. (FINAC 2017.) Vigonin rahoitusosuus koostuu julkisesta puolesta, kuten Tekesin ja Finnveran rahoituksesta. Lisäksi startup-yrityksille kerätään kiihdyttämön avustuksella pääomasijoitus. Tyypillisin rahoituksen määrä on yhden ja kahden miljoonan välillä, joka kerätään kiihdyttämöjakson aikana. (Tekes 2016.) Vigo tavoittelee yhä enemmän ulkomaisia sijoituksia. (FINAC 2017.) Startup-yritykselle kiihdyttämöohjelmat voivat olla lottovoitto ja jokaisen pitäisi pyrkiä saamaan myös apua yhdistysten kautta.

Enkelisijoituksen hakeminen on pitkä prosessi ja tavallisesti ensimmäisestä kohtaamisesta sijoituspäätöksen tekemiseen kuluu aikaa 6-12 kk. Tuona aikana enkelisijoittaja tutkii startup-yrityksen toimintaa ja kehitystä sekä kerää tietoa sen toimintaympäristöstä. Startup-yritykset haluavat suojella omaa liikeideaansa ja usein he tarjoavat sijoittajille salassapitosopimusta (NDA:ta). Allekirjoitusta siihen ei saa. Enkelisijoittajilla ei ole aikaa käydä läpi satoja salassapitosopimuksia ennen due diligence -prosessin käynnistymistä. Yrittäjien kannalta heidän liiketoimintasuunnitelmansa sisältää todella luottamuksellista tietoa ja he eivät haluaisi luovuttaa sitä vain mahdolliselle sijoittajalle. (Payne 2011, 23.)

Mitä startup-yrityksen kannattaisi sitten tehdä? Yrittäjien kannattaa olla tekemisissä sellaisten enkelisijoittajien kanssa, joihin he voivat luottaa. Varsinkin Suomessa enkelisijoittajien piirit ovat pienet ja sana kiirii hyvin nopeasti, jos sijoittaja on varastanut jonkun startup-yrityksen liikeidean. Harvoin enkelisijoittajilla on edes aikaa varastaa muiden ideoita, koska sijoitettavia kohteita on niin paljon ja hyviä liikeideoita tulee koko ajan lisää. Tutustumisvaiheessa sijoittajat eivät ole kiinnostuneita yksityiskohdista ja yleensä tiimi, jonka sen toteuttaa on vaikeasti kopioitavissa. Toinen tapa on tehdä toinen liiketoimintasuunnitelma, joka ei tuo ilmi salaisia ainesosia. Perussääntö on, että jos idea on sellainen, että kuka vain voi sen toteuttaa, se on tuskin hyvä sijoitus. On vain ajan kysymys, milloin joku muu keksii toteuttaa sen. (Payne 2011, 23.)

### **2.3 Myyntipuhe eli pitch**

Myyntipuhe, jota kutsutaan nimellä pitch, on yleensä yrittäjien ensimmäinen kontakti sijoittajiin. Enkelisijoittajat näkevät satoja pitchejä vuosittain, joten yrityksen kannattaa panostaa lyhyeen myyntipuheeseen ja tehdä siitä erittäin houkutteleva. Pitchit voivat olla eri mittaisia, yleisin kesto on neljä minuuttia, jonka jälkeen on toiset neljä minuuttia aikaa kysymyksille. Muita pitch-esityksien kestoja on 90 sekuntia, 3, 4, 5 tai 7 minuuttia. Pidemmissä esityksissä käytetään taustamateriaalia, kuten Power Point -esityksiä, mutta lyhyemmissä esitysmateriaalia ei käytetä. Pitch-esityksissä aika on todella tarkka käsite ja kun aika loppuu, on esityskin lopetettava. (Payne 2011, 37.) Pitch-tilaisuudet ovat tavallisesti suomenkielisiä ja materiaali on englanniksi, mutta jos paikalla on ulkomaalaisia, tilaisuuden kieli muutetaan englanniksi, jolloin pitch-esityksetkin esitetään englanniksi. (Etula 2015, 29.)

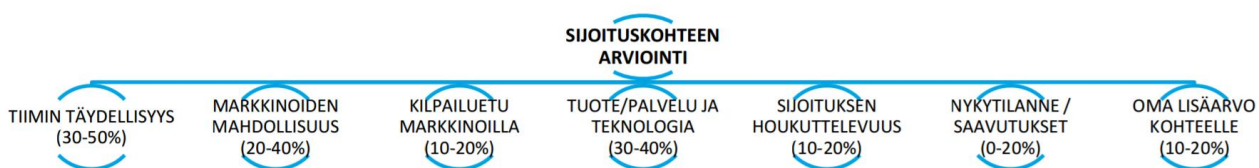
Pitch-esityksiä toteutetaan erilaisissa tilaisuuksissa. FiBAN on varmasti tavallisin pitch-tilaisuuksien järjestäjä, mutta on myös muitakin, kuten Pörssisäätiö. Pitchin ainoa tarkoitus ei ole esittää sitä suurelle yleisölle. On olemassa termi hissipuhe. Hissipuhe on vain lyhyt pitch, jota käytetään muissa tilanteissa kuin pitch-esityksissä. Yrittäjä tapaa odottamattomissa tilanteissa potentiaalisia sijoittajia ja siksi heidän täytyy osata myyntipuhe ulkoa ja pystyä selostamaan se myyvästi ja ymmärrettävästi parissa minuutissa. On ehdottoman tärkeää, että sijoittaja tajuaa liikeidean helposti parissa minuutissa ja saa kuvitelman, että tämä olisi paras sijoitus ikinä. Hyvä vinkki on esittää pitch, jollekin henkilölle esimerkiksi mummulle, joka ei tiedä asiasta yhtään mitään ja jos hän ymmärtää pääpointit yrityksen liikeideasta, on myyntipuhe onnistunut. Hissipuhe pitch ei ole siis versio, jossa kerrotaan yksityiskohtaisesti yrityksen teknologiasta tai kemikaalisista kaavoista. (Payne 2011, 37.)

## 2.4 Miten saada enkelisijoitus?

Ennen enkelisijoituksen hakemista startup-yrityksen on hyvä tiedostaa, että sijoittajan tekemä arviointi perustuu syvempään analyysiin kuin rahoituslaitoksen. Enkelisijoittaja on kiinnostunut erityisesti yrityksen tulevaisuudennäkymistä ja kasvupotentiaalista. Enkelisijoittaja haluaa usein osallistua yrityksen toimintaan antamalla lisäarvoa omilla kokemuksillaan. Kaikista oleellisin asia on, että yrittäjä ymmärtää, että hakiessaan sijoittajaa hän myös sitoutuu myymään yrityksen, jos sopiva ostaja löytyy. (Etula 2015, 22.)

Yrittäjien kannattaa miettiä tarkkaan, minkälaisesta osuudesta he ovat valmiita luopumaan ja arvioida sijoittajan tuomat edut ja haitat yritykselle nykyhetkellä. Yrittäjien pitää pystyä perustelemaan enkelisijoittajalle rahoitustarpeensa ja siksi heidän on tarpeellista oppia, millä periaatteilla enkelit sijoittavat. Ainoastaan enkelisijoituksen saaminen ei takaa yritykselle menestystä. Yrittäjien tulee myös miettiä, minkälainen enkelisijoittaja toisi haluttua lisäarvoa, osaamista ja verkostoja. Haluavatko he sijoittajan, jolla on aikaa vai sellaisen, joka pysyy passiivisena taka-alalla. Viimeisenä asiana yrityksen pitää olla osakeyhtiömuotoinen, jotta se voi antaa enkelisijoittajalle osuuden yrityksestä. (Etula 2015, 23.)

Mitä asioita enkelisijoittajat sitten painottavat sijoituskohteiden arvioinnissa? Enkelisijoittajien on vaikea analysoida startup-yrityksiä, koska heillä ei ole tietoja, joita voisi tarkastaa tilitoimistolta, asiakkailta, pankilta tai toimittajilta. Jokainen enkelisijoittaja kuitenkin tekee DD-prosessin (Due Diligence), joka tarkoittaa yrityksen ennakkotarkastusta. Mitä asioita he painottavat, on makuasia, mutta merkittävimmät painopisteet DD-prosessissa ovat tiimissä, asiakkaissa, taloudessa, IPR:ssä (immateriaalioikeudet) ja hallintoon liittyvissä asioissa. Alla on kuva Sami Etulan tekemästä sijoituskohteen arviointiluokituksista, josta näkee, millä painotuksilla enkelisijoittajat arvostavat startup-yrityksen ominaisuuksia. (Etula 2015, 32.)



Kuva 1 Sijoituskohteen arviointi (Etula 2015)

Seuraavissa kappaleissa avataan tarkemmin, mitä enkelisijoittajat esimerkiksi hakevat tiimistä tai markkinoiden mahdollisuuksista.

### 2.4.1 Tiimin täydellisyys

Enkelisijoittaja arvostaa hyvää tiimiä kaikista eniten. Erinomainen tiimi pystyy toteuttamaan hieman huonommankin liikeidean, mutta huono tiimi ei saa edes parasta ideaa loistamaan. Joskus liiketoimintasuunnitelmaa saatetaan vaihtaa kuusikin kertaa rahoituspäättöksen jälkeen, ennen kuin oikea malli löytyy. Tämä vaatii hyvää ideoivaa tiimiä, joka pystyy toteuttamaan muutokset, muuten sijoitus on arvoton enkelisijoittajan kannalta. Tiimillä ei tarkoiteta yhden ihmisen tiimiä. On hyvin harvinaista, että enkelisijoittaja sijoittaa yritykseen, jossa yrittäjä ei ole ympäröinyt itseään viisaammilla henkilöillä. (Etula 2015, 32.)

Minkälaisia ominaisuuksia enkelisijoittavat hakevat yrittäjiltä? Korkea motivaatio ja tahto ovat avainominaisuuksia yrittäjällä. Monet yrittäjät epäonnistuvat ensimmäisellä kerralla ja tekevät konkurssin, mutta enkelisijoittaja näkee nämä kokemukset usein positiivisina oppimiskokemuksina. (Etula 2015, 33.)

Mikä tekee sitten tiimistä täydellisen? Sitä voidaan arvioida seuraavien kahdeksan osa-alueen perusteella: Tahto, osaaminen, rohkeus, suhdeverkosto, myyntihenkisyys, oppimiskyky, luotettavuus ja täydentävyys. Tahto tarkoittaa yrittäjien kykyä viedä yritystä eteenpäin. Mitä intensiivisemmin ja pitkäjänteisemmin yrittäjät ovat puskeneet eteenpäin, sitä paremman kuvan he antavat enkelisijoittajalle. Osaaminen näkyy yrityksen jo tekemistä saavutuksista ja merkkipaaluista. Rohkeudesta taas kertoo yrittäjien omat sijoitukset yritykseen, palkattomat työtunnit sekä mahdolliset lainoitukset. Aikaisemmat kokemukset ja työhistoria antavat kuvaa yrittäjien suhdeverkostosta. Jos heillä on paljon erilaisia kokemuksia eri aloilta työhistoriakin puolesta, sitä laajempi suhdeverkosto heillä on. Tämä on positiivinen asia sijoituksen kannalta, koska verkostoituminen on tällöin helpompaa. Myyntihenkisyys on tärkein ominaisuus yrittäjissä. Enkelisijoittaja ei vaadi myynnillistä koulutusta yrittäjiltä, vaan myyntihenkisyys tulee näkyä yrittäjien olemuksessa. Koko tiimin oppimis- ja muuntautumiskyky kuvastaa, miten yrittäjät pystyvät kehittymään yrityksen mukana. Enkelisijoittaja ei tee sijoitusta yritykseen, jossa yrittäjät eivät pysty ottamaan vastaan valmennusta, eivätkä kykene muuntautumaan yrityksen tahdissa. Viimeisinä ominaisuuksina ovat luotettavuus sekä täydentävyys. Luottamus tiimin kesken tulisi olla itsensänselvyyttä. Tiimin tulisi koostua henkilöistä, jotka ajattelevat yrityksen etua, eivätkä pyri toimimaan omien tarpeiden mukaan. Täydentävyys tarkoittaa sitä, että kullakin osakkaalla on selkeä oma rooli yhtiön toiminnassa, mutta tarpeen tullen pystyy hoitamaan toisen henkilön osaamisalueen tehtävät. (Etula 2015, 34.)

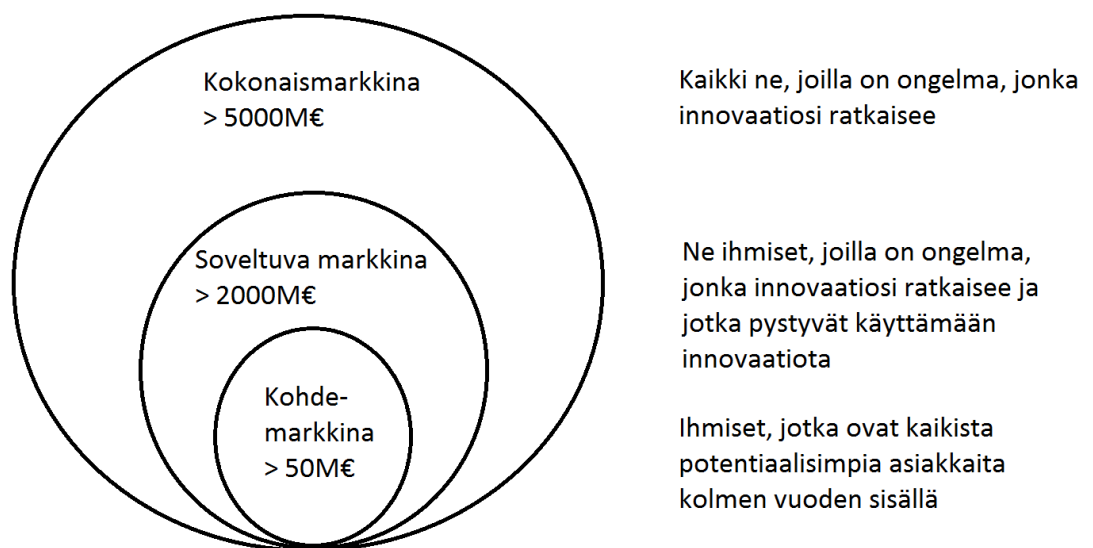
Vaikka enkelisijoittaja arvioikin tiimiä tarkkaan käytyjen osa-alueiden perusteella, se ei tarkoita, että jokainen kohta tulisi täyttyä kokonaan. Yrittäjien ei koskaan kannata vääristellä tai liioitella kykyjään, sillä se saa enkelin keskeyttämään DD-prosessin. Yrittäjien re-

hellisyys uupuvasta osaamisesta tai rekryointitarpeesta, kertoo sijoittajalle, että heillä on realistinen kuva, mitä yritys tarvitsee sekä kypsyydestä toteuttaa liikeideaa. Parhaimmassa tapauksessa enkelisijoittajan verkostojen kautta löytyy sopiva henkilö täyttämään puuttuva osaamisalue. Tämä luo luottamusta yrittäjiä kohtaan ja vaikuttaa positiivisesti sijoituspäätöksen syntymiseen. (Etula 2015, 35.)

## 2.4.2 Markkinoiden mahdollisuus

Markkinoiden mahdollisuus on toiseksi tärkein ominaisuus enkelisijoituksen hakemisessa. Siinä arvioidaan yrityksen mahdollisuuksia kasvuun, jonka kautta yrityksen arvo nousee. Markkinoiden mahdollisuus koostuu viidestä osa-alueesta: Markkinoiden koosta, markkinaraosta, liikevaihdon mahdollisuudesta viiden vuoden päästä, kilpailutilanteesta sekä momentumista. (Etula 2015, 36.)

Markkinoiden koon kautta on helpointa hahmottaa yrityksen potentiaalinen kasvun mahdollisuus. Kuvassa 2 markkinoiden koko on luokiteltu kolmeen osaan: kokonaismarkkina, soveltuva markkina ja kohdemarkkina. Kohdemarkkinan tulee olla tarpeeksi iso, koska vain 1-5 %:n markkinaosuus täytyy mahdollistaa merkittävä liikevaihto. Soveltuva markkina on yritykselle keskipitkän aikavälin näkymä, joka pystytään saavuttamaan kohdemarkkinoiden valloituksen jälkeen. Vastaavasti kokonaismarkkina on pitkän aikavälin tavoite. Yrityksen on turha lupaila sijoittajalle 50 % markkinaosuuden mahdollisuutta, sillä suurin osa yrityksistä ei tule koskaan ylittämään 10 % markkinaosuutta. Turhan lupailu vie yritykseltä uskottavuutta enkelisijoittajan silmissä. (Etula 2015, 36.)



Kuva 2 Markkinoiden koot ja niiden selitykset (mukaillen Largo Capital Oy 2014)

Markkinarako (niche) tarkoittaa kysyntää tuotteelle tai palvelulle, jota esimerkiksi muut eivät vielä tarjoa. Enkelsijoittajalle markkinarako viestii yrityksen mahdollisuudesta kasvaa. Aina isotkaan markkinat eivät takaa sopivaa markkinarakoa, jos toimiala on hyvin säännelty. Hyvänä esimerkkinä toimii Suomen junaliikenne, joiden markkinoille pääsy on estetty. (Etula 2015, 36.)

Kilpailutilanne antaa kuvan, kuinka pirstaloitunut toimiala on eli onko alalla monta toimijaa, jotka tarjoavat samaa palvelua. Lisäksi kilpailutilannetta analysoidessa otetaan huomioon alalle tulon esteet. Enkelsijoittajan kannalta ihanteellisin tilanne on, jos alalla on vähän kilpailua ja se on pirstaloitunut. (Etula 2015, 36.)

Liikevaihtomahdollisuus viiden vuoden päästä mittaa yrityksen strategiaa, myyntiä ja toimintamallia markkinoiden näkökulmasta. Pystyykö yritys kasvamaan tämän hetkellä markkinalla ja tulevaisuudessa. (Etula 2015, 37.)

Viimeisenä kohtana on momentum eli ajoitus. Hyväkin idea ei välttämättä saa ilmaa siipensä alle, jos ajoitus on väärä. Esimerkiksi Benefon ESC yritti valloittaa markkinoita navigaattoreilla kymmenen vuotta liian aikaisin, jolloin ihmiset eivät olleet vielä valmiita vastaanottamaan sellaista teknologiaa. Momentumin määrittäminen on yksi sijoittajan vaikeimmista asioista. Pystyykö juuri tämä yritys ja teknologia murtamaan olemassa olevat käyttäytymismallit ja tottumukset. (Etula 2015, 37.)

### **2.4.3 Yrityksen kilpailuetu**

Luvussa markkinoiden mahdollisuus kuvattiin edellytyksiä menestymiseen vallitsevien sekä tulevaisuuden markkinoiden perusteella. Kilpailuetu taas perustuu yrityksen sisäisiin tekijöihin. Uudella yrityksellä tulee olla kyky toimia markkinoilla paremmin kuin muut. Kilpailuetuja on monia ja ne voidaan jakaa IPR-suojaan (immateraatioikeudet), ratkaisun jäljiteltävyyteen, myyntikanaviin, toimintamalliin ja ansaintamalliin. (Etula 2015, 37.)

IPR-suoja antaa kilpailuedun teknologiaan perustuvissa innovaatioissa, jos suojaus on tehty oikein. Pelkkä patentti ei tuo lisäarvoa vain olemassaolollaan ja maakohtainen esimerkiksi Suomen patentti on usein hyödytön. Varmistettu toimintavapaus (freedom to operate) usein riittää, koska silloin yritys on perehtynyt muiden patentteihin alalta ja täten ei loukkaa toisen oikeuksia. (Kolster 2015.)

Ratkaisun jäljiteltävyys tarkoittaa yrityksen tekemiä pieniä yksityiskohtia ja ratkaisuja, joita se on tehnyt paremmin kuin markkinoilla olevat kilpailijat. Kilpailijat näkevät yrityksen toiminnan ulkoapäin, mutta eivät tiedä, minkälaisilla toimilla he pääsevät parempaan loppu-

tulokseen. Tällä tavoin yrityksen kilpailuetu säilyy. (Etula 2015, 38.) Hyvä esimerkki tällaisesta on Coca-Cola. Heillä on monta kilpailijaa virvoitusjuoma alalla, mutta heillä on salainen resepti, joita muut eivät pysty kopiaimaan.

Myyntikanavat voivat luoda ratkaisevan kilpailuedun ja varsinkin silloin, jos niihin liittyy jokin sopimus. Tällaisia sopimuksia voi olla esimerkiksi karenssi, avainjakelukanava tai yksinoikeudet. Lisäksi toiminta- ja ansaintamalli voi saada kilpailijat vetäytymään, jos se on poikkeuksellinen verrattuna yleiseen toimintatapaan toimialalla. (Etula 2015, 38.)

#### **2.4.4 Tuote, palvelu ja teknologia**

Tuote tai palvelu ja teknologia ovat enkelisijoittajalle erityisen tärkeitä tarkastelukohteita startup-yrityksessä. Tuotteen tai palvelun analysoinnissa enkeli keskittyy neljään asiaan: asiakkaan ongelman tunnistamiseen, mitä lisäarvoa asiakkaalle tuotetaan, skaalautuvuuteen ja käytettyyn teknologiaan. (Etula 2015, 39.)

Enkelisijoittaja keskittyy tutkimaan palvelussa tai tuotteessa, minkä asiakkaan ongelman se ratkaisee. Ongelmia on markkinoilla kahdenlaisia, ”must have” ja ”nice to have”. ”Must have” on asiakkaalle ongelma, joka on pakko ratkaista, kun taas ”nice to have” on ongelma, mikä olisi asiakkaasta kiva, jos siihen tulisi ratkaisu. Enkelisijoittajan on tärkeää ymmärtää, kummasta ongelmasta on kyse. Markkinoilla olevien ongelmien ratkaisuun liittyy vahvasti lisäarvon tuottaminen asiakkaalle. Yrittäjien kannattaa tuoda selvästi ilmi, mitä lisäarvoa heidän tuotteensa tai palvelunsa tuo. Se voi olla halvempi hinta, ajan säästyminen tai parempi asiakaspalvelu. Joskus lisäarvo on tuotteessa itsessään ja tuo siten lisäarvoa asiakkaalle. (Etula 2015, 39.)

Yksi startup-yrityksen määritelmä oli sen kyky skaalautua. Myös enkelisijoittaja vaatii yritykseltä skaalautuvuutta, koska sitä kautta sijoittaja pystyy saamaan sijoittamansa rahat voittoineen jossain vaiheessa takaisin. Yrityksen on hyvä pohtia omaa skaalautuvuuttaan esimerkiksi tilauksen kannalta. Jos yritys saisi suuren tilauksen huomenna, kuinka kauan toimitus kestäisi ja syntyisikö tuotannon eri vaiheisiin pullonkauloja. (Etula 2015, 39.)

Enkelisijoittaja perehtyy hyvin startup-yrityksessä käytettyyn teknologiaan. Uusi teknologia, joka on varhaisessa vaiheessa, kertoo sijoittajalle, että sen markkinoille saamiseen kuluu enemmän rahaa. Asiakkaan näkökulmasta saatava lisäarvo tulee olla suurempi kuin muiden markkinoilla olevien tuotteiden arvo, koska uuden teknologian tuotteet sisältävät aina enemmän riskejä. Teknologiaperusteisessa yrityksessä ei riitä, että se tuo markkinoille vain uutta teknologiaa, vaan sen täytyy olla merkittävästi parempi, halvempi tai laajempi kuin kilpailijoiden tuotteet. (Etula 2015, 39.)



## 2.4.5 Startup-yrityksen arvonmääritys

Startup-yrityksen valuaatiota eli arvonmääritystä on hyvin vaikea tehdä. Yrityksen tulevaisuutta on hankalaa arvioida, kun kassavirtaakaan ei ole. Tässä kohtaa yrittäjät tekevät eniten virhearvioita. Yrittäjille oma yritys on tietenkin arvokas ja tulevaisuudennäkymät hyvin positiiviset. Enkelisijoittajat näkevät usein realistisemmin yrityksen arvon. Tästä saattaa syntyä kitkaa yrittäjien ja enkelisijoittajan välille ja pahimmassa tapauksessa pilata mahdollisuuden sijoitukseen. Valuaatiosta pystyy aina neuvottelemaan, mutta jos yrittäjillä on aivan epärealistiset kuvitelmat yrityksen arvosta, on se hälytysmerkki enkelisijoittajille. (Lainema 2011, 102.)

Startup-yrityksen kannattaa ehdottomasti tutustua erilaisiin valuaatiomalleihin. Niitä on saatavilla runsaasti, mutta soveltuvuus startup-yrityksille on harvinaisempaa. Yleisimpiä arvonmääritysmalleja yrityksille ovat esimerkiksi substanssiarvo, FCFF, FCFE, EVA ja Gordinin malli. Substanssiarvo muodostuu vähentämällä taseen viimeisestä luvusta kaikki velat. (Yrittäjät 2014.) FCFF (free cash flow to the firm) muodostuu, kun kassavirrasta vähennetään liiketoiminnan pyörittämiseen tarvittavat kulut, lyhyen aikavälin sijoitukset, kuten varasto sekä pitkän aikavälin sijoitukset, kuten kiinteistöt ja kalusto. (Investinganswers 2013.) FCFE (Free Cash Flow To Equity) kertoo, kuinka paljon yritys pystyy maksamaan osakkeen omistajille rahaa takaisin kaikkien kulujen, uudelleensijoitusten ja lainojen jälkeen. (Wallstreetmojo 2014.) EVA (Economic value added) mittaa saavutetun voiton ja asetetun voittovaatimuksen erotusta. EVA tunnuslukua laskettaessa saadaan tietää, kuinka paljon yritys pystyy tekemään voittoa omistajien tuottovaatimusta enemmän. (Salkunrakentaja 2012.) Gordonin malli on tapa selvittää osakkeen arvo perustuen sen tuleviin osinkoihin. Malli ottaa huomioon osingon ja sijoittajan tuottovaatimuksen lisäksi myös osingon oletetun kasvunopeuden. (Efinancemanagement 2016.) Nämä arvonmääritysmallit soveltuvat erittäin huonosti startup-yrityksille, mutta yrityksen kasvaessa suuremmaksi voidaan näitäkin käyttää.

Mitä sopivia arvonmääritysmalleja on sitten startup-yrityksille? David Berkusksen ohjeet materiaalsen ja immateriaalsen varallisuuden hinnoitteluun on hyvä pohja sovellettavaksi. Hänen summansa eivät välttämättä ole hyviä suomalaiselle startup-yritykselle, mutta antaa terveen kuvan yrityksen arvon muodostumisesta. (Lainema 2011, 102.)

Pre-money valuaatio (arvo, jolla yritys etsii ja hyväksyy sijoituksen) on toinen hyvä malli. Esimerkiksi, jos yritys haluaa saada 1 000 000 euron sijoituksen ja yrityksen pre-money valuaatio on sama 1 000 000 euroa, sijoittaja saa 50 prosentin omistusosuuden. Jos pre-money valuaatio on taas 3 000 000 euroa ja yritys hakee 1 000 000 euron sijoitusta, sijoit-

taja saa vain 25 prosentin osuuden. (Lobock, 2013.) Pre-money valuaatio muodostuu seuraavista elementeistä:

- |   |               |
|---|---------------|
| 1. Erinomainen liikeidea                                    | 100 000 eur   |
| 2. Prototyyppi on valmis ja se toimii                       | 250 000 eur   |
| 3. Asiakkaat ovat ostaneet ja markkinat ovat kiinnostuneita | 500 000 eur   |
| 4. Yrityksellä on tasaisia ostoja ja liiketoiminta rullaa   | 1 200 000 eur |
- (Etula 2015, 27.)

Kolmas valuaatiomalli on yrityksen kehitysvaiheen mukaan mallinnettu:

Arvioitu yrityksen arvo	Kehityksen aste
250 000 - 500 000 euroa	Liikeidea on olemassa
500 000 - 1 milj. euroa	Yrityksellä on vahva tiimi toteuttamassa liikeideaa
1 milj. - 2 milj. euroa	Yrityksellä on prototyyppi valmiina
2 milj. - 5 milj. euroa	Yrityksellä on asiakaskuntaa tai partneri
5 milj. euroa -	Yrityksellä on selvää liikevaihtoa ja selkeä suunta kannattavuuteen

Taulukko 1 Valuaatiomalli kehityksen asteen mukaan (muokattu Ben McCluren tehdystä taulukosta)

Yrityksen kannattaa verrata samalla segmentillä toimivia muita yrityksiä. Heiltä löytyy lukuja ja arvoja, joita startup-yritys pystyy hyödyntämään valuaation luomisessa. Lisäksi yrityksiä myydään jatkuvasti. Yrittäjien on helppo seurata Internetissä myytävien yritysten hintakehitystä. Kun startup-yrityksen realistista tavoitetasoa verrataan tunnettuun yritykseen ja sen arvoon, saadaan tavoitehinta. Sen jälkeen on kyse vain siitä, mitä diskonttokorkoa ja vuosimäärää käytetään tavoitehinnan diskonttauksessa lähtöhinnaksi. Diskonttokorko startup-yritykselle voi olla jopa 80 %. Mitä kehittyneempi yritys on, sitä alempaa diskonttokorkoa käytetään. (Lainema 2011, 102.)

#### 2.4.6 Onko sijoitus houkutteleva

Enkelisijoittajat pitävät houkuttelevana startup-yritystä, joka antaa mahdollisuuden vaikuttaa positiivisesti maailman kehittymiseen. Yritys voi olla muuten hyvä sijoituskohde, mutta jos se ei esimerkiksi paranna maailman hyvinvointia tai kehitä omaa kotikuntaa, saattaa enkelisijoittaja jättää sijoituksen tekemättä. Motivaatiotekijät eivät ole suinkaan rahassa. (Etula 2015, 40.)

Startup-yritys on sitä houkuttelevampi sijoituskohde, mitä enemmän sillä on mahdollisuuksia saada rahoitusta myös muualta. Enkelisijoittaja näkee yrityksen menestyksen olevan varmempi, kun Tekes tai Finnvera yms. muut kehittämissyhtiöt ovat kiinnostuneita antamaan rahoitusta. Enkelin ei tarvitse huolehtia niin paljon startup-yrityksen seuraavista rahoituskiirroksista tai loppuuko raha kesken, kun rahoitustarpeesta ei vastaa ainoastaan enkelisijoittajat. (Etula 2015, 40.)

Useat rahoituskierrokset vaikuttavat sijoituksen houkuttelevuuteen lähinnä suunnittelevuuden näkökulmasta. Enkelisijoittajat haluavat tietää, minkälainen rahoitustarve startup-yrityksillä on tulevaisuudessa ja kuinka pitkälle päästään ensimmäisellä rahoituskierroksella. Mitä kauemmin yritys pärjää haettavalla rahoituksella sekä mitä enemmän yritys saa aikaan tällä rahamäärällä, sitä houkuttelevampi se on sijoituskohteena. (Etula 2015, 40.)

Viimeisenä voidaan mainita irtaantumismahdollisuus eli exit. Enkelisijoittajalle on ehdottoman tärkeää, että startup-yrityksellä on suunnitelma exitin toteuttamisesta. Kukaan enkeli ei halua pitää rahojaan yrityksessä kymmeniä vuosia. Koska enkeli saa tuottonsa vasta realisoidessaan sen eli irtaantuessaan yrityksestä, on yrityksillä oltava suunnitelma, kuinka toteuttaa tämä ja millä aikataululla. (Etula 2015, 40.)

#### **2.4.7 Startup-yrityksen saavutukset**

Ainoastaan tiedot paperilla ja hienosti tehdyt tulevaisuuden suunnitelmat eivät vakuuta enkelisijoittajaa. Startup-yrityksellä tulee olla jotain konkreettista, jolla vakuuttaa enkelit. Saavutukset kuvaavat nykyhetkeä, mitä yritys on tähän mennessä saavuttanut. Enkelisijoittajia kiinnostaa suuresti, onko yrityksellä jo olemassa olevia asiakkaita ja uskovatko he tuotteeseen tai palveluun, tekeekö yritys tulosta vai polkeeko se paikallaan. Saavutuksia pystytään analysoimaan myynnin, markkinoinnin, tuotteen valmiusasteen, sopimusten ja kassan kautta. (Etula 2015, 41.)

Enkelisijoittaja arvioi markkinoinnin tuloksia tunnettavuuden kautta. Kuinka paljon startup-yritys on saanut levitettyä nimeään yleisesti sekä halutulla kohdemarkkinoilla. Enkeliä kiinnostaa minkälaisia markkinointimateriaaleja yritys on luonut, koska niiden laatu ja määrä kertovat osaltaan saavutetuista tuloksista. (Etula 2015, 42.)

Myynnissä tuloksista kertovat yrityksen tarjous- ja tilauskanta sekä liikevaihto. Jos yrityksellä on maksavia asiakkaita ja he ovat tyytyväisiä ja olisivat valmiita tilaamaan lisää, antaa se jo enkelisijoittajalle hyvän kuvan liikeidean toimivuudesta. Lisäksi jatkuva uusasiakashankinta ja sen kautta asiakasmäärän kasvu ovat erittäin tärkeitä pelkästään yrityksen itsensäkin kannalta. Myynnistä päästään suoraan tuotteen valmiusasteeseen. Jossain

tapauksissa tuote ei ole vielä valmis eli myyntiä ei vielä ole. Tällöin yrityksen pitää tietää, kuinka paljon rahaa kuluu, että tuote saadaan valmiiksi ja kuinka kauan se kestää. Enkeli-sijoittajalle ideaali tilanne on, kun tuote on valmis myytäväksi ja yrityksellä on todistaa tuotteen tai palvelun tarpeellisuus tilauskannan avulla. (Etula 2015, 42.)

### 3 Enkelisijoittaminen

Enkelisijoittaja terminä on hyvin mielenkiintoinen ja sen alkuperä on monelle tuntematon. Termi on peräisin 1800-luvun Broadway'ltä, jolloin yksityisiä riskisijoittajia alettiin kutsua enkelisijoittajiksi. Siihen aikaan rikkaat sijoittajat rahoittivat uusia musikaaleja ja näytelmiä, koska alkuihastointi oli niin suuri. Heidän motivaationsa ei ollut vain rahallinen tuotto, vaan rakkaus teatteriin ja tutustuminen kuuluisuuksiin, kuten näyttelijöihin, käsikirjoittajiin sekä tuottajiin. (Ramadani 2008, 2.) Jo tuohon aikaan enkelisijoittajia motivoi muut asiat kuin vain raha. Esimerkiksi Groucho Marxin muistelmissa on kertomus liikemiehestä, joka rahoitti Broadway-esityksen tarjotakseen rakastajattarelleen mahdollisuuden loistaa parasvaloissa. (Lainema 2011, 49.)

#### 3.1 Keitä enkelisijoittajat ovat?

Enkelisijoittamisella tarkoitetaan yksityishenkilön tekemää sijoitusta listaamattomaan korkean kasvupotentiaalin omaavaan yritykseen, johon hänellä ei ole perhesiteitä. Tieteellisesti ei ole määritelty, kuka on enkelisijoittaja, mutta kolme ominaisuutta toistuvat puhuttaessa heistä: He pitävät itseään enkelisijoittajina, heidän tavoitteensa on saada sijoituksilleen tuottoa ja minimisijoitusmäärä on 10 000 euroa. (Etula 2015, 12.)

Tunnusomainen enkelisijoittaja on 35–65-vuotias mieshenkilö, joka on usein työskennellyt yrittäjänä tai ison yrityksen johtotehtävissä suurimman osan urastaan. (Lainema 2011, 59.) Heidän koulutustaustansa on akateeminen, mutta noin 25 %:a eivät ole valmistuneet koskaan oppilaitoksestaan. (Ramadani 2008, 4.) Enkelit sijoittavat "irrationaalista" rahaa, mikä tarkoittaa, että riskipääoman menettäminen ei heikennä merkittävästi heidän elämäntilannettaan. (Lainema 2011, 59.) Heillä on jo asunto-osakkeita ja he tekevät osakkeilla kaupaa pörssissä ja irrationaalinen raha "mad money" on vain 5-10 %:a heidän varallisuudestaan, joita he käyttävät enkelisijoittamiseen. (Payne 2011, 8.) Tällä rahalla bisnesenkeli voisi hyvin ostaa lisää asuntoja, mutta houkutus suurimmille osingoille vähemmällä panostuksella, usein voittaa. Matkusteluunkin kyllästyy, jos sitä tekee koko ajan. (Lainema 2011, 59.)

Enkelisijoittaja on elämässään sellaisessa vaiheessa, että hänellä on aikaa enkelitoiminnalle vähintään yhtenä päivänä viikossa. Koska enkelillä on kattavasti omaa kokemusta yrittäjyydestä tai suuren yrityksen johtamisesta, hänellä on osaamista jaettavaksi alkaville yrityksille. Jotkut ajattelevat, että he pystyvät antamaan eteenpäin saamaansa mentorointia heidän yritysvoimiltaan. Enkelisijoittajia on jaoteltu erilaisiin luokkiin monien tahojen toimesta, mutta suomalaisesta näkökulmasta mielenkiintoisin on Evansonin viisiosainen

luokittelu:

(Lainema 2011, 91.)

1. Yritysenkelit ovat riskisijoittajia, joiden alkupääoma on karttunut enkelisijoittajan yritysuran aikana tai se muodostuu yrityksen myymisestä saaduilla rahoilla. Yritysenkelit ovat usein jo eläkkeellä. Koska heillä on paljon omaa aikaa, he usein tarvitsevat jotain mielekästä tehtävää, jossa he saavat käyttää kokemuksiaan hyödyksi. He eivät kuitenkaan hae kokopäiväistä ”työtä”. (Lainema 2011, 91.)

2. Yrittäjäenkelit ovat taas menestyneitä yrittäjiä, jotka haluavat hajauttaa pääomaansa muihin potentiaalsiin yrityksiin. He sijoittavat hyvinkin suuria summia, mutta se tarkoittaa myös sitä, että he vaativat itselleen suhteellisen ison osuuden yrityksestä. Yrittäjäenkelit eivät ole kiinnostuneita kohdeyrityksissä olevista tehtävistä. (Lainema 2011, 91.)

3. Harrastajaenkeleille sijoittaminen on yksi heidän harrastuksistaan. He eivät tykkää ottaa suuria riskejä, vaan sijoittavat pieniä summia useisiin erilaisiin yrityksiin. He yrittävät löytää ainakin yhden todella lupaavan sijoituskohteen. Harrastajaenkelitkään eivät ota aktiivista roolia kohdeyrityksessä. (Lainema 2011, 92.)

4. Mikromanager-enkelit ovat niitä, jotka haluavat kontrolloida kaikkea ja usein heidät löytääkin yrityksen hallituksesta. Koska he ovat aktiivisesti mukana kohdeyritysten toiminnassa, ei heillä ole aikaa sijoittaa kuin maksimissaan viiteen yritykseen. (Lainema 2011, 92.)

5. Ammattienkelit ovat enkeleitä, jotka ovat tai ovat olleet asiantuntijoina yrityksissä. Heillä on paljon tietoja ja taitoja, joita he ovat keränneet uransa aikana ja he haluavat käyttää osaamistaan sijoitusyritysten hyväksi. He tekevät sijoituksia moniin yrityksiin samanaikaisesti ja ovat sijoittajia, jotka investoivat yrityksiin yhdessä muiden sijoittajien kanssa. (Lainema 2011, 92.)

Enkelisijoittaminen on aina vähemmistösjoitusta eli enkelin saama omistusosuus on yleensä 10–40%. Sijoitus voi kohdistua esivaiheeseen, aikaiseen- tai nopeaan kasvuvaiheeseen. Yrityksen eri vaiheista ei ole yleismaailmallisia määritelmiä, mutta ne voidaan erottaa seuraaviin luokkiin. (Etula 2015, 12.)

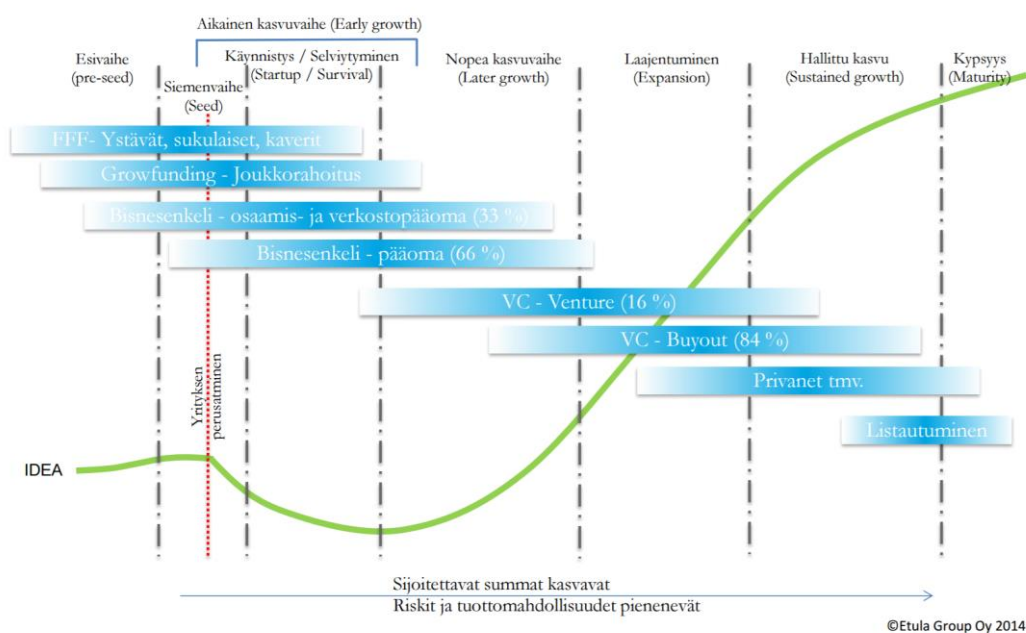
**Esivaiheessa** on olemassa jo tiimi ja idea, mutta yritystä ei välttämättä ole vielä perustettu. Tässä vaiheessa sijoitetulla rahalla mahdollistetaan tuotekehitys ja ensimmäiset vaiheet ideoinnissa. (Etula 2015, 12.)

**Siemenvaiheessa** ensimmäinen vedos tuotteesta tai palvelusta on valmis ja tiimi on saanut hankittua tarvittavat työkalut tuotteen tai palvelun valmistamiseen. Enkeli-sijoittajien sijoitukset kohdennetaan tuotekehitykseen tai liiketoimintamallin todentamiseen ja käynnistämiseen. (Etula 2015, 12.) Siemenvaiheen investoinneista sijoittaja saa rahansa takaisin epätodennäköisemmin kuin käynnistysvaiheen yrityksistä. Toisaalta menestykselliset siemenvaiheen yritykset voivat tuoda sijoitetut rahat lähes 20-kertaisina takaisin. (Lainema 2011, 54.)

**Käynnistysvaihe** on vaihe, jossa yritys on siirtynyt autotalista omiin tiloihin, olemassa oleva tiimi on kasvanut sekä tuotteen ensimmäinen versio on lanseerattu. Yrityksellä on liikevaihto, mutta kulut ovat menoja suuremmat. Sijoitukset käytetään yleensä tämän takia käyttöpääomaan tai tuotekehitykseen. Tämä vaihe on kriittinen ja saattaa muodostua ongelmaksi monelle yritykselle, jos rahoitusta ei saada. (Etula 2015, 14.)

**Nopea kasvuvaihe** tarkoittaa yrityksen laajentumista kotimarkkinoilta kansainvälisille markkinoille. Tässä vaiheessa yrityksellä menee hyvin eli tuotteet tai palvelut käyvät kaupaksi. Tulot ylittävät menot ja yrityksen kassaan alkaa kertyä rahaa. Kansainvälisille markkinoille pääsyyn tarvitaan enemmän rahaa ja enkelisijoitukset käytetään kasvun vauhdittamiseen. (Etula 2015, 14.)

**Laajentumisen vaiheessa** yrityksen liikevaihto on jo huomattava. Sijoituksia tarvitaan, jotta yhä uusien markkinoiden valloittaminen tai laajentuminen uusille toimialoille onnistuu. (Etula 2015, 14.)



Kuva 3 Sijoitusvaihtoehdot yrityksen eri vaiheissa (Etula 2015)

Enkelisijoittajat sijoittavat omien mieltymyksien mukaan eri elinkaaren vaiheissa oleviin yrityksiin. Yksi yhteneväinen piirre on kuitenkin yhteissijoitusten eli syndikaattien tekeminen. Tällaisessa syndikoidussa sijoituksessa yksi henkilö edustaa ryhmää, joka tekee yhteissijoituksen. Enkelisijoittajat poistavat tällä tavoin riskejä ja saavat hajautetumman portfolion samalla sijoitussummalla. Yhteissijoitukset mahdollistavat lisäksi suurempiin sijoituksiin käsiksi pääsemisen. (Etula 2015, 14.)

Suomessa arvioidaan olevan bisnesenkeleitä noin 1000. Määrä saattaa kuulostaa pieneltä, mutta suhteutettuna väkilukuun Suomi on maailman parhaita paikkoja saada enkelirahoitus. Enkeliverkosto FiBAN on noussut yhdeksi suurimmista verkostoista ja heillä on yli 450 jäsentä. (Etula 2015, 14.)

### **3.2 Sijoituskriteerit**

Enkelisijoittaminen ei ole pelkästään rahojen sijoittamista ja tuoton odottelemista. Se eroaa muista sijoitusmuodoista siten, että bisnesenkeli osallistuu yrityksen toimintaan ja pyrkii vaikuttamaan sen menestymiseen. Sijoitus ei välttämättä aina ole rahaa, vaan se voi olla verkostojen sekä osaamisen jakamista. Tutkimusten mukaan ei-taloudelliset investoinnit hyödyntävät aloittelevia yrityksiä enemmän kuin pelkkä pääoma. Sijoituksen kohteena olevat yritykset ovat luetelleet tärkeimmiksi ei-taloudellisiksi investoinneiksi strategisen suunnittelun, yrityksen kansainvälistymisen, bisneskontaktien hankkimisen ja lisärahoituksen hankkimisen. (Etula 2015, 15.)

Enkelisijoittaja miettii sijoituspäätöstä kolmen osa-alueen osalta erikseen. Kuinka paljon pääomaa tarvittaisiin, jotta sijoitus onnistuisi, minkälaista osaamista yritys tarvitsisi ja onko hänellä tarvittavia kontakteja potentiaaliin asiakkaisiin ja kumppaneihin. Usein enkelisijoittaminen on näiden kolmen summa, mutta enkelin rooli on aina riippuvainen kohdeyrityksen tilanteesta. Myös enkelisijoittajilla on omanlaisensa sijoitusportfolio sekä sijoitusstrategiansa. (Etula 2015, 15.)

Sijoituspäätös on bisnesenkelin henkilökohtainen päätös, eikä yhtenäistä tapaa ole olemassa. Enkelisijoittajan omat intressit vaikuttavat suuresti sijoituspäätökseen. Jos enkeli haluaa ottaa aktiivisemmän roolin, hän tarjoaa osaamistaan ja verkostoja ja sitä kautta vaikuttaa sijoituksen onnistumiseen. Aktiivinen sijoittaja on kohdeyritykseen yhteydessä monta kertaa viikossa, kun taas passiivinen sijoittaja tyytyy satunnaiseen informaatioon. (Etula 2015, 16.) Enkelisijoittajan aktiivisuus riippuu lisäksi sijoitettavasta yrityksestä. Toisessa yrityksessä enkeli voi olla aktiivisessa roolissa ja toisessa hyvinkin passiivinen. Juuri startup-yrityksissä olisi vain sekavaa, jos jokainen enkelisijoittaja haluaisin olla aktiivi-



sesti mukana yrityksen toiminnassa. Yleensä valitaan kaikista kokenein enkeli yrityksen toimialalta tai se, jolla on parhaimmat suhteet yrittäjiin. Enkelisijoittajalla on monta tapaa olla aktiivinen sijoittamisessaan startup-yrityksessä. Hän voi toimia hallituksessa, auttaa toimitusjohtajaa operatiivisessa toiminnassa, haastatella kandidaatteja hallitukseen, tukea myyntitiimiä, auttaa tekemään erilaisia rahoituksen mittareita ja valitsemaan sopivia ohjelmia yrityksen tarpeisiin. (Payne 2011, 7.)

Koska enkelisijoittajat sijoittavat omia rahojaan, eikä heillä ole pakonomaista tarvetta sijoittaa niitä, kasvaa yrittäjän henkilökemioiden merkitys sijoitusta tehdessä. Mahdollisuus vaikuttaa kohdeyrityksen asioihin, jotka enkelisijoittaja kokee itselleen merkityksellisiksi, saattaa olla vaikuttava tekijä sijoituksen syntyyn. (Etula 2015, 16.)

Enkelisijoittamiseen kuuluu vahvasti väliaikaisuus, mikä tarkoittaa, että sijoitus kestää tietyn vaiheen yrityksen elinkaaresta. Viitteellinen sijoitusaika on viisi vuotta, mutta riippuen yrityksen tilanteesta, sijoittaja voi olla mukana kymmenen vuottakin. Tyypillistä enkelisijoittamisessa on, että sijoituskohteet sijaitsevat maantieteellisesti lähellä enkeliä. Harvinaista on sijoituksen tekeminen yli 200 km etäisyyden sijoituskohteisiin, ellei ole kyse yhteissijoituksesta, jossa sijoituksesta huolehtiva on lähellä kohdetta. Bisnesenkelit ovat tyypillisesti matkustaneet koko työuransa, joten matkustaminen sijoituksen perässä ei ole kaikista houkuttelevin vaihtoehto. (Payne 2011, 11.)

Puhuttaessa bisnesenkeleiden motivaatiotekijöistä, voiton tekeminen on sijoituksen tekemisen perus elementti. Se ei silti tarkoita, etteikö sijoittajilla voisi olla muitakin motivaatiotekijöitä. Kaikki enkelit tykkäävät työskennellä yrittäjien kanssa. Jotkut tuntevat kiitollisuutta omia mentoreitaan kohtaan ja haluavat siksi jakaa hyvää myös toisille. (Payne 2006, 6.) Joskus halu auttaa kotiseutua tai halu vaikuttaa maailman kehittymiseen toimivat motivaationa sijoitukselle. Lisäksi halu pysyä kehityksen kärjessä tai vaihtelun saaminen omaan elämään, voivat olla motivaatiotekijöitä. (Etula 2015, 16.)

### **3.3 Mihin enkelisijoittajat sijoittavat?**

Enkelisijoittajat ovat sijoittaneet vuosina 2012 ja 2013 eniten tietotekniikkaan usein sen skaalautuvuuden takia (Etula 2015, 17.), mikä tarkoittaa mahdollisuutta kasvattaa teknistä ympäristö ilman toiminnan häiriintymistä. Vuonna 2014 sijoitukset ovat tasoittuneet kaikille toimialoille, mikä voidaan nähdä alla olevasta taulukosta. Uusia kasvavia toimialoja ovat mobiili 21 % ja ympäristö ja puhtaat teknologiat 14 %. Eniten sijoituksia ovat menettäneet tietotekniikka, terveydenhuolto sekä valmistava teollisuus.

Toimiala	2012	2013	2014
ICT	47 %	21 %	13 %
Terveydenhuolto/Lääketeollisuus	8 %	19 %	5 %
Valmistava teollisuus	6 %	11 %	3 %
Jälleenmyynti ja Jakelu	5 %	9 %	5 %
Rahoitus ja Liike-elämän palvelut	5 %	9 %	4 %
Luova teollisuus	4 %	4 %	3 %
Logistiikka ja Kuljetus	3 %	4 %	1 %
Mobiili	10 %	3 %	21 %
Ympäristö ja Puhtaat teknologiat	6 %	2 %	14 %
Biotekniikka ja Biotieteet	1 %	2 %	3 %
Energia	2 %	2 %	1 %
Muut	5 %	12 %	14 %
Tuntematon		1 %	13 %

Taulukko 4 Toimialajakauma enkelisijoituksissa (mukailtu FiBAN 2015)

Taulukon perusteella voidaan todeta, että enkelisijoittajat sijoittavat kaikille toimialoille, jos sijoituskriteerit täyttyvät. Mielenkiintoista on kuitenkin se, että jokaisena vuotena suosituimmat toimialat vaihtuvat. Tämä johtuu markkinoiden muutoksesta ja sijoittajien omista markkinanäkemyksistä. Joinakin vuosina näkyy selvästi erilaisia trendejä. Vuonna 2014 mobiili toimialan suosio kasvoi räjähdysmäisesti. Tämä on hyvä esimerkki markkinoiden muutoksesta ja siitä, että jokainen haluaa saada osansa markkinoilla liikkuvasta rahasta. Tiivistettynä enkelisijoittajat pyrkivät sijoittamaan yrityksiin, jotka tulevat menestymään ja kasvamaan merkittävästi tulevaisuudessa. Tulevaisuuden ennustus on ehdottomasti vaikeinta sijoituspäätöstä mietittäessä, mutta jokaisella enkelillä on omat käsityksensä, mihin maailma on menossa.

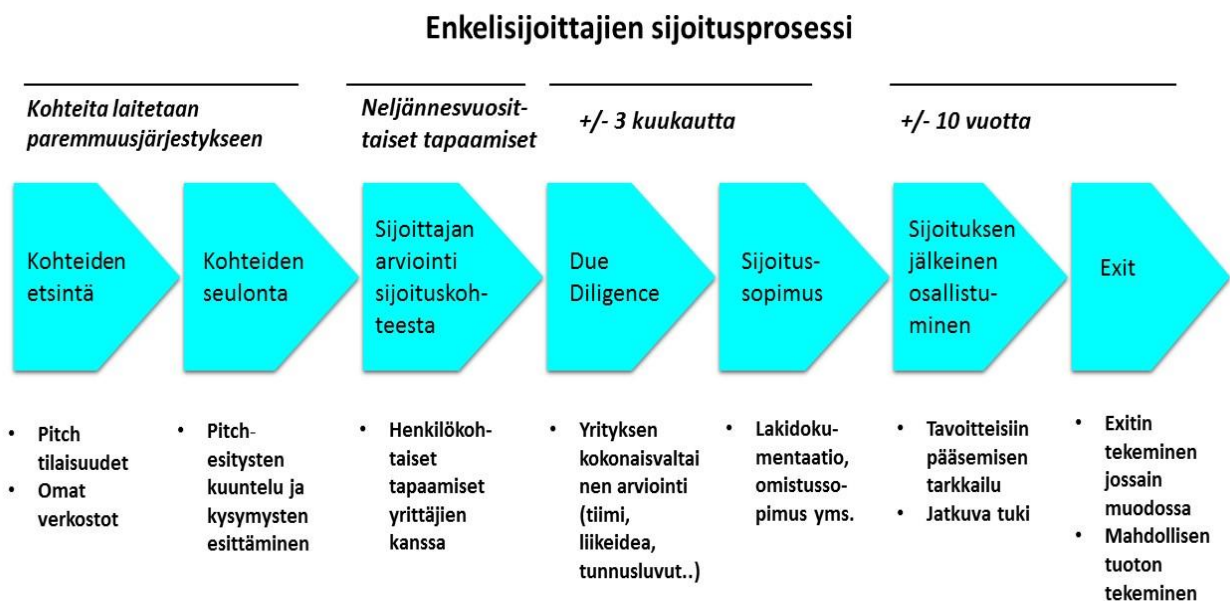
Jokaisella enkelisijoittajalla on omat henkilökohtaiset osaamisalueensa ja ne vaikuttavat suuresti minkä alan yritykseen enkeli haluaa sijoittaa. Harva enkeli sijoittaa sellaiseen toimialan yritykseen, josta hän ei ymmärrä yhtään mitään. Varsinkin, jos enkelisijoittaja

haluaa tuoda omaa asiantuntijuuttaan yrityksen käyttöön, täytyy kokemusta löytyä omasta takaa. Jos mukana on muita enkelisijoittajia, jotka tuntevat ala hyvin ja he hoitavat aktiivisen roolin, voi enkelisijoittaja tulla mukaan vaan taloudellisin avuin. (Payne 2011, 9.)

Kohdeyritys ei aina ole uusi ja aloittamassa oleva, vaan esimerkiksi uuteen kasvuun suuntaavat yritykset ovat olleet koko ajan suosituimpia enkelisijoittajien keskuudessa. Uusi kasvu voi alkaa uudesta tuotteesta, sukupolven- tai omistajavaihdoksesta tai uudesta kysynnästä markkinoilla. Tällaisella yrityksellä on alle miljoonan euron liikevaihto ja se pyrkii aggressiiviseen kasvuun. (Etula 2015, 18.)

### 3.4 Enkelisijoitusprosessi

Jokaisella bisnesenkeliällä on oma sijoitusprosessimallinsa, jonka mukaan he toimivat. Yleisellä tasolla sijoitusprosessi alkaa sijoittajan havaitessa sijoitusmahdollisuuden ja päättyy enkelin irtautuessa yrityksestä, jolloin hän ottaa exitin. Sijoitusprosessin vaiheet voidaan jakaa seitsemään eri vaiheeseen. (Etula 2015, 18.)



Kuva 5 Sijoitusprosessi (mukaillen The Trident Angels Network)

#### 3.4.1 Sijoituskohteiden etsintä

Enkelisijoittajilla on monia kanavia, joiden kautta he pystyvät löytämään erilaisia sijoituskohteita. Nämä kanavat ovat usein yhteisiä yritysten kanssa, mikä tarkoittaa, että yritykset etsivät sopivia rahoittajia samoista verkostoista. Tunnetuin yhdistys on Finnish Business

Angels Network eli FiBAN. Heidän tavoitteenaan on edistää enkelisijoittajien sijoitusten tekemistä potentiaaliin kasvuyrityksiin. (FiBAN 2017.) Samanlainen yhdistys on Business Angels, joka kertoo, että heillä on useiden tuhansien kontaktien verkosto. (businessangels 2017.) Kummatkin yhdistykset järjestävät erilaisia pitch-tilaisuuksia, joissa sijoittajat pääsevät tutustumaan erilaisiin potentiaaliin sijoituskohteisiin. First Round Oy keskittyy uusien yritysten käynnistämiseen, kehittämiseen ja kasvun kiihdyttämiseen. Tämä yhtiö tarjoaa enemmän palveluita startup-yrityksille, mutta tätä kautta enkelisijoittaja voi löytää mielenkiintoisia mahdollisuuksia. (First Round 2017.) Suomessa enkelit hyödyntävät myös omaa kontaktiverkostoaan ja saattavat saada vinkkejä muilta enkelisijoittajilta. (Etula 2015, 19.) LinkedIn on myös hyvä kanava löytää sijoituskohteita tai ehkä enemmänkin verkostoitua muiden enkelisijoittajien kanssa ja sitä kautta löytää mielenkiintoisia sijoitusmahdollisuuksia. (Hargreaves 2012, 43.)

### **3.4.2 Kohteiden valinta**

Enkelisijoittaja tutkii markkinoilla olevia sijoituskohteita ja valitsee niistä parhaimmat tarkempaa analysointia varten omien sijoituskriteerien perusteella. Jokaisella enkelisijoittajalla on henkilökohtaiset sijoituskriteerinsä. Jossain tapauksissa kohteen valinnan jälkeen tehdään sijoittajasopimus (Term sheet). Tämä takaa molemminpuolisen työrauhan, jolloin bisnesenkeli analysoi sijoituskohdetta. Term sheet sisältää lisäksi sijoituksen keskeisimmät ehdot. Kun sijoittajasopimus on tehty, voi olla vaikeaa muuttaa ehtoja jälkikäteen. (Etula 2015, 19.)

### **3.4.3 Kohteiden analysointi**

Sijoittaja analysoi sijoituskohdetta ja sen valuaatiota eli arvonmäärittystä yleensä yritykseltä saamien epävarmojen tietojen pohjalta. Tässä kohtaa enkelisijoittaja tutkiskelee kohdeyritystä yksilöllisten sijoituskriteerien kannalta, kuten kohteiden valinnassa. Tietoa syvennetään ja pyritään saamaan mahdollisimman tarkka ja laaja kuva yrityksen tilanteesta. (Etula 2015, 19.)

### **3.4.4 Sijoituksen päätösneuvottelut**

Päätösneuvotteluissa enkelisijoittaja joko hylkää sijoituksen tai haluaa tehdä sijoituksen yritykseen. Jos enkelisijoittaja aikoo sijoittaa, tarkennetaan tehtyä sijoitussopimusta ja tehdään siitä osakassopimus. Päätösneuvotteluissa tärkein käsiteltävä asia on oikean valuaation löytäminen, jotta omistusosuus miellyttää molempia osapuolia. Enkelit sijoittavat noin 1 - 6 %:n potentiaalisista yrityksistä. (Etula 2015, 19.)

Joskus enkelisijoittajan positiivinen sijoituspäätös ei johda lopulliseen sijoitukseen päätösneuvotteluiden aikana. Esimerkiksi perustajaosakkeiden valmennettavuus tai perustajaosakkaan haluttomuus luopua toimitusjohtajan paikasta, saattaa kariuttaa enkelisijoituksen. Aclandin (2011) tutkimuksen mukaan niistä yrityksistä, jotka eivät vaihtaneet toimitusjohtajaa jäi henkiin vain 9 %. Niillä yrityksillä, jotka taas vaihtoivat toimitusjohtajaa, oli henkiinjäämisprosentti 65. Tämän takia enkeleiden sijoituskriteereihin sisältyy usein yritysten valmius toimitusjohtajan vaihtoon. (Etula 2015, 20.)

### **3.5 Sijoitettava rahasumma**

Enkelisijoittajat tekevät sijoituksensa osakepääomaan. (Lainema 2011, 106.) Osakkeet on mahdollista siirtää sijoittajalle kolmella eri tavalla. Kaikista tunnusomaisin tapa on osakeanti, jossa sijoittajille tarjotaan uusia osakkeita, ja sijoitetut summat kirjataan yhtiön sijoitetun vapaan pääoman rahastoon. Tämä rahasto oikeuttaa käyttää sijoitettua rahaa yhtiön operatiiviseen toimintaan. Muut osakkeiden siirtymistavat ovat, kun enkelisijoittaja on mukana perustamassa yritystä tai hän ostaa osakkeet perustajaosakkailta. (Etula 2015, 59.) Riippuen enkelistä, sijoitus saatetaan jakaa useampaan osaan, jotka maksetaan tavoitteiden täytyessä. Järkevimmät enkelisijoittajat varautuvat uusiin sijoituskierroksiin ja tämän takia he varmistavat itselleen sellaisen omistusosuuden, joka miellyttää heitä diluution eli laimentumisen jälkeenkin. Enkelit harvoin tyytyvät alle 10 % osuuteen yrityksestä. (Lainema 2011, 106.)

Osakepääoma on yleisin sijoituksen muoto, mutta yhä useammin sijoittajat rahoittavat yrityksiä lainoilla. Lainarahoitus on halvempi järjestää, koska sopimuskustannukset nousevat huomattavasti erityisjärjestelyitä tehtäessä. Jokainen enkelisijoittaja ei koe yksityiskohtaisten sopimusten olevan tarpeellisia, mutta mitä enemmän heillä on kokemusta, sitä varmemmin he haluavat kirjallisen sopimuksen tärkeistä asioista. (Lainema 2011, 106.)

Toinen mielenkiintoinen suuntaus on enkelisijoittajien paremman suojan vaatimukset sijoitukselleen. Moni sijoittaja vaatii etuoikeuden tulevissa varojenjakotilanteissa eli likvidatiopreferenssin. Käytännössä tämä tarkoittaa, että myyntitilanteessa likvidatiopreferenssi antaa sijoittajalle etuoikeuden saada oma sijoituksensa takaisin ennen muita. Tällä tavalla sijoittaja pystyy vähentämään tappion riskejä esimerkiksi yrityksen menestyessä heikosti. (Lainema 2011, 107.)

Pääomasijoitusyhtiöt tekevät isojakin kertosijoituksia, mutta bisnesenkelit sijoittavat vaihteittain. Tällä tavoin riskien sekä sijoitettavien summien hallitseminen on helpompaa. Enkelisijoittajien sijoitussummat vaihtelevat 10 000 eurosta 250 000 euroon per sijoittaja.

Suomessa tavallisin sijoitussumma kohdeyritykseen on noin 25 000 euroa. (Etula 2015, 20.)

<b>Suomalaisten enkelisijoittajien sijoitukset</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Kaikki sijoitukset yhteensä</b>	€24M	€24M	€33M	€37M	€53M
<b>Startup-yrityksiin tehdyt sijoitukset</b>	n. 100	n. 200	238	322	324
<b>Keskimääräinen sijoitussumma</b>	€60.000	€49.000	€68.000	€54.200	€72.600

Kuva 6 Enkelisijoittajien sijoitukset eri vuosina (Mukaillen Fiban 2017.)

Fibanin sivuilta tehdystä taulukosta voidaan nähdä, että keskimääräinen sijoitussumma on noussut vuosi vuodelta, vaikka pientä taantumaankin näkyy taloudellisen tilanteen takia. Lisäksi sijoitusten määrä startup-yrityksiin on lisääntynyt eli voidaan todeta, että startup-yritykset Suomessa saavat helpommin rahoitusta enkelisijoittajilta kuin esimerkiksi viisi vuotta sitten. Startup trendi on selvästi saanut tuulta siipiensä alle.

### 3.6 Useat rahoituskerrokset

Jokaisella startup-yrityksellä on omat käsityksensä ja arvionsa yrityksen rahoitustarpeesta. Hyvin harvoin nämä arviot ovat realistisia, koska tulevaisuutta on vaikea ennustaa. Yleensä tuotot ja myynti kehittyvät hitaammin kuin on suunniteltu ja sen takia kassasta ei riitä rahaa saavuttamaan positiivista kassavirtaa. Jos rahaa ei ole, ei ole myöskään toimivaa yritystä. Tällöin tarvitaan uusia rahoituskerroksia enkelisijoittajilta. (Payne 2011, 10.)

On tavallista, että sekä startup-yritykset, että enkelisijoittajat varautuvat ennalta useisiin rahoituskerroksiin ja niistä kerrotaan jo ennen sijoituksen tekemistä. Aina voi tulla yllätyksiä, jolloin tarvitaan rahaa pian ja suunnittelematta, että yritys pysyy hengissä. Enkelisijoittajat varautuvat uusiin rahoituskerroksiin myös omistussuuden ylläpitämiseksi. Uudet rahoituskerrokset laimentavat sijoitusosuutta, jos niihin ei osallistu. (Payne 2011, 10.)

Enkelisijoittajat ovat aina huolissaan sijoituksensa diluutiosta eli laimenemisestä. Se on hyvin normaalia, jos yritys hakee useaa rahoituskerrosta. Kun yrityksen valuaatio nousee tasaisesti, enkelisijoittajien omistussuus prosentteina pienentyy, mutta sijoituksen arvo nousee, koska hinta per osake jatkaa nousemistaan. Äärimmäinen esimerkki on Amazonin aikaisen vaiheen enkelisijoittaja, jonka omistussuus laimentui minimaaliseksi, mutta sai sijoitukselleen 4000 kertaisen tuoton verrattuna sijoitettuun rahamäärään. Joissakin tapauksissa enkeli sijoittaa useisiin rahoituskerroksiin, koska uskoo tuottoon korkeammallakin valuaatiolla. Monet taas antavat sijoituksensa laimentua yrityksen arvon noustessa. (Payne 2011, 79.)

Useat rahoituskierrokset tuovat aina dilemman enkelisijoittajalle: Onko yritys vielä elinvoimainen ja tarvitsee vain vähän enemmän rahaa toiminnan ylläpitämiseen kuin oli ennustettu? Vai rahoittaako enkeli nyt uppoavaa laivaa? Harkitsevat enkelisijoittajat miettivät aina ennen uutta sijoitusta, että tekisivätkö he uuden sijoituksen, vaikka eivät olisi sijoittaneet aiemmin. Uudet rahoituskierrokset ovat aina tapauskohtaisia ja huolellinen harkintakaan ei takaa, että uuden rahan sijoittaminen startup-yritykseen on oikea päätös. (Payne 2011, 10.)

Yksi tapa seurata startup-yrityksen rahoitustarvetta on erilaiset virstanpylväät. Jokainen startup-yritys pystyy määrittelemään omat tavoitteensa, jotka havainnollistavat yrityksen kehitystä. Osa virstanpylväistä ovat mitattavissa ja osa eivät. Kaikilla yrityksillä on omat erilaiset mitattavissa olevat tavoitteensa, mutta seuraavat esimerkit antavat viitettä minkälaisia ne voivat olla: Lisensioitu teknologia, prototyypin valmiiksi saaminen, toimitusjohtajan palkkaaminen, erilaiset sopimukset vähittäismyyjien kanssa, ensimmäisen tuotteen lähetys ja ensimmäinen maksava asiakas yms. Startup-yritys pystyy helposti näyttämään enkelisijoittajille, kuinka paljon tavoitteet tulevat maksamaan ja perustella seuraavan rahoituskierroksen tarvetta. Mitä useampaan tavoitteeseen yritys pääsee, sitä helpompi sen on löytää rahoittajia. (Payne 2011, 27.)

### **3.7 Exit-strategia ja sijoitetun pääoman tuotto**

Exit-strategia (irtaantumisprosessi yrityksestä) tarkoittaa suunnitelmaa, miten saada sijoitettu rahasumma hyvällä positiivisella tuotoksella takaisin startup-yrityksestä. Tavallisin tapa toteuttaa exit on myydä kaikki osakkeet isommalle julkiselle osakeyhtiölle. Usein startup-yrityksen motivaationa onkin myydä yritys hyvällä hinnalla isommalle yritykselle. (Payne 2011, 31.) Exitin toteuttamiseen on muitakin vaihtoehtoja. Enkelisijoittaja voi myydä oman osuutensa seuraavalle sijoittajalle, uudelle johdolle tai yritykselle. Startup-yritys voi myös ostaa enkelin osakeosuuden takaisin itselleen. Pahimmassa tapauksessa exit tapahtuu yrityksen hakeutuessa konkurssiin. (Etula 2015, 55.)

Startup-yrityksillä on poikkeuksetta epärealistiset kuvitelmat exitin ajankohdasta. Jos yritys kuvittelee exitin tapahtuvan kolmen-viiden vuoden aikaskaalalla, enkelisijoittaja tietää sen olevan täysin mahdotonta. Siihen mihin enkelisijoittajan kannattaa kiinnittää huomiota on, että startup-yritys haluaa ja tavoittelee tulevaisuudessa exitiä. (Hargreaves 2012, 66.)

Enkelisijoittaminen kuuluu korkeimman riskiluokituksen sijoituksiin. Jos enkelisijoittaja sijoittaa rahaa kymmeneen eri startup-yritykseen, on todennäköistä, että hän menettää rahansa kokonaan viidestä sijoituksesta. Suurimmasta osasta jäljellä jäävistä sijoituksista enkeli saa pientä tuottoa. Vain yksi kymmenestä enkelisijoituksesta johtaa menestyksek-

kääseen exittiin. Yhden sijoituksen täytyy tuottaa kaiken kymmenen edestä voittoa, jotta sijoittaminen on kannattavaa. (Payne 2006, 8.) Tämä tarkoittaa, että enkelisijoittajan kannattaa sijoittaa vähintään kymmeneen eri startup-yritykseen, jotta se olisi järkevää tuottojen kannalta. (Hargreaves 2012, 23.) Seuraava esimerkki helpottaa hahmottamaan, kuinka suuren sijoitetun pääoman tuoton sijoitus tarvitsee. Koska sijoitus on erittäin riskialtis, enkelisijoittajat odottavat 25 %:n vuotuista tuottoa. Vertailukohteena on osakkeet, joiden pitkän ajan reaalituotto on noin 7 %:a. Jos enkelisijoittajalla on miljoona euroa sijoitettuna kymmeneen eri startup-yritykseen 100 000 euroa per yritys, tarkoittaa se, että sijoitusportfolion arvo tulee olla kolme miljoonaa viiden vuoden päästä.

(1,0milj. $\times$ 1,25 $\times$ 1,25 $\times$ 1,25 $\times$ 1,25 $\times$ 1,25=3,05milj.)

(Payne 2011, 8.)

Jos enkelisijoittaja haluaa sijoitusportfolionsa arvon kolminkertaistuvan viidessä vuodessa, tehden 25 %:n tuottoa joka vuosi ja yhdeksän kymmenestä startup-yrityksestä epäonnistuu, tulee yhden sijoituksista olla napakymppi. Exitiä tehtäessä napakymppin pitää tuottaa yksin kolme miljoonaa, jotta päästään 25 %:n sijoitetun pääoman tuottoon. Jokaisella sijoituksella täytyy olla potentiaalia sijoitusta tehdessä menestyä ja tuottaa yksin mielettömän suuri sijoitetun pääoman tuotto, kuten esimerkissä oli kolme miljoonaa. Enkelisijoittaja ei tiedä, mikä näistä kymmenestä startup-yrityksistä tulee tuottamaan napakymppin, joten sijoitusportfolion ei tulisi sisältää sijoituksia, joiden tuottomahdollisuuden ovat heti alussa vähäiset. (Payne 2011, 8.)

Seuraavassa esimerkissä päästään lähemmäs realistisia tuotto-odotuksia startup-yritysten menestymisessä. On todella epätodennäköistä, että huolella rakennettu sijoitusprofiili tuottaa yhden napakymppin ja yhdeksän epäonnistumista. Todennäköisempää on, että 3-5 startup-yritystä epäonnistuu ja niistä menetetään kokonaan sijoitettu rahasumma. Seuraavat 3-5 yritystä saattavat tuottaa sijoittajalle pientä tuottoa. Vaikka enkelisijoittajat pyrkivät saamaan sijoittamalleen rahalle korkeaa tuottoa, saattaa kymmenen tai viidentoista prosentin sijoitetun pääoman tuotto viidessä vuodessa muodostaa menestyksekkään sijoitusportfolion. Kuitenkaan kolmen tai viiden prosentin vuotoinen tuotto ei riitä positiivisen tuloksen saamiseen. (Payne 2011, 8.)

#### **4 Venture capital -sijoittajat eli pääomasijoittajat**

Venture capital -sijoittajat (VC) sijoittavat aikaisen kasvuvaiheen yrityksiin eivätkä niinkään aivan alkuvaiheen yrityksiin, kuten enkelisijoittajat. (Payne 2011, 5.) Suomessa yleisin pääomasijoittamisen muoto on rahastomalli, jossa pääomasijoitusyhtiö hallinnoi kommandiittiyhtiömuotoista rahastoa. Pääomasijoitusyhtiö kerää ensin institutionaalisilta sijoittajilta, kuten eläkevakuutusyhtiöiltä tai yrityksiltä rahaa määräaikaiseen rahastoon. Sen jäl-



keen sijoitusyhtiö tekee sijoituksia rahastosta kohdeyrityksiin. Tyypillisesti rahaston elinikä on rajattu 10 vuoteen ja sen aikana kohdeyrityötä kehitetään, jotta exitissä saataisiin positiivinen tulos. Saatava voitto jaetaan sovituilla jakosuhteella rahaston sijoittajien ja pääomasijoitusyhtiön kesken. (Luoma 27.3.2010.) Pääomasijoitusyhtiö perii lisäksi hallinnointikuluja sekä ottaa oman prosentiosuutensa rahaston tuotosta.

Pääomasijoittajat eroavat enkelisijoittajista sijoitetun rahan alkuperän kanssa. Kun enkelit sijoittavat omaa rahaansa, pääomasijoittaja sijoittaa muiden ihmisten rahoja. (Lainema 2011, 51.) Pääomasijoittajat keskittyvät sijoituksen onnistumiseen ja tuoton tekemiseen. He ovat yleensä rahoituksen ammattilaisia, eikä heillä ole taustaa yrittäjyydestä. Pääomasijoittajat tekevät syvän ennakoanalyysin eli due diligence -prosessin ennen sijoitusta. Epävarmuutta yritetään välttää kaikin keinoin. Pääomasijoittajat keskittyvät exit-strategiaan eli pyrkimys nopeaan irtaantumiseen yrityksestä suurempien voittojen toivossa, heijastuu suuresti heidän toiminnastaan.

Mikä vaikuttaa pääomasijoittajan tarjouksen suuruuteen? Lähtökohtana on yrityksen senhetkinen markkina-arvo, joka perustuu pääomasijoittajan näkemykseen exit-hinnasta, joka diskontataan nykyhetkeen. Tarjouksen suuruuteen vaikuttavat lisäksi tarvittavat lisärahoituskierrokset, sijoitusaika sekä liiketoimintariskin volatilitteetti. Pääomasijoittaja ottaa huomioon myös kilpailutilanteen ja onko muitakin kiinnostuneita sijoittajia ja kuinka kiireellisestä rahoitustarpeesta on kysymys. Sijoitettava rahamäärä vaihtelee parista miljoonasta satoihin miljooniin euroihin. Muiden sijoittajien kiinnostus lisää pääomasijoittajien intoa, mutta nopeaa sijoitusta pääomasijoittajalta on turha toivoa. (Lainema 2011, 145.)

#### **4.1 Mihin enkelisijoittajia tarvitaan?**

Enkelisijoittajien rooli on ratkaiseva startup-yritysten rahoittajina. Pääomasijoittajat harvoin tekevät sijoituksia alkuvaiheen yrityksiin, koska riskit ovat liian suuria ja niitä on vaikea arvioida. Enkelisijoittavat tukevat startup-yrityksiä antamalla kallisarvoista osaamista ja kokemusta yrityksen perustamisesta. (Lainema 2011, 87.) Enkelisijoittajissa on muitakin hyviä puolia verrattuna pääomasijoittajiin. Enkelit tekevät nopeita päätöksiä, eikä heidän tarvitse konsultoida muita sijoitusta tehdessään. He eivät myöskään alati hengitä yrittäjien niskaan ja ovat armollisempia, kun kyseeseen tulee yllättävä rahantarve. (Hargreaves 2012, 12.)

Miten yritykset saavat sitten pääomasijoittajat sijoittamaan yritykseen? Tästä päästään termiin pääomakuilu. Kasvuyritysten pääomakuilu syntyy enkelisijoittajien maksimaalisen sijoituksen ja pääomasijoittajien vähimmäissijoituksen välille. Saadakseen pääomasijoittajien sijoituksen, täytyy startup-yrityksen kasvaa tasolle, jossa se herättää pääomasijoitta-

jien kiinnostuksen. Pääomakuilun syvyys on sidoksissa myös yrityksen luonteeseen. Mitä riskialttiimpi ja epävarmempi startup-yritys on, sitä syvempi on myös pääomakuilu. (Lainema 2011, 87.)

Yrittäjä itse, ystävät ja perhe sekä typerykset	Enkelisijoittajat	Pääomakuilu Harva enkelisijoittaja tai VC	Venture Capital
10 000€ - 100 000€	10 000€ - 1 000 000€	1 000 000€ - 5 000 000€	5 000 000€-

Kuva 7 Pääomakuilu (mukaillen Payne 2011, 26.)

Startup-yrityksen on hyvä ymmärtää pääomamarkkinoita onnistuakseen suunnittelemaan oikeanlaisen rahoitusstrategian yritykselle. Esimerkiksi järkevä yrittäjä, joka tarvitsee 2,5 miljoonan euron sijoituksen turvaamaan positiivisen kassavirran esittää rahoitustarpeensa pääomamarkkinoita mukaillen. Yritys voi kerätä ensin 500 000 euroa ja suunnitella kaksi uutta rahoituskierrosta arvoltaan 1 000 000 euroa. (Payne 2011, 26.)

Suomessa enkelisijoittajat tarvitsevat usein rinnalleen julkisen rahoituksen toimijoita, jotta startup-yritys pystyy ylittämään pääomakuilun ja näin ollen houkuttelemaan pääomasijoittajia. Pääomasijoittajien minimisijoitussummat lähtevät neljästä miljoonasta eurosta ja he vaativat yritykseltä selkeää kasvu-uraa. (Lainema 2011, 87.)

#### 4.2 Onko venture capital -sijoitus välttämätön?

Monissa lähteissä kehoitetaan yrityksiä havittelemaan pääomasijoituksia ja sellaisen saaminen on hienoa asia. Onko tämä aina hyvä ratkaisu yrityksen kannalta? Jos yrittäjät haluavat pitää yrityksen langat omissa käsissään, pääomasijoittaja ei ole kaikista paras vaihtoehto. Koska pääomasijoittajat haluavat hyvää tuottoa sijoituksilleen nopeasti, on yrittäjien kyettävä jopa kaksikymmenenkertaistamaan panoksena arvon viidessä-seitsemässä vuodessa. Eli, jos yrittäjät luulivat tekevänsä kovasti töitä ennen pääomasijoitusta, voivat he varautua siihen, että VC- pääoman puristuksessa tilanne ei tule ainakaan helpottumaan. Pääomasijoittajat kokoavat hyvin nopeasti haluamansa hallituksen ja pienetkin mutkat matkassa johtavat toimitusjohtajan pikaiseen vaihtoon. Yrittäjät pystyvät usein pitämään vielä ensimmäisessä sijoituskierröksessä enemmistöomistajuuden, mutta on enemmän kuin todennäköistä, että he menettävät sen jatkokierröksellä. (Lainema 2011, 144.)

Pääomasijoittajat vaativat myös, että tietyt asiat päätetään yksimielisesti hallituksessa. Lista on pitkä sekä tarkka ja uusia ehtoja ja vaatimuksia syntyy alati. Lista koostuu avainhenkilöiden työsopimuksista, budjeteista, investoinneista, strategisista linjauksista, yrityksen myymisestä yms. Pääomasijoittajat toimivat ensisijaisesti oman etunsa mukaisesti ja sopimuksista voi tulla niin hankalia, että juristin palkkaaminen on järkevää. (Lainema 2011, 147.)

Enkelisijoittajien kannalta pääomasijoittajan mukaantulo voi olla katastrofi tuottojen kannalta, jos startup-yritys on hyvin alkuvaiheessa eli sillä ei ole liikevaihtoa tai lupaavia asiakkaita. Tällöin pääomasijoittajan näkemys yrityksen markkina-arvosta on kovin vähäinen. Enkelisijoittajien omistusosuus laimentuu merkittävässä määrin ja kärsimätön pääomasijoittaja mahdollisesti tarvelee kaiken sen innostuksen ja uuden innovoinnin yrityksen sisällä. Enkelisijoittajien näkökulmasta startup-yrityksen ei tulisi ottaa pääomasijoittajaa kasvuvaiheessa. Pääomasijoittaja antaa yrittäjätiimille optioita, jotta heidän omistusosuutensa säilyy, mutta enkelisijoittajien osuus ei heitä kiinnosta. Koska yrittäjätiimin osuus tulee olla noin 30 % ja pääomasijoittaja varautuu lisäksi lisäoptioihin, menettävät enkelit eniten omistajuutta. Harva yritys tulee kuitenkaan toimeen yksittäisen enkelisijoittajan sijoituksilla, joten enkelin on hyvä huomioida, että muitakin rahoitusratkaisuja tarvitaan. (Lainema 2011, 144.)

## 5 Tutkimus

Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin ensin, mitä startup-yritykset hakevat enkelisijoittajalta ja sen jälkeen paneuduttiin enkelisijoittajien näkökulmaan hyvästä enkelisijoituksesta. Tutkimuksessa pyrittiin teoria-osuuden ja kahden haastattelun avulla tutkimaan enkelisijoittajien sijoituskriteereitä startup-yrityksissä Suomessa.

Teoria-osuudessa tarkoituksena oli mennä syvemmälle startup-yritys sekä enkelisijoittajien maailmaan, jotta olisi helpompi ymmärtää enkelisijoittajien ajatuksenjuoksua, kun puhutaan enkelisijoittamisesta. Startup-yrityksen näkökulma toi lisää perspektiiviä, kun kerrottiin, mitä he toivovat enkelisijoittajalta. Lisäksi paneuduttiin, minkälainen on hyvä startup-yritys, johon enkelisijoittaja kiinnittäisi huomionsa ja tekisi mahdollisin sijoituksen. Enkelisijoittajan osuudessa pyrittiin keskittymään enkelisijoittajien ominaisuuksiin, mitä he toivovat sijoitukseltaan ja minkälainen startup-yritys olisi hyvä sijoituskohde. Teoria-osuuden antamia tuloksia verrattiin haastatteluiden antamiin näkemyksiin enkelisijoittajien sijoituskriteereistä.

### 5.1 Tutkimuksen toteutus

Tämä tutkimus on laadullinen eli kvalitatiivinen tutkimus, jossa pyritään ymmärtämään tutkittavan kohteen toimintatapaa. Tutkimus toteutettiin puolistrukturoidun haastatteluiden avulla, mikä tarkoittaa, että kaikille haastateltaville oli samat kysymykset ja ne esitettiin samassa järjestyksessä (liite 1). Tässä tutkimuksessa pyrittiin saamaan tietoa seuraavasta aiheesta: Mitkä ovat enkelisijoittajien sijoituskriteerit startup-yrityksissä Suomessa.

Kvalitatiivinen tutkimus soveltui tutkimukseen parhaiten, koska tarkoitus oli saada tietoa myös kysymysten ulkopuolelta. Haastattelu antoi mahdollisuuden vastata kysymyksiin niin laajasti kuin enkelisijoittajat halusivat ja pystyin myös johdattelemaan keskustelua haluamaani suuntaan. Lisäksi haastattelu muotona antaa tiettyä vapautta, eikä rajoita vastausmahdollisuuksia, kuten esimerkiksi lomaketyyppinen kysely. Kohdejoukko ei ollut otanta, vaan valitsin haastateltavat tarkoituksenmukaisesti.

Tutkimuksessa haastateltiin erikseen kahta eri henkilöä. Haastatteluiden ajankohta sovittiin noin viikkoa aikaisemmin. Yksi haastateltavista joutui perumaan haastatteluajan pitkän työmatkan vuoksi. Haastattelu toteutettiin toinen puhelimitse ja toinen hotelli Marskin aulaan. Kummatkin haastateltavat olivat toimineet enkelisijoittajan useita vuosia sekä tehneet enkelisijoituksia yli kymmeneen startup-yritykseen. Heidän sopivuus haastateltaviksi voidaan pitää erittäin hyvänä. Ensimmäinen haastateltavani oli anonyyminä pystyttelevä

naispuolinen henkilö (haastateltava 1), jolla on perheyritystausta. Toinen haastateltavista oli Henrik de la Chapelle, joka on suomalainen liikemies ja Jokereiden entinen suuromistaja. Hän on ollut omistajana monissa erilaisissa yrityksissä.

Haastattelurunko jaettiin kolmeen osioon. Ensimmäisessä osassa oli peruskysymyksiä enkelisijoittajan taustasta, toisessa osiossa paneuduttiin sijoituskriteereihin ja kolmannessa osiossa tarkasteltiin rahoituspuolta sekä tuotto-odotuksia. Haastattelukysymykset jaettiin kolmeen eri teemaan, jotta haastattelu olisi looginen ja vastaukset helpommin analysoitavissa. Haastattelukysymykset laadittiin sillä perusteella, että saataisiin mahdollisimman kattavaa tietoa sijoituskriteereistä sekä taustatietoa liittyen enkelisijoittamiseen yleensä. Taustatiedon saaminen oli tärkeää siksi, että olisi helpompi ymmärtää enkelisijoittajien ajatusmaailmaa sekä sijoittamislogiikkaa. Enkelisijoittajat eivät saaneet kysymyksiä etukäteen, koska he tiesivät tutkimuksen aiheen ja heidän aikansa on hyvin rajallista ja kallista, joten jo haastatteluiden saaminen oli lottovoitto.

Haastateltavat suhtautuivat haastatteluun yllättävän positiivisesti ja olivat erittäin avuliaita ja yhteistyöhaluisia. Haastattelutilanteet olivat rentoja ja positiivisessa hengessä pidettyjä ja kestivät noin tunnin. Haastatteluiden jälkeen haastatteluaineisto kirjoitettiin puhtaaksi.

## **5.2 Tutkimustulokset**

Ensimmäisessä haastatteluosiossa kysyttiin perustietoa ja enkelisijoittajista ja hieman heidän taustoistaan. Teorian perusteella enkelisijoittaja on noin 35-65- vuotias mies, joka on ollut itse yrittäjänä tai toiminut suuren yrityksen johtajana. Haastateltavissa toinen oli 62-vuotias mies, mutta toinen 44-vuotias nainen. Vaikka toinen haastateltavista olikin nainen, on ala hyvin miesvoittoinen. Saamani kontaktit olivat suurimmaksi osaksi miespuolisia. Myös ikäjakauma teorian perusteella soveltuu myös tutkimukseen, jonka voi selittää vanhempien ihmisten kertyneellä vauraudella ja viisaudella. Nuoremmat kuin 35-vuotiaat eivät välttämättä ole kiinnostuneita vielä jakamaan tietoa ja viisautta muille, vaan haluavat vielä keskittyä omaan uraansa.

Perustiedoissa kysyttiin lisäksi koulutustasoa ja nykyistä asemaa. Teorian mukaan enkelisijoittajat ovat akateemisesti koulutettuja, mutta eivät välttämättä ole koskaan valmistuneet oppilaitoksestaan. Henrik kertoi olevansa diplomiekonomi ja olleensa koko elämänsä yksityisyrittäjä ja toimii lisäksi nyt Gösta Serlachiuksen taidesäätien hallituksessa puheenjohtajana. Haastateltava 1, kertoi olleensa töissä muualla ja toimivansa nyt päätoimisesti enkelisijoittajana. Vaikka hän on ollut muilla töissä, on hänellä perheyritys tausta. Tutkimustulokset tukevat teoriaa, eikä poikkeamia löydy.

Haastateltava 1 kuvasi osuvasti teoria ammattienkelistä: Ammattienkelit ovat enkeleitä, jotka ovat tai ovat olleet asiantuntijoina yrityksissä. Heillä on paljon tietoja ja taitoja, joita he ovat keränneet uransa aikana ja he haluavat käyttää osaamistaan sijoitusyritysten hyväksi. He tekevät sijoituksia moniin yrityksiin samanaikaisesti ja ovat sijoittajia, jotka investoivat yrityksiin yhdessä muiden sijoittajien kanssa. (Lainema 2011, 92.)

Henrikiä kuvasi parhaiten teoria yrittäjäenkelistä: Yrittäjäenkelit ovat taas menestyneitä yrittäjiä, jotka haluavat hajauttaa pääomaansa muihin potentiaalsiin yrityksiin. He sijoittavat hyvinkin suuria summia, mutta se tarkoittaa myös sitä, että he vaativat itselleen suhteellisen ison osuuden yrityksestä. Yrittäjäenkelit eivät ole kiinnostuneita kohdeyrityksissä olevista tehtävistä. (Lainema 2011, 91.)

Viimeisinä perustietokysymyksinä kysyttiin, kuinka moneen startup-yritykseen he olivat sijoittaneet. Molemmat olivat sijoittaneet yli kymmeneen, joka tarkoittaa, että heillä on järkevä sijoitusportfolio tuottoja ajatellen. Haastattelussa pyydettiin myös määrittelemään startup-yritys ja siinä löytyikin eroja. Haastateltava 1 vastasi hienosti nykymääritelmän mukaan: ”Yritys joka hakee nopeaa kasvua ja kansainvälistymistä ulkopuolisella rahoituksella”. Henrik taas oli sitä mieltä, että startup-yritys on vain pieni alkava yritys. Hänen mielestään on aina ollut startup-yrityksiä ja nyt alkavia yrityksiä on alettu kutsumaan hienommalla nimellä.

Kysyttäessä ei-taloudellisen avun antamisesta eli oman osaamisen, verkostojen ja asiakkaiden yms. muiden ei-taloudellisten pääomien jakamisesta, molemmat kertoivat antavansa kaikkensa, jotta yritys menestyisi. Passiivisena he ovat vain yrityksissä, jossa he ovat tehneet syndikoidun sijoituksen, jolloin muut enkelit auttavat startup-yrityksiä. Verratuna teoriaan tulokset poikkeavat siinä mielessä, että haastateltavat eivät tee ollenkaan pelkkiä rahallisia sijoituksia startup-yrityksiin, vaan ovat aina valmiita auttamaan, jos tarvetta sellaiselle tulee.

Toisessa haastatteluosiossa kysyttiin sijoituskriteereistä. Haastateltava 1:n vastaukset myötäilivät teoriaosuuden sijoituskriteereitä hyvin paljon ja hän panostaa paljon due diligence -prosessiin ennen sijoittamista. Hän hakee syitä, miksi ei kannattaisi sijoittaa, tutustuu yrityksen tekemiin sopimuksiin ja lakiin yleensä, kartoittaa potentiaalisia asiakkaita ja soittaa referenssien sekä mahdollisten aikaisempien rahoittajien perään. Kummatkin korostivat erityisesti tiimin tärkeyttä, koska ilman sitä on mahdotonta saada menestyvää yritystä. Haastateltava 1 korosti vielä erityisesti, että tiimin täytyy kyetä kohtamaan vastoin käymisiä toisensa perään ja silti pystyä nousemaan jaloilleen yhä uudestaan. Henrikin korosti tiimin tärkeyttä, mutta senkin edelle meni liikeidea ja yrityksen skaalautuvuus. Henrik korosti liikeidean tärkeyttä useaan otteeseen. Haastateltava 1:kin korosti skaalautu-

vuutta ja kansainvälisyyttä. Startup-yrityksen liikeidean on oltava kansainvälisille markkinoille sopiva, jotta pystytään saamaan skaalautuneisuuden hyödyt irti.

Tässä osiossa pystyi huomaamaan enkelisijoittajien henkilökohtaiset intressit ja toimintatavat. Henrik oli selvästi rennompia sijoittajia, eikä hän juuri syvästi due diligence -prosessia tee. Häntä kiinnostaa toisena asiana sijoituspäätöstä miettiessään yrityksen rahatilanne ja minkälainen sen rahoitustarve on tulevaisuudessa. Hän haluaa tietää yrityksen kuukauden kulut ja millä rahamäärällä yritys pystyy toimimaan koko vuoden. Henrik ottaa myös rennommin toimiala näkökulman. Haastateltava 1 sijoittaa vain toimialoille, josta hänellä on osaamista ja annettavaa yrittäjille. Henrikille taas riittää, että olettaa tietävänsä alasta jostain.

Odottamattomat vastaukset tulivat lisäksi yrityksen tunnuslukujen vaikuttavuudesta sijoituksen tekemiseen. Teorian mukaan yrityksellä kannattaisi olla konkreettisia tunnuslukuja, kiinnostuneita ja mahdollisesti ostavia asiakkaita sekä kasvava liikevaihto. Tällaiset todennettävissä olevat asiat saavat enkelisijoittajat varmemmin sijoittamaan yritykseen. Haastatteluiden perusteella asia ei ole niin mustavalkoinen. Haastateltavat myönsivät tunnuslukujen vaikuttavan sijoituspäätökseen hyvin vähän. Henrik vastasi liikevaihdon vaikuttavan skaalautuvuuden näkökulmasta, mutta muuten tunnusluvut eivät juuri vaikuta. Haastateltava 1 myönsi, että yritys, jolla on olemassa olevia asiakkaita ja liikevaihtoa, on kiinnostavampi kohde. Se ei silti tarkoita, että tällainen yritys välttämättä menisi ohi toisesta yrityksestä, jolla liikevaihtoa tai olemassa olevia asiakkaita ei ole.

Useiden rahoituskierrosten vaikutus sijoituspäätökseen oli merkitsevä molempien haastateltavien mielestä. Kummatkin heistä varautuvat useisiin rahoituskierroksiin, mutta sijoituspäätöstä mietittäessä yrityksen realistinen kuva rahoitustarpeestaan vaikuttaa sijoittavako he yritykseen. Heistä on tärkeää tietää ennalta, kuinka useita rahoituskierroksia saattaa tulla ja onko kaikkiin pakko osallistua. Haastateltavat miettivät aina ennen uutta sijoitusta kannattaako yritykseen sijoittaa enää. Henrik mainitsee lisäksi diluution eli sijoituksen laimenemisen, joka vaikuttaa joissakin rahoituskierröksissä sijoituksen tekemiseen. Silloin hän ei ole halunnut osuutensa laimentuvan. Haastateltava 1 kertoo myös jättävänsä joskus osallistumatta rahoituskierroksiin, jos usealla startup-yrityksellä on sellainen samaan aikaan.

Teoriaosuudessa kerrotaan Venture Capital eli pääomasijoittajien mukaantulosta lähinnä negatiivisena tekijänä enkelisijoittajien kuin yrittäjienkin kannalta. He vaativat paljon yritykseltä ja ottavat hyvin nopeasti ohjat omiin käsiinsä. Heille on tärkeintä nopea tuottelias exit. Haastattelun perusteella kummatkin enkelisijoittajat pitivät pääomasijoittajan mahdollista mukaantuloa vain hyvänä asiana. Sijoituspäätöksen kannalta pääomasijoittajan sijoit-

tus olisi erittäin hyvä asia ja he näkevät, että se hyödyttäisi startup-yritystä pääsemään eteenpäin nopealla tahdilla.

Yllättävät vastaukset tulivat myös kysyttäessä exit-strategian vaikutuksesta sijoituspäätökseen. Teorian mukaan exit-strategia on isossa roolissa puhuttaessa sijoituksen tekemisestä, koska enkelisijoittajat haluavat saada sijoittamalleen rahalle hyvän tuoton sekä tietää, milloin sen saa mahdollisesti takaisin. Haastatteluiden perusteella asian laita on toinen. Kummatkin haastateltavat olivat sitä mieltä, että exit-strategia ei ole tärkeä asia sijoitusta tehdessä, koska ne eivät koskaan onnistu. He painottivat, että exit pitää olla kuitenkin jollain tavalla suunniteltu. Usein startup-yrityksillä toistuvat samat fraasit, joita he kertovat enkelisijoittajille. Kerrotaan, että yritys tullaan myymään isolle yritykselle esim. Googlelle ja exit tapahtuu nopealla aikataululla ja pienimmillä sijoitetuilla pääomilla kuin todellisuudessa tulee ikinä tapahtumaan.

Mielenkiintoinen fakta exitistä oli, että haastateltava 1 ei ollut vielä tehnyt yhtään exitiä mistään sijoittamistaan yrityksistä. Hän on sijoittanut startup-yrityksiin seitsemän vuoden ajan. Henrikin vastaus oli hieman epämääräinen, mutta kertoi, että hän on 30 vuoden aikana tehnyt joitakin onnistuneita exitejä. Niissä tärkeimpinä elementteinä onnistumisen kannalta ovat olleet liikeidea sekä ajoitus. Teoriassakin painotetaan juuri momentumin tärkeyttä. Jotkut liikeideat saattavat toimia vasta vuosien päästä, mutta on todella vaikeaa arvioida, milloin markkinat olisivat valmiita vastaanottamaan uusia innovaatioita.



## 6 Pohdinta

Tämä tutkimus toi esille mielenkiintoisia faktoja. Teoriaosuudessa käydään läpi hyvin tarkkaan, mitä enkelisijoittajat hakevat startup-yrityksiltä ja mitkä tekijät vaikuttavat sijoituspäätökseen. Startup-yrityksen pitää ottaa huomioon valtava määrä asioita, jotta enkelisijoittajan saa kiinnostumaan yrityksestä. Tutkimustulokset antoivat helpottavaa informaatiota startup-yritysten kannalta. Enkelisijoittajat eivät arvostele startup-yrityksiä niin kovalla kädellä, kuin teoria antaa ymmärtää.

Kaikista eniten enkelisijoittajia kiinnostaa raha. Tämä poikkeaa kirjallisuuden antamasta tiedosta täysin. Teoriassa korostetaan enkelisijoittajien muita motivaatiotekijöitä, kuten eitaloudellisen pääoman jakamista, halua kehittää omaa kotikuntaa ja olla vain mukana tekemässä jotain merkityksellistä. Todellisuudessa kukaan enkelisijoittaja ei sijoita startup-yrityksiin saadakseen jotakin tekemistä. Ykkösmotivaatiotekijä on rahan tekeminen. Vaikka, enkelisijoittajilla on rahaa jo omasta takaa, haluaa jokainen tehdä sitä lisää. Vasta toisena motivaatiotekijöinä tulevat halu auttaa ja tehdä jotain merkityksellistä.

Sijoituskriteereistä tärkeimmät ovat loistava liikeidea, hyvä tiimi toteuttamassa sitä, skaalautuvuus sekä edellytykset kansainvälisille markkinoille. Eniten enkelisijoittajat korostivat loistavaa liikeideaa. Ilman sitä ei ole mitään. Juuri liikeideaan sijoitetaan ja sen uskotaan menestyvän. Liikeideaan taas liittyy vahvasti tiimi. Teoriassakin mainittiin, että ilman hyvää tiimiä on erinomainen liikeideakin kelvoton. Tiimiä on lisäksi vaikea kopioida, joten se suojelee liikeideaa. Tiimin tulee kestää vastoinkäymisiä ja epävarmuutta ja nousta aina uudelleen tuhkasta. Yrittäjyys ei ole koskaan helppoa ja siksi enkeleistä on tärkeää löytää oikeat ihmiset, jotka uskovat omaan ideaansa ja jaksavat puskea sitä eteenpäin.

Skaalautuvuus ja kansainvälisyys tulevat viimeisinä tekijöinä sijoituskriteereissä. Tähän kontekstiin liittyy myös vahvasti rahan tekeminen. Yritys, joka pystyy laajentumaan globaaleille markkinoille vähäisillä kustannuksilla, on kultakaivos, jota enkelisijoittajat yrittävät kuumeisesti metsästä. Tämän takia nämä tekijät ovat enkelisijoittajien sijoituskriteereiden alkupäässä.

Tekijät, jotka vaikuttavat sijoituspäätöksen tekemiseen olivat pääomasijoittajan mukaan tuleminen, suunniteltu rahoitustarve ja rahoituskierrokset sekä yrityksen nykyinen rahatilanne. Enkelisijoittajat näkevät pääomasijoittajan mukaantulon positiivisena asiana. Enkeleiden kannalta ison rahoitusyhtiön sijoitus yritykseen merkitsee parempia mahdollisuuksia saada yritys menestymään ja sitä kautta saamaan sijoitettu raha moninkertaisena takaisin. Jos pääomasijoittaja on mukana avaa se ovia moneen suuntaan ja startup-yrityksellä

on suurempi todennäköisyys tulla huomatuksi markkinoilla ja parhaimmassa tapauksessa isompi yritys haluaa ostaa sen.

Yrityksen rahoitustarve sekä useat rahoituskierrokset vaikuttavat sijoituspäätökseen lähinnä pakollisuuden ja suunnitelmallisuuden kautta. Enkelisijoittajat haluavat tietää, kuinka paljon rahaa tarvitaan, koska se kertoo, onko startup-yrityksellä realistinen käsitys siitä, kuinka paljon rahaa kuluu tavoitteisiin pääsemiseen. Ei ole ainoastaan kyse rahan määrästä, vaan suunnitelmallisuudesta ja liiketoiminnan kulujen arvioinnista. Startup-yrityksellä tulisi olla oikeansuuntaiset laskelmat tulevaisuuden kuluista.

Useat rahoituskierrokset voivat vaikuttaa sijoituspäätökseen, jos niitä on todella monta, ja jos ne ovat pakollisia. Enkelisijoittajat haluavat suojella omaa osuuttaan, mutta eivät halua velvoitetta sijoittaa uudestaan, koska samaan aikaan voi olla muidenkin startup-yritysten rahoituskierroksia.

Kuten tutkimustuloksista kävi ilmi, exit-strategia ei ole sijoituspäätökseen suuresti vaikuttava tekijä, mutta yleisolettamus jokaisen enkelisijoituksen takana on, että exit toteutetaan ja mahdollisimman nopeasti. Exit nivoutuu tiiviisti sijoituksen tuottoon, mutta sillä ei ole niin kiire, koska hyvää tuottoa kannattaakin odottaa.

Onnistuneeseen startup-sijoitukseen liittyy aina oikea ajoitus, josta Henrik mainitsi haastattelussa. Vaikka kaikki tekijät valmistaisivat menestykselliseen sijoitukseen, mutta ajoitus uudelle tuotteelle, palvelulle tai teknologialle on väärä, on epäonnistuminen väistämätön. Enkelisijoittaminen on ja tulee olemaan aina korkean riskin sijoittamista, mutta siinä taitaa ollakin sen viehätys.

## **6.1 Tutkimuksen luotettavuus**

Validiteetti eli pätevyys tarkoittaa, miten hyvin tutkimuksessa käytetty tutkimusmenetelmä selvittää tutkimuksen ongelmaa. Mittaako tutkimus sitä, mitä sen avulla on tarkoitus selvittää. Tutkimuksessa käytetty menetelmä ei itsessään johda tietoon, vaan menetelmä tulee valita sen mukaan, millaista tietoa halutaan. Validiteetti on hyvä silloin, kun tutkimuksen kohderyhmä sekä kysymykset ovat oikeat. (Jyväskylän Yliopisto 2009.)

Enkelisijoittajat olivat haastava kohderyhmä saada ylipäättään haastatteluita. Enkelisijoittajien aika on kallista, eivätkä he halua jakaa sijoittajietojaan eteenpäin. Enkelisijoittajat pitävät sijoituskäyttäytymistään erittäin henkilökohtaisena asiana. Kohderyhmän valintaan vaikutti suuresti haastattelun saaminen. Monet kieltäytyivät haastattelusta. Kohderyhmä rajattiin enkelisijoittajiin, jotka olivat tehneet useita sijoituksia startup-yrityksiin sekä toimi-

neet monen vuoden ajan enkelinä. Tärkeää oli, että haastateltavat täyttivät enkelisijoittajien kriteerit ja pitivät itseään enkelisijoittajina. Tutkimuksen tuloksiin tulee suhtautua varovaisesti, koska tutkimuksessa haastateltiin vain kahta enkelisijoittajaa ja heillä kummallakin oli monien vuosien enkelisijoitustausta takanaan. Tämä saattaa vääristää tuloksia, koska kaikki enkelisijoittajat eivät ole yhtä kokeneita. Luotettavampien tuloksien saamiseksi tulisi suorittaa laajempi haastattelututkimus, jossa olisi mukana erilaisia enkelisijoittajia erilaisilla taustoilla.

## **6.2 Eettiset näkökohdat**

Tämän tutkimuksen aihe valittiin sen ajankohtaisuuden vuoksi. Enkelisijoittajista on vähänlaisesti tehtyjä tutkimuksia, koska heitä on ollut aikaisemmin hyvin vähän. Enkelisijoittajiksi haluavia on koko ajan enemmän ja kun startup-yrityksien määrä vain lisääntyy, on tutkimuksen tekeminen tarpeellista. Tutkimus on hyödyllinen ja se antaa tärkeää informaatiota etenkin startup-yrityksille, mutta lisäksi enkelisijoittajiksi haluaville henkilöille. Tutkin aihetta, koska enkelisijoittajien sijoituskriteereistä on vaikea löytää informaatiota. Haluan jakaa tutkimuksen avulla tietoa sitä tarvitseville. Tutkimuksen aihe ja siihen käytetty aineisto on eettisesti toteutettu ja mietitty.

Tutkimuksen aiheen toteuttaminen nosti joitakin eettisiä kysymyksiä. Haastateltavia oli vaikea saada tutkimukseen, koska he eivät halunneet antaa tietoa muiden käytettäväksi. Eettisestä näkökulmasta ketään ei pakotettu haastatteluun, vaan se oli täysin vapaaehtoista. Anonymiteetti oli toiselle haastateltavista ehdottoman tärkeää juuri siksi, että häntä ei voitaisi tunnistaa vastauksien antajaksi. Haastateltavilla on aina oikeus anonymiteettiin. Koska haastatteluaineisto on luottamuksellista, on sovittu, että aineisto tuhoetaan sen käytämisen jälkeen. Lisäksi anonymiteetin suojelemiseksi haastatteluista ei nauhoitettu.

## **6.3 Kehittämisen- ja jatkotutkimusehdotukset**

Tämä tutkimus voitaisiin toteuttaa paremmin esimerkiksi haastattelemalla useita erilaisia enkelisijoittajia. Tulokset voisivat silloin olla erilaiset. Olisi mielenkiintoista tietää suuremmalla otannalla muuttuisivatko tutkimustulokset jollakin tavalla. Haastatteluissa voitaisiin kysyä toisenlaisia kysymyksiä, koska tämän tutkimuksen antamat tiedot helpottavat parempien kysymysten rakentamisessa.

Jatkotutkimuksissa voitaisiin päivittää enkelisijoittajien sijoituskriteereitä, koska ne muuttuvat sitä mukaan, kun maailma muuttuu. Samoin sijoituskäyttäytyminen ei tule pysymään samana vuodesta toiseen. Kiehtovaa olisi myös pureutua syvemmällä tasolla enkelisijoittajien taustoihin ja kuinka paljon ne vaikuttavat sijoituskäyttäytymiseen- sekä kriteereihin.

Startup-yritysten kannalta sijoitusaktiivisuuden sekä rahoituksen määrän lisäämisen keinot olisivat hyviä tulevaisuuden tutkimiskohteita. Näillä aiheilla voitaisiin tutkia enkelisijoitusten kansantaloudellista vaikuttavuutta ja kykyä luoda uusia työpaikkoja. Näistä aiheista ei löydy tutkimuksia, vaikka tällainen tieto hyödyntäisi monia tahoja ja auttaisi uusien yritysten rahoituksen saamista.

#### **6.4 Oman oppimisen arviointi**

Opinnäytetyön aiheen löytäminen oli minulle helppoa, koska tein työharjoittelussani due diligence -selvityksiä, ja mielenkiintoni enkelisijoittamista kohtaan on suuri. Olen erikoistunut aso-opinnoissani rahoitukseen, joten sitäkin kautta aihe oli minulle sopiva. En tehnyt opinnäytetyötä toimeksiantajayritykselle, koska aiheeni oli sellainen, että siitä hyötyvät yleisesti kaikki startup-yritykset ja enkelisijoittajat. Aiheen valintakriteereissani painotin ajankohtaisuutta ja hyödyllisyyttä. Halusin tutkia aihetta, josta on aidosti hyötyä. Halusin myös aiheen, jonka koin mielenkiintoiseksi itselleni, jolloin sen tekeminen olisi mielekästä. Enkelisijoittajien sijoituskriteerit aiheena sisälsi kaikki valintakriteerini.

Aiheen tutkimisessa oli paljon haasteita. Teoriaosuuden lähteitä oli hyvin vaikea löytää ja samoin haastateltavia. Mielestäni onnistuin löytämään kohtalaisen hyvin päteviä lähteitä ja teoriaosuudessa käsitellään kattavasti aiheeseen liittyviä asioita. Tietoa olisi voinut olla enemmän, mutta otettaessa huomioon realiteetit on opinnäytetyö toteutettu niin hyvin kuin sen pystyi toteuttamaan. Lisäksi haastateltavien vaikea löytäminen tuotti päänvaivaa, mutta onnistuin saamaan sentään kaksi.

Opinnäytetyön aikataulu venyi suunnitellusta. Tavoitteeni oli valmistua puoli vuotta aikaisemmin, mutta aikataulu ei pitänyt, koska olin kokopäiväisessä työssä. Onnistuin kuitenkin saamaan opinnäytetyön valmiiksi niin, että valmistun koulutusohjelmani suunnitellun ajan rajoissa. Eniten aikaa kului lähteiden etsimiseen sekä niiden lukemiseen. Englanninkielinen kirjallisuus vei enemmän aikaa kuin suomalainen. Tutkimusosuus taas rakentui nopeammin ja sen toteutuksessa meni noin viikko. Haastattelutilanteet olivat minulle opinnäytetyön tekemisessä kaikista merkityksellisempiä ja unohtumattomia tilanteita. Koin saavani niissä eniten tietoa ja pystyin itsekin näyttämään omaa tietämystäni. Toinen haastateltavistani kehui jopa kysymyksiäni. Tutkimus- ja pohdintaosion tekeminen oli minulle mielekästä, koska pystyin soveltamaan tietoperustaa tutkimukseen ja koin, että tiesin asiasta jo paljon.

Oman oppimisen näkökulmasta opinnäytetyö kehitti osaamistani tutkimustyössä, projektin suunnittelussa, tiedon hankinnassa ja sen jäsentämisessä sekä analysoinnissa. Koen, että oma osaamiseni aiheeseeni liittyen on parantunut merkittävästi ja olen ylpeä siitä,

että tiedän aiheesta niin paljon. Opinnäytetyön tekeminen konkretisoi rahoitusten kursseilla oppimaani ja oli hienoa huomata, että ymmärsin aiheestani jo ennen sen tekemistä. Olen tyytyväinen omaan työskentelyyni ja valmiiseen opinnäytetyöhöni.

## Lähteet

Belsie L. 2015. How Angel Investors Help Startup Firms. Luettavissa:  
<http://www.nber.org/digest/mar16/w21808.html> Luettu: 12.5.2017

Business Angel Institute 2013. Love Money vs. Smart Money. Luettavissa:  
<http://businessangelinstitute.org/fff-family-friends-fools/>. Luettu: 28.10.2016

Business Angels 2017. BAF. Luettavissa: <http://www.businessangels.fi/baf/> Luettu:  
29.3.2017

Business Insider 2010. How to Get Funding From Friends, Family, and Fools. Luettavissa:  
<http://www.businessinsider.com/how-to-get-funding-from-friends-family-and-fools-2010-11?r=US&IR=T&IR=T>. Luettu: 28.10.2016

Climate-KIC Scout Report – Start-up funding. 2014. The (mis)alignment of financiers and start-ups in The Netherlands. The Netherlands.  
Luettavissa: <http://www.startupinsights.org/wp-content/uploads/2014/11/Scout-Report-startup-funding-1.pdf>. Luettu: 31.11.2016

Fiban 2017. Startup-sijoittajien verkosto. Luettavissa: <https://www.fiban.org/suomeksi.html>  
Luettu: 29.3.2017

Finac 2017. About. Luettavissa: <https://finac.fi/about/> Luettu: 12.5.2017

First Round Oy 2017. First Round Oy. Luettavissa: <https://firstround.fi/rahoituspalvelut/>  
Luettu: 29.3.2017

Efinancemanagement 2016. Gordon's Theory on Dividend Policy Luettavissa:  
<https://efinancemanagement.com/dividend-decisions/gordons-theory-on-dividend-policy>  
Luettu: 20.5.2017

Etula, S. 2015. Opas enkelisijoituksen hakemiseen. FiBAN. Helsinki. Luettavissa:  
[http://etula.fi/pdfs/opas\\_enkelisijoituksen\\_hakemiseen.pdf](http://etula.fi/pdfs/opas_enkelisijoituksen_hakemiseen.pdf). Luettu: 15.10.2016

Hargreaves, R. 2012. How to Become a Business Angel. Harriman House. Great Britain.

Helsingin Sanomat 2017. Sijoitukset startup-yhtiöihin kasvoivat Suomessa huimasti – ”Suomea voi kutsua jo nimellä Startup Nation”. Luettavissa: <http://www.hs.fi/talous/art-2000005125190.html> Luettu: 12.5.2017

Investinganswers 2013. Free Cash Flow to the Firm. Luettavissa: <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/financial-statement-analysis/free-cash-flow-firm-fcff-1149> Luettu: 20.5.2017

Jyväskylän yliopisto. 2009. Validiteetti ja reliabiliteetti. Luettavissa: [http://www.mit.jyu.fi/ope/kurssit/Graduryhma/PDFt/validius\\_ja\\_reliabiliteetti.pdf](http://www.mit.jyu.fi/ope/kurssit/Graduryhma/PDFt/validius_ja_reliabiliteetti.pdf): Luettu: 14.5.2017

Kolster 2015. Kilpailijaseurannalla ennakoit riskit ja mahdollisuudet sekä varmistat toimintavapautesi. Luettavissa: <http://www.kolster.fi/ipr-palvelut/suunnittelu-tutkimukset-ja-strategia/kilpailijaseuranta-ja-oma-toimintavapaus>. Luettu: 14.11.2016

Lainema, M. 2011. Enkeleitä, onko heitä? Denali Oy. Tallinna.

Landau, C. 22.5.2014. What’s the Difference Between a Small Business Venture and a Startup? Bplans. Luettavissa: <http://articles.bplans.com/whats-difference-small-business-venture-startup/>. Luettu: 3.11.2016

Lobock A. 2013. Why is a company’s pre-money valuation important to investors? Luettavissa: <https://www.entrepreneur.com/article/229057> Luettu: 11.5.2017

Payne, W. 2006 revised 2011. The definitive guide to raising money from angels. Entrepreneur. Angel Investor.

Ramadani, V. 2008. Business angels who they really are? South East European University at Tetovo. Tetovo. Luettavissa: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1300422](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1300422). Luettu: 1.11.2016

Robehmed, N. 16.12.2013. What Is A Startup? Forbes staff. Luettavissa: <http://www.forbes.com/sites/natalierobehmed/2013/12/16/what-is-a-startup/#3b674d264c63>. Luettu: 2.11.2016

Salkunrakentaja 2012. Osakkeen arvonmäärittäminen taloudellisen lisäarvon (EVA) avulla. Luettavissa: <https://www.salkunrakentaja.fi/2012/08/osakkeen-arvonmaaritys-taloudellinen-lisaarvon-eva-avulla/> Luettu: 20.5.2017

Shontell, A. 27.2.2014. A Startup Is A State Of Mind, Not A Word That Can Be Defined. Business Insider. Luettavissa: <http://www.businessinsider.com/what-is-a-startup-2014-2?r=US&IR=T&IR=T>. Luettu. 2.11.2016

Slush 2017. What is slush? Luettavissa: <http://www.slush.org/about/what-is-slush/>. Luettu: 10.5.2017

Tekes 2016. Vigo-kiihdyttämöt uuteen yhteistyömalliin. Luettavissa: <https://www.tekes.fi/nyt/uutiset-2016/vigo-kiihdyttamot-uuteen-yhteistyomalliin/> Luettu: 12.5.2017

Yrittäjät 2014. Arvonmääritys. Luettavissa: <https://www.yrittajat.fi/yrittajan-abc/omistajan-ja-sukupolvenvaihdos/arvonmaaritys-316987> Luettu: 20.5.2017

Zwilling, M. 6.9.2013. 10 Tips For Building The Most Scalable Startup. Forbes.com - Entrepreneurs. Luettavissa: <http://www.forbes.com/sites/martinzwilling/2013/09/06/10-tips-for-building-the-most-scalable-startup/#4fe7deae4521>. Luettu: 15.11.2016



## **Liite 1. Haastatteluiden kysymykset**

### **Perustiedot enkelisijoittajasta**

1. Nimi
2. Ikä
3. Koulutustaso
4. Työhistoria ja nykyinen asema?
5. Kuinka monta vuotta olette työskennelleet enkelisijoittajana startup-yritysten parissa?
6. Kuinka moneen startup-yritykseen olette sijoittaneet?

### **Sijoituskriteerit**

7. Haluatteko tuoda startup-yritykseen omaa osaamista, verkostoja tai asiakkaita ja kuinka innokas olette osallistumaan startup-yrityksen menestymisen tukemiseen/ohjaamiseen?
8. Mitä kautta löydätte potentiaaliset startup-yritykset?
9. Mitkä ovat merkittävimmät kriteerit startup-yrityksessä, jotta yritys näyttää kiinnostavalta sijoituskohteelta ja mitkä ominaisuudet saavat tietyn startup-yrityksen nousemaan muiden joukosta?
10. Minkä verran yrityksen luvut vaikuttavat sijoituspäätökseen?
11. Millaista tietoa enkelisijoittaja haluaa startup-yrityksestä?
12. Mitkä tekijät ovat eniten vaikuttaneet sijoituspäätöksen hylkäämiseen, kun positiivinen sijoituspäätös on jo aiemmin tehty?
13. Onko toimialalla merkitystä? Esimerkiksi oma tuntemus alaa kohtaan?
14. Oletteko suositelleet jotain startup -yritystä toiselle bisnesenkelille sijoittamatta kuitenkaan itse kyseiseen yritykseen? Miksi?
15. Oletteko tehneet kanssajohdotuksia muiden enkeleiden kanssa?

### **Rahoitus ja tuotto**

16. Kuinka paljon toivottu exit eli irtautuminen yrityksestä vaikuttaa sijoituspäätökseen? Vai puhutaanko siitä?
17. Minkälaisia summia sijoitatte startup-yrityksiin ja millä ehdoilla? Sijoitatteko vähemmän rahaa riskisempiin startup-yrityksiin?
18. Oletteko osallistuneet uusiin rahoituskierroksiin ja mikä saa teidät osallistumaan niihin/mikä ei?
19. Vaikuttavatko useat rahoituskierrasmahdollisuudet sijoituksen tekemiseen?

20. Minkälaisella aikajänteellä toivotte tekevänne exitin sijoittamistanne yrityksistä ja ovatko tavoitteet toteutuneet?
21. Mitä mieltä olette venture capital eli pääomasijoittajien havittelemisesta ja vaikuttaako se sijoituspäätökseen?
22. Oletteko tehneet onnistuneita sijoituksia startup-yrityksiin? Osaatteko kertoa tekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet eniten onnistuneeseen sijoitukseen?