

Antti Janhunen

Bisnesenkeliin sijoituskriteerit aikaisen vaiheen startup-yrityksiin Suomessa

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Insinööri (AMK)

Tuotantotalous

Insinöörityö

14.5.2017

Tekijä Otsikko	Antti Janhunen Bisnesnkeliien sijoituskriteerit aikaisen vaiheen startup-yrityk- siin Suomessa
Sivumäärä Aika	48 sivua + 1 liite 15.5.2017
Tutkinto	Insinööri (AMK)
Koulutusohjelma	Tuotantotalous
Suuntautumisvaihtoehto	Kansainvälinen ICT-liiketoiminta
Ohjaaja	Yliopettaja Antero Putkiranta
<p>Insinööriyön tavoitteena oli tutkia, mitkä ovat keskeisimmät sijoituskriteerit enkelisijoittajien sijoituspäätöksenteossa Suomessa ja selvittää, eroavatko Suomessa toimivien enkelisijoittajien päätöksenteon perustana olevat kriteerit muualla maailmassa aikaisemmissa tutkimuksissa esille nousseista havainnoista.</p> <p>Insinööriyö jakautuu kahteen osaan. Ensimmäinen osa koostuu tutkimuksen teoreettisesta viitekehuksesta. Aluksi luotiin tietoperusta tutustumalla keskeisiin teemoihin aiheeseen liittyen. Työn teoriaosassa käytiin aluksi läpi startup-yrityksen määritelmä, yrityksen kasvuvaiheet ja rahoitus kasvun eri vaiheissa. Tämän jälkeen perehdyttiin enkelisijoittajan määrittelyyn, enkelisijoitusprosessiin ja riskien arviointiin sekä tavoitteisiin. Lopuksi kirjallisuutta ja aikaisempia tutkimuksia hyödyntämällä määriteltiin keskeisimmät kriteerit enkelisijoittajan sijoituspäätöksenteossa.</p> <p>Insinööriyön toinen osa on työn varsinainen tutkimusosuus. Tutkimus toteutettiin kvalitatiivista tutkimusmenetelmää käyttämällä. Puolistrukturoiduin haastatteluin kerättiin aineistoa haastateltujen enkelisijoittajien asenteista annettuihin sijoituskriteereihin. Lisäksi haastateltavia pyydettiin arvioimaan jokaisen kriteerin merkityksellisyys sijoituspäätöksenteossa Likertin asteikkoa käyttämällä. Haasteltuja enkelisijoittajia oli yhteensä neljä, joista jokainen toimii Suomessa aktiivisena enkelisijoittajana.</p> <p>Lopuksi analysoitiin tutkimustulokset. Analysointi suoritettiin kahdella tavalla. Saatuja tutkimustuloksia verrattiin aikaisempien tutkimusten havaintoihin tarkoituksena tunnistaa, millä tavalla Suomessa toimivien enkelisijoittajien sijoituskriteerit eroavat muiden enkelisijoittajien sijoituspäätöksenteosta. Lisäksi kerätyn aineiston avulla arvioitiin, mitkä ovat keskeisimmät sijoituskriteerit enkelisijoittajien sijoituspäätöksenteossa Suomessa.</p>	
Avainsanat	enkelisijoittaminen, aikaisen vaiheen yritykset, sijoituskriteerit

Author Title	Antti Janhunen Business angels' investment criteria in early-stage start-ups in Finland
Number of Pages Date	48 pages + 1 appendix 15 May 2017
Degree	Bachelor of Engineering
Degree Programme	Industrial Management
Specialisation option	International ICT Business
Instructor	Antero Putkiranta, Senior Lecturer
<p>The aim of this thesis was to explore the key investment criteria for decision-making by angel investors in Finland and to find out whether the decision-making criteria of Finnish angel investors differ from those observed in earlier studies in the rest of the world.</p> <p>The thesis work is divided into two parts. The first part consists of a theoretical reference framework. Initially, a knowledge base was created by exploring key themes related to the topic. The theoretical part of the thesis initially looked at the concept of a start up a company, a start-up company's growth phases and funding at various stages of growth. Next, the concept of an angel investor and the risks and goals of angel investment were studied. Finally, using the literature and previous studies, the key criteria for angel investors' investment decision-making were defined.</p> <p>The second part of the thesis is the actual research part of the work. The research was carried out using a qualitative research method. Half-structured interviews were used to collect material from the attitudes of interviewed angel investors to their investment criteria. In addition, the interviewees were asked to evaluate the relevance of each criterion in investment decision making using the Likert scale. Interviews were conducted with four angel investors, each of whom is active in Finland as an angel investor.</p> <p>Finally, the research results were analysed. The analysis was performed in two ways. The results obtained were compared with the findings of previous studies in order to identify how the investment criteria of angel investors in Finland differ from the decision-making of other angel investors. In addition, the collected material was used to evaluate the key investment criteria for decision-making by angel investors in Finland.</p>	
Keywords	angel investing, early-stage start-ups, investment criteria

Sisällys

Lyhenteet

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuksen tausta	1
1.2	Tavoite ja rajaukset	2
1.3	Tutkimusmenetelmä	3
1.4	Työn rakenne	3
2	Kirjallisuuskatsaus	4
2.1	Startup-yritys	4
2.1.1	Startup-yrityksen kasvuvaiheet	6
2.1.2	Rahoitus kasvun eri vaiheissa	8
2.2	Enkelisijoittajat ja pääomasijoittaminen	10
2.2.1	Enkelisijoittajan määritelmä	11
2.2.2	Enkelisijoitusprosessi ja riskien arvionti	13
2.2.3	Enkelisijoittajan tavoitteet	14
2.2.4	Enkelisijoittajien sijoituskriteerit	16
3	Tutkimuksen toteuttaminen	22
3.1	Tutkimuksen suunnittelu	22
3.2	Tutkimusaineiston kerääminen	23
3.3	Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti	24
4	Tulokset	24
5	Tulosten analysointi	35
6	Yhteenveto	43
6.1	Johtopäätökset	43
6.2	Yhteenveto	44
6.3	Jatkotutkimusehdotus	45
	Lähteet	46
	Liitteet	
	Liite 1. Haastattelurunko	

Lyhenteet

OECD	Organization for Economic and Cooperation and Development. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö, perustettu vuonna 1961 lisäämään jäsenmaittensa taloudellista ja yhteiskunnallista hyvinvointia.
EBAN	European Business Angel Network. Eurooppalaisten bisnesenkelijärjestöjen katto-organisaatio.
FiBAN	Finnish Business Angels Network. Kansallinen yksityissijoittajayhdistys, jonka tarkoituksena on kehittää enkelisijoittajien ammattikuntaa.

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Talouselämä julkaisi 18. päivä maaliskuuta 2013 artikkelin ”Rahoitus kuihtunut – Enkelisijoittajat jo isompi pelaaja Suomessa kuin yksikään rahasto”, missä Suomen yksityissijoittajayhdistys FiBAN:in (Finnish Business Angel Network) ja Suomen valtion omistaman erityisrahastoyhtiö Finnveran mukaan enkelisijoittajat ovat toimintansa alkuvaiheessa olevien startup-yritysten merkittävin rahoittaja tehtyjen sijoitusten yhteenlasketun kokonaisarvon perusteella Suomessa. FiBAN:in hallituksen puheenjohtaja Riku Asikaisen mukaan Yhdysvalloissa enkelisijoittaminen on suuruudeltaan kaksinkertainen pääomasijoittamiseen verrattuna sijoitusarvoja vertailtaessa.

TeKes, innovaatiotoiminnan rahoittaja ja verkottaja, kirjoitti vuonna 2015 ilmestyneessä ”Tekesin näköalat” raportissaan, että tärkeä osa Suomen uusista yrityksistä lukeutuu voimakasta kasvua ja kansainvälistymistä tavoitteleviin startup-yritysten joukkoon. Toimivan liiketoimintamallin ja kyvykkään tiimin lisäksi startup-yritystoiminta vaatii merkittävästi pääomia. Erityisesti yrityksen alkutaipaleen rahoituksessa enkelisijoittajilla on merkittävä rooli. Suomalaisten yritysten keräämä rahoitus on kasvanut viime vuosina, mutta se ei ole vielä toistaiseksi yltänyt samalle tasolle kuin muissa startup-keskittymissä.

Vuonna 2015 yli 400 Suomalaista startup- ja kasvuyritystä saivat kokonaisuudessaan 253 miljoonaa euroa rahoitusta, josta bisnesenkeleiden sijoitusten osuus oli 37 miljoonaa euroa, liki 15 prosenttia (Venture Capital in Finland 2016). Pelkästään startup-yrityksiä tarkasteltaessa enkelisijoittajien rooli yritysten alkuvaiheen rahoittajana on vieläkin merkityksellisempi. Enkelisijoittajien asemaa startup-yritysten rahoittajina korostaa entisestään se, että vuoden 2016 alusta julkista rahoitusta yrityksille tarjoavat instituutiot, Finnvera ja TeKes, eivät enää tee lainkaan suoria sijoituksia yrityksiin (Uutisia pääomasijoitusosalta 2016).

Bisnesenkeliä, julkisten pääomasijoittajien ja pääomasijoittajien päätöksentekokriteereitä on tutkittu kansainvälisesti paljon, mutta kansallisella tasolla huomattavasti vähemmän. Tutkimuksissa on havaittu, että edellä mainittujen sidosryhmien sijoituspäätöksenteko perustuu eri kriteereihin. Lisäksi eri sidosryhmät rahoittavat yrityksiä niiden kasvun

eri vaiheissa. Osnabruggen ja Robinsonin (2000: 5) mukaan enkelisijoittajat ovat yksi merkittävimmistä rahoituslähteistä startup-yrityksen toiminnan alkuvaiheessa.

Usein yrittäjät kokevat pääoman hankkimisen ulkopuolisilta rahoittajilta hyvin haasteelliseksi. Jotta yritysten mahdollisuudet voisivat parantua myönteisen rahoituspäätöksen saamiseksi enkelisijoittajilta, on tärkeää ymmärtää, mihin kriteereihin sijoituspäätöksen teko perustuu.

1.2 Tavoite ja rajaukset

Kirjallisuus ja aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, että enkelisijoittajien myöntämä rahoitus on ratkaisevassa asemassa yrityksen tavoitellessa kasvua aikaisessa vaiheessa. Yrityksen hankkiessa rahoitusta, on sen otettava huomioon lukuisia asioita parantaakseen mahdollisuuksia positiivisen rahoituspäätöksen saamiseksi. Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitkä ovat tärkeimmät kriteerit, jotka vaikuttavat bisnesenkeliä sijoituspäätöksiin Suomessa.

Startup-yrityksellä, joka on toimintansa alkuvaiheessa saanut rahoitusta enkelisijoittajilta, on todettu olevan paremmat mahdollisuudet menestyä verrattuna yrityksiin, joiden toimintaan tämä sidosryhmä ei ole osallistunut. Rajallisten resurssien ja usein kriittisen aikataulun kannalta yrityksen etsiessä pääomarahoitusta on tärkeää, että yritys tiedostaa tekijät, joiden perusteella enkelisijoittajat punnitsevat potentiaalisina sijoituskohteina olevia yrityksiä. Sijoituskriteerien ymmärtäminen luo yrityksille paremmat edellytykset positiivisen rahoituspäätöksen saamiseksi ja näin ollen menestymiseen markkinoilla. (Bachher ym. 1999.)

Insinöörityön tavoite on selvittää kirjallisuutta ja aikaisempia tutkimuksia hyödyntämällä, mitkä ovat kansainvälisesti merkittävimmät sijoituskriteerit enkelisijoittajien sijoituspäätöksenteossa aikaisen vaiheen startup-yrityksiin. Työn tutkimusosuudessa on tarkoitus perehtyä, toteutuvatko työn teoriaosuuden sijoituskriteerit myös Suomessa. Näin ollen insinöörityön tavoitteena on vastata tutkimuskysymyksiin:

- Mitkä ovat Suomessa toimivien enkelisijoittajien keskeisimmät sijoituskriteerit yrityksen aikaisessa vaiheessa?

- Mikä merkitys on tutkituilla sijoituskriteereillä bisnesenkeliä sijoituspäätöksenteossa?

Työn tavoite asetti rajauksen aiheelle. Tutkimus keskittyy käsittelemään bisnesenkeliä sijoitusprosessia ja sijoituskriteereitä aikaisen vaiheen yrityksiin. Aikaisen vaiheen yrityksiin lasketaan kuuluvan siemen-, startup- ja aikaisen kasvuvaiheen yritykset.

1.3 Tutkimusmenetelmä

Insinööriyössä perehdytään aluksi bisnesenkeleihin ja heidän sijoituskriteereihinsä liittyvään kirjallisuuteen sekä aikaisempiin tutkimuksiin, joita käsitellään työn kirjallisuuskatsoosissa. Tutkimusongelman selvittämiseksi haastatellaan Suomessa toimivia bisnesenkeleitä. Tutkimuksen suoritustavaksi valitsin kvalitatiivisen eli laadullisen tutkimustavan. Päädyin kvalitatiiviseen tutkimustapaan siitä syystä, että sen avulla voidaan selvittää haastateltavien näkemyksiä ja käsityksiä ja tämä sopi mielestäni parhaiten tutkimuskysymyksiin haettaviin vastauksiin.

Työ käsittelee aikaisen vaiheen yrityksiä, joihin viitattaessa käytetään myös usein termiä startup-yritys, vaikkakin nimi viittaa käynnistysvaiheeseen. Tässä työssä aikaisen vaiheen yrityksellä tarkoitetaan siemen-, käynnistys- tai aikaisessa kasvuvaiheessa olevaa yritystä. Keskeiset määritelmät ja vaiheet käydään läpi työn teoriaosuudessa.

1.4 Työn rakenne

Insinööriyö koostuu yhteensä seitsemästä luvusta. Johdanto-luvussa kerrotaan taustatietoa aiheesta ja korostetaan sen ajankohtaisuutta. Lisäksi johdannossa kerrotaan tutkimuksen tavoitteista ja rajataan aihe. Lopuksi luvussa perehdytään tutkimusmenetelmään.

Luku 2, kirjallisuuskatsaus, on työn varsinainen teoriaosuus, joka käsittelee aiheesta aikaisemmin tehtyjä tutkimuksia ja kirjallisuutta aihepiiriin liittyen. Työn teoreettinen osuus muodostuu kolmesta keskeisestä aihe-alueesta. Aluksi perehdytään startup-yrityksen määritelmään, yrityksen kasvuvaiheisiin ja rahoitukseen kasvun eri vaiheissa. Tämän

jälkeen teoriaosa käsittelee enkelisijoittajan määritelmää, enkelisijoitusprosessia ja enkelisijoittajan tavoitteita. Lopuksi käydään läpi enkelisijoittajien sijoituspäätöksentekoon vaikuttavia kriteereitä aikaisempia tutkimuksia ja kirjallisuutta hyödyntäen.

Luvussa 3 kuvataan, kuinka tutkimus on toteutettu. Luku 4 koostuu haasteltujen vastauksista. Luvussa 5 analysoidaan tulokset ja verrataan saatuja vastauksia teoriaan ja aikaisemmin tehtyjen tutkimusten havaintoihin. Luvussa 6 käsitellään johtopäätökset. Työn viimeisessä luvussa 7 arvioidaan, kuinka työn tutkimuskysymyksiin onnistuttiin vastaamaan ja pohditaan jatkotutkimusehdotuksia.

2 Kirjallisuuskatsaus

Työn teoriaosassa perehdytään aluksi startup-yrityksen määritelmään, startup-yrityksen kasvuvaiheisiin ja rahoitukseen kasvun eri vaiheissa. Tämän jälkeen käsitellään enkelisijoittajan sijoitusprosessia, riskien arviointia ja lopuksi enkelisijoittajien sijoituskriteereitä.

2.1 Startup-yritys

Startup-yrityksen määritelmä ei ole aivan yksiselitteinen. Näin ollen määritelmiä on relevanttia käydä läpi useampia mahdollisimman kokonaisvaltaisen kuvan muodostamiseksi. Varsinkin teknologiayrittäjien keskuudessa kulttiteokseksi nousseen *The Lean Startup* –kirjan kirjoittaja Eric Ries (2011: 27) on määritellyt startup-yrityksen seuraavasti vapaasti suomennettuna: ”Startup on äärimmäisen epävarmoissa olosuhteissa toimiva yritys tai instituutio, jonka tarkoituksena on luoda uusi tuote tai palvelu”. Riesin määritelmä korostaa startup-yrityksiä yhdistävänä tekijänä suurta epävarmuutta, ja hänen mukaansa parasta määritelmässä on se, ettei se ota kantaa yrityksen kokoon tai teollisuudenalaan. Hän korostaa, että tärkeä osa määritelmää on myös se, että tuote tai palvelu on innovatiivinen. Juuri innovatiivisuus, se että vastaavaa tuotetta tai palvelua ei ole aikaisemmin ollut markkinoilla kyseisellä toimialalla tai koko toimiala on aivan uusi, liittyy huomattavan epävarmuuden startup-yrityksen toimintaan. Näin ollen Ries ei pidä sellaisia yrityksiä startup-yrityksinä, joiden liiketoimintamalli esiintyy jo täsmälleen samanlai-

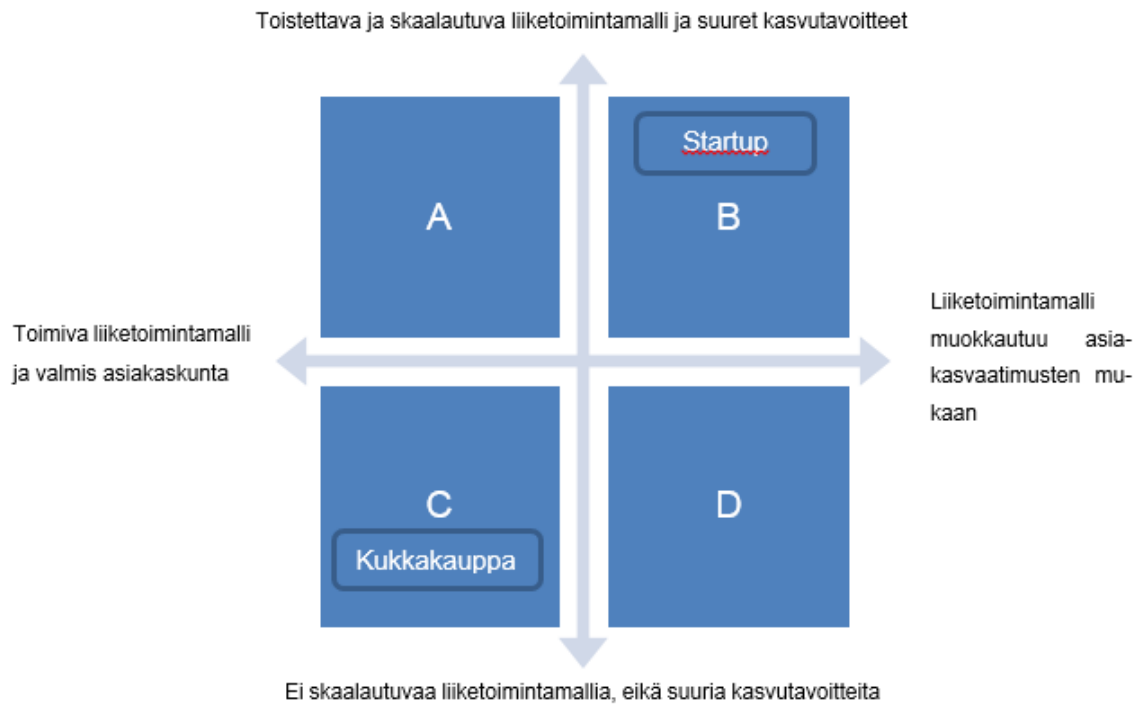
sena markkinoilla. Tästä johtuen edellä mainitun mukaiset pienet yritykset saavat helposti pankkilainaa toiminnan rahoittamiseksi liiketoimintaan liittyvän riskitason ollessa huomattavasti matalampi jo aiemmin testatun liiketoimintamallin ansiosta.

Steve Blank (2010), sarjayrittäjä ja Stanfordin yliopiston professori, kuvailee startup-yrityksen olevan väliaikainen organisaatio, jonka liiketoimintamallin keskiössä ovat toistettavuus ja skaalautuvuus. Toistettavuudella tarkoitetaan liiketoimintamallin osaa, jota yritys voi hyödyntää yhä uudelleen ja uudelleen uusiin tuotteisiin tai palveluihin ja uusilla markkinoilla kasvun edistämiseksi (Zook & Allen 2011.). Skaalautuvuus tarkoittaa puolestaan sitä, että yritys kykenee moninkertaistamaan liikevaihtonsa ilman, että kustannukset juurikaan kasvavat. Esimeriksi ohjelmistotuotteet ovat tyypillinen esimerkki edellä mainitusta. Suurimmat kulut muodostuvat ohjelmiston kehitysvaiheessa, mutta tuotteen ollessa valmis yksikkökustannus on hyvin olematon myyntimäärän lisääntyessä. Näiden ominaisuuksien sijoittajat haluavat esiintyvän sijoitusportfolioihin kuuluvien yritysten liiketoiminnassa. (Zwilling 2013.) Sijoittajille startup-yritys edustaa erittäin korkean riskin sijoituskohdetta, joka onnistuneena sijoituksena mahdollistaa erittäin korkean tuoton sijoitetulle pääomalle onnistuneen irtautumisen myötä (Osnabrugge & Robinson 2000).

Suomen kielessä käytetään startup-yrityksestä usein käännöstä kasvuyritys. Kasvuyritys ei kuitenkaan aina ole startup-yritys, vaan se voi olla mikä tahansa nopeasti kasvava yritys. Euroopan unionin ja OECD:n määritelmän mukaan kasvuyritys voidaan määritellä liikevaihdon ja henkilöstön kasvunopeuden mukaan. Kasvuyrityksen tulee työllistää vähintään 10 henkilöä ja henkilöstön keskimääräisen kasvun tulee olla vähintään 20 prosenttia vuositasolla. Näin ollen edellinen määritelmä ei päde kaikkiin startup-yrityksiin. (Sitä saa mitä tilaa 2011.)

Edelliset määritelmät osoittavat, ettei startup-yrityksen määrittely ole yksiselitteistä, vaan siihen vaikuttavat muun muassa kirjallisuuslähde ja maantieteellinen sijainti. Kuitenkin useimmissa startup-yrityksissä voidaan nähdä ainakin muutama yhteinen piirre. Yritykset ovat suunniteltu siten, että ne voivat kasvaa nopeasti. Tästä johtuen startup-yrityksistä valtaosa on teknologiayrityksiä, koska online-liiketoiminta mahdollistaa laajan markkinoiden tavoitettavuuden. Muita yhteisiä tekijöitä ovat riippuvuus ja suhde bisneskeleihin ja pääomasijoittajiin sekä viimeisenä irtautumisstrategia. Tällä tarkoitetaan yrityksen pörssilistautumista tai yritysostoa, mikä on sijoittajia eniten kiinnostava vaihe, koska tämä mahdollistaa sijoitetun pääoman realisoimisen. (Osnabrugge & Robinson 2000.)

On tärkeää ymmärtää startup-yrityksen ja yksityisyrittäjän tai perinteisen pienyrityksen ero. Usein jälkimmäisellä on perimmäisenä tavoitteenaan oman toimeentulon turvaaminen, eikä yritystoimintaan liity suuria kasvutavoitteita, kuten kuvio 1 asiaa havainnollistaa.



Kuvio 1. Startup-yrittäjän ja yksityisyrittäjän eroavaisuudet.

Esimerkkinä nelikentän C-osassa olevalla kukkakaupalla on riittävä kassavirta turvaamaan yrittäjän toimeentulo, mutta kasvutavoitteita ei toimintaan välttämättä liity. Puolestaan B-kenttään sijoittuvan startup-yrityksen liiketoimintamalli on skaalautuva ja yritystoimintaan liittyy olennaisesti kasvutavoitteet.

2.1.1 Startup-yrityksen kasvuvaiheet

Erilaisia tapoja kuvata startup-yrityksen kasvuvaiheita esiintyy kirjallisuudessa paljon. Yksi tapa on esittää startup-yrityksen kehitysvaiheet seuraavasti: 1) mahdollisuuden tunnistaminen, 2) mahdollisuuteen syventyminen, 3) resurssien sitouttaminen, 4) markkinoille tulo, 5) lanseeraus ja kasvu, 6) kypsyys ja laajeneminen ja 7) myyminen tai listautumisanti. (Discussions About The Entrepreneurial Life Cycle 2016.)

Tämän tutkimuksen kannalta on oleellista lähestyä startup-yrityksen eri kasvuvaiheita myös rahoituksen näkökulmasta. Fuerst ja Geiger (2002: 107–108) ovat esittäneet seuraavan viisivaiheisen mallin startup-yrityksen kasvuvaiheista rahoituksen näkökulmasta:

Vaihe 1: Siemenvaihe

Liikeidean soveltuvuus ja toimivuus on vielä usein todistamatta. Liiketoiminta on usein vasta ajatustasolla, eikä tuotetta tai palvelua ole valmiina. Johtoryhmä on lisäksi usein vielä kehittymätön. Siemenvaiheessa rahoitussummat ovat verrattain pieniä.

Vaihe 2: Startup-vaihe

Yrityksen liiketoimintasuunnitelma on hioutunut ja markkinointi- ja mainontatoimet voidaan aloittaa asiakasvirran kasvattamiseksi. Tässä vaiheessa yrityksellä on vähintään esittää MVP eli testiversio tarjoamastaan tuotteesta. Saatu rahoitus käytetään osaavan henkilökunnan palkkaamiseen ja tuotteen tai palvelun kehitystoimiin.

Vaihe 3: Aikainen kasvuvaihe

Yritys käyttää yleensä saadun rahoituksen liiketoiminnan luonteesta riippuen tuotantoon, tuotantotilojen kehitykseen, myyntiin ja markkinointiin. Sijoitussummat ovat tässä vaiheessa huomattavasti isompia aikaisempiin verrattuna.

Vaihe 4: Laajentumisvaihe tai nopean kasvun vaihe

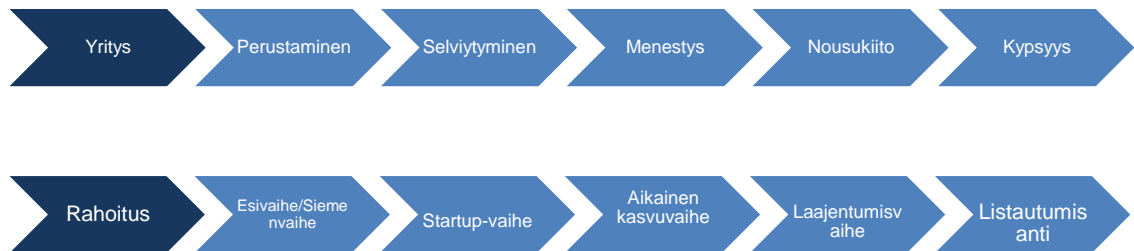
Kasvuvauhti on usein eksponentiaalinen. Saadun rahoituksen avulla yrityksen on mahdollista maantieteellisesti laajentua uusille markkinoille sekä kohdentaa enemmän resursseja uusien tuotteiden tai palveluiden luomiseen sekä jo olemassa olevien kehitykseen.

Vaihe 5: Listautumisannin esivaihe ja listautumisanti

Viimeistään tähän vaiheeseen päästyään yritys on kyennyt osoittamaan tuotteen tai palvelun vetovoiman. Saatu rahoitus voidaan käyttää yritysfuusioon kasvun vauhdittamiseksi, hinnanalennuksiin kilpailijoiden markkinoilta suistamiseksi ja listautumisannin vaatimien toimien rahoittamiseen. Startup-yrityksestä tulee julkinen yhtiö listauduttuaan

pörssiin, minkä jälkeen sijoittajat parhaassa katsomassaan vaiheessa myyvät yrityksen omistansa osakkeet. Näin ollen sijoittajat ovat saavuttaneet onnistuneen irtautumisen sijoituskohteena olleesta yrityksestä.

Fuerstin ja Geigerin (2002: 107–108) esittelemä viisivaiheinen malli rahoitusnäkökulmasta voidaan esittää yhdessä yrityksen kasvuvaiheiden kanssa (kuvio 2).



Kuvio 2. Yrityksen kasvu- ja rahoitusvaiheet (Mukaiillen: Fuerst & Geiger 2002: 108).

Seuraavassa luvussa perehdytään tarkemmin rahoitukseen kuviossa 2 esitettyissä startup-yrityksen elinkaaren eri vaiheissa.

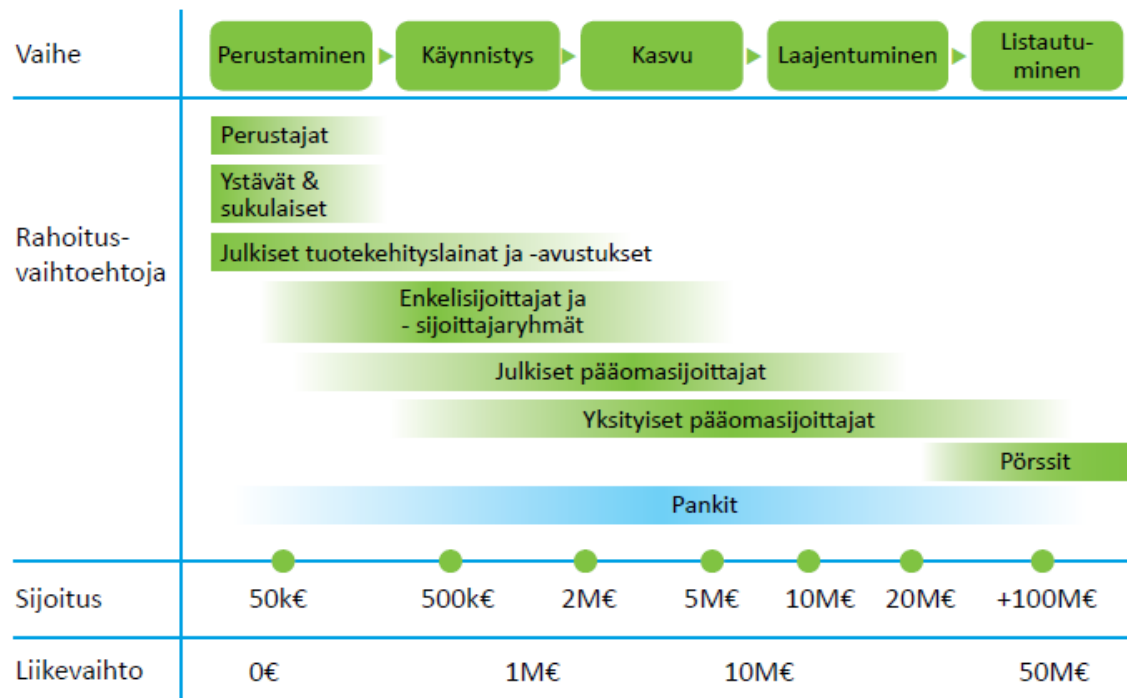
2.1.2 Rahoitus kasvun eri vaiheissa

Ahokkaan ym. (2012) mukaan ulkopuolisen rahoituksen tarve on riippuvainen yrityksen elinkaaren vaiheesta, toiminnan volyymista ja kasvunopeudesta. Vastaavasti rahoituskenttä on jakautunut siten, että kullakin rahoittajataholla on oma profiilinsa ja rahoitusinstrumenttinsa, jotka myös osaltaan määrittelevät vaiheen, milloin kyseinen taho osallistuu yrityksen rahoitukseen.

Startup-yrityksen rahoitus kokonaisuudessaan muodostuu tyypillisesti useista rahoituskierroksista yrityksen elinkaaren kehittyessä ja elinkaaren vaihe määrittelee, miltä rahoittajataholta yrityksen kannattaa rahoitusta hakea. Yrityksen aivan alkuvaiheessa eli siemen- ja käynnistysvaiheessa rahoitusta saadaan yleensä enkelisijoittajilta, joukkorahoituksella ja julkisen rahoituksen tarjoajilta. Yrityksen elinkaareissa alkuvaihe on yleensä kriittisin negatiivisesta kassavirrasta johtuen. Tämän vaiheen yli päästäkseen yritys tarvitsee usein ulkopuolista rahoitusta tai sitä uhkaa konkurssi. (Ahokas ym. 2012.) Etulan (2014) mukaan enkelisijoittajien sijoitukset yrityksiin ovat tyypillisesti tässä vaiheessa

suuruudeltaan 10 000–50 000 euroa. Enkelisijoittajat sijoittavat varsinkin alkuvaiheessa usein ryhmänä, jolloin ryhmää edustaa yksi sijoittaja kohdeyrityksen ja ryhmän välillä.

Yrityksen elinkaaren eri vaiheet, niihin kohdistuvat rahoituksen eri vaihtoehdot sekä rahoitustarpeen suuntaa-antava suuruus ja liikevaihtoluokka voidaan esittää kuvion 3 mukaisesti.



Kuvio 3. Rahoitusvaihtoehdot yrityksen elinkaaren eri vaiheissa (Ahokas ym. 2012: 6).

Perustamis- ja käynnistysvaiheissa yrityksen perustajat pyrkivät aluksi mahdollisuuksiensa mukaan rahoittamaan itse yritystoimintaa. Lisäksi puuttuva rahoitus voidaan saada yrittäjien lähipiiristä. Yrittäjät voivat hyödyntää myös toiminnan alkuvaiheessa julkisia rahoituslähteitä, kuten Tekes ja ELY-keskus, jotka myöntävät tuotekehityslainoja ja kehitysavustuksia. Yritystoiminnan lähestyessä käynnistysvaihetta enkelisijoittajien rooli rahoituksen järjestämisessä korostuu. Tässä vaiheessa yksittäiset bisnesenkeliin sijoitukset ovat tyypillisesti suuruusluokaltaan muutaman kymmenen ja muutaman sadan tuhannen euron välillä. (Ahokas ym. 2012.)

Yrityksen elinkaaren kasvuvaihe jaetaan usein aikaisen kasvun vaiheeseen ja nopean kasvun vaiheeseen. Edellisen vaiheen aikana yrityksen toiminta alkaa olla paremmin organisoitunutta ja yrityksellä on saadun rahoituksen myötä resursseja palkata osaavaa henkilöstöä ja kehittää tuotteitaan. Nopean kasvun vaiheessa yrityksen tuotteet ja palvelut ovat vakiintuneet. Yrityksen johto on tyypillisesti siirtynyt tässä vaiheessa ammattijohtolle perustajilta. Liiketoiminnan suuret kasvutavoitteet vaativat yhä suurempia pääomia, ja näin ollen pääomasijoittajat suurina institutionaalisina sijoittajina pystyvät vastaamaan paremmin yrityksen rahoitustarpeisiin kuin enkelisijoittajat. Rahoituksen näkökulmasta tärkeimmän sidosryhmän eli yksityisten pääomasijoittajien sijoitusten suuruus vaihtelee miljoonasta useampaan miljoonaan euroon. (Ahokas ym. 2012.)

Sekä enkelisijoittajat että julkiset pääomasijoittajat irtautuvat usein yrityksestä laajentamisvaiheessa. Ulkopuolinen rahoitus koostuu pääosin sekä pankkien että yksityisten pääomasijoittajien rahoitusinstrumenteista. Sijoitusten suuruus vaihtelee miljoonista kymmeneen miljooniin euroihin. (Ahokas ym. 2012.)

Rahoituksen hankkimisen näkökulmasta yrityksen viimeisenä vaiheena on listautuminen pörssiin. Tämän avulla yritys kykenee hankkimaan rahoitusta useista kymmenistä miljoonista jopa satoihin miljooniin euroihin, mitä hyödyntämällä yrityksen kasvua voidaan kiihdyttää muun muassa kansainvälistymällä. Tämä voi tapahtua joko orgaanisesti tai yritysostojen avulla. (Ahokas ym. 2012.)

2.2 Enkelisijoittajat ja pääomasijoittaminen

Pääomasijoittamisella tarkoitetaan keskipitkän tähtäimen rahoitusta, joka tapahtuu osakkeenomistusta vastaan listaamattomaan startup- tai kasvuyritykseen. Yhdysvalloissa pääomasijoitukselle on kaksi eri käsitettä; Venture Capital ja Private Equity. Edellinen on jälkimmäisen alakäsite ja sillä tarkoitetaan nimenomaan sijoitusmuotoa, johon myös enkelisijoittaminen kuuluu. Private Equity puolestaan tarkoittaa yritysjärjestelyihin kohdistuvaa pääomasijoitusta tai yleisesti pääomamarkkinoilla sijoitusten tekemistä listaamattomiin yrityksiin. (Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun 2006.)

Yhdysvaltojen sanotaan olevan ammattimaisen pääomasijoitustoiminnan pioneeri, missä toimialan sanotaan syntyneen 1940-luvulla. Euroopassa, mukaan lukien Suo-

nessa, pääomasijoitusmarkkinat syntyivät varsinaisesti 1990-luvun alkupuolella. Julkinen sektori dominoi pääomamarkkinoita, kunnes toimialalle alkoi virrata yksityistä pääomaa ja julkisen sektorin merkittävyys väheni. Nykyisin julkisen sektorin tehtävänä on korjata pääomasijoitusmarkkinoilla esiintyvää epätasapainoa toimimalla rahoituksen tarjoajana yksityisten pääomasijoittajien rinnalla.

Suomessa pääomasijoitusalan alkutaipaleella 1990-luvun alussa yrityksille tarjolla olleen rahoituksen määrä oli vain 15–30 miljoonaa euroa vuodessa. Suomessa yksityistä rahoitusta startup- ja kasvuyrityksille tarjoavat sekä ulkomaalaiset että kotimaiset pääomasijoitusyhtiöt ja bisnesenkelit. FVCA:n (Finnish Venture Capital Association) eli Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n mukaan vuonna 2015 sekä ulkomaiset että kotimaiset pääomasijoitusyhtiöt rahoittivat suomalaisia kasvukelpoisia yrityksiä yli miljardilla eurolla. Startup-yritysten osuus kokonaisrahoituksen määrästä oli runsaat 300 miljoonaa euroa, mistä enkelisijoittajien osuus nousi vajaaseen 40 miljoonaan euroon. (Pääomasijoittaminen Suomessa 2015; Finnish startup investments break new record €383 in 2016 – growth 42% 2017.)

2.2.1 Enkelisijoittajan määritelmä

Enkelisijoittaja on yksityishenkilö, joka sijoittaa listaamattomaan eli pörssinoteeraamattomaan startup- tai kasvuyritykseen, johon hänellä ei ole sukulaisuussuhteita (Etula 2014). Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan enkelisijoittajat ovat varakkaita nykyisiä ja entisiä yrittäjiä tai ylempiä johtohenkilöitä, joiden likvidi omaisuus on vähintään miljoona euroa. Enkelisijoittajat rahoittavat pääosin siemen-, startup tai aikaisessa kasvuvaiheessa olevia yrityksiä yksittäisen sijoituksen ollessa yleensä 50 000–100 000 euroa, mutta myös pienemmät sekä suuremmat sijoitukset ovat yleisiä. Bisnesenkeleiden irtautuminen yhtiöstä on usein suunnittelematon, ja se on vahvasti sidoksissa yrityksen kehitykseen. Sijoitetun pääoman kasvun tavoittelemisen on ainoastaan yksi useista syistä, joiden vuoksi enkelisijoittajat tukevat startup-yrityksiä. Monet enkelisijoittajista ovat innokkaita osallistumaan jännittäviin ja innovatiivisiin hankkeisiin ja haluavat hyödyntää liike-elämän kontaktejaan. Lisäksi osallistumalla sijoituskohteena olevan yrityksen toimintaan muillakin kuin rahoituksen tavoin he kokevat voivansa vaikuttaa sijoitusriskin suuruuteen. (Lumme ym. 1998.) Enkelisijoittajat voivat toimia niin kutsuttuina mentoreina ja neuvonantajina yrityksille ja näin ollen yrittäjällä on usein velvollisuus sopia yhdessä bisnesenkeleiden kanssa varojen käytöstä ja päätöksenteosta – riippuen sopi-

muksen luonteesta (Osnabrugge & Robinson 2000.). Vuonna 2014 Suomessa on arvioitu toimivan lähes 1000 aktiivista bisnesenkeliä ja määrän on ennustettu kasvavan noin 10 %:lla vuodessa. Suomessa toimii neljä bisnesenkeliverkostoa, joista tunnetuin on FiBAN. Yhdistyksen yli 500 jäsentä sijoittivat yhteensä 21 miljoonaa euroa 238 kasvuyritykseen vuonna 2014. (Pääomasijoitukset Suomessa 2014.) FiBAN edustaa Suomessa EBAN:ia eli Euroopan bisnesenkelijärjestöä, johon kuuluu maakohtaisia järjestöjä 59:stä eri maasta ja organisaation kokonaisjäsenmäärä vuonna 2014 oli noin 260 000 ja jäsenten kokonaissijoitusten suuruus 7,5 miljardia euroa (The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players 2014).

Monet enkelisijoittajat toimivat niin sanottujen ryhmittymien kautta, joihin kuuluu muutamasta yli sataan jäsentä. Jäsenet vaihtavat keskenään informaatiota ja pohtivat sijoituskohteiden kannattavuutta sekä perehtyvät yhdessä arvioihin yritysten taloudellisesta asemasta. Edellä kuvatun kaltaisista enkelisijoittajaryhmittymistä on myös etua yrittäjille verrattuna yksittäiseen sijoittajaan. Ryhmänä heillä on usein enemmän osaamista, ja näin ollen he kykenevät paremmin auttamaan yrittäjää esimerkiksi markkinointiin, rahoitukseen ja teknologisiin ratkaisuihin liittyen. (Feld & Mendelson 2013.)

Enkelisijoittajien sijoitusaktiivisuus vaihtelee paljon. Jotkut enkelit osallistuvat tiiviisti eri startup-yritysten rahoituskierroksiin pienemmillä sijoituksilla. Sijoituskäyttämisenään hyvin aktiivisista bisnesenkeleistä käytetään nimeä superenkeli. He ovat usein hyvin kokeneita yrittäjiä, jotka ovat onnistuneet saavuttamaan enkelisijoitustoiminnallaan vähintään yhden irtautumisen sijoituskohteena olleesta yrityksestä. Irtautumis- tai exit-strategialla tarkoitetaan sijoittajan näkökulmasta sitä, kuinka yritykseen tehty sijoitus saadaan tulevaisuudessa realisoitua hyvällä tuottoasteella. Startup-yrityksen näkökulmasta tämä puolestaan tarkoittaa, kuinka yrityksestä saadaan kasvatettua kiinnostava, merkittävä ja iso toimija toimialallaan, että yritys voitaisiin myydä kilpailijalle, toiselle sijoittajalle tai viedä pörssiin. Superenkelit saattavat usein hankkia pääomaa ystäviltään ja muilta yrittäjiltä sekä instituutioilta, jolloin puhutaan varojen hallinnoinnista ja näin ollen heidän sijoitustoimintansa muistuttaa pääomasijoitusyhtiöiden liiketoimintamallia, mutta pienemmässä mittakaavassa. Siitä syystä heitä kutsutaan myös mikropääomasijoittajiksi. (Feld & Mendelson 2013.)

2.2.2 Enkelisijoitusprosessi ja riskien arviointi

Etulan (2014: 19–20) mukaan sijoitusprosessin voidaan katsoa alkavan siitä, kun sijoittaja havaitsee sijoitusmahdollisuuden ja päättävän siihen, kun hän jossakin kohdeyrityksen elinkaaren vaiheessa irtautuu yrityksestä. Sijoitusprosessi voidaan jakaa kuuteen vaiheeseen seuraavalla tavalla:

1. *Kohteiden etsintä.* Sijoittaja etsii mahdollisia kohdeyrityksiä kontaktiverkostoaan hyödyntämällä ja käymällä tilaisuuksissa, missä yrittäjät esittävät sijoittajille liikeideansa.
2. *Kohteiden valinta.* Sijoittaja vertailee houkuttelevia vaihtoehtoja ja vertailee keskenään mielestään lupaavimpia yrityksiä sijoituskriteeriensä mukaisesti.
3. *Kohteiden analysointi.* Ennen tarkemman analysoinnin aloittamista osapuolet usein allekirjoittavat aiesopimuksen, joka määrittelee sijoituksen keskeisimmät ehdot. Yleensä sijoittaja laatii ehdot ja hyväksyttää ne yrityksen omistajilla. Sijoittaja pyrkii muodostamaan kohdeyrityksestä ja sen arvostustasosta mahdollisimman tarkan kuvan saamiensa tietojen avulla.
4. *Sijoituksen päätösneuvottelu.* Sijoitus joko hylätään tai aiesopimus korvataan osakassopimuksella. Neuvottelut voivat keskeytyä esimerkiksi perustajaosakkaan haluttomuuteen luopua toimitusjohtajan tehtävistä. Keskeisin asia on, mitä arvostustasoa käyttäen sijoittaja tulee yrityksen osakkeenomistajaksi, ja kuinka suurella omistusosuudella. Kokonaisuudessaan sijoittajat jakavat keskenään 10–40 prosentin omistusosuuden yrityksestä perustajien omistaessa loppuosan.
5. *Sijoituksen jälkeinen osallistuminen.* Koko sijoituskauden aikana enkelisijoittajan tavoitteena on parhaalla kokemallaan tavalla yhdessä yrityksen perustajien ja ydintiimin kanssa kasvattaa yrityksen arvoa.
6. *Irtautuminen.* Irtautuminen yhtiöstä tapahtuu tyypillisesti 3–10 vuoden aikana sijoituksen tekemisestä. Mahdollisia onnistuneita irtautumistapoja on olemassa useita: sijoittaja myy omistansa osakkeet toiselle sijoittajalle, uudelle johdolle (eng. Management Buy-In) tai jollekin toiselle yritykselle, perustajat tai yrityksen johto ostavat sijoittajan osuuden (eng. Management Buyout), pääomasijoittaja

ostaa yrityksen joissakin seuraavista rahoitusvaiheista tai viimeisenä listautuminen pörssiin, joka on vaihtoehtoista harvinaisin. Epäonnistuneessa irtautumisessa yritys lopettaa toimintansa tai haetaan konkurssiin.

Kuvio 4 havainnollistaa prosessin eri vaiheet. Ympyrät ovat esimerkki yritysten lukumäärästä prosessin eri vaiheissa, joista loppuen lopuksi valikoituu varsinainen sijoituskohde. Ensimmäisen vaiheen laajasta tarkastelujoukosta vain 1–6 prosenttia päätyy saamaan rahoituksen.



Kuvio 4. Sijoitusprosessin vaiheet (Mukaillen: Etula 2014: 19).

2.2.3 Enkelisijoittajan tavoitteet

Enkelisijoittaminen eroaa muista sijoitusmuodoista siten, että bisnesenkeli pyrkii usein osallistumisellaan yrityksen toimintaan vaikuttamaan sijoituksen onnistumiseen. Etula (2014: 16) esittää, että enkelisijoittaminen jakautuu karkeasti kolmeen pääluokkaan kuvan 3 osoittamalla tavalla. Aikaisempien tutkimusten mukaan bisnesenkeliin osallistuksessa yrityksen toimintaan omilla vahvuuksillaan sekä hyödyntämällä verkostoaan liike-

toiminnan kehityksessä, paranevat mahdollisuudet onnistuneeseen irtautumiseen huomattavasti. Verkostoa hyödyntämällä yritys voi saada lisärahoitusta ja tärkeitä bisneskontakteja.



Kuva 3. Kohdeyritykselle enkelisijoittajan tarjoamat hyödyt (Etula 2014: 15).

Etulan (2014: 16) mukaan enkelisijoittajan harkitessa sijoituspäätöstään kolme keskeistä kysymystä ovat seuraavat:

- 1) Mitä osaamista minulla on annettavana kohdeyritykseen?
- 2) Voinko hyödyntää aiemmin luotua verkostoani asiakas- tai bisneskumppanien hankinnassa?
- 3) Mikä on pääoman kokonaistarve, jotta sijoituksella on realistiset mahdollisuudet onnistua?

Bisnesenkelin lopulliseen rooliin kohdeyrityksessä vaikuttaa hänen sijoitusportfolionsa sekä valittu sijoitusstrategia. On yleistä, että enkelisijoittajan sijoitusportfoliossa on yhtiöitä, joissa kussakin rooli on hyvin erilainen - joissain aktiivisempi, toisissa passiivisempi. Aktiivisimmillaan enkelisijoittaja saattaa olla yritykseen yhteydessä useamman kerran viikossa ja passiivisimmillaan kerran muutaman vuoden aikana. Aktiivisessa tavassa toimia henkilökemioiden merkitys korostuu enkelisijoittajan harkitessa sijoituspäätöstä. (Etula 2014.)

Motivaatiotekijöitä sijoittamiseen on useita, joista kuitenkin mahdollisuus korkeaan tuottoon on tärkein. Toiseksi merkittävin motivaatiotekijä on mahdollisuus päästä osallistu-

maan yrityksen liiketoiminnan kehittämiseen omia vahvuuksia hyödyntäen. Ovathan bisnesenkelit usein kokeneita entisiä sarjayrittäjiä ja ratkaisseet samoja haasteita, joiden kanssa sijoituskohteina olevien startup-yritysten perustajat tuskailevat. Vain pienelle osalle enkelisijoittajista pääasiallinen motivaatio on muu kuin taloudellinen tekijä. Altruistisesti käyttäytyvien sijoittajien motivaation taustalla saattavat olla yhteiskunnalliset asiat, kuten oman kotiseudun auttaminen ja yrityskulttuurin kehittäminen. (Osnabrugge & Robinson 2000.)

Tuoton ollessa pääasiallinen motivaatiotekijä on relevanttia tarkastella, minkä suuruista tuottoa sijoittajat tavoittelevat sijoitetulle pääomalle, ja kuinka usein asetetut tavoitteet saavutetaan. EBAN:in teettämä tutkimus Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa osoittaa, että vain kolme prosenttia tehdyistä sijoituksista onnistuu siten, että pääoma palautuu kolmekymmentäkertaisena ja yhdeksän prosenttia kymmenkertaisena. 57 prosenttia sijoituksista eivät tuota mitään, vaan sijoitettu pääoma menetetään kokonaan tai osittain. Loppuosan sijoituksista kerroin on yksin-, kaksin- tai kolminkertainen. (Tekesin näköalat 2015.)

2.2.4 Enkelisijoittajien sijoituskriteerit

Sijoituskriteereillä tarkoitetaan niitä tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoittajan päätökseen sijoittaa tai olla sijoittamatta yritykseen. Aikaisessa vaiheessa yrityksen toiminnasta ei ole syntynyt vielä kunnollisia historiatietoja, joita hyödyntämällä yritystä voitaisiin arvioida. Taloudelliset tunnusluvut ovat saatavilla korkeintaan muutamalta edelliseltä vuodelta, eivätkä ne näin ollen kerro tarpeeksi yritystoiminnasta. Startup-yrityksen perinteisestä yrityksestä poikkeavan luonteen vuoksi sijoittajat käyttävät eri kriteereitä arvioitaessa kohdeyrityksen kannattavuutta tulevaisuudessa. Bisnesenkelin sijoituskriteereitä ja niiden merkityksellisyyttä toisiinsa nähden on tutkittu globaalisti melko laajalti viimeisen parin vuosikymmenen aikana. Osnabruggen (1998: 264) esittämät 27 eri kriteeriä toimivat tämän kappaleen aihiona. Tutkijan teoriat ja havainnot esiintyvät laajalti aikaisemmassa tutkimusaineistossa. Näin ollen heidän tunnistamaansa luokitusta on luontevaa käyttää kriteereitä tutkittaessa.

Maantieteellinen sijainti

Enkelisijoittajat suosivat sijoituskohteina usein yrityksiä, jotka sijaitsevat maantieteellisesti lähellä heitä. Tähän vaikuttaa pääosin se, että he kokevat voivansa huolehtia sijoituksesta paremmin sekä tarjota osaamistaan tehokkaammin yrityksille. Etulan (2014) mukaan tyypillinen maksimietäisyys sijoittajan ja yrityksen välillä on 200 kilometriä ja vain harva sijoittaa sitä kauempana sijaitseviin yrityksiin. Poikkeuksena ovat niin kutsutut yhteissijoitukset, joissa enkelisijoittajaryhmä tekee yhdessä sijoituksen ja esimerkiksi yksi heistä sijoittuu maantieteellisesti lähelle yritystä ja näin ollen edustaa sijoittajaryhmää toimien tiiviimmin yhteistyössä yrityksen johdon kanssa.

Tuote tai palvelu ja toimiala

Enkelisijoittajat suosivat korkean teknologian yrityksiä niiden suuren kasvupotentiaalinsa vuoksi. Sudekin (2006) mukaan he pyrkivät välttämään vähittäiskauppaa ja muita palveluliiketoimintaan liittyviä vaikeasti skaalautuvia liiketoimintamalleja. Esimerkiksi kulutushyödykemarkkinat harvoin kiinnostavat bisnesenkeleitä johtuen markkinoilla vallitsevasta kovasta kilpailusta ja siitä, että markkinat kohtelevat tuotteita liian samankaltaisina, eikä näin ollen tuotteilla esiinny riittävästi hinnoitteluvoimaa. Edellä mainittu johtaa siihen, että yrityksen menestys perustuu lähinnä myyntivolyymiin ja näin ollen uuden yrityksen on vaikea saavuttaa startup-yritykselle sijoittajien asettamaa vaadittua kasvuvauhtia.

Osnabruggen ja Robinsonin (2000: 128) mukaan markkinan, jolla yritys toimii, ei tarvitse olla iso, mutta sillä pitää olla kasvupotentiaalia. Eräs enkelisijoittaja on sanonut vapaasti suomennettuna: ”Pirstaleiseltakin markkinalta voi löytyä korkean kasvupotentiaalisen osaluokkia – menestyä hyödyntämällä markkinarakoa.”

Itse tuote tai toimiala ovat toissijaisia tekijöitä enkelisijoittajille, kunhan he tunnistavat yritystoiminnassa kasvupotentiaalia. Rahoittajina heitä kuvaillaan avarakatseisiksi ja he sijoittavat lähes mihin tahansa yritystoimintaan, joka herättää heidän kiinnostuksensa. (Osnabrugge & Robinson 2000.) Toisaalta Shanen (2009: 112) mukaan enkelisijoittajat pitävät tärkeänä, että he tuntevat toimialaa, jolla startup-yritys toimii. He kokevat siten voivansa alentaa sijoitukseen liittyvää riskiä.

Rahoitukselliset tekijät

Korkean taloudellisen tuoton mahdollisuuden tunnistaminen on yksi päämotivaatiotekijöistä niin bisnesenkeleille kuin pääomasijoittajille. Erityisesti startup-yrityksiä tarkasteltaessa sijoittajat painottavat arvioinneissaan markkinarakoa ja markkinoiden kasvupotentiaalia ja yrittäjän kykyjä. Yleisesti enkelisijoittajat kiinnittävät vähemmän huomiota yrittäjän esittämiin taloudellisiin ennusteisiin. Enemmänkin sijoituspäätökseen vaikuttaa sijoittajan oma vaisto ja muut tekijät. Siitä huolimatta enkelisijoittajat usein haluavat nähdä osana liiketoimintasuunnitelmaa joitain ennustelukuja, mutta pikemminkin ne toimivat bisnesenkeleille todisteena siitä, että liikeideaa on perusteellisesti pohdittu. (Osnabrugge & Robinson 2000.)

Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan useita bisnesenkeliä rahoittamia startup-yrityksiä vaivaa aluksi puutteet varojen käytössä sekä epätasallinen kirjanpito. Nämä tekijät aiheuttavat epävarmuutta sijoittajien keskuudessa rahoituspäätöstä punnittaessa. Taloudellisista mittareista käyttöpääoma on yleisesti enkelisijoittajia kiinnostava mittari ja tarkastelun kohde sijoituspäätöksenteossa.

Perustaja ja ydintiimi

Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan yrityksen perustajaan liittyvät tekijät ovat merkityksellisimpiä valtaosalle enkelisijoittajista. Suuri osa bisnesenkeleistä osallistuu yrityksen toimintaan tiiviisti, joten pätevä perustaja ja ydintiimi sekä mutkaton kanssakäyminen enkelisijoittajan ja yrittäjän välillä on ensisijainen asia enkelisijoittajien punnitessa sijoituspäätöstä. Benjaminin ja Marguliksen (2000) havainnot myös tukevat sitä, että yrittäjän tausta ja aikaisempi näyttö menestyksestä ovat huomionarvoisia seikkoja enkelisijoittajien arvioissa yritystä. Myös Mason ja Stark (2004) toteavat, että bisnesenkeliä ja yrittäjien välinen suhde on hallitseva kriteeri sijoituspäätöstä arvioitaessa. Kuitenkin, enkelisijoittajat kokevat, että mahdolliset puutteet ydintiimiin liittyen ovat paikattavissa toisin kuin yrittäjään liittyvät epävarmuustekijät. Muita enkelisijoittajien arvostamia tekijöitä ovat yrityksen neuvonantajien kokeneisuus ja ydintiimiin kuuluvien työntekijöiden aikaisemmat näytöt osaamisesta ja menestyksestä. (Sudek 2006.)

Yrittäjän luonteenpiirteistä suurimman painoarvon saavat intohimo ja luotettavuus. Yrittäjä, joka vakuuttaa sijoittajat luotettavuudellaan ja intohimoisella suhtautumisellaan yritykseensä, herättää sijoittajien keskuudessa enemmän kiinnostusta, koska sijoittajilla on

pelko, että näiden ominaisuuksien puuttuessa yrittäjän kohdatessa vastoinkäymisiä, hän ei ole riittävän periksi antamaton voittamaan vastoinkäymiset. Yrityksen kasvupotentiaalista ja sijoitetun pääoman korkeasta tuotto-odotuksesta huolimatta edellisten ominaisuuksien puuttuessa, jää sijoitus usein tekemättä. (Sudek 2006.) Tätä on selitetty muun muassa päämies-agentti-ongelmalla. Yrittäjien ja sijoittajien motiivit eivät kohtaa. Toisin sanoen yrittäjä (agentti) ei toimi sijoittajan (päämiehen) etujen mukaisesti. Edellä mainittujen sidosryhmien välillä tätä riskiä vielä korostaa se, että enkelisijoittajan ja yrittäjän tekemät sopimukset ovat luonteeltaan usein yksinkertaisia ja epämuodollisia. (Mason & Stark 2004.)

Enkelisijoittajat usein suosivat yrittäjää, joka on sijoittanut myös itse pääomaa yritystoimintaansa. Sijoittajat kokevat, että tämä toimii yhtenä sitoutumisen tason ja sijoitetun pääoman arvostamisen mittarina. (Osnabrugge & Robinson 2000.)

Liiketoimintasuunnitelma

Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan valtaosa yrittäjistä kuvittelee, että kattavalla liiketoimintasuunnitelmalla varmistetaan positiivinen rahoituspäätös enkelisijoittajilta. He kokevat, että erinomaisesti sekä sisältönsä että kirjoitusasunsa osalta laadittu liiketoimintasuunnitelma kertoo yrittäjien ammattimaisuudesta. Osa enkelisijoittajista kertoo, ettei heillä ole aikaa käydä läpi liiketoimintasuunnitelmia epärealistisine kassavirta- ja kasvuennusteineen. ”Jokainen yrittäjä on optimistinen laatiessaan liiketoimintasuunnitelmaa – ajanhukkaa”, toteaa eräs bisnesenkeli. Osa enkelisijoittajista on jopa sijoittanut yritykseen, jolla ei ole ollut lainkaan liiketoimintasuunnitelmaa ja tämän jälkeen he ovat toimineet apuna liiketoimintasuunnitelman laatimisessa seuraavia rahoituskierroksia silmällä pitäen. Benjaminin ja Marguliksen (2001) tutkimuksessa havaittiin, että noin 35 prosenttia enkelisijoittajista ovat valmiita sijoittamaan yritykseen näkemättä liiketoimintasuunnitelmaa.

Kanssasijoittajat

Kanssasijoittajien rooli sijoituspäätöksenteossa ei ole aivan yksioikoinen. Useat enkelisijoittajat toimivat ryhmittyminä. Yhteen ryhmään tai allianssiin kuuluvat sijoittajat ovat keskenään tuttuja ja tällöin suosivat sijoittamista yhdessä ryhmän muiden jäsenien kanssa. Kuitenkin, sijoittaminen yritykseen, missä on jo mukana tuntemattomia kanssa-

sijoittajia, koetaan mahdollisesti rajoittavana tekijänä, jos sijoituspäätöstä punnitseva enkelisijoittaja mielisi osallistua yrityksen toimintaan muullakin tavalla kuin vain tarjoamalla rahoitusta. Tämä johtuu siitä, että usein enkelisijoittajat kokevat, että strategiseen tai operatiiviseen päätöksentekoon ei voi osallistua useita toisilleen tuntemattomia enkelisijoittajia ilman, että todennäköisyys ristiriidoille kasvaisi. (Osnabrugge & Robinson 2000.)

Irtautumisstrategia

Pääasiallinen tarkoitus bisnesenkeleillä on saada sijoitetulle pääomalleen tuottoa. Yksittäisen sijoituksen aikajänne on tyypillisesti neljästä kuuteen vuoteen. Onnistunut irtautuminen tapahtuu yleensä yrityskaupan tai pörssilistautumisen kautta. Koska suorat pörssilistautumiset kohdeyrityksille ovat verrattain harvinaisia, pyrkivät enkelisijoittajat sijoittamaan suuren kasvupotentiaalin yrityksiin, jotka tällä tavoin voisivat houkuttaa teollisia ostajia tai pääomasijoittajia ostamaan yrityksen. Joissakin tapauksissa enkelisijoittajan irtaantuminen yrityksestä tapahtuu osakkeiden takaisinmyyntinä yrityksen muille osakkeenomistajille. (Sudek 2006.)

Osnabruggen (2000) tekemän tutkimuksen tulokset osoittavat, että vaikka bisnesenkelien ja pääomasijoittajien sijoitusjänne on kestoltaan sama, niin pääomasijoittajat kiinnittävät huomiota enemmän irtautumisstrategiaan kuin enkelisijoittajat.

Yhteenveto

Tässä luvussa on käsitelty kriteereitä, jotka vaikuttavat bisnesenkelien sijoituspäätöksentekoon. Lisäksi on selvitetty kirjallisuuden ja aikaisempien tutkimusten avulla asenteita ja mielipiteitä, jotka vaikuttavat siihen, miten tärkeinä eri kriteereitä yleisesti pidetään. Kirjallisuuden perusteella Osnabruggen (1998) jo liki pari vuosikymmentä sitten tekemää tutkimusta, jossa vertailtiin pääomasijoittajien ja enkelisijoittajien sijoituspäätöksenteon eroavaisuuksia Iso-Britanniassa, pidetään edelleenkin hyvin relevanttina. Se on toiminut useille myöhemmin tehdyille tutkimuksille tietynlaisena mittapuuna, johon usein viitataan. Näin ollen merkittävä osa hänen tutkimistaan kriteereistä on esitetty myös tässä työssä ja liitetty osaksi työn empiiristä osuutta. Taulukossa 1 on esitetty Osnabruggen tutkimat kriteerit suomen kielelle käännettynä.

Taulukko 1. Enkelisijoittajien sijoituskriteerien merkityksellisyys sijoituspäätöksenteossa Osnabruggen vuonna 1998 tekemässä tutkimuksessa. (Osnabrugge 1998: 264)

Valitut enkelisijoittajien sijoituskriteerit	Tärkeys
Yrittäjän innostuneisuus	1
Yrittäjän luotettavuus	2
Tuotteen myyntipotentiaali	3
Yrittäjän kokeneisuus	4
Sijoittajan ensivaikutelma yrittäjästä (henkilökemia)	5
Markkinoiden kasvupotentiaali	6
Tuotteen laatu	7
Havaitut taloudelliset palkkiot	8
Markkinarako	9
Yrittäjän aikaisempi kokemus	10
Arvioitu pääoman tuotto	11
Epävirallinen kilpailuetu (tieto-taito)	12
Mahdollisuus osallistua liiketoimintaan	13
Sijoittajan vahvuus täydentää liiketoiminnan puutteet	14
Liiketoiminnan korkeat marginaalit	15
Liiketoiminnan alhaiset yleiskustannukset	16
Toimialan kilpailun luonne	17
Kyky saavuttaa kriittinen piste ilman lisärahoitusta	18
Alhaisten alkuinvestointien tarve	19
Vaadittavan sijoituksen koko	20
Tuotteen kokonaisvaltainen kilpailuturva	21
Alhaiset kustannukset testata markkinaa	22
Yrityksen maantieteellinen sijainti	23
Mahdolliset irtautumissuunnitelmat	24
Sijoittajan ymmärrys toimialasta ja liiketoiminnasta	25
Potentiaallinen kanssasijoittajien läsnäolo	26
Tuotteen virallinen kilpailusuoja (patentti)	27

Osnabruggen (1998) taulukossa 1 esittämät kriteerit toimivat myös tämän tutkimuksen perustana. Tämän insinööriyön tutkimusosuus on rajattu kuitenkin siten, että kriteereistä on valittu osaksi tutkimusta ne, jotka ovat esitetty yleisimmin myös muualla kirjallisuudessa sekä muissa aikaisemmissa tutkimuksissa.

3 Tutkimuksen toteuttaminen

Luvussa kerrotaan, miten työn empiriaosuus suoritettiin. Aluksi kerrotaan haastatteluosuuden suunnittelemisesta. Tämän jälkeen käydään läpi tiedonkeruuseen liittyviä tekijöitä ja lopuksi arvioidaan reliabiliteettia ja validiteettia.

3.1 Tutkimuksen suunnittelu

Tutkimuksen haastattelurunko suunniteltiin työn teoreettisen viitekehyksen perusteella vastaamaan mahdollisimman tarkasti tutkimuskysymyksiin. Aikaisempia tutkimuksia aiheesta ja keskeistä teoriaa hyödynnettiin kysymysten aihealueiden ja sisällön määrittelyssä sekä rajauksessa. Pyrkimyksenä oli tehdä haastattelurungosta suoraviivainen ja ytimekäs kuitenkin niin, että rakenteen pitää mahdollistaa relevantin tiedon kerääminen haastateltavilta tutkimuskysymysten näkökulmista.

Haastattelu koostui kahdesta osasta. Aluksi kerättiin perustiedot sijoittajasta, kuten ikä, sukupuoli, enkelisijoitusten lukumäärä viimeisen viiden vuoden aikana, toimenkuva nykyisessä työssä ja toiminta bisnesenkelinä vuosina. Kysymyksillä enkelisijoitusten määrä ja bisnesenkeliuran kesto oli tarkoitus tarvittaessa rajata lopullisesta joukosta pitkään passiivisina olleet sijoittajat tai sellaiset, joilla ei välttämättä sijoituksia ole kertynyt lainkaan. Lisäksi kysymällä aikaisen vaiheen sijoitusten määrää ja määrittelemällä se koskemaan siemen-, startup- ja aikaista kasvuvaihetta pyrittiin varmistamaan, että haastateltavien vastaukset perustuvat edellä mainittujen vaiheiden sijoituspäätöksentekoon.

Haastattelun varsinainen tutkimuskysymyksiin vastaava osa muodostui 16 kysymyksestä, jotka jaettiin aihealueittain neljään pääluokkaan. Ensimmäiset neljä kysymystä koskivat yrittäjää ja ydintiimiä. Seuraavat neljä koskivat tuotetta tai palvelua ja toimialaa. Seuraavat kolme kysymystä kohdistuivat rahoituksellisiin tekijöihin ja loput viisi kysymystä kuuluivat luokkaan muut tekijät, koostuen sekalaisista kriteereistä. Kysymykset löytyvät liitteestä 1.

Haastattelumuodoksi valitsin puolistrukturoidun haastattelun, koska tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, ei ainoastaan, mitkä kriteerit haastateltavat kokevat tärkeiksi tai vä-

hemmän tärkeiksi, vaan myös perustelut asenteille. Näin ollen puolistrukturoidun haastattelun laatiminen teoreettisen viitekehyksen pohjalta sopi parhaiten tuottamaan tutkimuskysymyksiä näkökulmasta relevanttia tietoa.

Koska tutkimuksen tarkoituksena oli lisäksi selvittää, miten tärkeiksi haastateltavat kokevat eri kriteerit, avointen vastausten lisäksi jokaista kriteerin tärkeyttä pyydettiin arvioimaan numeerisesti. Tätä tarkoitusta varten laadittiin Likertin asteikkoa. Asteikkoa käytetään usein selvittämään mielipiteitä ja yleisimmin käytetään 4- tai 5-portaista järjestelyasteikkoa. Mielipidettä mittaavilla arvoilla on yksiselitteinen järjestys. Usein asteikko koostuu siten, että toisena ääripäänä on ”täysin eri mieltä” ja toisena ääripäänä ”täysin samaa mieltä”. (Heikkilä 1998.) Tässä tutkimuksessa eri kriteerien merkittävyyttä sijoituspäätöksenteossa pyydettiin arvioimaan asteikolla 1–5.

Tutkittavien kriteerien merkittävyyttä pyydettiin arvioimaan seuraavaa asteikkoa käyttäen:

- 1 = ei merkityksellinen
- 2 = vähän merkityksellinen
- 3 = melko merkityksellinen
- 4 = hyvin merkityksellinen
- 5 = erittäin merkityksellinen

3.2 Tutkimusaineiston kerääminen

Koska enkelisijoittajat toimivat hyvin usein anonyymeina, heidän yhteystietojensa löytäminen on jokseenkin haasteellista. Otos oli sikäli harkinnanvarainen, että se koostui tietokannasta, johon on koottu osa Suomessa toimivista enkelisijoittajista. Tietokannassa on mainittu enkelisijoittajista osan kohdalla tehtyjen sijoitusten kokonaislukumäärä ja näin ollen se auttoi valitsemaan kokeneemmat ja mahdollisesti aktiivisemmat enkelisijoittajat osaksi alkuotosta. Tällä pyrittiin vaikuttamaan tutkittavan ilmiön tulosten tarkkuuteen. Otos koostui 15 enkelisijoittajasta, joista neljä suostui haastateltaviksi.

Haastattelut sovittiin etukäteen ja toteutettiin puhelinhaastatteluina. Haastateltavilta pyydettiin lupa puhelun nauhoittamiseen. Jotta haastatteluolosuhteet eivät vaikuttaisi kerättävään aineistoon, haastatteluprosessi ja aihealueiden ja kysymysten järjestys säilytettiin

samana jokaisen haastatellun kohdalla. Koska enkelisijoittajat ovat usein tarkkoja anonyymiudestaan, heidän kanssaan sovittiin, että kerätty aineisto julkaistaan sellaisessa muodossa, ettei sen perusteella henkilöitä voida tunnistaa. Lisäksi ei ollut myöskään tutkimuksen kannalta tarkoituksenmukaista kerätä vahvasti yksityisyyden piiriin kuuluvaa tietoa.

3.3 Tutkimuksen validiteetti ja reliabiliteetti

Tutkimustulosten luotettavuutta arvioidaan validiteetilla ja reliabiliteetilla. Reliabiliteetti tarkoittaa toistettavuutta. Tutkimuksen kvalitatiivisen luonteen vuoksi toistettavuus ei yllä samalle tasolle kuin kvantitatiivisissa tutkimuksissa. Sen rooli voidaan nähdä virheiden minimoimisessa kvalitatiivisessa tutkimuksessa. Laadullisessa tutkimuksessa validiteetilla eli pätevyydellä tarkoitetaan sitä, että tutkimusmenetelmä tai mittari mittaa mahdollisimman harhattomasti haluttua tutkimuskohdetta. (Hirsjärvi ym. 2004.)

Tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen kohdan enkelisijoittajan määritelmä ja haastattelurungon sijoittajaprofiilia koskevien kysymysten avulla pyrittiin varmistamaan, että otos vastaa ominaisuuksiltaan perusjoukkoa ja näin ollen tutkimuksen ulkoinen validiteetti toteutuu. Lisäksi tutkimuksen yleinen validiteetti pyrittiin varmistamaan, niin että haastattelurunko laadittiin vastaamaan mahdollisimman kattavasti tutkimuskysymyksiin teoreettinen viitekehys huomioon ottaen.

4 Tulokset

Tässä luvussa esitellään aluksi haastateltujen enkelisijoittajien profiilit. Tämän jälkeen saadut vastaukset käydään läpi aihealueittain. Kriteereihin liittyvät kysymykset 1–16 on esitetty ennen vastaustaulukoita. Kysymykset ovat osa haastattelurunkoa (liite 1).

Haastateltava 1

Ensimmäinen haastateltava oli 48-vuotias mies. Hän on toiminut bisnesenkelinä yhdeksän vuotta. Tänä aikana hän on tehnyt sijoituksia aikaisen vaiheen yrityksiin yhteensä 20 kappaletta. Hän toimii omassa yrityksessään toimitusjohtajana.

Haastateltava 2

Toinen haastateltavista oli 40-vuotias mies. Hän on toiminut enkelisijoittajana viisi vuotta ja sen aikana tehnyt 10 sijoitusta aikaisen vaiheen yrityksiin. Päättyökseen hän toimii investointipankkiirina.

Haastateltava 3

Kolmas haastateltavista on 36-vuotias mies. Ensimmäisen enkelisijoituksensa hän teki noin kahdeksan vuotta sitten. Viimeisen viiden vuoden aikana hän on tehnyt 13 sijoitusta aikaisen vaiheen yhtiöihin. Hän on päätoiminen bisnesenkeli, jonka lisäksi hän harjoittaa jonkin verran konsultti- ja koulutustoimintaa.

Haastateltava 4

Neljäs haastateltavista oli 57-vuotias mies. Hän on toiminut bisnesenkelinä 23 vuotta. Viimeisen viiden aikana on tehnyt 35 sijoitusta aikaisen vaiheen yrityksiin. Päätoimisesti hän työskentelee pääomasijoitusyhtiössä ja sijoittaa varoja kypsempiin yhtiöihin.

Alla on esitettyä osana haastattelurunkoa (liite 1) olevat kysymykset koskien enkelisijoittajien sijoituskriteereitä. Kysymysten jälkeen haastateltujen enkelisijoittajien vastaukset on koottu neljään eri taulukkoon kysymysten aihealuejakoa noudattaen.

Yrittäjä ja ydintiimi

1. Vaikuttaako yrittäjän aikaisempi kokemus ja saavutukset sijoituspäätökseen?
2. Mikä merkitys on henkilökemioilla sijoittajan ja yrittäjän välillä?
3. Minkälainen vaikutus on yrittäjän luotettavuudella ja innostuneisuudella sijoituspäätökseen?
4. Miten ydintiimiin liittyvät tekijät (aikaisemmat näytöt, kokemus jne.) vaikuttavat sijoituspäätökseen?

Tuote tai palvelu ja toimiala

5. Miten tuotteen tai palvelun myyntipotentiaali vaikuttaa sijoituspäätökseen?
6. Miten markkinoiden koko ja kasvupotentiaali vaikuttavat?
7. Miten markkinoilla esiintyvä kilpailutilanne vaikuttaa?
8. Vaikuttaako yrityksen toimiala sijoituspäätökseen?

Rahoitukselliset tekijät

9. Miten merkityksellinen on sijoitetun pääoman tuotto?

10. Vaikuttaako vaadittu sijoitetun pääoman suuruus sijoituspäätökseesi?

11. Vaikuttaako tuotteen tai palvelun katteen suuruus?

Muut tekijät

12. Onko yrityksen maantieteellisellä sijainnilla merkitystä sijoituspäätökseen?

13. Vaikuttaako kanssasioittajien olemassaolo sijoituspäätökseen?

14. Onko liiketoimintasuunnitelman olemassaolo ja sen sisältö merkityksellinen?

15. Onko valmiiksi suunnitellulla irtautumisstrategialla vaikutusta sijoituspäätökseen?

16. Vaikuttaako mahdollisuus osallistua kohdeyrityksen toimintaan sijoituspäätökseen?

Taulukko 2 sisältää haastateltujen enkelisijoittajien kootut vastaukset kysymyksiin 1–4 yrityksen perustajaan ja ydintiimiin liittyen.

Taulukko 2. Yrittäjä ja ydintiimi.

Yrittäjä ja ydintiimi
<p>Haastateltava 1.</p> <p>Haastateltava kertoi, että yrittäjän aikaisempi kokemus ja näyttö aikaisemmasta menestyksestä lisäävät yrityksen uskottavuutta, mutta eivät yksinään määrittele kohdeyritystä ja näin ollen ”saa vihreätä valoa syttymään”, kuten sijoittaja asian ilmaisi. Samoin hän kommentoi ydintiimiin liittyen, mutta mainitsi, että ydintiimiin liittyvät puutteet, kuten kokemattomuus toimivat matalampana esteenä, koska toimivan ydintiimin voi muodostaa, mutta yrittäjää tai perustajaa ei voi vaihtaa.</p> <p>Hän piti toimivaa henkilökemiaa erittäin tärkeänä, koska haluaa osallistua aktiivisesti yritysten kehittämiseen ja päätöksentekoon. Hän lisäsi, että pakko ei ole sijoittaa ja näin ollen ei ole vaivan arvoista, jos alusta alkaen yhteensopivuuden tunnetta ei synny. ”Jos ei luottamus ole kunnossa, ei ole mitään järkeä lähteä mukaan, vaikka liikeidea olisi, kuinka houkutteleva tahansa”, enkelisijoittaja kertoi. Haastateltava kertoi yrittäjän luotettavuuden ja innostuneisuuden olevan tärkeimpiä asioita sijoituspäätöstä punnittaessa.</p> <p>Haastateltava 2.</p> <p>Kysyttäessä yrittäjän aikaisemman kokemuksen ja saavutusten merkitystä sijoituspä-</p>

tökseen, haastateltava kertoi aikaisempien epäonnistumisten auttavan onnistumaan tulevaisuudessa paremmin ja näin ollen piti kriteeriä hyvin merkittävänä. Samoja tekijöitä ydintiimistä kysyttäessä hän painotti: ”Keskinertainen tiimi ei saa hyvästäkään ideasta välttämättä mitään aikaiseksi, mutta hyvä tai erinomainen tiimi saa keskinertaisenkin idean soimaan.” ja piti hyvää tiimiä erittäin tärkeänä kriteerinä. Toimivaa henkilökemioa haastateltava piti suotavana, muttei välttämättömänä. Sen sijaan yrittäjän luotettavuutta ja innostuneisuutta hän piti hyvin tärkeänä.

Haastateltava 3.

Haastateltava kertoi, että yrittäjän aikaisemmat saavutukset eivät vaikuta, mutta kokeneisuus on tärkeä asia. Merkityksellisempää on asenne ja tahtotila. Myös ydintiimin osalta aikaisempi kokemus ja saavutukset ovat vähemmän merkityksellisiä kokonaisuutta katsottaessa. ”Monissa yrityksissä, jotka ovat lähteneet kasvamaan, ei ydintiimiin kuuluvien CV:t ole olleet kummoisia”, haastateltava totesi. Toimivia henkilökemioita haastateltava piti erittäin tärkeänä. Samoin luotettavuutta ja innostuneisuutta – ”se on kaikki kaikessa”, hän painotti.

Haastateltava 4.

Haastateltava piti tärkeänä, että sekä yrittäjällä että ydintiimillä on muodostunut kokemusta varsinkin yrittäjyydestä, mutta myös siltä alueelta, jolla rahoitusta hakeva yritys toimii. Toimivien henkilökemioiden merkityksestä kysyttäessä haastateltava vastasi, että on mukavampi tehdä yhteistyötä kun suhde toimii. Hän lisäsi: ”Pakko ei ole sijoittaa, niin mieluummin valitsen kohteet, joissa yhteistyö sujuu.” Yrittäjän luotettavuutta ja innostuneisuutta hän piti erittäin merkityksellisenä sijoituspäätöksenteossa, ja kertoi, että onnistumiselle on enemmän tilaisuuksia, kun innostus on mukana.

Taulukko 3 sisältää haastateltujen enkelisijoittajien kootut vastaukset kysymyksiin 5–8 yrityksen tuotteeseen tai palveluun ja yrityksen toimialaan liittyen.

Taulukko 3. Tuote tai palvelu ja toimiala.

Tuote tai palvelu ja toimiala
<p>Haastateltava 1.</p> <p>Haastateltava sanoi, että tuote tai palvelu saattaa muuttua paljonkin, kun sijoittajat saadaan mukaan ja siten myös arvioitu kate. Hän painotti, että riittää, kun tunnistaa yrityksen ja sen tuotteen tai palvelun kokonaispotentiaalin. Markkinoiden koon ja kasvupotentiaalin vaikutusta kysyttäessä hän piti tärkeänä, että kasvupotentiaalia on paljon. ”Ei ole minun intressien mukaista lähteä mukaan yritykseen, jolle en pysty jo aivan aluksi tunnistamaan isoa markkinoiden kokoa”, hän kertoi. Markkinoilla esiintyvän kilpailutilanteen haastateltava näki melko neutraalina asiana ja korosti tekijän tapauskohtaisuutta. Hän kuitenkin lisäsi, että jos kilpailua jo esiintyy, on äärimmäisen tärkeää tuoda markkinoille jotain uutta ja näin kyetä erottautumaan kilpailijoista.</p> <p>Haastateltava piti hyvin tärkeänä, että ymmärtää jokaisen yrityksen toimialan luonteen, mihin sijoittaa. Poikkeuksena hän kuitenkin mainitsi tapaukset, joissa tuttuja henkilöitä mukana kanssasijoittajina, jotka tuntevat toimialan.</p> <p>Haastateltava 2.</p> <p>Haastateltava kertoi, että tuotteen tai palvelun myyntipotentiaalin vaikutusta sijoituspäätökseen on vaikea arvioida ja siihen vaikuttaa, onko yrityksen tuote suunnattu kuluttajille tai yrityksille. Markkinoiden koosta ja kasvupotentiaalista kysyttäessä hän sanoi kiinnostavana erityisesti huomiota jälkimmäiseen. Hän kertoi: ”Kaikilla tuotteillahan ei ole edes välttämättä markkinaa juurikaan aivan yrityksen alkuvaiheessa, jos kyse on uusista innovaatioista. Potentiaali piilee siinä ja skaalautuvuus on se tärkeä asia.”</p> <p>Markkinoilla esiintyvän kilpailun haastateltava kertoi joskus vaikuttavan päätöksentekoon, muttei aina. Hän sanoi tuotteen kehittyneisyyden vaikuttavan siihen, kuinka kilpailutilanteen vaikutusta voidaan arvioida markkinoilla. Toimialan vaikututusta kysyttäessä haastateltava kertoi välttävänsä lääkekehitysyhtiöitä lääkekehitysprojektien kalteuden ja aikaa vievän luonteen vuoksi. Myöskään peliyhtiöihin hän ei sijoita ja kertoi,</p>

ettei hänen kompetenssinsa riitä arvioimaan, mistä pelistä kaikkien tuhansien joukosta syntyy seuraava menestyjä.

Haastateltava 3.

Tuotteen tai palvelun myyntipotentiaalista kysyttäessä haastateltava kertoi, että se on vaikeasti arvioitavissa aloittavan yrityksen kohdalla ja näin ollen sen vaikutus sijoituspäätöksentekoon on vähäinen. Hän jatkoi, että se saattaa muuttua paljonkin palveluprosessin aikana ja enemmänkin vaikuttaa, mikä ongelma tuotteella tai palvelulla ratkaistaan. Markkinoiden koon ja kasvupotentiaalista kohdalla haastateltava korosti, että tuotteen tai palvelun markkinoilla täytyy olla riittävästi kokoa. Markkinoiden kilpailutilanteen vaikutusta hän piti jonkin verran merkityksellisenä ja korosti, että tuotteella tai palvelulla pitää olla uniikki positio markkinoilla. ”Ei maitoa voi mennä tarjoamaan maitokauppaan”, hän käytti esimerkkinä korostaakseen markkinaraon merkitystä. Haastateltava kertoi, että kokonaisriskin arvioimiseksi yrityksen toimialasta on hyvä olla vähintään jonkinlainen tuntemus.

Haastateltava 4.

Tuotteen tai palvelun myyntipotentiaalista kysyttäessä haastateltava kertoi, että täytyy olla hyvä myyntipotentiaali, mutta piti sitä helpommin kehitettävänä kuin tiimiä ja persoonia. Markkinoiden kokoa ja kasvupotentiaalia hän piti myös tärkeänä ja kertoi sijoitavansa vain sellaisiin yhtiöihin, joista on mahdollisuus kasvaa isoja. Markkinoilla vallitsevan kilpailun hän näki hyvänä asiana, koska se kertoo, että markkina on oikeasti olemassa, mutta hän korosti, että liikaa etumatkaa ei saa kilpailijoilla olla. Haastateltava piti lisäksi tärkeänä, että yritystoiminta liittyy toimialaan, mistä hänellä on ymmärrys. Hän kertoi sen vaikuttavan myönteisesti riskinottohalukkuuteen, vaikkei hän osallistuisikaan yrityksen toimintaan.

Taulukko 4 sisältää haastateltujen enkelisijoittajien kootut vastaukset kysymyksiin 9–11 rahoituksellisista tekijöistä.

Taulukko 4. Rahoitukselliset tekijät.

Rahoitukselliset tekijät
<p>Haastateltava 1.</p> <p>Haastateltavan mielestä sijoitettaessa startup-yritykseen arviot pääoman tuotosta ovat hyvin abstrakteja ja näin ollen ei ole relevanttia käyttää aikaa tuoton arvioimiseen. Hän korosti, että jos tuote ja tiimi ovat kunnossa, sijoitetun pääoman saa kyllä realisoitua, mutta aika näyttää, mikä todellinen tuotto tulee olemaan. Vaaditun sijoitetun pääoman määrästä haastateltava vastasi, että yrityksen pitää pystyä perustelemaan ja osoittamaan tarkasti, mihin rahoituskerroksen suuruus perustuu. Tuotteen tai palvelun katteen suuruutta haastateltava ei pitänyt merkityksellisenä ja kertoi kokemuksen osoittaneen, että ansaintamallit muuttuvat moneen yrityksen kypsyessä ja saadessa käyttöön riittävät taloudelliset resurssit.</p>
<p>Haastateltava 2.</p> <p>Haastateltavan mukaan arvioitu pääoman tuotto on erittäin merkityksellinen sijoituspäätöstä mietittäessä aikaisen vaiheen yhtiöiden kohdalla. Vaadittua pääoman määrää haastateltava piti hyvin merkityksellisenä. Hän kertoi, että kysytyn kokonaisrahoituksen määrä rahoituskerroksella pitää olla oikein mitoitettu, jotta suunnitellut toimenpiteet kasvun vauhdittamiseksi voidaan toteuttaa. Tuotteen tai palvelun katteen suuruutta hän piti jonkin verran merkittävänä, muttei dominoivana tekijänä.</p>
<p>Haastateltava 3.</p> <p>Haastateltavan mukaan arvioidulla sijoituksen pääoman tuotolla ei ole merkitystä sijoituspäätökseen, koska varsinkin alkuvaiheessa se on hyvin teoreettinen. Hän korosti kokonaisuuden merkitystä: ”Jos kaikki osuu kohdalleen, niin kyllä se tuottokin sieltä tulee.” Kysyttyä pääoman määrää haastateltava piti hyvin merkityksellisenä niin alkuvaiheessa kuin rahoituksen jatkokerroksilla. Sen sijaan tuotteelle tai palvelulle laskettu katteen suuruus ei ole lainkaan merkityksellinen sijoituspäätöksen kannalta, koska hyvin usein hinnoittelu- ja ansaintamallit muuttuvat yrityksen saatua rahoitusta ja jopa tuotekin saattaa muuttua.</p>
<p>Haastateltava 4.</p>

Haastateltavan mielestä sijoitetulle pääomalle ei voida luotettavasti arvioida tuottoa aikaisessa vaiheessa ja hän laskeekin aina rahat menetetyksi sinä päivänä, kun enkelisijoitus on tehty. Hän kuitenkin lisäsi, että kyllä hyvästä yhtiöstä saa aina rahansa takaisin. Vaaditun sijoitetun pääoman määrän merkitystä kysyttäessä haastateltava sanoi, että jos rahoituskierron kokonaisuudessaan määritelty pieneksi, herättää se epäilyksen, ettei yrittäjä aivan ymmärrä kaikkea. Hän lisäsi, että sama epäily syntyy, jos rahoituskierron hyvin aikaisessa vaiheessa on kokonaisuudessaan suuri. Tuotteen tai palvelun kate on myös huomionarvoinen tekijä haastateltavalle. ”Jos on huonokatteista hommaa, niin ei siitä ikinä saada hyvää bisnestä – ainakaan sellaista, mistä minä olisin kiinnostunut”, hän totesi.

Taulukko 5 sisältää haasteltujen enkelisijoittajien kootut vastaukset kysymyksiin 12–16 koskien maantieteellistä sijaintia, kanssasijoittajia, liiketoimintasuunnitelmaa, irtautumisstrategiaa ja mahdollisuuteen osallistua kohdeyrityksen toimintaan.

Taulukko 5. Muut tekijät.

Muut tekijät
<p>Haastateltava 1.</p> <p>Haastateltava sijoittaa ainoastaan niin sanottuihin Suomi-yhtiöihin, joten yrityksen maantieteellinen sijainti on hänen päätöksentekoon hyvin vahvasti vaikuttava tekijä. Kanssasijoittajien merkityksestä kysyttäessä hän vastasi, että tuttujen sijoittajien kanssa tietää yhteistyön toimivan, muttei pitänyt tekijää vallitsevana.</p> <p>Hyvin laadittu liiketoimintasuunnitelma yritystoiminnan alkuvaiheessa haastateltavan mukaan ainoastaan osoittaa, että yrittäjä perehtynyt liiketoiminnan eri osa-alueisiin. Hän kertoi, että muiden tekijöiden perusteella syntyy päätöksenteko, eikä siihen kovinkaan usein ole vaikuttanut liiketoimintasuunnitelma.</p> <p>Valmiiksi suunniteltu irtautumisstrategia ei haastateltavan mielestä ole lainkaan relevantti, koska hänen mukaansa asiaan liittyy niin paljon muuttujia, että on ajanhukkaa lähteä ennustamaan sitä yrityksen siemen- tai startup-vaiheessa. Hän kertoi pitävän sijoitusportfolionsa pienenä, jokaisen enkelisijoitukseen liittyy vahvasti osallistuminen kohdeyrityksen toimintaan. Tällä hän kertoi hallitsevansa sijoitukseen liittyvää riskiä paremmin.</p>

Haastateltava 2.

Haastateltava kertoi, että tähän asti yrityksen maantieteellinen sijainti ei ole vaikuttanut hänen päätöksentekoon lainkaan. Sen sijaan kanssasijoittajien olemassaoloa hän piti jonkin verran merkityksellisenä ja sanoi niiden mahdollisen olemassaolon helpottavan päätöksentekoa, jos hän tuntee henkilöt.

Liiketoimintasuunnitelmaa haastateltava ei pidä kovinkaan tärkeänä. Hän kertoi: ”Liiketoimintasuunnitelmat ovat sellaisia, mitkä vaihtuvat toivottavasti matkan varrella, jos edessä oleva polku ei vie mihinkään. Hyvän tiimin tärkeys piilee muun muassa tässä, että se kykenee nopeasti reagoimaan, jos vaaditaan muutoksia. Usein, kun rahaa alkaa tulla, niin toiminta muuttuu ennemmin tai myöhemmin täysin siitä alkuperäisestä suunnitelmasta.”

Haastateltava kertoi, ettei irtautumista voi ennustaa ja suunnitella yrityksen alkutaipaleella ja näin ollen irtautumisstrategialla ei ole merkitystä sijoituspäätöksentekoon. Yritystoimintaan osallistumisen vaikutuksesta kysyttäessä, haastateltava kertoi, ettei hän halua osallistua operatiiviseen toimintaan tai hallitustyöskentelyyn, ellei siihen ole jotain painavaa perustetta.

Haastateltava 3.

Haastateltava sijoittaa pääosin kotimaisiin yhtiöihin ja näin ollen suorista sijoituksista puhuttaessa hän piti yrityksen maantieteellistä sijaintia merkityksellisenä kriteerinä. Hän kertoi, että ainoa poikkeus on ulkomaisten yhtiöiden muodostama portfolio, johon hän sijoittaa yhdessä enkelisijoitusryhmänsä kanssa. Haastateltava korosti, että edellä mainitulla portfoliosijoittamisella on lähinnä tarkoitus vahvistaa kansainvälisiä verkostoja, koska Suomi tarjoaa mahdollisuuksia vain rajallisesti.

Haastateltavalle liiketoimintasuunnitelman olemassaolo ja sisältö lähinnä kertoo, onko liikeideaa ja yritystoiminnan eri osa-alueita pohdittu, mutta muuta merkitystä hän ei juuri sillä nähnyt olevan. Hän korosti, että monet asiat muuttuvat, kun yrityksiin mennään mukaan ja töitä aletaan tehdä yhdessä.

Irtautumisstrategian pohtiminen ja suunnittelu on haastateltavan mielestä sijoittajien eikä yrittäjän asia. Näin ollen hänen sijoituspäätöksentekoon sillä ei ole mitään vaikutusta. Mahdollisuus osallistua yrityksen toimintaan on hänen mielestään erittäin merkityksellinen siitä syystä, että osallistuminen kuuluu vahvasti haastateltavan sijoitusstrategiaan.

Haastateltava 4.

Yrityksen maantieteellisellä sijainnilla on vähäinen merkitys haastateltavalle. Hän näki niin sanotuissa Suomi-yhtiöissä etuna, että niiden seuraaminen on helpompaa. Kanssasijoittajista kysyttäessä haastateltava kertoi, että tutut henkilöt, joiden arviointikykyyn voi luottaa, helpottaa päätöksentekoa.

Haastatellulle liiketoimintasuunnitelman merkitys on keskinkertainen, vaikkakin hän kertoi, ettei jaksaa pitkiä liiketoimintasuunnitelmia kokonaan edes lukea. ”Riittää, kun siitä välittyy ajatus, että tiimillä on ymmärrystä asiasta. Enemmän haluan nähdä esimerkiksi budjettilukuja.”, hän painotti. Valmista irtautumisstrategiaa haastateltava piti hyvin epärealistisena ja näin ollen merkityksettömänä sijoituspäätöksenteossa.

Haastateltu kertoi, ettei mahdollisuus osallistua kohdeyrityksen toimintaan vaikuta sijoituspäätöksentekoon, koska päätoiminen työ on sijoittaa kypsempiin yhtiöihin, joita hän auttaa ja on hallitustoiminnassa mukana. Hän lisäsi, ettei ole yhdenkään enkelisijoitusyhtiön hallituksessa mukana.

Taulukko 6 koostuu haastateltujen eri sijoituskriteereille antamista numeerisista arvoista koskien annettujen kriteerien merkityksellisyyttä sijoituspäätöksenteossa (5 = erittäin merkityksellinen ja 1 = ei merkitystä).

Taulukko 6. Tutkittujen kriteerien merkityksellisyys sijoituspäätöksenteossa tärkeysjärjestyksessä Likertin asteikolla annettujen numeeristen arvojen summan mukaan.

	Haastateltava 1	Haastateltava 2	Haastateltava 3	Haastateltava 4
Yrittäjän luotettavuus ja innostuneisuus	5	4	5	5
Toimialan tuntemus	4	5	4	4
Henkilökemiat	5	3	5	3
Markkinoiden koko ja kasvupotentiaali	4	4	4	4
Yrittäjän aikaisempi kokemus ja saavutukset	3	4	4	4
Sijoitetun pääoman suuruus	4	4	4	3
Ydintiimin aikaisempi kokemus ja saavutukset	2	5	2	4
Yrityksen maantieteellinen sijainti	5	1	4	2
Mahdollisuus osallistua kohdeyrityksen toimintaan	5	1	5	1
Sijoituksen arvioitu pääoman tuotto	2	5	1	2
Tuotteen tai palvelun myyntipotentiaali	2	3	2	4
Markkinoilla esiintyvä kilpailutilanne	2	3	3	3
Kanssasijoittajien olemassaolo	3	3	1	3
Liiketoimintasuunnitelman olemassaolo ja sisältö	2	2	3	3
Tuotteen tai palvelun katteen suuruus	1	3	1	3
Valmiiksi suunniteltu irtautumisstrategia	1	1	1	1

Tulokset analysoidaan seuraavassa luvussa sekä haastateltujen avointen vastausten että Likertin asteikolla tehtyjen kriteerien merkityksellisyyttä kuvaavien arvioiden perusteella.

5 Tulosten analysointi

Tämä luku vastaa työn tutkimuskysymyksiin: Mitkä ovat Suomessa toimivien bisnesenkeliä keskeisimmät sijoituskriteerit aikaisen vaiheen yrityksiin? Mikä merkitys on tutkittuilla kriteereillä sijoituspäätöksenteossa?

Työn tutkimustuloksia arvioidaan sekä haastateltavilta saatujen vapaiden vastausten perusteella ja lisäksi analysoinnissa on käytetty haastateltujen Likertin asteikolla annettuja kriteerien merkityksellisyyttä kuvaavia arvoja. Suomalaisilta enkelisijoittajilta saatujen vastauksien yhdenmukaisuutta verrataan Osnabruggen (1998) aikaisempaan tutkimukseen, jossa 27 enkelisijoittajien sijoituspäätöksentekoon vaikuttavaa tekijää saivat tärkeysjärjestyksen. Osnabruggen tutkimus vuodelta 1998 on osa Osnabruggen ja Robinsonin vuonna 2000 ilmestynyttä kirjaa ”Angel Investing”, mistä johtuen molempiin lähteisiin viitataan, kun saatuja tutkimustuloksia verrataan aikaisempiin tutkimuksiin.

Yrittäjän luotettavuus ja innostuneisuus

Yrittäjään ja ydintiimiin liittyvät kriteerit osoittautuivat merkityksellisimmiksi kysytyistä kuudestatoista sijoituspäätöksentekoon vaikuttavista tekijöistä. Tärkeimmäksi kriteeriksi nousi yrittäjän luotettavuus ja innostuneisuus, jota numeerisella Likertin asteikolla mitattuna kolme neljästä piti erittäin merkittävänä ja yksi haastateltava hyvin merkittävänä.

Osnabruggen ja Robinsonin (2000) havainnot tukevat yrittäjän luotettavuuden ja innostuneisuuden merkitystä. Heidän mukaansa tekijöitä pidetään tärkeimpinä sijoituspäätöksenteossa. Osnabruggen (1998) on osoittanut, että yrittäjän innostuneisuus on kriittinen tekijä enkelisijoittajien sijoituspäätöksenteossa ja se osoittaa yrittäjän sitoutuneisuuden ja omistautuneisuuden yritystoimintaan. Lisäksi tutkimuksen mukaan luottamuksen puute vähentää huomattavasti yrityksen mahdollisuutta saada myönteinen rahoituspäätös. Tätä tukee myös Masonin ja Starkin (2004) esittämä päämies-agentti-ongelma sijoittajan ja yrittäjän välillä. Sijoittajalla (päämiehellä) on pelko, että yrittäjä (agentti) ei toimi sijoittajan tai yhteisten etujen mukaisesti.

Henkilökemia

Kysyttäessä henkilökemian tärkeyttä kaksi haastateltavista piti kriteeriä erittäin merkityksellisenä, yksi vastasi sen olevan melko merkityksellinen ja korosti sijoittajan vapautta valita, mihin yritykseen sijoittaa. Yksi vastaajista kertoi, että olisi suotavaa olla toimivat henkilökemiat, muttei välttämätöntä. Tutkimustuloksista voidaan päätellä, että toimivien henkilökemioiden merkityksellisyyden ja halun osallistua yritystoimintaan välillä on yhteys. Haastateltavista molemmat, jotka pitivät toimivaa henkilökemiaa erittäin tärkeänä, kertoivat myös haluavansa osallistua vahvasti kohdeyrityksen toimintaan. Kaksi muuta puolestaan sanoivat, etteivät osallistu operatiiviseen tai strategiseen toimintaan millään tavalla.

Saadut vastaukset ovat yhteneväisiä Osnabruggen (1998) tutkimustulosten kanssa. Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan enkelisijoittajat pitävät ensivaikutelmaa ja ihmisluonteiden yhteensopivuutta tärkeänä kriteerinä. Erityisen tärkeänä ihmisluonteiden yhteensopivuutta eli toimivaa henkilökemiaa pitävät sijoittajat, joilla on halu osallistua yrityksen toimintaan.

Yrittäjän aikaisempi kokemus ja saavutukset

Haastateltavista kolme piti kriteeriä hyvin tärkeänä ja yksi melko tärkeänä. Kolme haastateltavista oli sitä mieltä, että olisi suotavaa, jos yrittäjyydestä yleisesti on karttunut kokemusta ja yksi haastateltavista korosti myös toimialakokemusta. Yksi haastateltavista korosti kysymyksen kohdalla ennen kaikkea oikeaa asennetta ja tahtotilaa ja kertoi, ettei yrittäjän aikaisemmilla saavutuksilla ole niinkään merkitystä sijoituspäätöksenteossa.

Havaintoja tukee myös aikaisempi teoria. Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan yrittäjän aikaisemmat saavutukset eivät ole keskeisimmässä roolissa sijoituspäätöksenteossa, vaikkakin enkelisijoittajat usein arvostavat kouliintuneita yrittäjiä.

Ydintiimin aikaisempi kokemus ja saavutukset

Ydintiimin aikaisempaa kokemusta ja saavutuksia koskevan kysymyksen vastauksissa esiintyi hajontaa jonkin verran ja haastateltavat suhtautuivat sen merkityksellisyyteen eri tavoin. Kaksi vastaajista pitivät tekijää sijoituspäätöksenteon kannalta vain vähän merki-

tyksellisenä ja kaksi muuta hyvin tai erittäin merkityksellisenä. Yhden haastateltavan mukaan monien nopeasti kasvaneiden yritysten ydintiimien jäsenillä on harvemmin ollut kovin mittavia ansioluetteloita. Toisen haastateltavan mukaan ydintiimin puutteet ovat korvattavissa tai paikattavissa, jos tarve vaatii. Kolmas haastateltava piti kriteeriä hyvin tärkeänä ja painotti nimenomaan kokemusta yrittäjyydestä ja liiketoiminnan alueelta, jolla yritys toimii. Neljäs piti kriteeriä erittäin tärkeänä ja hän korosti sen olevan merkittävä tekijä parantamaan onnistumisen mahdollisuuksia.

Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan sijoittajat voivat hyväksyä ydintiimiin liittyvät puutteet, koska he tiedostavat, että yritystoiminnan alkuvaiheeseen liittyy monilta osin epätäydellisyyttä. Näin ollen myös kirjallisuuden mukaan bisnesenkelit heterogeenisenä ryhmänä kokevat kriteerin merkityksellisyyden eri tavoin, kuten haastelluilta saadut vastaukset osoittivat.

Tuotteen ja palvelun myyntipotentiali

Tuotteen tai palvelun myyntipotentiali oli seitsemänneksi tärkein kriteeri. Huomionarvoista on, että vain yksi vastaajista piti kriteeriä hyvin merkityksellisenä. Hän kuitenkin korosti, että myyntipotentialia voidaan kehittää helpommin kuin tiimiä ja persoonia. Kolme vastaajista kertoivat myyntipotentialin olevan vaikeasti arvioitavissa yritystoiminnan alkuvaiheessa siitä syystä, että tuote tai palvelu saattaa muuttua paljonkin, kun yrityksen resurssit paranevat enkelisijoittajien osallistumisen myötä. Yksi haastateltavista kertoi, että myyntipotentialia tärkeämpää on, mikä ongelma tuotteella tai palvelulla ratkaistaan. Vastauksista on tulkittavissa, ettei tuotteelle tai palvelulle yritystoiminnan alkuvaiheessa arvioitu myyntipotentiali muodostu ehdottomaksi kriteeriksi sijoituspäätöksenteossa, jos enkelisijoittajat arvioivat sen olevan kehitettävissä ja pitävät yritystä muilta osin potentiaalisena.

Havainnot poikkeavat oleellisesti Osnabruggen (1998) tutkimustuloksista. Osnabrugge ja Robinson (2000) kuitenkin toteavat, että enkelisijoittajat voivat olla valmiita ottamaan riskiä, vaikka kilpailullista asemaa ei olisi vielä todistettu olevankaan. Mistä eroavaisuus tuloksissa voisi johtua? Eräs syy voisi olla, että viimeisen kahden vuosikymmenen aikana tapahtunut teknologiakehitys on muuttanut erityisesti teknologiayritysten luonnetta niin, että se mahdollistaa radikaalinkin palveluprosessin muutoksen helpommin kuin aikai-

semmin. Näin ollen sijoittajat eivät ehkä kiinnitä alkuvaiheessa arvioituun myyntipotentiaaliin yhtä paljon huomiota kuin aikaisemmin, jos kokemus on opettanut muutosten olevan enemmän sääntö kuin poikkeus.

Markkinoiden koko ja kasvupotentiaali

Jokainen haastateltavista piti markkinoiden kokoa ja kasvupotentiaalia hyvin tai erittäin merkittävänä kriteerinä. Sekä suuri markkinoiden koko että kasvupotentiaali olivat erikseen ja yhdessä tärkeinä pidettäviä tekijöitä. Yksi haastateltavista korosti, että erityisesti kasvupotentiaali on kiinnostava seikka, koska uusilla innovaatioilla ei varsinaisesti ole valmista tarkasti mitattavissa olevaa markkinaa alkuvaiheessa.

Havainnot vastaavat Osnabruggen (1998) saatuja tutkimustuloksia. Myös Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan enkelisijoittajat pitävät markkinoiden kasvupotentiaalia tärkeänä.

Markkinoilla esiintyvä kilpailutilanne

Kukaan vastaajista ei pitänyt kriteeriä hyvin tai erittäin merkittävänä ja näin ollen tutkimuksen perusteella kriteeri ei ole kenellekään vastaajista ehdoton kynnyskysymys sijoituspäätöksenteossa. Kaksi haastatelluista mainitsi kilpailun myönteisenä asiana, koska se osoittaa, että markkina on olemassa. He kuitenkin korostivat, että liikaa etumatkaa ei saa kilpailijoilla olla ja olisi myös hyvä löytää uniikki positio markkinoilta.

Saadut vastaukset vastaavat Osnabruggen (1998) tutkimustuloksia. Lisäksi havaintoja tukevat Robinsonin ja Osnabruggen (2000) huomiot, joiden mukaan bisnesenkelit pitävät merkittävänä, että tuote tai palvelu on uniikki ja on olemassa kannattava markkinarako.

Toimialan tuntemus

Jokainen haasteltu piti hyvin tai erittäin tärkeänä, että ymmärtää toimialaa, jolla rahoitusta hakeva yritys toimii. Vastaajat perustelivat, että toimialatuntemus vähentää sijoitukseen liittyvää riskiä ja lisäksi sijoittaja pystyy paremmin hyödyntämään omaa osaamistaan, kun toimialasta on kokemusta.

Havainnot poikkeavat merkittävästi Osnabruggen (1998) tutkimuksesta. Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan toimiala on sijoittajille toissijainen tekijä, kunhan he tunnista-
vat yritystoiminnassa kasvupotentiaalia. Toisaalta Sudekin (2006) Yhdysvalloissa tehdyn
tutkimuksen mukaan bisnesenkelit haluavat ymmärtää yrityksen toimialaa, jolle rahoit-
tusta myönnetään. Sillä tavoin he kokevat sijoituksen olevan pienempiriskinen kuin si-
joittamalla yritykseen, jonka toimialasta heillä ei ole kokemusta. Mistä näin huomattava
ero voisi johtua? Yksi selittävä tekijä voisi olla, että rahoitusta hakevien yritysten määrä
startup-ekosysteemien kehittymisen myötä on lisääntynyt merkittävästi. Tämän seurauk-
sena bisnesenkeleillä on mahdollisuus keskittyä sellaisiin toimialoihin, joista heillä on ai-
kaisempaa kokemusta, ja näin pyrkiä vähentämään sijoitukseen liittyvää riskiä.

Sijoitetun pääoman arvioitu tuotto

Kolme neljästä haastatelluista kertoi, ettei sijoitetun pääoman arvioitu tuotto vaikuta si-
joituspäätöksentekoon. Perusteluina kaikki kolme esittivät, että aikaisessa vaiheessa ar-
viot ovat hyvin teoreettisia ja korostivat, että yrityksen tuotteen tai palvelun ollessa hyviä,
rahansa saa kyllä takaisin.

Esitetyt näkemykset ovat linjassa Osnabruggen (1998) tutkimuksen kanssa. Havaintoja
kriteerin vähäisestä merkityksestä sijoituspäätöksenteossa tukee myös kirjallisuus. Os-
nabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan yrittäjien esittämät arviot sijoitetun pääoman
tuottoasteesta, katetuotosta ja ennusteet muista rahoituksellisista tekijöistä eivät ole en-
kelisijoittajien päätöksenteon kannalta relevantteja lukujen vahvan spekulatiivisen luon-
teen vuoksi. Päinvastoin päätöksentekoon vaikuttaa voimakkaasti yrittäjään ja ydintiimiin
liittyvät tekijät.

Sijoitetun pääoman suuruus

Vaaditun sijoitetun pääoman määrän merkitystä kysyttäessä kolme haastatelluista piti
tekijää hyvin merkittävänä ja yksin melko merkittävänä sijoituspäätöksenteossa. Yksi
haastatelluista perusteli kriteerin merkittävyyttä sillä, että yrityksellä pitää olla esittää
suunnitelma ja tarkat perustelut, miten ja mihin saatu rahoitus on tarkoitus käyttää. Yksi
haastelluista puolestaan kertoi, että jos alkuvaiheessa rahoituskierron on hyvin pieni, he-
rättää se epäilyksen, ettei saatu rahoitus riitä liiketoiminnan edistämiseen vaadittavalla
tavalla ja puolestaan liian suuri rahoituskierron voi olla merkki yrittäjän ymmärryksen

puutteesta rahoituksellisiin tekijöihin liittyen. Nimenomaan rahoituskierroksen oikein mitoitettu koko osoittautui tärkeämmäksi tekijäksi kuin sijoittajakohtainen vaadittu pääoma.

Havainnot ovat linjassa Osnabruggen (1998) kanssa. Osnabruggen ja Robinsonin (2000) vaaditun pääoman määrä täytyy olla oikea tai muuten bisnesenkelit jättävät sijoittamatta yritykseen.

Tuotteen tai palvelun katteen suuruus

Haastatellut esittivät jonkin verran eriäviä näkemyksiä. Kaksi haastatelluista kertoivat kokemuksen osoittaneen, että tuotteen tai palvelun hinnoittelu- ja ansaintamallit muuttuvat usein paljonkin enkelisijoittajien osallistumisen jälkeen. Näin ollen katteen arvioiminen on spekulatiivista ja muut kriteerit saavat suuremman painoarvon sijoituspäätöksenteossa. He vastasivat, että kriteeri on merkityksetön sijoituspäätöksenteon kannalta. Kaksi haastatelluista pitivät kriteeriä jonkin verran merkityksellisenä, joista toinen kertoi, että jos liiketoiminnan kate on alhainen, ei häntä kiinnosta sijoittaa yritykseen.

Haastateltujen vastauksista voidaan tulkita, että osallistumalla yrityksen toimintaan voivat bisnesenkelit paremmin hyväksyä alkuvaiheen ansaintamallin heikkoudet. Haastateltavista molemmat, joille palvelun tai tuotteen katteella ei ollut merkitystä sijoituspäätöksenteossa, kertoivat osallistuvansa vahvasti kohdeyritysten toimintaan. Tällä tavalla he pystyvät mahdollisesti paremmin vaikuttamaan liiketoiminnan kehittämiseen.

Yrityksen maantieteellinen sijainti

Haastateltavat esittivät kriteerin merkitystä koskien eriäviä näkemyksiä. Yksi haastatelluista piti kriteeriä erittäin merkittävänä ja sanoi sijoittavansa ainoastaan kotimaisiin yhtiöihin siitä syystä, että hän haluaa osallistua yrityksen toimintaan ja kokee voivansa seurata yritysten toimintaa myös tarkemmin. Toinen haastateltu piti yrityksen maantieteellistä sijaintia hyvin merkityksellisenä tekijänä ja kertoi, että suorat sijoitukset hän tekee ainoastaan kotimaisiin yhtiöihin. Hän myös korosti, että jokaiseen sijoituksen saaneeseen yritykseen toimintaan hän osallistuu. Kahdesta muusta haastatellusta toinen piti tekijää merkityksettömänä ja toinen vain vähän merkityksellisenä. Molempia heitä yhdisti se, etteivät he osallistu kohdeyritysten toimintaan millään tavalla. Yrityksen maantieteellisellä sijainnilla ja halulla osallistua yrityksen toimintaan esiintyy haastateltujen vastausten perusteella yhteys.

Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan enkelisijoittajat suosivat pääosin alueellisesti lähellä sijaitsevia yrityksiä. Tekijän merkitys korostuu, kun enkelisijoittaja haluaa olla mukana yrityksen toiminnassa. Tutkijoiden havainnot koskivat yhdysvaltalaisia yrityksiä ja alueellinen läheisyys oli vielä tärkeämmässä merkityksessä. Omien tutkimustulosteni mukaan maantieteellisen sijainnin vaikutus rajoittui siihen, onko yritys kotimainen vai ulkomainen.

Kanssasijoittajien olemassaolo

Kolme haastatelluista piti kriteeriä melko merkityksellisenä ja yksi merkityksettömänä. Kuitenkin haastateltavien vapaista vastauksista on tulkittavissa, että kriteeri ei ole vallitseva päätöksenteossa. Mitään negatiivista kanssasijoittajien olemassaoloon tai niiden puuttumiseen liittyen ei kukaan haastatelluista ilmaissut. Päinvastoin yksi haastatelluista kertoi, että tuttujen kanssasijoittajien ollessa mukana toiminta on mahdollisesti mutkattomampaa ja kaksi muuta sanoivat tuttujen kanssasijoittajien mahdollisesti helpottavan sijoituspäätöksentekoa. Lisäksi yksi haastatelluista kertoi, että jos useampi sijoittaja tarvitaan, hän muodostaa ryhmän ympärille, eikä lisäksi sijoituspäätöksenteossa tukeudu muiden tekemiin johtopäätöksiin sijoituksen kannattavuutta koskien.

Havainnot ovat linjassa Osnabruggen (1998) tutkimustulosten kanssa. Hänen havaintonsa osoittavat myös tuttujen kanssasijoittajien olemassaolon helpottavan sijoituspäätöksentekoa. Vaikuttaisi siltä, että tutut kanssasijoittajat voi auttaa kohdeyritystä saamaan lisää sijoittajia osallistumaan yrityksen rahoitukseen.

Liiketoimintasuunnitelman olemassaolo ja sen sisältö

Haastateltujen vastaukset olivat melko yhdenmukaisia. Kaksi arvioi liiketoimintasuunnitelman vähän merkitykselliseksi ja kaksi melko merkitykselliseksi. Haastateltavien perustelut kriteerin merkityksellisyydelle olivat hyvin samansuuntaisia. Kaksi haastatelluista kertoi, että liiketoimintasuunnitelmat vaihtuvat monesti useampaan kertaan, kun sijoittajia saadaan mukaan yritystoimintaan ja he lisäsivät vaihtumisen olevan usein jopa toivottavaa. He kertoivat liiketoimintasuunnitelman roolin yrityksen alkuvaiheessa sijoittajien näkökulmasta olevan lähinnä, että se osoittaa yrittäjien perehtyneisyyttä. Yksi haastatelluista kertoi, että harvemmin hän jaksaa liiketoimintasuunnitelmia edes kokonaan lukea, vaan on enemmän kiinnostunut budjettiluvuista.

Havainnot ovat linjassa esitetyn teorian kanssa. Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan liiketoimintasuunnitelman tärkein merkitys enkelisijoittajille on osoittaa yrittäjän perehtyneen perusteellisesti liiketoimintaan liittyviin osa-alueisiin, mutta sen vaikutus sijoituspäätöksentekoon on rajallinen.

Valmiiksi suunniteltu irtautumisstrategia

Jokainen haastateltavista piti valmiiksi suunniteltua irtautumisstrategiaa merkityksettömänä. Haasteltavat olivat yhtä mieltä siitä, että yrityksen alkuvaiheessa irtautumiseen liittyy niin paljon muuttujia ja kokonaisuudessaan se on niin epärealistinen, ettei se vaikuta päätöksentekoon. Lisäksi yksi haastelluista kertoi irtautumisstrategian suunnittelun olevan sijoittajien, eikä yrittäjän asia.

Havainnot vastaavat esitettyä teoriaa. Osnabruggen ja Robinsonin (2000) mukaan enkelisijoittajat eivät vaadi valmiiksi suunniteltua irtautumisstrategiaa toisin kuin pääomasijoittajat, jotka hallinnoivat ja sijoittavat instituutioiden ja muiden ulkopuolisten varoja.

Mahdollisuus osallistua kohdeyritykseen

Kysyttäessä mahdollisuuden osallistua kohdeyritykseen vaikutusta sijoituspäätöksentekoon, vastaajien kesken oli selvästi nähtävissä kahtiajako. Kaksi haastatelluista pitivät sitä erittäin merkityksellisenä ja kertoivat osallistuvansa jokaiseen enkelisijoitusportfolioidensa yrityksiin. Kaksi muuta haastateltavaa kertoivat, etteivät ole yhdenkään enkelisijoitusyrityksen toiminnassa millään tavalla mukana – edes hallitusjäsenenä. Vastusten perusteella bisnesenkeliä ollessa heterogeeninen ryhmä, myös sijoitusstrategiat vaihtelevat. Rahoitusta hakevan yrityksen olisi hyvä jo aikaisessa vaiheessa pyrkiä selvittämään, että mahdollisen sijoittajan ja yrityksen näkemykset vaadittavasta osallistumisesta yrityksen toimintaan kohtaavat.

Aikaisempi teoria tukee saatuja havaintoja. Benjaminin ja Marguliksen (2001) mukaan enkelisijoittajien osallistuminen kohdeyritysten toimintaan vaihtelee hyvin paljon aktiivisesta passiiviseen.

6 Yhteenveto

6.1 Johtopäätökset

Kuten myös aikaisemmat tutkimukset ovat osoittaneet, niin myös tämän tutkimuksen tulosten mukaan yrittäjään liittyvät ominaisuudet ovat merkittävimpiä bisnesenkeliin sijoituspäätöksenteossa. Ominaisuuksista yrittäjän luotettavuus ja innostuneisuus ovat ensisijaisia tekijöitä. Lisäksi henkilökemioita eli luonteiden yhteensopivuutta korostavat ne sijoittajat, jotka haluavat osallistua yritystoimintaan. Kuitenkin luonteiden yhteensopivuus vaikuttaa sijoituspäätöksentekoon jossain määrin lähes aina, koska se on osa ensivaikutelmaa, jonka sijoittaja yrittäjästä muodostaa. Bisnesenkelit suurelta osin sijoittavat yksilöihin, joihin he kokevat voivansa luottaa. Tästä johtuen on äärimmäisen tärkeää, että yrittäjä toimii totuudenmukaisesti ja läpinäkyvästi esitellessään liikeideaa ja yritystään sijoittajille.

Yrittäjän ja ydintiimin ominaisuuksista nousivat esille lisäksi aiempi kokemus. Sijoittajat uskovat aikaisempien epäonnistumisten auttamaan onnistumaan paremmin tulevaisuudessa. Mittava ansioluettelo ja aikaisemmat onnistumiset vaikuttaisivat olevan vähemmän merkityksellisiä tekijöitä, jos tahtotila ja asenne ovat kohdallaan. Kuitenkin, aikaisemmat onnistumiset yrittäjyydessä saattavat helpottaa sijoituspäätöksentekoa joidenkin bisnesenkeliin kohdalla.

Toimialan tuntemus nousi myös tärkeäksi tekijäksi sijoituspäätöksenteossa. Bisnesenkeliin sijoituskohteen riskien arvioinnissa, toimialan tuntemuksella koetaan voivan vähentää sijoitukseen liittyvää riskiä. Riittävä markkinoiden koko ja kasvupotentiaali nousivat niin ikään korkealle sijalle tärkeyttä arvioitaessa. Bisnesenkelit pyrkivät etsimään sijoituskohteiksi yrityksiä, joilla on potentiaalia kasvaa nopeasti – jopa räjähdysmäisesti. Sijoitetun pääoman palauttamiseksi monin kymmenkertaisesti vaaditaan markkinoilta jo valmiiksi riittävää kokoa tai uusien innovaatioiden kohdalla potentiaalia suuren markkinan syntyyn.

Koska enkelisijoittajat ovat heterogeeninen ryhmä, osan kriteerien kohdalla oli nähtävissä selkeitä eroja niiden merkityksellisyyteen liittyen. Yrityksen kotimaisuus koettiin en-

sisijaisen tärkeänä, jos sijoittajan valitsema strategia piti sisällään osallistumisen yritystoimintaan. Lisäksi havainnot osoittivat, että osalle bisnesenkeleitä kohdeyrityksen kotimaisuus on myös arvopohjavalinta.

Havainnot osoittavat, että enkelisijoittajien heterogeenisyydestä johtuen, sijoituskriteerit vaihtelevat joukon jäsenien välillä. Tästä huolimatta, yrittäjän luotettavuus ja innostuneisuus vaikuttaisivat olevan ominaisuuksia, joita lähes jokainen bisnesenkeli edellyttää yrittäjältä. Positiivisen sijoituspäätöksen saamiseksi yrityksen tulee täyttää lukuisa määrä erilaisia kriteereitä. Rahoitusta hakevan yrityksen on hyvä muistaa, että kriteerit vaihtelevat bisnesenkeliä välillä ja yksi hylätty rahoitushakemus ei tarkoita, etteikö joku toinen sijoittaja voisi nähdä yrityksen potentiaalia toisessa valossa.

6.2 Yhteenveto

Insinöörityön tavoitteena oli selvittää, mitkä tekijät ovat merkityksellisimpiä startup-yritysten hakiessa rahoitusta enkelisijoittajilta. Tässä, tutkimuksen viimeisessä luvussa, tarkastellaan, kuinka ensimmäisessä luvussa esitettyihin tutkimuskysymyksiin on onnistuttu vastaamaan ja lisäksi pohditaan näkökulmia jatkotutkimukselle.

Kiinnostus insinöörityön aiheeseen syntyi ollessani opintojeni ohessa startup-yrityksessä töissä. Työskentelin osana työryhmää, jonka tavoitteena oli rakentaa viitekehys rahoituksen hankkimiseksi nimenomaan enkelisijoittajilta. Ennen työtä startup-yrityksessä mitään syvällisempää tietoa tai osaamista aihepiiristä ei minulla ollut. Työn edetessä tiedon määrä alkoi luonnollisesti kasvaa, mikä sai minut kiinnostumaan ja innostumaan aiheesta entistä enemmän. Seurauksena tästä tuntui luonnolliselta tutkia insinööritutkintoon kuuluvassa insinöörityössä enkelisijoittajien sijoituskäyttäytymistä ja syitä päätösten takana.

Työn teoriaosuuden alkuvaiheessa perehdyttiin aihepiirin keskeisiin teemoihin. Teoriaosuus alkoi perehtymällä sekä startup-yrityksen että enkelisijoittajan määritelmiin. Tämän jälkeen tutustuttiin pääoma- ja enkelisijoitustoiminnan syntyyn. Tutkimuksen kanalta teoriaosan keskeisimmät aihepiirit olivat enkelisijoitusprosessi, enkelisijoittajan tavoitteet ja sijoituskriteerit. Kriteerit käsiteltiin aihealueittain ja eri kriteerien vaikutukseen bisnesenkeliä sijoituspäätöksenteossa esitettiin perustelut aikaisempia tutkimuksia ja kirjallisuutta hyödyntämällä.

Empiirinen osa koostui tutkimuksen suunnittelusta, Suomessa toimivien bisnesenkeliin haastatteluista, haastattelutulosten esittelystä ja johtopäätöksistä. Tutkimusmenetelmänä oli kvalitatiivinen puolistrukturoitu teemahaastattelu. Avointen haastattelukysymysten lisäksi käytettiin Likertin asteikkoa, jonka avulla haastateltuja pyydettiin arvioimaan annettujen sijoituskriteerien merkityksellisyyttä sijoituspäätöksenteossa.

Valittuihin tutkimuskysymyksiin saatiin vastaukset ja lisäksi suurimman osan kriteerien kohdalla havaittiin yhdenmukaisuutta aikaisemmin tehtyihin tutkimuksiin. Saadut vastaukset osoittivat, että myös Suomessa yrittäjään liittyvät kriteerit ovat tärkeimmällä sijalla bisnesenkeliin sijoituspäätöksenteossa. Usean kriteerin kohdalla vastauksista kuitenkin kävi ilmi, että osaan kriteerien merkityksellisyydestä suhtaudutaan eri tavoin. Havaintoa vahvisti toisaalta myös aiemmat tutkimukset, joiden tuloksissa esiintyy eroavaisuutta. Lisäksi joukon ollessa heterogeeninen on luonnollista, että näkemyseroja esiintyy.

6.3 Jatkotutkimusehdotus

Startup-yrityksillä on myös merkittävä yhteiskunnallinen asema tärkeinä työllistäjinä. Jotta tulevaisuudessa startup-yritysten mahdollisuudet saada rahoitusta enkelisijoittajilta paranisivat entisestään, olisi tärkeää tutkia kriteereitä vielä perusteellisemmin. Yhtenä mahdollisena jatkotutkimuksena voisi olla tutkia vielä laajempaa määrää päätöksenteon vaikuttavia kriteereitä. Mahdollisimman tarkkojen tutkimustulosten saamiseksi otannan tulisi olla mahdollisimman suuri tutkittavan joukon kokoon nähden. Mielenkiintoista olisi tutkia, kohtaako startup-yrittäjien ja sijoittajien näkemykset kriteerien merkityksellisyydestä. Tutkimustulosten avulla voisi olla mahdollisuus löytää ristiriitoja. Tunnistamalla mahdolliset ristiriidat paremmin olisi tulevaisuudessa vielä paremmat edellytykset saattaa rahoittajat ja yritykset yhteen.

Lähteet

Ahokas, M., Airo, K., Degerholm, A., Maisala T., Nybergh, R., Nylund, J., Peltonen, J., Pentikäinen, P., Ruuskanen, S., Sorvettula, M. 2012. Ohjelmistoyritysten rahoitusopas. Verkkodokumentti. Ohjelmistoyrittäjät ry ja Teknologiateollisuus ry. <http://teknologiateollisuus.fi/sites/default/files/file_attachments/rahoitusopas_2012_uusi.pdf> Luettu 23.3.2017.

Baccher, J.S., Diaz de León, E. & Guild P.D. 1999. Decision criteria used by investors to screen technology based ventures. Ontario, Canada: University of Waterloo.

Benjamin, G.A., Margulis, J. 2001. The Angel Investor's Handbook. 1. painos. New York: Bloomberg Press.

Discussions About The Entrepreneurial Life Cycle. 2016. Verkkodokumentti. <<https://robertwprice.com/entrepreneurial-life-cycle/>> Luettu 2.2.2017.

Etula, S. 2014. Osaamista, verkostoja, rahaa. Saarijärvi: FiBAN.

Feld, B., Mendelson J. 2013. Venture Deals. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Finnish startup investments break new record €383 in 2016 – growth 42%. 2017 Verkkodokumentti. FVCA. <http://www.fvca.fi/en/news/finnish_startup_investments_break_new_record_383m_in_2016_-_growth_42.1418.news> Luettu 18.3.2017.

Fuerst O., Geiger U. 2012. From Concept to Wall Street: A Complete Guide to Entrepreneurship and Venture Capital. New Jersey: Pearson Education Inc.

Heikkilä, T. 2014. Tilastollinen tutkimus. 9. uudistettu painos. Helsinki: Edita Publishing.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara P. 2004. Tutki ja kirjoita. 10. uudistettu painos. Helsinki: Tammi.

Holopainen, T., Levonen AL. 2008. Yrittäjän perustajan opas. Helsinki: Edita Publishing.

Lumme A., Mason, C. & Suomi, M. 1998. Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland. Dordrecht: Kluwer.

Mason, C., Stark, M. 2004. What Do Investors Look for in a Business Plan?. International Small Business Journal. London, England: SAGE Publications. s. 227–247.

Osnabrugge, M. 1998. The Financing of Entrepreneurial Firms in the UK: A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures. University of Oxford. Verkkodokumentti < <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid%3A7f618979-4468-4669-9549-cb35b245e8b0>> Luettu 12.5.2017.

Osnabrugge, M., Robinson, R.J. 2000. Angel Investing – Matching Start-up Funds with Start-up Companies. 1. painos. Hoboken, New Jersey: Jossey Bass.

Pääomasijoittaminen Suomessa 2015. 2015. Verkkodokumentti. Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. < http://www.fvca.fi/files/1120/Pa_a_omasijoittaminen_Suomessa_2015.pdf> Luettu 18.3.2017.

Pääomasijoitukset Suomessa. 2014. Verkkodokumentti. FiBAN. <<http://www.sli-deshare.net/FiBAN/pomasijoitukset-suomessa-2014-yhteenvetoesitys-332015>. Luettu 22.2.2017.

Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. 2006. PricewaterhouseCoopers. Verkkodokumentti. Suomen pääomasijoitusyhdistys ry <http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf> Luettu 1.2.2017.

Rahoitus kuihtunut – Enkelisijoittajat jo isompi pelaaja Suomessa kuin yksikään rahasto. 2013. Verkkodokumentti. Talouselämä. <<http://www.talouselama.fi/kasvuyritykset/rahoitus-kuihtunut-enkelisijoittajat-jo-isompi-pelaaja-suomessa-kuin-yksikaan-rahasto-3436438>> Luettu 21.2.2017.

Ries, Eric. 2011. The Lean Startup. New York: Crown Publishing Group.

Shane, S.A. 2009. Fool's Gold? The Truth Behind Angel Investing in America. New York: Oxford University Press.

Sitä saa mitä tilaa, kasvuyritysten monet muodot hämmentävät. Verkkodokumentti. 2011. Tilastokeskus <http://www.stat.fi/artikkelit/2011/art_2011-11-01_002.html?s=0> Luettu. 1.2.2017.

Sudek, R. 2006. Angel Investment Criteria. Journal of Small Business Strategy. s. 89–102.

Tekesin näköalat. 2015. Verkkodokumentti. s. 1–36. <https://issuu.com/ca-keoy/docs/tekesin_n_k_alat_1_2015>. Luettu 22.2.2017.

The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players. 2014. Verkkodokumentti. EBAN <<http://www.eban.org/>> Luettu 22.2.2017.

Toimiala Suomessa. 2017. Verkkodokumentti. Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. <http://www.fvca.fi/yrittajalle/toimiala_suomessa> Luettu 24.4.2017.

Uutisia pääomasijoitustoimialalta. 2016. Verkkodokumentti. FVCA. <http://www.fvca.fi/ajankohtaista/yli_400_suomalaiseen_startup-_ja_kasvuyritykseen_sijoitettiin_yhteensa_253_miljoonaa_euroa_vuonna_2015.1222.news> Luettu 21.2.2017.

Venture Capital in Finland 2016. 2016. Verkkodokumentti. FVCA <http://fvca.fi/files/1312/VC_in_Finland_2016_preliminary.pdf> Luettu 3.2.2017.

Zook C., Allen J. 2011. The Great Repeatable Business Model. Harvard Business Review. Verkkodokumentti. <<https://hbr.org/2011/11/the-great-repeatable-business-model>> Luettu 20.1.2017.

Zwilling M. 2013. 10 Tips For Building The Most Scalable Startup. Forbes. Verkkodokumentti. <<https://www.forbes.com/sites/martinzwilling/2013/09/06/10-tips-for-building-the-most-scalable-startup/#6b1c39295f28>> Luettu 7.4.2017.

Haastattelurunko

Enkelisijoittajan profiili

- Sukupuoli:
- Ikä:
- Toiminta bisneskelinä vuosina:
- Enkelisijoitusten määrä aikaisen vaiheen (siemen-, startup- ja aikainen kasvuvaihe) yrityksiin viimeisen viiden vuoden aikana:
- Toimenkuva nykyisessä työssä:

Sijoituskriteereihin liittyvät kysymykset

Tässä kohdassa kysymyksien avulla selvitetään, miten eri kriteerit vaikuttavat sijoituspäätökseen ja miksi. Suullisen vastauksen lisäksi vastaaja arvioi kriteerin tärkeyden asteikolla 1-5.

1 = ei merkitystä

2 = vähän merkityksellinen

3 = melko merkityksellinen

4 = hyvin merkityksellinen

5 = erittäin merkityksellinen

Yrittäjä ja ydintiimi

1. Vaikuttaako yrittäjän aikaisempi kokemus ja saavutukset sijoituspäätökseen?
1 2 3 4 5
2. Mikä merkitys on henkilökemioilla sijoittajan ja yrittäjän välillä? 1 2 3 4 5
3. Minkälainen vaikutus on yrittäjän luotettavuudella ja innostuneisuudella sijoituspäätökseen? 1 2 3 4 5

4. Miten ydintiimiin liittyvät tekijät (aikaisemmat näytöt, kokemus jne.) vaikuttavat sijoituspäätökseen? 1 2 3 4 5

Tuote tai palvelu ja toimiala

5. Miten tuotteen tai palvelun myyntipotentiali vaikuttaa sijoituspäätökseen?
1 2 3 4 5
6. Miten markkinoiden koko ja kasvupotentiaali vaikuttavat? 1 2 3 4 5
7. Miten markkinoilla esiintyvä kilpailutilanne vaikuttaa? 1 2 3 4 5
8. Vaikuttaako yrityksen toimiala sijoituspäätökseen? 1 2 3 4 5

Rahoitukselliset tekijät

9. Miten merkityksellinen on sijoitetun pääoman tuotto? 1 2 3 4 5
10. Vaikuttaako vaadittu sijoitetun pääoman suuruus sijoituspäätökseesi? 1 2 3 4 5
11. Vaikuttaako tuotteen tai palvelun katteen suuruus? 1 2 3 4 5

Muut tekijät

12. Onko yrityksen maantieteellisellä sijainnilla merkitystä sijoituspäätökseen?
1 2 3 4 5
13. Vaikuttaako kanssasijoittajien olemassaolo sijoituspäätökseen?
1 2 3 4 5
14. Onko liiketoimintasuunnitelman olemassaolo ja sen sisältö merkityksellinen?
1 2 3 4 5
15. Onko valmiiksi suunnitellulla irtautumisstrategialla vaikutusta sijoituspäätökseen? 1 2 3 4 5
16. Vaikuttaako mahdollisuus osallistua kohdeyrityksen toimintaan sijoituspäätökseen? 1 2 3 4 5