PÄÄOMASIJOITTAMINEN JA ARVONMÄÄRITTÄMINEN – ALKUVAIHEEN YRITYKSET

Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2017

Tekijä: Ville Viljanmaa
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Jukka Pellinen

JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Ville Viljanmaa	
Työn nimi Pääomasijoittaminen ja arvonmäärittäminen – alkuvaiheen yritykset	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -työ
Aika (pvm.) 04/2017	Sivumäärä 69

Tiivistelmä – Abstract

Yksityiset pääomasijoittajat ja pääomasijoitusyhtiöt tekevät riskisijoituksia alkuvaiheen yrityksiin. Pääomasijoittamiseen liittyy aina yrityksen arvonmääritys. Alkuvaiheen yritysten arvonmäärittäminen on kuitenkin huomattavasti vaikeampaa kuin vakiintunutta liiketoimintaa harjoittavien yritysten. Arvonmäärityksen lisäksi pääomasijoittaminen alkuvaiheen yrityksiin poikkeaa melko paljon pääomasijoittamisesta vakiintunutta liiketoimintaa harjoittaviin yrityksiin.

Tämän Pro gradu -tutkielman tarkoituksena on selvittää pääomasijoittajien tavat toteuttaa arvonmääritys alkuvaiheen yrityksille sekä määrittää pääomasijoittajien sijoituskriteerit ja sijoitusprosessiin vaikuttavat tekijät. Tutkimuksessa selvitettyjä asioita on tarkoitus käyttää hyväksi toimeksiantajan Suomen Yrityskehitys Oy:n palveluiden kehittämisessä.

Tutkimuksen teoriaosuudessa käsitellään yritysten arvonmäärittämistä, alkuvaiheen yrityksen eri arvonmääritystapoja, pääomasijoitusprosessia sekä lyhyesti yleisimpiä rahoitusinstrumentteja pääomasijoittamisessa. Tutkimusaineisto kerättiin kuudella teemahaastattelulla. Haastateltavat valittiin niin, että he ovat tehneet itse sijoituksia alkuvaiheen yrityksiin sekä osalla heistä on kokemusta myös pääomasijoitusyhtiöiden sijoitustoiminnasta.

Tutkimuksen tulosten perusteella voitiin havaita, että sijoittajat eivät välttämättä käytä numeerisia menetelmiä alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittämiseen. Vaikka sijoittajat eivät tekisikään arvonmääritystä numeerisesti, saattaa sijoittaja päättää sijoituskeskustelut hyvin varhaisessa vaiheessa, mikäli hän kokee yrityksen itse määrittämän arvon liian korkeaksi. Sijoituspäätökseen suurin yksittäinen vaikuttava tekijä koettiin olevan kohdeyrityksen tiimi ja sen ominaisuudet.

Asiasanat
Arvonmääritys, pääomasijoittaminen, bisnesenkeli, alkuvaiheen yritys

Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ ... 3

1 JOHDANTO ... 5
1.1 Tutkimuksen taustaa ... 5
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma ... 6
1.3 Tutkimusmenetelmä ja aineisto ... 7
1.4 Aiempia tutkimuksia ja kirjallisuutta ... 11
1.5 Termistöä ... 12

2 ARVONMÄÄRITYS ... 14
2.1 Yleistä ... 14
2.2 Arvonmäärittäminen prosessina ... 15
2.3 Alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittäminen ... 16
2.3.1 Berkus -menetelmä ... 17
2.3.2 Scorecard -menetelmä ... 17
2.3.3 Diskontatun kassavirran menetelmä ... 18
2.3.4 First Chicago -menetelmä ... 19
2.3.5 Venture Capital -menetelmä ... 19
2.3.6 Risk Factor Summation -menetelmä ... 21

3 PÄÄOMASIJOITTAMINEN ... 22
3.1 Yleistä ... 22
3.2 Pääomasijoitusyhtiöt ja -rahastot Suomessa ... 23
3.3 Pääomasijoitusprosessi ... 24
3.4 Yksityiset riskisijoittajat ja bisnesenkelit ... 26
3.4.1 Bisnesenkeli vai ammattimainen riskisijoittaja? ... 28
3.4.2 Enkelisijoittajan sijoittamisprosessi ... 29
3.4.3 Enkelisijoittajan ja pääomasijoitusyhtiön sijoituskohteen valintakriteereiden erot ... 29
3.5 Rahoitusinstrumentit pääomasijoittamisessa ... 31

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET ... 34
4.1 Tutkimuksen taustaa ... 34
4.2 Tutkimuksen toteutus ... 35
4.3 Haastateltavien taustat ... 36
4.4 Sijoittamisprosessi ... 38
4.5 Alkuvaiheen yritykset: pääomasijoittajan sijoituskriteerit ... 40
4.6 Alkuvaiheen yrityksen arvonmääritys ... 46
4.7 Korkean arvon vaikutus sijoitusneuvotteluihin ... 51
4.8 Korkean arvon rahoituskierroksen vaikutus jatkorahoitukseen ... 56

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI ... 59

LÄHTEET ... 65

KUVIOT

KUVIO 1 Haastattelutyypit ……. 8
KUVIO 2 First Chicago -menetelmä ……. 19
KUVIO 3 Sijoittajien ansaintavoitteet ja sitoutuminen liiketoimintaan (mukaillen Lainemaa, 2011) ……... 27
KUVIO 4 Yksityisten sijoittajien ja pääomasijoitusyhtiöiden sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät …… 60

TAULUKOT

TAULUKKO 1 Berkus -menetelmä ……... 17
TAULUKKO 2 Scorecard -menetelmä ……..... 18
TAULUKKO 3 Risk Factor Summation -menetelmä …….. 21
TAULUKKO 4 Valintakriteereiden erot pääomasijoitusyhtiön ja yksityisten sijoittajien välillä ……. 30

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen taustaa

Yrityksen arvonmäärittämisestä on tullut yksi keskeisimmistä liiketaloudellisista kysymyksistä markkinataloudessa ja siihen joutuvat ottamaan kantaa sijoituspäätöksiä tekevät tahot niin yksityiset kuin ammattimaiset oman pääoman sijoittajat, vieraan pääoman rahoittajat, yrityksen omistajat, yrityksen tilintarkastajat ja verottaja. Yrityksen arvonmäärittäminen ei ole kovin yksiselitteinen ja helppo tehtävä. Tästä johtuen moni taho tyytyy sen ohittamiseen. Arvonmäärittämisellä tarkoitetaan prosessia, jolla voidaan määrittää yrityksen taloudellinen arvo nykytilanteessa. Arvonmäärityksessä otetaan tietenkin huomioon yrityksen nykyinen taloudellinen tilanne mutta tarkoituksena on ennen kaikkea arvioida, minkälaiset tuotto-odotukset yrityksellä on lähitulevaisuudessa ja miten ne vaikuttavat yrityksen arvoon. Perinteisesti yrityksen arvonmäärittämistä on käytetty sijoituspäätösten tueksi esimerkiksi pörssinoteerattujen osakkeiden hankinnassa sekä sijoitettaessa määräajaksi noteerattomiin pieniin ja keskisuuriin yrityksiin. (Kallunki & Niemelä, 2007, 9-15)

Tässä tutkimuksessa keskitytään arvonmääritykseen ja siihen, mitkä asiat vaikuttavat yrityksen arvoon. Tutkimuksen kohteena eivät ole liiketoimintaa vakituisesti tekevät pk-yritykset vaan vasta toimintaansa aloittavat alkuvaiheen yritykset. Koska alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämisen voidaan sanoa olevan ongelmallista, on tutkimuksessa syytä käydä läpi myös sijoitusprosessia kokonaisuutena.

Jorma Ollila (2016), joka on tunnettu Nokian entisenä toimitusjohtajana ja useiden muiden yritysten hallitusten jäsenenä, toteaa, että Suomessa on menossa tällä hetkellä alkuvaiheen yritysten ”buumi”. Tämä tarkoittaa sitä, että uusia yrityksiä syntyy aikaisempaa enemmän ja alkuvaiheen yritysten rahoitustarve kasvaa. Samanaikaisesti Yhdysvalloista kantautuu tieto, että suurin alkuvaiheen yrityksiä koskeva ”buumi” alkaa olla ohitse ja vuoden 2016 ennustettiin olevan vaikea alkuvaiheen yritysten rahoitukselle. Erityisesti alkuvaiheen yritysten arvojen uskotaan laskevan ja tulevan entistä realistisemmiksi (Ressi, 2016a). Vaikka Suomen alkuvaiheen yritysten ”buumia” ei voi verrata Yhdysvaltoihin vastaavaan, on hyvä selvittää asiantuntijoiden näkemys, onko samankaltainen arvojen lasku tulossa Suomeen vai ovatko Suomessa alkuvaiheen yritysten arvot ikinä nousseetkaan epärealistisen korkealle?

Johtuen vuonna 2008 alkaneesta finanssikriisistä ja sen myötä tiukentuneista pankkisektorin säädöksistä perinteisen yritysrahoituksen eli pankkilainarahoituksen rinnalle on syntynyt muita yritysrahoituksen lähteitä. Riskipitoisempien yritysten ja hankkeiden, jotka ovat monesti alkuvaiheen yrityksiä, pankkirahoituksen saamisen vaikeutuminen on kehittänyt ja laajentanut Suomessa yksityisen markkinalähtöisen rahoituksen toimintakenttää. Toiminnan laajentumi-

sesta ja kasvamisesta kertoo muun muassa se, että yksityisen sektorin pääomasijoitukset alkuvaiheen kasvuyrityksiin olivat vuonna 2011 39 miljoonaa euroa ja vuonna 2015 pääomasijoituksia tehtiin jo 88 miljoonaa euroa eli pääomasijoitukset ovat neljän vuoden aikana yli kaksinkertaistuneet. Yksityisen sektorin pääomasijoitusten roolin alkuvaiheen yritysten rahoittajana uskotaan kasvavan myös jatkossa. Tämän toteaa myös FiBAN ry:n puheenjohtaja Jaakko Salminen "Vuonna 2016 julkiset instituutiot, kuten Finnvera tai Tekes, eivät enää tee suoria sijoituksia aloittaviin yrityksiin. Tämä kasvattaa entisestään yksityisten sijoittajien roolia alkuvaiheen kasvuyritysten rahoittajana". (FiBAN, 2016; FVCA, 2016a).

Tutkimuksen aihevalinnan taustalla on ajankohtaisuuden lisäksi myös toimeksiantajayrityksen, Suomen Yrityskehitys Oy:n, tavoite kehittää palveluitaan ja parantaa nykyisten sekä potentiaalisten alkuvaiheen yritysten tietoutta arvonmäärittämisestä ja sijoitusprosessista pääomasijoittajien kanssa. Myös tutkijan oma mielenkiinto ja rooli toimeksiantajayrityksessä tukevat aihevalintaa.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää yksityisten pääomasijoittajien tapoja suorittaa alkuvaiheen yritysten arvonmääritys sekä lisätä tietoutta pääomasijoittajien sijoituskriteereistä ja alkuvaiheen yritysten arvoon vaikuttavista tekijöistä. Lisäksi halutaan selvittää, mikä vaikutus yrityksen määrittämällä arvolla sekä sen realistisuudella on sijoituskeskusteluiden aloittamisessa. Toimeksiantajayritys on tunnistanut sekä saanut palautetta alkuvaiheen yritysten itse määrittelemistä, todella korkeista arvoista. Tämän on tunnistettu olevan, jopa yksi ongelmakohdista rahoituksen hakemisessa. Tutkimuksen tarkoituksena ei ole löytää absoluuttista yhtä oikeaa vastausta tai laskentatapaa tai -kaavaa, vaan kartoittaa erilaisia näkemyksiä ja tapoja sekä vertailla olemassa olevia teorioita käytäntöön. Vertailua tehtäessä on otettava huomioon, että bisnesenkelit suorittavat arvonmäärityksen usein yksin, kun taas pääomasijoitusyhtiöissä kohdeyrityksen arvonmääritykseen saattaa osallistua useampia asiantuntijoita. Myös ajallinen ja rahallinen panostus arvonmääritykseen voivat täten vaihdella suuresti sijoittajien välillä.

Vaikka pääsääntöisesti pääomasijoittajien tarkoituksena on maksimoida oma voittonsa yrityksen arvonnousun yhteydessä, saattaa osalla yksityissijoittajista olla eri intressit tekemässään pääomasijoituksessa. Tästä johtuen on hyvä ottaa huomioon, että sellaiselle sijoittajalle, joka ei pyri maksimoimaan voittoaan ei arvonmäärityksellä välttämättä ole niin suurta merkitystä.

Toimeksiantajayrityksen, Suomen Yrityskehitys Oy:n, asiakkaista suurin osa on suomalaisia alkuvaiheen yrityksiä ja pk-yrityksiä mutta tutkimus keskittyy ainoastaan alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämiseen ja pääomasijoitusprosessiin, koska niiden rahoituksen hakeminen on pk-yrityksiä haastavampaa.

Haastavuuteen vaikuttaa esimerkiksi se, että arvon laskeminen ja sen realistisuuden perustelu tuottavat vaikeuksia alkuvaiheen yrityksen yrittäjälle, joka ei tiedosta asioita, joita pääomasijoittaja arvostaa tehdessään sijoitusta.

Tutkimuskysymykset:

1. Miten pääomasijoittaja laskee alkuvaiheen yrityksen arvon?
2. Mitkä asiat vaikuttavat eniten alkuvaiheen yrityksen arvoon ja positiiviseen sijoituspäätökseen?
3. Miten korkea tai epärealistisen korkea alkuvaiheen yrityksen arvo vaikuttaa sijoitusneuvotteluihin?
4. Toteutuneen korkean arvon rahoituskierroksen vaikutus tuleviin rahoituskierroksiin?

1.3 Tutkimusmenetelmä ja aineisto

Tutkimusmenetelmänä käytetään empiiristä, kvalitatiivista tutkimusta. Kvalitatiivisen tutkimuksen tarkoituksena on ymmärtää tarkastelun kohteena olevaa ilmiötä ja siinä kohdejoukko valitaan tarkoituksenmukaisesti. Toisin kuin kvantitatiivisessa tutkimuksessa, jossa kohdejoukko valitaan satunnaisotoksella koko joukosta.

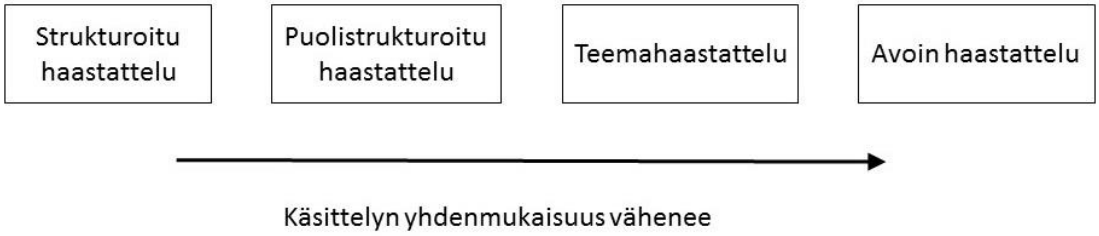
Haastattelu tutkimusmenetelmänä on yksi yleisimmin käytetyistä ja se soveltuu joustavuutensa ansiosta moniin eri tilanteisiin. Haastattelu koetaan monesti miellyttäväksi, koska ihmiset tietävät, mitä suurin piirtein odottaa, kun heitä pyydetään haastateltaviksi. Haastattelujen tavoitteena on selvittää mitä joku ajattelee tutkittavasta aiheesta. Haastattelu syntyy tutkijan aloitteesta ja etenee tutkijan ohjaamana. Haastattelu voidaan yksinkertaisesti määrittää niin, että haastattelija kysyy kysymyksiä ja haastateltava vastaa niihin. Nykyään on kuitenkin siirrytty suuremmalta osin perinteisestä, kysymys-vastaus -haastattelusta kohti enemmän keskustelunomaista haastattelutyyppiä (Eskola & Suoranta, 1998, 85; Hirsjärvi & Hurme, 2001, 11)

Haastattelu on haastattelijan ja haastateltavan vuorovaikutusta, jossa molemmilla osapuolilla on vaikutusta toisiinsa. Se on osa normaalia elämää, joten siihen vaikuttavat normaalit fyysiset, sosiaaliset ja kommunikaatioon liittyvät seikat. Tästä esimerkkeinä voidaan ottaa, vaikka haastateltavan suhde haastattelijaan, haastateltavan kiireellinen aikataulu tai haastateltavan kokema luottamus haastattelijaan. Eskola ja Suoranta (1998) listaavat haastattelun tyypilliset piirteet vuorovaikutustilanteena:

1. se on ennalta suunniteltu,
2. se on haastattelijan toimesta laitettu alulle ja haastattelija ohjaa tilannetta,
3. haastattelija joutuu usein motivoimaan haastateltavaa,
4. haastateltava tuntee oman roolinsa ja haastateltava oppii sen sekä

5. haastateltavalla on oltava luottamus, että hänen vastauksiaan käsitellään luottamuksellisesti. (Eskola & Suoranta, 1998, 85)

Haastattelutapoja on erilaisia ja eri tavoilla saavutetaan erilaista tietoa. Tämän takia haastattelutapa kannattaa valita tarkasti tutkimusongelman perusteella. Helpoin tapa tyypitellä haastattelut on se, että verrataan niitä toisiinsa kysymysten asettelun sekä haastattelijan osallistumisen perusteella. Tällöin haastattelutapoja on neljää erilaista; strukturoitu haastattelu, puolistrukturoitu haastattelu, teemahaastattelu ja avoin haastattelu.



KUVIO 1 Haastattelutyypit

Strukturoitu haastattelu mukailee kyselylomakkeen täyttöä mutta tässä tapauksessa se tehdään haastattelun muodossa ohjatusti. Kysymykset ja niiden järjestys ovat samat kaikille haastateltaville. Haastateltavalla on myös valmiit vastausvaihtoehdot, joista hän valitsee sopivimman. *Puolistrukturoitu haastattelu* on muuten samanlainen kuin strukturoitu haastattelu mutta siinä haastateltavalla ei ole valmiita vastausvaihtoehtoja vaan hän vastaa kysymykseen omin sanoin. (Eskola & Suoranta, 1998, 86)

Teemahaastattelussa haastattelussa käytävät eri teemat on etukäteen määritelty ja ne käydään läpi kaikkien haastateltavien kanssa. Teemahaastattelussa ei ole tarkkaan määriteltyjä kysymyksiä vaan haastattelijalla on tukilista, jonka avulla hän johdattelee keskustelua. *Avoin haastattelu* muistuttaa pääosin tavallista keskustelua. Siinä kaikkien haastateltavien kanssa ei käydä kaikkia teemoja läpi vaan haastattelun luonne riippuu pitkälti haastateltavien vastauksista ja voi täten siirtyä melko kauaskin aiheesta mistä keskustelemaan aloitettiin. (Eskola & Suoranta, 1998, 86)

Tämän tutkimuksen haastattelutavaksi valikoitui teemahaastattelu. Syy siihen oli se, että teemahaastattelut ovat luonteeltaan avoimia, toisin strukturoidut haastattelut. Teemahaastatteluissa haastateltava voi puhua niin vapaamuotoisesti, että kerätyn aineiston voidaan katsoa edustavan haastateltavien puhetta itsessään. Teemahaastattelu luo haastattelulle avointa haastattelua tiukemmat rajat mutta antaa silti mahdollisuuden jatkokysymyksiin teemojen sisällä toisin, kuin puolistrukturoidussa haastattelussa. Kaikkien haastateltavien kanssa haluttiin käydä läpi kaikki valitut teemat, joten avoin haastattelu ei tästä syystä sopeutunut tähän tutkimukseen niin hyvin, kuin teemahaastattelu. Teemahaastattelun etuina voidaan pitää myös sitä, että vaikka haastattelu on avoin niin py-

syttäessä valituissa teemoissa, voidaan muodostaa haastatteluaineistosta teemojen mukainen kehikko, jota on helpompi lähestyä analysointivaiheessa. (Eskola & Suoranta, 1998, 86-88)

Tutkimus tehtiin hyödyntäen yksilöhaastatteluja mutta tutkimusongelman kannalta myös ryhmähaastattelujen käyttö olisi ollut mahdollista ja varsin mielenkiintoista. Syy, minkä takia ryhmähaastatteluja ei tehty oli se, että kaikille haastateltaville sopivan yhden ajan löytäminen olisi ollut vaikeaa ja se olisi mahdollisesti pitkittänyt tutkimusprosessia. Lisäksi olisi ollut vaikeaa ennustaa, kuinka hyvin kaikki haastateltavat saisivat äänensä kuuluviin ryhmäkeskustelun aikana. Luultavimmin keskustelu ryhmässä olisi ollut kuitenkin todella idearikasta ja sillä olisi voitu saada yksilöhaastatteluja enemmän aiheeseen liittyvää pohdintaa ja toinen toistaan täydentäviä vastauksia. Toisaalta myös vastausten samanlaistuminen olisi voinut köyhdyttää kertyvää aineistoa.

Tutkimuksen aineisto kerättiin kuudella teemahaastattelulla. Teemahaastatteluissa haastateltavina oli liiketoiminnan kehittäjiä, jotka olivat kaikki tehneet pääomasijoituksia alkuvaiheen yrityksiin. Suurimmalla osalla heistä oli kokemusta myös pääomasijoitusyhtiön toiminnasta. Teemahaastatteluiden tarkoituksena oli saada tutkittavien omat näkökulmat ja mielipiteet selkeästi esiin.

Haastatteluissa haluttiin löytää tekijöitä, joita ei ennen haastatteluja voitu ennustaa. Teemahaastatteluilla pyrittiin siihen, että haastattelija pystyy johdattelemaan keskustelua oikean aiheen ympärillä mutta keskustelu olisi silti melko avointa. Osittain teemahaastatteluiden on tarkoituksena toimia, kuten induktiivisen analyysin eli saada aikaan odottamia seikkoja eikä vain testata hypoteesien oikeellisuutta (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2012, 160-165, 204-209).

Haastateltavat valittiin siten, että heidän voidaan olettaa antavan alkuvaiheen yritysten pääomasijoittajista melko kattavan ja edustavan kuvan. Kaikilla haastateltavilla olikin siis hieman erilaiset taustat, vaikka nykyinen toimenkuva suurimmalla osalla onkin lähes samankaltainen.

Kuten aiemmin todettiin, tutkimuksen empiirinen aineisto kerättiin teemahaastatteluilla sekä tutustumalla aihealueen aiempiin tutkimuksiin ja mielipidekirjoituksiin. Tutkimukseen haastateltiin kuutta pääomasijoittajaa, joilla kaikilla oli kokemusta itse tehdyistä sijoituksista sekä kokemusta myös pääomasijoitusyhtiöiden tekemistä sijoituksista alkuvaiheen yrityksiin, joko alkuvaiheen yrityksen omistajana, pääomasijoitusyhtiön edustajana tai ulkopuolisena neuvonantajana. Haastattelut toteutettiin kuutena yksilöllisenä teemahaastatteluna, joissa tavoitteena oli löytää näkökulmia ja kokemuksia alkuvaiheen yrityksiin sijoittamisesta, arvonmäärittämisestä, arvoon vaikuttavista asioista, arvon merkityksestä sijoituskeskusteluissa sekä muista sijoituspäätökseen vaikuttavista asioista.

Haastattelut toteutettiin joulukuussa 2016 sekä tammikuussa 2017. Haastateltaville ei annettu etukäteen haastattelurunkoa mutta kerrottiin kuitenkin aihealue, jota haastattelu käsittelee. Haastattelu jaettiin yhteen asiantuntijan taustaa ja kokemusta kuvailevaan osaan sekä neljään muuhun osaan, jotka olivat:

1. Alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittäminen ja eri laskentatavat

2. Alkuvaiheen yrityksen arvoon ja pääomasijoittajan sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät
3. Alkuvaiheen yrityksen korkean arvon vaikutukset sijoituskeskusteluihin
4. Yrityksen korkean arvon vaikutus jatkorahoitukseen, esimerkkinä joukkorahoitus

Kuten aiemmin todettiin, aineiston keruumuotona käytettiin haastatteluita. Haastatteluita siitä syystä, että kysymykset eivät olleet aina niin yksiselitteisiä, että vastausten suuntaa olisi voitu ennustaa, jolloin täydentävien kysymysten esittäminen liittyi olennaisesti haastateltavan aiempiin vastauksiin. Haastattelut toteutettiin siis teemahaastatteluina. Teemahaastattelun etuna on se, että keskustelu on vapaata ja aineisto kertyy aidosti haastateltavan henkilön kokemuksista käsin. Teemahaastattelu etenee keskustelumaisesti ja näin ollen myös osittain vapaassa järjestyksessä. Etuna lomakekyselyyn verraten on se, että vastausvaihtoehdot eivät rajaa kertyvää aineistoa mutta haastateltava pystyy pitämään keskustelun ja vastaukset tiukasti tutkimuskysymysten ympärillä (Hirsjärvi & Hurme, 2001, 47-48).

Haastattelut olivat kestoltaan noin 28 minuutista 40 minuuttiin. Haastattelujen pituudesta johtuen aineistoa kertyi merkittävän paljon mutta kaikkea aineistoa ei ole järkevää hyödyntää tässä tutkimuksessa. Haastattelut tehtiin huoneessa, jossa ei ollut paikalla muita henkilöitä. Haastateltaville kerrottiin, että heidän nimiään ei kerrota tutkimuksessa mutta henkilön taustan suhdetta vastauksiin voidaan tutkimuksessa pohtia. Haastateltavat olivat kaikki yksityissijoittajia mutta heidän taustat poikkesivat toisistaan merkittävästi, eikä täten voida puhua täysin homogeenisestä joukosta.

Haastattelujen jälkeen aineisto litteroitiin. Aineisto tulisi lukea useaan kertaan kokonaisuutena läpi ennen kuin aloittaa analyysin tekemisen (Hirsjärvi & Hurme, 2001, 143). Teemahaastattelun tyypillisimmät analysointitavat ovat tyypittely ja teemoittelu. Tyypittelyssä aineisto ryhmitellään tyypeiksi etsien niistä samankaltaisuuksia. Kun taas teemoittelussa aineisto jäsennetään ja eritellään tutkimusongelman kannalta tärkeimmät aiheet ja niitä käsittelevät vastaukset. (Kajalo 2007) Tässä tutkimuksessa aineistoa päädyttiin analysoimaan enemmän teemoittelun avulla, vaikkakin joitakin tyypittelylle tavanomaisia, vastausten samankaltaisuuden analysointia aineistolle tehtiinkin.

Teemahaastatteluiden lisäksi perehdyttiin aiheeseen liittyviin aiempiin tutkimuksiin, joita oli varsin vähän. Aikaisempien tutkimusten vähäisyyden vuoksi tutustuttiin myös aihetta käsitteleviin, ei tieteellisiin artikkeleihin ja mielipidekirjoituksiin.

Teoriapohjana tutkimuksessa käytetään yritysten ja alkuvaiheen yritysten arvonmääritykseen liittyvää kirjallisuutta ja aiempaa tutkimusta. Teoriaosuudessa käsitellään myös pääomasijoittajien ja bisnesenkeleiden sijoitusprosessia kokonaisuudessaan. Sijoitusprosessin laajemmalla käsittelyllä pyritään luomaan riittävä pohja pääomasijoitusprosessista ja sen eri vaiheista, jotta tulosten analysointi ja johtopäätösten tekeminen helpottuisi.

1.4 Aiempia tutkimuksia ja kirjallisuutta

Suomessa yrityksen arvonmääritystä on aikaisemmin tutkittu suurimmalta osin vakiintunutta liiketoimintaa harjoittavien noteeraamattomien yritysten ja noteerattujen yritysten osalta. Alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämistä ei ole Suomessa käsitelty juurikaan. Arvonmääritystä ja sen problematiikkaa mikro- ja pk-yritysten kohdalla käsittelee Rantanen (2012) kirjassaan *Arvonmääritys yrityskaupassa*. Kirjassa on paljon yleisesti arvonmäärityksen kannalta tärkeää asiaa mutta se käsittelee pääasiassa tilannetta, jossa koko yritys myydään. Tämän tutkimuksen tarkoituksena on tutkia arvonmääritystä ja sijoitusprosessia, jossa pääomasijoittaja on tekemässä vähemmistösijoitusta alkuvaiheen yritykseen.

Kallungin ja Niemelän (2007) teos *Uusi yrityksen arvonmääritys* käsittelee laajasti arvonmäärittämistä osana sijoituspäätöksen tekoa. Pääasiassa kirjassa keskitytään pörssiin listattujen ja muutenkin vakiintunutta liiketoimintaa harjoittavien yhtiöiden arvon määrittämiseen ja arvoon vaikuttaviin seikkoihin. Alkuvaiheen yritysten arvonmäärittäminen sivuutetaan tässä teoksessa lähes kokonaan.

Suoraan pääomasijoittamisesta ja yksityishenkilöiden riskisijoittamisesta kertovaa kirjallisuuttakin Suomesta löytyy varsin vähän. Ensimmäinen ja tällä hetkellä ainoa kattavasti pääomasijoittamista käsittelevä suomalainen teos on Laurialan *Pääomasijoittaminen* (2004), johon tämän tutkimuksen teoriaosuudessa viitataan useita kertoja. Yksityisen henkilön pääomasijoittamista ja etenkin enkelisijoittamista on aiemmin tutkinut Lainema (2011) teoksessaan *Enkeleitä, onko heitä?* sekä Sami Etula (2014) teoksessaan *Osaamista, verkostoja ja rahaa*. Molemmat teokset on tarkoitettu niin kasvuyrittäjille kuin yksityisille riskisijoittajille. Laineman teos sisältää paljon henkilökohtaisen kokemuksen kautta syntynyttä tietoa sijoittamisesta ja yrittämisestä, mutta myös muiden kokeneiden yrittäjien ja sijoittajien kokemuksia ja mielipiteitä aiheesta. Etulan (2014) kirja pohjautuu kansainvälisiin tutkimuksiin. Se on hyvin käytännönläheinen, opasmainen.

Pääomasijoitusyhtiöiden toimintaan olennaisesti liittyvää, pääomarahastojen toimintaa, kuvaavat Hidén ja Tähtinen teoksessaan *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Kirja kertoo pääomarahastoista, niiden rakenteista ja toimintatavoista.

Amis ja Stevenson (2001) teos *Winning Angels* käsittelee enkelisijoittamista ja etenkin sijoittamista juuri alkuvaiheen yrityksiin. Teos perustuu yli viiteenkymmeneen haastatteluun, jotka on tehty bisnesenkeleille, pääomasijoittajille ja yrittäjille. Teos on erittäin kattava opas enkelisijoittamiseen ja sijoituksen hakemiseen mutta se on tehty vuosituhannen vaihteessa ja osa siinä olevasta tiedosta on hieman vanhentunutta, koska enkelisijoitustoiminta on kasvanut merkittävästi viimeisen 15 vuoden aikana. Suurin osa aihetta käsittelevästä kirjallisuudesta on yksityisten henkilöiden, Berkus (2009), Bloomfield (2008), Payne (2007) ja Van Osnabrugge ja Robinson (2000), omiin kokemuksiin tai mielipiteisiin perustuvia kirjoituksia tai oppaita, joita on lainattu eteenpäin joko tieteellisiin tai vähemmän tieteellisiin artikkeleihin.

Miloud, Aspelund ja Cabrol (2012) ovat tutkimuksessaan käsitelleet pääomasijoitusyhtiöiden tekemiä arvonmäärityksiä alkuvaiheen yrityksiin. Tutkimuksen aineistossa analysoitiin yhteensä 184 alkuvaiheen yrityksiin tehtyä sijoitusta. Tutkimuksessa pohdittiin yrityksen arvon merkitystä niin alkuvaiheen yritykselle kuin myös pääomasijoitusyhtiölle sekä sitä, mitkä asiat nostivat yrityksen arvoa sijoitustilanteessa.

Suurin osa alkuvaiheen yritysten sijoittamista koskevista tutkimuksista tutki pääomasijoitusyhtiöiden tekemiä sijoituksia. Yksityisten sijoittajien tekemiä sijoituksia ei ole niin paljon tutkittu. Yksi syy tutkimusten vähäisyyteen on varmasti se, että tilastollisen aineiston kerääminen on huomattavasti vaikeampaa yksityisten henkilöiden tekemistä sijoituksista, kuin pääomasijoitusyhtiöiden sijoitusten. Yksityisten henkilöiden tekemistä sijoituksista ei tietoa järjestelmällisesti kerätä talteen Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n puolesta (FVCA, 2016b). Osa sijoittajista kuuluu erilaisiin sijoittajayhdistyksiin kuten, FiBAN ry, joka kerää jäsentensä tekemistä sijoituksista tietoa mutta läheskään kaikki sijoittajat eivät kuulu mihinkään yhdistykseen, joten täysin kattavaa tilastoa yksityishenkilöiden tekemistä sijoituksista ei ole mahdollista saada. Lisäksi yksityinen sijoittaja ei luonnollisesti tee tai ole tehnyt yleensä niin montaa sijoitusta, kuin pääomasijoitusyhtiö eli mikäli haluaa tutkia yksityishenkilöiden sijoittamista, täytyy kerätä suurempi määrä vastaajatahoja kuin tutkittaessa pääomasijoitusyhtiöiden sijoittamista.

1.5 Termistöä

Valuaatio

Tarkoittaa yrityksen arvoa. Suomessa valuaatiolla tarkoitetaan yrityksen pre-money -arvoa. (Etula, 2014, 26) Sanaa valuaatio on yleistermi pääomasijoitustoiminnassa. Termi tulee esiin asiantuntijoiden haastatteluissa.

Startup-yritys

Tässä tutkimuksessa, asiantuntijoiden vastauksissa, startup-yrityksellä tarkoitetaan alkuvaiheen yritystä, jolla on kasvu- ja skaalautumishalukkuus mutta se ei ole vielä toteuttanut kasvuaan. Startup-yrityksellä on myös todella monia erilaisia määritelmiä, jotka liittyvät sen ikään, kokoon ja toimintatapoihin (Business Insider, 2014)

Pre- ja post-money -arvo

Pre-money -arvo tarkoittaa yrityksen arvoa ennen kuin yritykseen pääomaan on sijoitettu rahaa. Kun yritykselle on määritetty pre-money-arvo ja lisätään siihen sijoitettu rahasumma, saadaan yrityksen post-money -arvo. (Lauriala, 2004, 65)

Proof-of-concept

Proof-of-concept on alkuvaiheen yrityksen toiminnan vaiheesta puhuttaessa yleinen termi. Termillä tarkoitetaan sitä, että onko yrityksen idea, keksintö, prosessi tai liiketoimintamalli testattu toteutuskelpoiseksi. Yleensä käytännössä vaaditaan ensimmäisen version testaus asiakkaalla. (BusinessDictionary, 2016)

Valuaatiokuilu

Tarkoittaa sitä, että yrittäjän ja sijoittajan näkemys kohdeyrityksen arvosta eivät kohtaa. Johtuu yleensä yrittäjän halusta maksimoida yrityksen arvo, jolloin tietyn kokoisella pääomasijoituksella suurempi omistusosuus yrityksestä jää hänelle. Pääomasijoittaja yrittää taas yleensä minimoida yrityksen arvon, että saisi mahdollisimman suuren omistusosuuden tietyllä sijoituksella. (Etula, 2014, 27)

Dilutaatio

Osakkeiden lukumäärän kasvaminen, joka tarkoittaa jokaisen olemassa olevan osakkeen prosentuaalinen omistusarvo laskee. (Investopedia, 2016)

2 ARVONMÄÄRITYS

2.1 Yleistä

Yrityksen arvonmääritys liittyy yleensä aina johonkin muutokseen yrityksen omistusrakenteessa. Arvonmäärityksen tarkoituksena on määrittää yritykselle arvo, jotta yritykseen voidaan hankkia lisärahoitusta tai sitten myydä koko yritys eteenpäin. Tässä tutkimuksessa paneudutaan arvonmääritykseen, joka liittyy vähemmistösijoitukseen pääomasijoitusyhtiöltä tai bisnesenkeliltä. Arvonmäärityksen kohteena oleva yritys on yleensä ennen rahoituskierrosta määrittänyt rahoituskierroksen koon, eli kuinka paljon rahaa tällä kierroksella haetaan ja sen mistä osuudesta yrityksen osakekannasta ollaan valmiita luopumaan. Yrityksen määrittämä arvo yrityksestä ei yleensä, kuitenkaan vastaa suoraan pääomasijoittajan mielipidettä yrityksen arvosta, vaan pääomasijoittaja arvioi kohdeyhtiön sijoituskelpoisuuden tutkimalla muun muassa kohdemarkkinoiden tulevaa kokoa, liiketoimintamallin toimivuutta sekä johdon kompetenssia. Tämän jälkeen pääomasijoitusyhtiön tekee myöhemmin kuvatut toimenpiteet, joissa määritellään yrityksen tämän hetkinen arvo hänen laskelmien näkökulmasta. Laurialan (2004) mukaan nykyaikaisessa arvonmäärityksessä otetaan huomioon erilaisten arvonmääritysten painotukset ja analyyseihin sisällytetään erilaisia metodeja, joista tärkeimpinä hän mainitsee diskontatun vapaan kassavirran menetelmän (NPV) sekä vertailuryhmäperusteisen arvonmäärityksen. (Lauriala, 2004, 63-65)

Arvonmäärittäminen ei ole yksiselitteistä tai helppoa, vaikka yrityksellä on jo vakiintunutta liiketoimintaa ja aiempia tilikausia takanaan. Entäpä jos yrityksellä ei olisikaan vielä aiempia tilikausia tai liikevaihtoa? Tämä tilanne tulee usein esiin, kun alkuvaiheen yritys etsii alkuvaiheen rahoitusta yritykselleen. Polovets (2014) toteaa yritysten, joilla ei ole liikevaihtoa, arvonmäärittämisen olevan vaikeaa ja yhtä lailla taidetta kuin tiedettä. Arvonmäärittämiselle on ohjeita mutta silti oikeaa arvoa ei voi ikinä tietää, kuin vasta pitkän ajan kuluttua.

”Yhdysvalloissa alkuvaiheen yritysten arvot ovat olleet todella korkeita viime vuosina mutta niiden uskotaan muuttuvan maltillisemmiksi vuoden 2016 aikana. Korkeista arvoista johtuen monille alkuvaiheen yrityksille on syntynyt ongelmia löytää jatkorahoitusta siemenrahoituksen jälkeen. Tämä johtuu siitä, että siemenvaiheen jälkeiselle niin sanotulla A-kierroksella yrityksen arvon ja sijoitettavan rahasumman täytyy yleensä kasvaa, joka taas saattaa karsia merkittävän osan pienemmistä pääomasijoittajista pois”, kertoo Adeo Ressi, Founder Instituutin toimitusjohtaja. (Ressi, 2016a; 2016b)

2.2 Arvonmäärittäminen prosessina

Kallunki ja Niemelä (2007) jakavat yrityksen arvonmäärittämisen kolmeen päävaiheeseen:

1. strateginen analyysi
2. tilinpäätöksen analysointi
3. tulevan kehityksen analysointi

Strategisessa analyysissa on tavoitteena tunnistaa yrityksen taloudelliseen menestykseen vaikuttavat tekijät. Strateginen analyysi voidaan jakaa kahteen osa-alueeseen sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Sisäisessä analyysissa loogisesti tutkitaan yrityksen omaa toimintaa eli esimerkiksi liikeidean toimivuutta, tuotteiden kilpailukykyä, hinnoittelua ja elinkaarta, henkilöstöä, strategioita, tehtyjä ja mahdollisia investointeja sekä yleisesti rahoituksellista tilannetta. Liikeidean toimivuuden analysoinnissa pyritään arvioimaan, onko yrityksen liikeidea sellainen, että sitä toteuttamalla voidaan saada aikaan kannattavaa liiketoimintaa. Liikeidean toiminnan analysointi on haastavampaa silloin, kun liikeidea on uusi eikä sitä vielä ole testattu markkinoilla. Tällöin arvonmääritys vaikeutuu ja mahdollinen vaihtelu arvonmääritysten arvojen välillä kasvaa. Ulkoisessa analyysissa tutkitaan yrityksen ulkopuolisten tekijöiden vaikutusta yrityksen kannattavuuteen ja arvoon. Siinä tutkitaan esimerkiksi yrityksen toimialan markkinoita ja niiden muutoksia tulevaisuudessa sekä analysoidaan yrityksen tämän hetkistä asemaa kilpailijoihin nähden ja ennustettua kilpailutilannetta tulevaisuudessa. (Kallunki & Niemelä, 2007, 24-30)

Strategisen analyysin jälkeen tutkitaan yleensä yrityksen tilinpäätöstä. Koska listaamattomilla yrityksillä on mahdollisuus vaikuttaa tilinpäätösten sisältöön erilaisin kirjauksin, on tarkoituksenmukaista oikaista yrityksen tase ja tuloslaskelma vastaamaan listatun yrityksen tasekirjauksia ennen syvemmän analyysin aloittamista. Oikaisun jälkeen yritysten tilinpäätös vastaa enemmän yrityksen oikeaa taloudellista tilaa ja tämä tekee siitä luotettavammin vertailtavan. Tilinpäätösanalyysin avulla on tarkoitus arvioida yrityksen kannattavuutta sekä rahoitus- ja varallisuusasemaa.

Tulevan kehityksen analysoinnilla pyritään selvittämään, mikä on yrityksen taloudellinen menestyminen tulevaisuudessa. Analysointi toteutetaan tutkimalla yrityksen itsensä tekemiä ennusteita ja arvioidaan niiden paikkansapitävyyttä sekä tutkitaan yrityksen aiempia vuosikertomuksia ja muita toimialaan liittyviä analyysejä, joiden avulla sitten toteutetaan arvio yrityksen tulevaisuuden kehityksestä. (Kallunki & Niemelä, 2007, 30-32)

Kallunki ja Niemelä (2007) käsittelevät arvonmäärittämistä, joka kohdistuu liiketoimintaa jo harjoittaviin yrityksiin. Näistä kolmesta analyysistä, alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämisessä painottuu erityisesti tulevan kehityksen analysointi. Lainema (2011) toteaa, että on olemassa useita eri arvonmääritysmalleja mutta suurin osa soveltuu alkuvaiheen yrityksiin huonosti. Hän näkee, että

tärkeimmät asiat alkuvaiheen yrityksen rahoitusta etsittäessä on rahoituksen koko ja toisaalta se kuinka suuren omistusosuuden sijoittaja haluaa itselleen (Lainema, 2011, 102-103).

Kun puhutaan pääomasijoitusyhtiöiden tekemistä arvonmäärityksistä ja sijoituksista pieniin tai keskisuuriin yrityksiin, niin esiin nousee sijoituksen tuottovaatimus, joka tyypillisesti on aina korkeampi kuin verrattuna sijoituksiin, jotka tehdään perusteollisuuteen tai osakemarkkinoille. Syiksi korkeaan tuottovaatimukseen Lauriala (2004) mainitsee sijoituksen korkean riskin, huonon likvidisyyden sekä pääomasijoittajan tuoman lisäarvon yritykselle. Pääomasijoitusyhtiön määrittämän tuottovaatimuksen, yrityksen arvon sekä haettavan rahamäärän avulla voidaan laskea eri arvonmääritysmallien avulla, minkä kokoisen osakepääoman pääomasijoitusyhtiön pitäisi sijoituksellaan saada. Tästä lisää seuraavassa kappaleessa.

2.3 Alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittäminen

Kuten on monta kertaa aiemmin mainittu, alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittäminen poikkeaa selkeästi liiketoimintansa vakiinnuttaneen yrityksen arvonmäärittämisestä. Etula (2014) kertoo yksinkertaisen nyrkkisäännön alkuvaiheen yrityksen pre-money -arvon laskemiselle:

1. Huippu hyvä idea – powerpoint esitys 100 000 eur
2. Tuote toimii – proto valmis 250 000 eur
3. Markkinat toimii – asiakkaita ostanut 500 000 eur
4. Liiketoiminta vakiintunut – tasaisia ostoja 1 200 000 eur

Vaikka nyrkkisääntöä voidaan pitää hyvänä alkuna keskusteluille mutta näiden tietojen varassa ei kuitenkaan yleensä ole mahdollista lähteä tekemään sijoitusehdotuksia pääomasijoittajille. Arvonmääritys on tehtävä ehdottomasti tarkemmin, tutustuen yrityksen nykyhetkeen mutta myös tulevaisuuden näkymiin.

Gerald ja Margulis (2005) ovat tutkineet alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämistä ja he näkevät sen olevan aina hyvin subjektiivista. Subjektiivisuuteen vaikuttaa esimerkiksi se, kuinka hyvin sijoittaja tuntee toimialan, jolla kohdeyritys toimii. Toimialan tuntemus auttaa arvioimaan riskit ja tämä voi vaikuttaa arvoon joko negatiivisesti tai positiivisesti (Gerald & Margulis, 2005, 269-270). Dittman, Maug ja Kemper (2004) ovat todenneet, että useamman arvonmääritystavan käyttämisellä pystytään vähentämään yritysten rahoittamista väärillä arvoilla.

Milloud et al. (2012) totesivat tutkimuksessaan, jossa analysoitiin 184 pääomasijoitusyhtiön tekemää sijoitusta alkuvaiheen yrityksiin, yrityksen arvon olevan korkeampi, jos:

- yritys on toimialalla, joka yleisesti kasvaa
- yrittäjillä on kokemusta toimialalta

- yrittäjillä on johtajatason kokemusta
- yrittäjillä on kokemusta alkuvaiheen yrityksistä
- omistajina on tiimi eikä vain yksi ihminen
- yrityksellä on hyvät verkostot ja yhteistyökumppanit.

Yrityksen tekemällä liikevaihdolla tai tuloksella ei alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämisessä välttämättä ole kovinkaan suurta merkitystä, koska ne eivät yleensä kuvaa yrityksen tulevaisuutta ja kasvupotentiaalia (Armstrong, Davila & Foster, 2006, 119-154; Black, 2003, 47-69) Seuraavissa luvuissa käsitellään kuusi erilaista tapaa määritellä alkuvaiheen yrityksen arvo.

2.3.1 Berkus -menetelmä

Menetelmä on nimetty kuuluisan amerikkalaisen bisnesenkeli Dave Berkuksen mukaan, joka loi sen 1990-luvun puolivälissä. Menetelmässä on ideana, että alkuvaiheen yrityksessä on viisi aluetta, jotka sijoittaja erikseen arvioi ja näiden viiden alueen yhteen laskettu arvo on yrityksen kokonaisarvo. Kokonaisarvon ylärajaksi on menetelmässä määritetty 2 miljoonaa, ennen tuotteen markkinoille tuloa, ja markkinoille tulon jälkeen 2,5 miljoonaa. Menetelmässä puhutaan Yhdysvaltain dollareista mutta valuuttana voidaan ihan yhtä hyvin pitää euroja.

TAULUKKO 1 Berkus -menetelmä

Jos on olemassa:	Nostaa yrityksen arvoa:
Idea (*perusarvo*)	**1 / 2 milj. €**
Prototyyppi (*laskee teknologiariskiä*)	**1 / 2 milj. €**
Laadukas johtotiimi (*laskee johtamisen riskiä*)	**1 / 2 milj. €**
Strategiset kumppanuudet (*laskee markkinariskiä*)	**1 / 2 milj. €**
Tuote julkaistu tai myyntiä (*laskee tuotannon riskiä*)	**1 / 2 milj. €**

Berkuksen menetelmää käytettäessä, pitää ottaa huomioon, että siinä määriteltyjä kohtia pitää osata muokata kohdeyrityksen mukaan. Esimerkiksi kokonaisarvon yläraja on riippuvainen yrityksen maantieteellisestä sijainnista ja menetelmän eri kohdat voivat vaihdella toimialasta riippuen. (Berkus, 2009: Amis & Stevenson, 2001, 150; Lainema, 2011, 103-104)

2.3.2 Scorecard -menetelmä

Tunnettiin aiemmin nimellä Bill Paynen -menetelmä. Tässä metodissa ensimmäiseksi määritetään kohdeyrityksen toimialan keskimääräinen pre-money arvo

alkuvaiheen yrityksille. Tämä arvo on lähtökohta arvonmäärittelyyn. Scorecard -menetelmässä on arvioitu olevan seitsemän eri kriteeriä, jotka vaikuttavat arvon lopulliseen laskentaan. Kriteereille on annettu eri painotukset, jotka näkyvät esimerkissä. Tässä esimerkkilaskelma kuvitteelliselle kohdeyritykselle.

TAULUKKO 2 Scorecard -menetelmä

Vertailumuuttuja	**Painotus, max. %**	**Kohdeyritys %**	**Muuttuja**
Ydintiimin vahvuus	30	120	0,3600
Markkinan koko / potentiaali	25	125	0,3125
Tuote / Teknologia	15	80	0,1200
Kilpailutilanne	10	90	0,0900
Markkinointi / Myyntikanavat / Yhteistyökumppanit	10	100	0,1000
Tarvitsee lisärahoituksen	5	100	0,0500
Muu	5	100	0,0500
Summa			**1,0825**

”Kohdeyritys %” -kohdassa arvioidaan kohdeyrityksen vertailumuuttujan suhdetta vastaavien yritysten keskiarvoon verrattuna. Sata tarkoittaa sitä, että nähdään yrityksen olevan vertailumuuttujan osalta keskiarvotasoa. Kerrottaessa ”Painotus, max. %” ja ”Kohdeyritys %” saadaan muuttuja-arvo. Laskemalla muuttuja-arvot yhteen saadaan kohdeyrityksen muuttujien summa, jolla kerrotaan sitten toimialan alkuvaiheen yritysten keskimääräinen pre-money arvo, josta saadaan kohdeyrityksen arvo Scorecard -menetelmän mukaan. (Payne, 2011; Van Osnabrugge & Robinson, 2000, 217-220)

2.3.3 Diskontatun kassavirran menetelmä

Diskontatun kassavirran menetelmä syntyi 1970 luvulla. Sen avulla lasketun arvon ideana on siis arvioida tulevaisuudessa kassaan tulevat rahavirrat ja diskontata ne nykyhetkeen. Ensiksi pitää laskea kohdeyritykselle kassavirta niin pitkälle ajalle, kuin voisi kuvitella pääomasijoittajan olevan kiinnostunut olemaan yrityksen sijoittaja. Tämän jälkeen pitää määrittää vielä diskonttauskorko, joka ottaa huomioon yrityksen toimintaan liittyvät riskit sekä tuottovaatimuksen. Kaava on yksinkertainen:

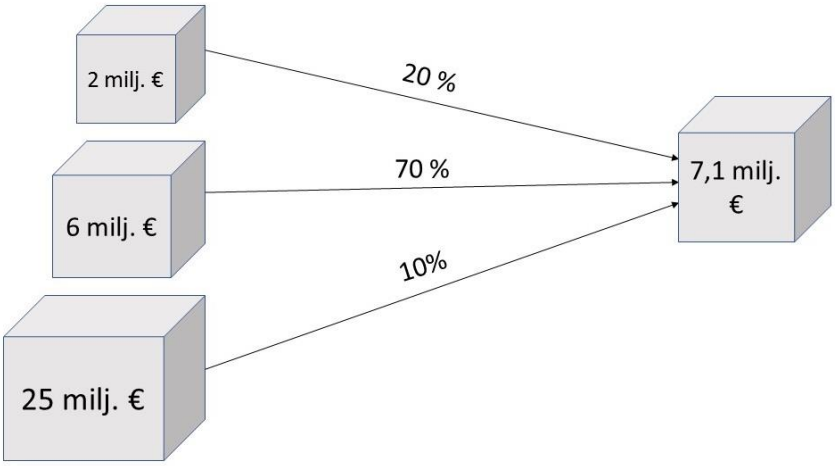
K(n) : (1+r)^n

K = kassavirta
r = diskonttauskorko
n = vuosi

Tällä kaavalla siis määritetään tiettyyn vuoteen saakka kaikki diskontatut kassavirrat ja summataan ne yhteen. (Luehrman, 1997)

2.3.4 First Chicago -menetelmä

Tämän menetelmän ideana on ottaa huomioon arvonmäärittämisessä se mahdollisuus, että yrityksestä tulee erittäin suuri tai jos kasvu ei olekaan niin nopeaa kuin on suunniteltu ja arvo jää matalaksi. Menetelmässä tehdään kolme eri laskelmaa, huono, normaali ja paras skenaario, yrityksen tulevaisuudesta. Arvot kullekin skenaariolle lasketaan esimerkiksi hyödyntäen edellisessä luvussa määritettyä diskontatun kassavirran menetelmää. Arvojen laskemisen jälkeen määritellään prosentuaalinen todennäköisyys, jolla kyseinen skenaario toteutuu. Tämän jälkeen yritysten arvot kerrotaan kyseisillä todennäköisyyksillä ja summataan yhteen, jolloin saadaan First Chicago -menetelmän mukainen, jokaisella skenaariolla huomioitu, painotettu yrityksen arvo. Alla esimerkkilaskelma. (Schumann, C. P., 2006, 4-13: Hashemi, 2015)



KUVIO 2 First Chicago -menetelmä

2.3.5 Venture Capital -menetelmä

Venture Capital -menetelmä nojautuu nettonykyarvon laskentatapaan. Diskonttaustekijä on siis oleellinen osa Venture Capital -menetelmää. Diskonttaustekijä määrittyy sen mukaan, kuinka riskialttiina sijoituskohteena pääomasijoittaja pitää kohdeyhtiötä. Diskonttaustekijän määrittelyn jälkeen pitää määritellä kohdeyhtiön päätearvo, joka tarkoittaa arvoa, mikä kohdeyhtiöllä on sillä hetkellä, kun pääomasijoittaja irtaantuu kohdeyrityksestä eli sijoitus generoituu rahaksi. Kun päätearvo on määritelty, voidaan päätearvon, diskonttaustekijän ja arvioidun sijoitusperiodin pituuden avulla laskea yrityksen post-money arvo. Vähentämällä saadusta post-money arvosta kohdeyhtiöön sijoitettava rahasumma saadaan yrityksen pre-money arvo. Sijoitettavan summan sekä pre- ja post-money

arvojen avulla voidaan laskea, mitkä omistussuhteet yrityksessä tulisi sijoituksen jälkeen olla, jotta pääomasijoittajan sijoitukselleen vaatima tuotto syntyy. Tarvittaessa on helppo laskea myös osakkeen arvo jakamalla post-money arvo osakkeiden lukumäärällä. (Lauriala, 2004, 69-71: Payne, 2007, 18-20) Alla esimerkkilaskelma.

Esimerkki 1

Yrityksen omistus on arvioinut, että neljän vuoden kuluttua he pystyvät myymään yrityksen koko osakekannan 10 miljoonalla eurolla. Yritys tarvitsee, kuitenkin ulkopuolista rahoitusta 500 000 euroa, jotta ennakoitu kasvu mahdollistetaan. Pääomasijoittaja pitää yritystä riskialttiina sijoituksen, koska yritys on alkuvaiheessa ja sillä on suuri riski epäonnistua. Tämän takia pääomasijoittaja edellyttää, että arvonmäärityksessä käytetään diskonttotekijänä 50%. Perustajaosakkaat vaativat, että heillä on sijoituksen jälkeen edelleen vähintään 100 000 yrityksen osaketta.

V = päätearvo = 10 miljoonaa €
t = aikaa irtaantumiseen = 4 vuotta
I = sijoituksen määrä = 500 000 €
r = pääomasijoittajan käyttämä diskonttotekijä = 50%
x = osakemäärä, joka pitää vähintään sijoittajilla olla sijoituksen jälkeen = 100 000

1. Post-money -arvon määritys

Post-money -arvo saadaan jakamalla päätearvo 1 + diskonttotekijä potenssiin sijoitusajalla vuosissa eli 10 miljoonaa euroa/ $1{,}5^4$ = 1 975 308 € = Post-money -arvo.

2. Pre-money -arvon määritys

Pre-money -arvo saadaan vähentämällä sijoituksen määrä post-money -arvosta eli 1 975 308 € – 500 000 € = 1 475 308 € = pre-money -arvo

3. Omistussuhteiden määritys

Jotta pääomasijoittajan tuotto-odotus toteutuisi täytyisi hänen omistaa yrityksestä seuraavan laskukaavan mukaisen omistusosuuden: sijoituksen määrä jaettuna post-money -arvolla eli 500 000 € / 1 975 308 € = 25,3% yrityksen koko osakekannasta. Jolloin vanhoille omistajille jäisi 74,7 %:n osuus yrityksestä.

4. Osakkeiden lukumäärä ja merkintähinta

Jos vanhoille omistajille jää heidän vaatimansa 100 000 osaketta, tulee osakkeen hinnaksi tällöin 1 475 308 € / 100 000 = 14,75 € / kpl. Tällöin pääomasijoittajien osakemäärän ostaessa tulee olla 500 000 €/ 14,75 € /kpl = 33 891 kpl.

Venture Capital -menetelmää hyödynnettäessä voidaan laatia erillinen herkkyysanalyysi, jolla voidaan tarkastella, millä tavalla kohdeyhtiön arvo muuttuu, kun oletustekijöitä muutetaan. Tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan käsitellä syvemmin herkkyysanalyysia ja sen käyttöä osana arvonmääritystä.

2.3.6 Risk Factor Summation -menetelmä

Arvonmääritysmenetelmässä on nimensä mukaan kyse riskimuuttujien summaamisesta. Menetelmän mukaan ensiksi pitää määrittää yritykselle alustava arvo, joka määritetään käyttämällä hyväksi tietoa samankaltaisten alkuvaiheen yritysten arvojen keskiarvosta. Alustavan arvon määrittämisen jälkeen luodaan 12 kohdan riskilistaus. Alla esimerkkilaskelma.

TAULUKKO 3 Risk Factor Summation -menetelmä

Alustava arvo			**1 500 000 €**
Ydintiimi	Todella matala	+ 500 000 €	
Liiketoiminnallinen vaihe	Normaali		
Lainsäädäntö / Poliittinen riski	Korkea	-250 000 €	
Tuotannollinen riski	Normaali		
Myynnin ja markkinoinnin riski	Todella korkea	-500 000 €	
Lisärahoituksen riski	Todella matala	+500 000 €	
Kilpailun riski	Normaali		
Teknologiariski	Korkea	-250 000 €	
Oikeudenkäyntiriski	Normaali		
Kansainvälisyys riski	Matala	+250 000 €	
Maineen menettämisen riski	Normaali		
Potentiaalinen tuottoisa exit	Normaali		
Lopullinen arvo			**1 750 000 €**

Esimerkin tavoin riskejä arvostellaan asteikolla: todella matala, matala, normaali, korkea ja todella korkea. Todella korkea riskin todennäköisyys toteutua laskee yrityksen arvoa 500 000 dollaria ja todella matala riskin todennäköisyys toteutua taas vastaavasti nostaa yrityksen arvoa 500 000 dollaria. Asteikon muuttujaväli on 250 000 ja riskin ollessa normaali, kyseinen riski ei vaikuta yritykseen arvoon. (Payne, 2011)

Muita yleisesti käytössä olevia, alkuvaiheen yrityksiinkin sovellettavia arvon laskentatapoja, ovat *substanssiarvon ja likvidiarvon -laskentamenetelmät*. Substanssiarvo lasketaan vähentämällä yrityksen varoista velat, käyttäen taseen laskennallisia arvoja. Likvidiarvolla tarkoitetaan sen kaiken omaisuuden arvoa, joka on nopeasti muutettavissa rahaksi. (Rantanen, 2012, 87-142) Tutkimuksessa ei nähdä oleellisena käydä kyseisiä arvon laskentatapoja tarkemmin läpi, koska monesti alkuvaiheen yrityksestä puhuttaessa yrityksen taseessa oleva omaisuus on varsin olematon, jopa usein pelkkä osakepääoma. Alkuvaiheen yrityksen arvo perustuukin ennemminkin tulevaisuuden tuotto-odotuksiin, kuin taseen omaisuuteen. On olemassa myös useita muita vähemmän käytettyjä tapoja laskea alkuvaiheen yrityksen arvo, mutta niiden käsittelyä ei nähdä tutkimuksen kannalta oleelliseksi.

3 PÄÄOMASIJOITTAMINEN

3.1 Yleistä

Ammattimaisen pääomasijoittamisen juuret juontavat Yhdysvaltoihin ja 1940-luvulle. Suomessa pääomasijoitustoiminta alkoi 1980-luvun alkupuolella mutta vasta 1990-luvun puolessa välissä pääomasijoitusyhtiöiden määrän kasvaessa myös sijoitusten määrät alkoivat kasvaa. 1990-luvun alkupuolella sijoituksia tehtiin vuosittain 15-30 miljoonaa euroa ja julkinen sektori oli merkittävässä roolissa sijoitustoiminnassa. Julkisen rahoituksen osuus pääomasijoitusalalla laski yksityistämisen ja yksityisen pääoman määrän kasvun myötä 1990-luvun puolen välin ja 2000-luvun alkuvuosina. Julkisen rahoituksen merkitys on tällä hetkellä suurin aivan alkuvaiheen pääomarahoituksessa. Pääomasijoittaminen on vakiinnuttanut paikkansa riskipitoisten kasvuyritysten rahoittamisessa mutta jatkuvana haasteena on kasvuyritysten määrän ja pääoman tarjonnan turvaaminen. (FVCA, 2016b)

Kuten monella muullakin alalla myös pääomasijoittamisessa on vakiintunutta termistöä. Termejä käytetään usein englanniksi johtuen siitä syystä, että niille ei ole vakiintunut suomalaista käännöstä. *Private equity-* ja *venture capital-*termit käännetään Suomessa molemmat pääomasijoittamiseksi. Euroopassa ylipäänsä private equity- ja venture capital- termeillä tarkoitetaan samaa toimintaa eli kaikki pääomasijoittamisen vaiheet sisältyvät näihin molempiin termeihin. Yhdysvalloissa termit eivät ole synonyymejä toisilleen vaan venture capital on yksi tapa private equity-sijoittamista. Venture capital -sijoittamisella tarkoitetaan sijoittamista, joka kohdistuu innovatiivisiin alkuvaiheen yrityksiin. Toinen tapa sijoittaa, joka kuuluu private equity:n alle Yhdysvalloissa, on niin sanotut buyout-sijoitukset, joilla tarkoitetaan sijoituksia jo olemassa oleviin isompiin yrityksiin, joiden rahoituksen tarve liittyy esimerkiksi suuria pääomia vaativiin laajennuksiin, yritysostoihin tai tervehdyttämiseen. Buyout-markkinoilla tuotto-odotukset ovat selkeästi venture capital- markkinoita pienemmät, johtuen sijoituksen alhaisemmasta riskitasosta. (Lauriala, 2004, 19-20)

Miten sitten määritellä, mitä on pääomasijoittaminen? Pääomasijoittamisella tarkoitetaan oman pääoman ehtoisia tai siihen sidonnaisia listaamattomiin yrityksiin ammattimaisten pääomasijoitusrahastojen ja institutionaalisten sijoittajien tekemiä sijoituksia (Lauriala, 2004, 21). Myös yksityisten henkilöiden tekemiä oman pääoman ehtoisia sijoituksia listaamattomiin yrityksiin kutsutaan pääomasijoituksiksi. Tästä lisää tutkimuksen luvussa 3.4. Pääomasijoittamisen perusperiaate on sijoittaa rahaa sellaisiin yrityksiin, jolla on hyvät liiketoiminnalliset kasvumahdollisuudet ja tulevaisuudessa odotettava selkeä arvonnousu. Pääomasijoituksen ei siis ole tarkoitus yleensä olla pysyvä, ainakaan pääomasijoitusyhtiön sijoituksen, vaan sijoitukselle lasketaan tuotto-odotus, jonka pitäisi realisoitua omistusosuuden myynnistä noin 3-7 vuoden kuluttua sijoituksesta.

(FVCA, 2016a). Pääomasijoittajat odottavat aina suurempaa tuottoa sijoituksiltaan yrityksiin, kuin esimerkiksi kiinteistöihin tai noteerattuihin arvopapereihin tehdyiltä sijoituksilta. Tuottovaatimus vaihtelee 30-70 %:n riippuen toimialasta, suhdanteista ja kohdeyrityksen kehitysvaiheesta. Sijoitusten riskitasoa pyritään laskemaan, muodostamalla useampaan alkuvaiheen yritykseen tehty sijoitus yhdeksi salkuksi.

Lauriala (2004) luettelee kolme asiaa, mitkä erottavat pääomasijoittamisen muusta sijoitustoiminnasta:

1) sijoitustoiminta ei rajoitu pelkästään myynti- ja ostohetken valintaan vaan pääomasijoittaja osallistuu sijoitusneuvotteluihin, sijoituksen strukturointiin ja monesti pääomasijoittajasta tulee myös kohdeyrityksen hallituksen jäsen.
2) pääomasijoitus on määräaikainen. Yleensä 3-7 vuoden kuluttua sijoitukset on tarkoitus myydä tai muuten realisoida tuotto rahaston sijoittajille.
3) kohdeyrityksen osakkeet eivät ole julkisesti kaupan ja niiden likviditeetti on rajoitettu. (Lauriala, 2004, 22-23)

Kuten aiemmin todettiin, pääomasijoittaminen on oman pääoman ehtoista ja tästä syystä siinä on monia eroja ja etujakin verrattuna muihin rahoitusmuotoihin:

- Rahoitusta ei lyhennetä sijoitusaikana, eikä sille yleensä makseta korkoja
  ➔ Tulorahoitus on käytettävissä liiketoiminnan kehittämiseen
- Pääomarahoitus on vakuudetonta eikä sido yrittäjän omaisuutta liiketoimintaan
  ➔ Parantaa yrityksen vakavaraisuutta, joka vaikuttaa vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiseen
- Pääomasijoittaja on yrityksen omistaja tietyllä omistusosuudella
  ➔ Pääomasijoittaja jakaa liiketoimintariskin yrittäjän kanssa.
  ➔ Pääomasijoittajan monipuolinen liiketoimintaosaaminen ja verkostot ovat yrityksen käytettävissä
- Pääomarahoitusta on tarjolla kaikilla aloilla toimiville yrityksille sekä yrityksen eri kehitysvaiheissa (FVCA, 2017b)

3.2 Pääomasijoitusyhtiöt ja -rahastot Suomessa

Suomen pääomasijoitusyhdistykseen kuuluu 53 rekisteröitynyttä pääomasijoittajaa ja kahdeksan rahastosijoittajaa (12/2016). Useat pääomasijoittajat ovat keskittyneet sijoittamaan tietyn toimialan, maantieteellisen sijainnin tai kasvuvaiheen yrityksiin. Alkuvaiheen yrityksiin on ilmoittanut sijoittavansa yhteensä 18 pääomasijoitusyhtiötä Suomessa (FVCA, 2017a). Suomessa tyypillisin pääomasijoittamisen muoto on rahastomalli, jossa kerätään kommandiittiyhtiömuotoinen

pääomasijoitusrahasto. Rahastoa hallinnoi pääomasijoitusyhtiö, joka sijoittaa rahastoon itse rahaa yleensä vain yhden prosentin ja loput 99-prosenttia rahaston varoista se kerää institutionaalisilta sijoittajilta. Institutionaaliset sijoittajat toimivat rahastoa varten luodussa kommandiittiyhtiössä äänettöminä yhtiömiehinä ja heidän aktiivisuutensa rajoittuu toimintaan sijoitusneuvostoissa. Hallinnoivan pääomasijoitusyhtiön rooli on siis tehdä lopulliset sijoituspäätökset ja sijoittaa rahat kohdeyrityksiin. (Hidén & Tähtinen, 2005, 39-43)

Yksi syy siihen, miksi suomalaisissa pääomarahastoissa on usein yritysmuotona kommandiittiyhtiö, on se, että kommandiittiyhtiössä äänettömän yhtiömiehen, tässä tapauksessa institutionaalisen sijoittajan vastuut sekä velvoitteet rajoittuvat hänen sijoittamaansa rahasummaan. Kun taas äänellisellä yhtiömiehellä, tässä tapauksessa pääomasijoitusyhtiöllä on eri velvoitteita rahastoa kohtaan. Toinen syy kommandiittiyhtiön käyttöön rahaston yhtiömuotona on se, että sitä ei kohdella omana verotussubjektina vaan verotus tapahtuu vastuullisilta yhtiömiehiltä. Tämä voi olla erityisen tärkeää, jos sijoittaja on julkinen verovapaa toimija. (Hidén & Tähtinen, 2005, 39-43)

Sijoituksen jälkeen pääomasijoitusyhtiön on tarkoitus auttaa kohdeyrityksiä kehittymään yrityksinä niin, että sijoitettu raha maksimoituu rahaston elinaikana. Rahasto on siis määräaikainen ja sen elinikä on tavallisesti 10 vuotta. Rahaston toimintaa voidaan jatkaa tarvittaessa 1-2 vuodella. Kun rahasto puretaan, jaetaan siitä saatava tuotto yleensä niin, että pääomasijoitusyhtiö saa siitä 15-25% ja äänettömät yhtiömiehet eli institutionaaliset sijoittajat loput 75-85% sekä tietenkin alkupääoma palautetaan sen alkuperäisille sijoittajille. Pääomasijoitusyhtiö perii rahastolta vuosittain lisäksi 1,5-2,5% hallinnointipalkkiota rahastoon sijoitetusta pääomasta. (Lauriala, 2004, 33-36)

3.3 Pääomasijoitusprosessi

Pääomasijoitusprosessin kesto ensimmäisestä neuvottelusta siihen saakka, kun rahat ovat kohdeyrityksen tilillä, on tyypillisesti kahdesta kuuteen kuukautta. Nopeimmillaan se voi tapahtua jopa kuukaudessa mutta prosessi voi venyä myös jopa vuoden mittaiseksi. Prosessin pituuteen vaikuttavat useat eri tekijät, kuten kohdeyrityksen valmius, pääomasijoittajan tavoitteet, sijoituksen koko, arvo eroavaisuudet ja useat muut tekijät. Yksi merkittävä syy sille, että päätöksenteko pääomasijoittamisessa kestää usein hieman pidempään kuin esimerkiksi listattuun yritykseen tehty sijoitus, on se, että pääomasijoitusta on todella vaikea purkaa ja saada rahoja takaisin likvideiksi varoiksi nopeasti. Tämä on yksi selkeä erottava tekijä pääomasijoittamisen ja julkisen osakekaupan välillä. Alapuolella on kuvattu pääomasijoitusprosessin tyypilliset vaiheet ja vaiheeseen kuuluvat toimenpiteet. Tässä tutkimuksessa ei käsitellä MBO-kauppaa, joka on pääomasijoittamisen erityismuoto, jossa ostajana on yrityksen toimiva johto. (Lauriala, 2004, 51-61; Hiden & Tähtinen, 2005, 228-231)

1. Alustava kontaktointi

    - rahoituksen neuvonantajien valinta
    - liiketoimintasuunnitelman päivittäminen
    - ensimmäinen kontaktointi pääomasijoittajiin
2. Neuvottelut
    - pääomasijoittajien palaute liiketoimintasuunnitelmasta
    - liiketoimintasuunnitelman tarkentaminen
    - selvitykset mahdollisista rahoitusrakenteista
    - ehdoista ja arvosta neuvotteleminen
3. Due Diligence
    - due diligence -prosessi
    - due diligence -raportti
4. Lopulliset neuvottelut
    - salassapitosopimus (eng. NDA, Non-Disclosure Agreement)
    - term sheet tai aiesopimus
    - lopullisten ehtojen neuvottelu
    - osakassopimusluonnos
    - lopullinen osakassopimus
5. Sijoitus
    - allekirjoitus, ”signing”
    - osakkeiden merkintä, ”closing”
6. Sijoituksen seuraus ja kehitystyö
    - operatiivinen toiminta kohdeyrityksessä
    - sijoituksen monitorointi (Lauriala, 2004, 51-61)

Bloomfield (2008) listaa kolme pääomasijoitusprosessin eniten aikaa kuluttavaa vaihetta seuraavasti:

1. Löytää sopiva kiinnostunut sijoittajaehdokas
2. Due diligence -vaihe
3. ”Legal stage”, joka kestää niin kauan kuin pääomasijoitusyhtiö tekee lopullisen sijoituspäätöksen

Seuraavassa kappaleessa käsitellään due diligence vaihe, joka arvonmäärittämisen kannalta yleensä erityisen oleellinen vaihe.

Due diligence

Due diligence -prosessissa läpi leikataan ja arvioidaan kohdeyrityksen liiketoimintaa ja siihen liittyviä riskejä. Ennen varsinaisen due diligence -vaiheen alkamista on pääomasijoittaja tutustunut tarkasti kohdeyrityksen liiketoimintasuunnitelmaan, avainhenkilöihin, kohdeyhtiön toimialaan sekä tehnyt erilaisia tarkastuskysymyksiä liittyen liiketoimintaan, teknologiaan, aiempiin rahoituskierroksiin ja toimialaan liittyviin lakeihin. On tavallista, että pääomasijoittajat vierailevat kohdeyrityksessä tutustuen työntekijöihin, johtoon ja toimitiloihin sekä keskustelevat erikseen vielä potentiaalisten ja nykyisten asiakkaiden, lakimiesten, teknologia-asiantuntijoiden ja kirjanpitäjien kanssa. Tämän kaiken tavoitteena on

saada kattava kuva annetun informaation oikeellisuudesta sekä saada vastaus lopullisesti pääomasijoitusyhtiön tärkeimpään kysymykseen ”Onko tämä sijoitus se millä saavutan tuottotason, jota tavoittelen?”. (Bloomfield, 2008, 133-135; Lauriala, 2004, 56-57)

Varsinaisen kirjallisen due diligence -vaiheen alkaessa sijoitusneuvotteluissa on edetty jo melko pitkälle, yleensä on jo sovittu sijoituksen pääehdoista ja tehty mahdollisesti term sheet- tai aiesopimus. Mikäli yritys on kertonut kaiken oleellisen tiedon oikeanlaisena ja riittävässä määrin aiemmissa neuvotteluissa on yrityksellä suuri todennäköisyys saada rahoitus kirjallisen due diligence -vaiheen jälkeen.

Due diligence -prosessi on yleensä välttämätön, koska yrityksestä saatava informaatio ennen sijoitusehdotuksen saamista ja tarkastusprosessin aloittamista ei ole yleensä julkista. Due diligence -prosessin käyttäminen yrityskauppojen ja sijoitusten yhteydessä on syntynyt täysin käytännön tarpeesta tietää kohdeyrityksen taustoista. Se antaa tarvittavaa pohjaa myös kohdeyrityksen arvonmäärittämiselle. Pääomasijoittajien on kannattavaa varata tarpeeksi varoja due diligence -analyysin toteuttamiseen, koska sen toteuttamisella on havaittu olevan korrelaatio sopimussuhteiden toimivuuteen, tehokkaaseen riskienhallintaan ja kokonaistransaktiokustannusten pysymiseen hyväksyttävällä tasolla. (Lauriala, 2004, 56-59)

Voidaan huomata, että pääomasijoittajan tekemä sijoitusprosessi on tarkoin jäsennelty ja se sisältää aina tietyt vaiheet ennen päätöksentekoa.

3.4 Yksityiset riskisijoittajat ja bisnesenkelit

Vuonna 2013-2015 Suomessa oli määräaikaisesti voimassa sijoitustoiminnan verohuojennus. Sillä haettiin kasvua yksityiseen sijoitustoimintaan ja kasvu toteutuikin, vaikkakaan verohuojennuksen vaikutuksesta tähän ei voida tehdä selvää korrelaatiota. Verohuojennuksessa yksityinen sijoittaja sai vähentää pääomatuloistaan 50 prosenttia sijoittamastaan summasta pk-yrityksiin. Pääomasta vähennettävä summa oli maksimissaan 75 000 euroa yhteen yritykseen tehdystä sijoituksesta ja useampaan yritykseen tehdystä sijoituksesta maksimissaan 150 000 euroa yhtenä verovuonna. Verohuojennuksen jälkeisen ajan sijoittamisesta ei ole vielä tuloksia eli ei voida määritellä vaikuttaako verohuojennuksen poistaminen negatiivisesti sijoittajien halukkuuteen sijoittaa listaamattomiin yrityksiin. (Finlex, 2013, 341/2013)

Yksityinen riskisijoittaja on henkilö, joka sijoittaa alkavaan yritykseen omistusosuutta vastaan omaa rahaansa ja monesti myös osaamistaan. Ensimmäinen yritykseen ulkopuolelta rahaa sijoittanut on useimmiten yksityinen riskisijoittaja. Ennen varsinaisen ulkopuolisen sijoittajan mukaan tuloa yrityksen toimintaa kuitenkin rahoittavat yrittäjä itse sekä usein hänen lähipiirinsä. Tätä lähipiirin tarjoamaa rahoitusta kutsutaan Yhdysvalloissa termillä FFF: Family –

Friends – Fools. Kuitenkin usein, tämä lähipiirin tarjoama rahoitus ei ole yrityksen alkuvaiheen jälkeen riittävä. Tällöin rahoitusta haetaan ulkopuolisilta tahoilta, joka on, kuten aiemminkin todettiin, monesti yksityinen riskisijoittaja. Alkuvaiheen, niin sanotun siemenvaiheen, rahoitus on todella riskipitoista, jonka takia sijoittaja haluaa monesti seurata tarkasti, että hänen sijoittamansa rahat käytetään varmasti yrityksen menestymisen takaamiseksi. Usein sijoittaja haluaakin olla vaikuttamassa, mihin yrityksen rahaa käytetään ja vaatii jo sijoitusvaiheessa päästä mukaan esimerkiksi yrityksen hallitukseen. Kuitenkin vain vähemmistö sijoittajista haluaa osallistua yrityksen päivittäiseen operatiiviseen toimintaan. (Lainema, 2011, 50)

KUVIO 3 Sijoittajien ansaintavoitteet ja sitoutuminen liiketoimintaan (mukaillen Lainemaa, 2011)

Yläpuolella olevassa kuviossa on karkeasti määritelty, miten eri yksityissijoittajaryhmien sitoutuminen kohdeyrityksen liiketoimintaan ja ansaintavoitteet eroavat toisistaan. Bisnesenkeleiden ja ammattimaisten sijoittajien nähdään sitoutuvan enemmän kohdeyrityksen liiketoimintaan, kuin pääomasijoittajien ja lähipiirin. Ansaintatavoitteiden nähdään taas olevan korkeammat pääomasijoittajilla ja ammattimaisilla yksityissijoittajilla kuin bisnesenkeleillä ja lähipiirillä.

3.4.1 Bisnesenkeli vai ammattimainen riskisijoittaja?

Lainema (2011) jakaa yksityiset riskisijoittajat kahteen tyyppiin: bisnesenkeleihin ja ammattimaisiin riskisijoittajiin. Mikä näiden kahden sijoittajatyypin ero sitten on? Bisnesenkeleille, ns. elämäntapasijoittajille on erityisen tärkeää sijoitusmahdollisuuksia kartoittaessa liikeidea sekä minkälainen on perustajatiimi eikä niinkään tuotto-odotukset. Bisnesenkelit nauttivat tuottovaatimuksia enemmän siitä, että saavat jakaa osaamistaan eteenpäin, jotta yritykset onnistuvat alkuvaiheen kriittisten kohtien päätöksenteossa ja täten myös mahdollisesti menestyvät jatkossa paremmin. Tietenkin he toivovat yrityksen menestymisen myötä saavansa sijoittamalleen ajalliselle ja rahalliselle panokselle myös tuottoa. (Lainema, 2011, 49-55)

Tyypillinen bisnesenkeli on 35-65 vuotias mies, joka on tehnyt uraa joko ison yrityksen johtotehtävissä tai yrittäjänä. Bisnesenkeli kokee pystyvänsä auttamaan aloittavaa yritystä osaamisellaan. Suomessa on Euroopan suurin ja aktiivisin bisnesenkeliverkosto, FiBAN (Finnish Business Angels Network ry). Se on perustettu vuonna 2011 ja siihen kuului vuonna 2015 yli 500 jäsentä. Jäsenet jakautuvat 13 alueelliseen ja 10 toimialakohtaiseen enkeliryhmään. Suurin osa Suomen bisnesenkeleistä toimii Helsingin alueella, noin 71 prosenttia. Suomalaiset bisnesenkelit sijoittivat vuonna 2015 yhteensä 271 alkuvaiheen yritykseen, joka oli 10 prosenttia enemmän kuin edellisenä vuotena. Yksittäiset bisnesenkelit sijoittivat yhä useampaan yritykseen, minkä mahdollistivat yhteissijoitukset muiden bisnesenkeleiden kanssa, joka laski yhteen yritykseen sijoitettavan rahan määrää. Vuonna 2015 bisnesenkeleiden yksittäisen sijoituksen mediaanikoko oli 20 000 euroa (FiBAN, 2016).

Mikä erottaa bisnesenkelin ja ammattimaisen riskisijoittajan? Laineman (2011) mukaan ammattimainen riskisijoittaja on henkilö, jolla on tai on tarkoituksena hankkia sijoitusportfolioonsa laaja, usein lähemmäs 20 sijoitusyritystä. Ammattimaiset riskisijoittajat tekevät sijoittamista päätyönään ja he ovat yhtä sitoutuneita yrityksen toimintaan, kuin bisnesenkelitkin mutta heidän käytöksensä on kärsimättömämpää ja he odottavat tuloksia nopeammin. Tämä kärsimättömyys voi olla yritykselle myös hyväksi, sillä sen avulla nopeampaa pureudutaan yrityksen epäkohtiin ja säästetään mahdollisesti aikaa sekä rahaa.

Yksityisiä riskisijoittajia niin bisnesenkeleitä, että ammattimaisia riskisijoittajia, yhdistävä tekijä on halu; hyödyntää omaa osaamista, nähdä kohdeyrityksen kasvavan ja työskennellä hyvässä tiimissä. Yksityisten riskisijoittajien taloudellinen tilanne on oltava sellainen, että edes koko riskisijoituksen pääoman menettäminen ei merkittävästi heikennä heidän elämäntilannettaan. On tavallista, että ammattimaiset riskisijoittajat ovat usein bisnesenkeleitä, niin sanottuja elämäntapasijoittajia nuorempia, ja he ovat keränneet omaisuutensa esimerkiksi yrityskaupoilla (Lainema, 2011, 55-59).

Vaikka Lainema erottaa ammattimaisen riskisijoittajan ja bisnesenkelin toisistaan ei niiden välillä ole aina käytännössä selvää eroa ja esimerkiksi FiBAN:in jäsenistä osa tekee varmasti sijoittamista ammattimaisesti, vaikka onkin bisnesenkelijärjestön jäsen. Tutkimuksen seuraavissa kappaleissa ei käsitellä erikseen ammattimaisen sijoittajan ja enkelisijoittajan sijoittamisprosessia vaan

oletetaan niiden olevan lähes samanlaisia, vaikka sijoituskriteerit saattavatkin erota toisistaan.

3.4.2 Enkelisijoittajan sijoittamisprosessi

Enkelisijoittaminen määritetään yksityishenkilön tekemäksi sijoitukseksi, joka tehdään listaamattomaan yritykseen, johon sijoittajalla ei ole perhesiteitä. Sijoitus on aina vähemmistösijoitus, normaalisti 10-40 prosenttia, ja se kohdistuu yleensä yritykseen, joka on aikaisemmassa vaiheessa, kuin mihin pääomasijoitusyhtiöt ovat vielä valmiita sijoittamaan. Yksityissijoittajat pyrkivät nykyään usein yhteissijoituksiin eli syndikaatteihin, koska niiden avulla voidaan vähentää yhden sijoittajan yhteen yritykseen tekemän sijoituksen kokoa ja näin ollen sijoittaja voi sijoittaa useampaan kohteeseen samalla rahasummalla ja hajauttaa täten riskiä. Suomessa bisnesenkelit ja pääomasijoittajat tekevät myös ristiinsyndikoituja sijoituksia. Ristiinsyndikoidut sijoitukset mahdollistavat yksittäisten henkilöiden pääsemisen mukaan suurempiinkin rahoituskierroksiin, mihin heillä ei ehkä muuten olisi varaa. (Etula, 2014, 12-14)

Etula (2014) listaa enkelisijoittamisen tyypillisiä piirteitä seuraavasti:

1. Keskimääräinen sijoittamisaika on yli 8 vuotta
2. Puolet sijoituksista epäonnistuu, yksi kymmenestä kattaa muut tehdyt sijoitukset
3. Tyypillinen sijoitussumma on Suomessa 10 000 – 50 000 euroa sijoittajaa kohti per rahoituskierros, korkeimmillaan yksittäiset sijoitukset ovat miljoona euroa
4. Sijoitettavan yrityksen arvo tyypillisesti alle 1,2 miljoonaa euroa
5. Sijoittajan saama omistusosuus vaihtelee yleensä 10-40 prosentin välillä
6. Sijoitukseen vaikuttaa emotionaalisuus

Enkelisijoittajan sijoittamisprosessi mukailee samaa sijoittamisprosessin mallia kuin pääomasijoitusyhtiön vastaava. Erona tietenkin on se, että päätöksen sijoittamisesta tekee yksityishenkilö itse eikä se vaadi valtuutusta sijoittajaneuvostolta ja yleensä due diligence prosessin toteuttaa sijoittaja itse, ilman erityisiä analyytikoita. Täten bisnesenkelin sijoitusprosessi voi olla kestoltaan huomattavasti lyhyempi kuin pääomasijoitusyhtiön.

3.4.3 Enkelisijoittajan ja pääomasijoitusyhtiön sijoituskohteen valintakriteereiden erot

Enkelisijoittajan sijoituskriteereihin vaikuttavat hieman eri asiat kuin pääomasijoitusyhtiön vastaaviin, koska enkelisijoittaja ei ole vastuussa sijoituksesta saatavasta tuotosta muille kuin itselleen. Pääomasijoitusyhtiöt taas sijoittajat suurimmalta osin toisten rahoja, jolloin tuotto-odotus on varsin loogisesti yksi tärkeimmistä sijoituskriteereitä ohjaavista tekijöistä. (Lainema, 2011, 93-94) Pääomasijoi-

tusyhtiöiden valintakriteereistä on tehty paljon tutkimuksia, joissa tutkitaan olisiko kannattanut valita sijoituskohde, minkä valintakriteerin mukaan hevosen (tuote/palvelu), hevoskilpailun (markkina) vai ratsastajan (yrittäjä/tiimi)? Esimerkkinä tästä Kaplanin, Sensoyn ja Strömbergin tutkimus vuodelta 2009, joka tutkii alkuvaiheen yritysten kasvua listatuiksi yrityksiksi.

Enkelisijoittajalle tärkein yksittäinen valintakriteeri Van Osnabruggen ja Robinsonin (2000) tutkimuksen mukaan on yrittäjien innostus. Seuraavassa listaus valintakriteereistä ja niiden arvostuseroista pääomasijoitusyhtiöiden ja yksityisten sijoittajien välillä.

TAULUKKO 4 Valintakriteereiden erot pääomasijoitusyhtiön ja yksityisten sijoittajien välillä

Valintakriteerit	Yksityiset riskisijoittajat	Pääomasijoitus-yhtiöt
Yrittäjien innostus	1	7
Yrittäjien uskottavuus	2	1
Tuotteen / Palvelun liikevaihtopotentiaali	3	5
Yrittäjien osaaminen	4	2
Myönteinen kuva yrittäjistä tapaamisessa	5	9
Markkinan kasvupotentiaali	6	6
Tuotteen / Palvelun laatu	7	10
Arvioitu tuotto sijoittajalle	8	4
Markkinaniche	9	3
Yrittäjän / Yrittäjien aikaisemmat saavutukset	10	8

Taulukkoa analysoimalla voi huomata molemmille sijoittajatahoille viiden tärkeimmän kohdeyrityksen valintakriteerein joukossa olevan yrittäjien uskottavuuden, tuotteen / palvelun liikevaihtopotentiaalin ja yrittäjien osaamisen. Sen lisäksi yksityiselle riskisijoittajille tärkeimpään viiteen kuuluvat myös yrittäjien innostus sekä myönteinen kuva yrittäjistä tapaamisessa. Pääomasijoitusyhtiöllä viiden kärkeen valintakriteereistä mahtuvat myös markkinarako sekä arvioitu tuotto sijoittajalle.

Etula (2014) on listannut seitsemän asiaa, joiden perusteella bisnesenkeli arvioi sijoituskohdetta, prosenttiluku kuvaa asian tärkeyttä:

1. Tiimin täydellisyys, 30-50%
2. Markkinoiden mahdollisuus, 20-40%
3. Kilpailuetu markkinoilla, 10-20%
4. Tuote/palvelu ja teknologia, 30-40%
5. Sijoituksen houkuttelevuus, 10-20%
6. Nykytilanne ja saavutettavuus, 0-20%
7. Oma lisäarvo kohteelle, 10-20%

Tiimin merkitys nousee myös Etulan (2014) tekemän tutkimuksen mukaan valintakriteereissä ensimmäiseksi puhuttaessa bisnesenkeleiden valintakriteereistä. Vasta sen jälkeen tulevat tuotteeseen ja markkinaan liittyvät asiat.

MacMillan, Siegel ja Narasimha (1985) tutkimuksen perusteella tiimin merkitys on suurin myös pääomasijoitusyhtiöiden valintakriteereistä, puhuttaessa uusiin yrityksiin tehtävistä sijoituksista. Tutkimus on kuitenkin sen verran vanha, että sen oikeellisuutta voi olla syytä kyseenalaistaa. Ziderin (1998) mukaan on myytti, että pääomasijoitusyhtiöt sijoittaisivat ihmisiin tai hyvään ideaan vaan he sijoittavat hyvään toimialaan. Hänen mukaansa pääomasijoitusyhtiölle tärkeintä sijoituksessa on ajoitus. Kun toimiala nousee niin ei ole väliä pärjääkö yritys lopulta vai ei, koska niiden on tarkoitus myydä yritys ennen kuin laskusuhdanne alkaa. McCluren (2014) artikkeli kertoo siitä, kuinka pääomasijoitusyhtiö tekee päätöksensä ja hänen mukaansa tiimin, markkinan ja tuotteen kilpailukyvyn vaikutusta päätöksentekoon ei voi väheksyä mutta tärkeintä on osittain näiden kaikkien yhdistelmä, jossa pääomasijoitusyhtiö arvioi riskin suhdetta mahdolliseen voittoon. Riskisenkään sijoituksen tekeminen ei ole mahdotonta, mikäli kohdeyritys pystyy todistamaan, että riski on suhteessa pieni verrattuna mahdollisiin voittoihin.

Yhteenvetona yksityisten riskisijoittajien ja pääomasijoitusyhtiöiden valintakriteereistä voidaan sanoa, että yksityisten riskisijoittajien kohdalla tiimi, sen innostus, osaaminen ja uskottavuus, ovat ehdottomasti kaikkein merkittävin tekijä. Pääomasijoitusyhtiöiden tapauksessa tiimi on myös merkittävässä roolissa mutta koska pääomasijoitusyhtiön tarkoituksena on tehdä voittoa sijoittajien sijoittamilla rahoilla, ei tuotto-riski suhdetta voida sivuuttaa valintakriteereissä.

3.5 Rahoitusinstrumentit pääomasijoittamisessa

Hiden & Tähtinen toteavat vuonna 2004 ilmestyneessä kirjassaan Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta, että ”Osakesijoitus tai osakekauppa lienee ylivoimaisesti tyypillisin pääomasijoituksen muoto”. Ei ole syytä epäillä, että tämä olettamus olisi vieläkään virheellinen. Kuitenkin eri rahoitusinstrumenttien kehittyminen ja yhdistyminen ovat tuoneet markkinoille lisää erilaisia sijoitusmuotoja, joita myös pääomasijoitusyhtiöt käyttävät (Hiden & Tähtinen, 2005, 216; 223-225). Tutkimuksen teoriaosassa käsitellään pääasiassa suoraa sijoitusta kohdeyhtiön osakkeisiin, optioihin ja/tai vaihtovelkakirjalainoihin. Tutkimus ei käsittele sen tarkemmin esimerkiksi MBO-järjestelyitä tai toimialajärjestelyjä ja niiden erityispiirteitä.

Sijoitustoiminnan perusperiaate on saada sijoittamalleen rahalleen tuottoa ja tietenkin tuottoon liittyy aina riski, jonka pitäisi korreloida tuotto-odotuksen kanssa. Tämän takia käytetään erilaisia rahoitusinstrumentteja, jotka sopivat kulloiseenkin tilanteeseen parhaiten. Kuten aiemmin mainittiin, kaikkein tyypillisin

pääomasijoitusyhtiön rahoitusmuoto etenkin pienempiin yrityksiin, kuten alkuvaiheen yrityksiin ja pk-yrityksiin on suora sijoitus yrityksen osakkeisiin. Tämä ei kuitenkaan ole aina se järkevin keino yrityksen ja rahoittajan kannalta. Tästä syystä on kehitetty erilaisia rahoitusinstrumentteja, joissa on sekä vieraan että oman pääoman piirteitä. Tällaisia instrumentteja kutsutaan välirahoitusinstrumenteiksi, mezzanineiksi. Niillä nopeaan kasvuun pyrkivät yritykset pystyvät parantamaan kilpailukykyään. Esimerkkeinä tällaisista instrumenteista voidaan mainita esimerkiksi vaihtovelkakirja ja erilaiset osakkeet, kuten äänioikeudeltaan rajoitetut, kantaosakkeeksi konvertoituvat ja takaisin lunastettavat etuosakkeet. Sijoittajalle syntyvä tuotto tulee tässä tapauksessa, joko lainalle asetetusta lisäkorosta tai optiosta, jolla voidaan mahdollisesti ostaa kohdeyrityksen osakkeita markkinahintaa edullisemmin. (Lauriala, 2004, 104-111)

Normaalista osakesijoituksesta puhuttaessa tarkoitetaan aina kantaosaketta. Se on omistuksen perusyksikkö ja sen kaikki oikeudet ja velvollisuudet on kuvattu osakeyhtiölaissa ja yhtiön yhtiöjärjestyksessä. Kantaosakkeen omistajalla on omistusoikeus tiettyyn osaan yhtiön omaisuuteen. Omistusoikeuden haltija on kuitenkin viimeinen perijä omaisuudesta tilanteessa, kun yritys menee konkurssiin tai se myydään. Osakkeeseen ei liity ikinä konversio eli muutos-oikeuksia toiseen instrumentiksi. Kantaosaketta ennen ”perimisjärjestyksessä” on etuosake. Etuosake kuuluu juridisesti omaan pääomaan mutta luonteeltaan se on enemmän velkarahoitusta muistuttava instrumentti. Etuosakkeille maksetaan kiinteää ”korkoa” osinkojen muodossa vuosittain. Mikäli joka vuosi ei pystytä osinkoa maksamaan kumuloituvat maksamattomat osingot seuraavalle vuodelle, kun osinko pystytään taas maksamaan. Osinkoa ei makseta, mikäli yrityksellä ei ole vapaata omaa pääomaa taseessaan. Kaikki kumuloituneet osingot on maksettava etuosakkeille ennen, kuin sitä voidaan maksaa kantaosakkeen omistajille. (Lauriala, 2004, 104-107)

Yksi yleisimmistä pääomasijoittajan rahoitusinstrumenteista osakkeiden jälkeen on vaihtovelkakirja, jonka Tilastokeskus määrittelee seuraavasti:

> *” Vaihtovelkakirjalaina on joukkovelkakirjalaina, johon liittyy oikeus tietyn ajan kuluessa vaihtaa velkakirja ennalta määrättyyn määrään liikkeellelaskijayrityksen osakkeita. Vaihtovelkakirjalaina eroaa optiolainasta siinä, ettei optio-oikeus ole erotettavissa lainaosuudesta. Optio-oikeuden käytön jälkeen vaihtovelkakirjaan sidottu lainaerä poistuu liikkeellelaskijayrityksen kirjanpidosta ja konvertoituu osakepääomaksi.”*

Vaihtovelkakirjalainalle eli vvk-lainalle on tyypillistä, että se on bullet -tyyppinen. Se maksetaan siis kerralla takaisin lainantakaisinmaksupäivänä, sillä ei ole vakuutta ja korko on tyypillisesti kiinteä. Laina on joko pääomalaina tai vieraan pääoman ehtoinen, tästä syystä se ei paranna yrityksen vakavaraisuutta. Ennen vaihtovelkakirjalainan liikkeellelaskua on määritetty lainasopimus, jossa määritetään kuinka moneen osakkeeseen vaihtovelkakirjalainan pääoman voi vaihtaa. Vvk-laina ei sovi aivan alkuvaiheen yrityksille vaan yrityksellä on yleensä oltava olemassa kassavirtaa, jonka perusteella laina pystytään maksamaan takaisin erä-

päivänä, mikäli sijoittaja ei ole ennen sitä vaihtanut lainaa osakkeiksi. Vaihtovelkakirjalaina on hyvä instrumentti, kun yritys on nopean kasvun vaiheessa ja se haluaa nostattaa yrityksen arvoa ennen isompaa pääomasijoituskierrosta. (Tilastokeskus 2016b; Sijoittaja.fi, 2016)

4 TUTKIMUKSEN TULOKSET

Tämä kappale esittää tutkimuksen tulokset. Luvussa käydään läpi haastattelujen avulla saatu aineisto, jonka avulla arvioidaan alkuvaiheen yrityksiin sijoittamista prosessina, niiden arvonmääritystä sekä merkitystä ja vertaillaan asiantuntijoiden mielipiteitä aiheesta. Tarkoituksena on siis saada asiantuntijoiden antamien vastausten perusteella mahdollisimman kattavat vastaukset tutkimuskysymyksiin, jotka käsittelivät:

1. alkuvaiheen yrityksen arvonmääritystapoja,
2. alkuvaiheen yrityksen arvoon ja positiiviseen sijoituspäätökseen vaikuttavia tekijöitä,
3. alkuvaiheen yrityksen korkean arvon vaikutusta sijoitusneuvotteluihin sekä
4. toteutuneen korkean arvon rahoituskierroksen vaikutusta tuleviin rahoituskierrokseen, juurikin alkuvaiheen yritysten kohdalla.

Asiantuntijoiden mielipiteitä verrataan toisiinsa sekä aiemmin käsiteltyyn teoriaan. Lisäksi pohditaan haastateltavien taustojen merkitystä mielipiteisiin ja sijoituskäyttäytymiseen.

4.1 Tutkimuksen taustaa

Tutkimuksen aiheen valinnan taustalla on toimeksiantajayrityksen, Suomen Yrityskehitys Oy:n, halu kehittää alkuvaiheen yritykselle suunnattuja konsultointipalvelujaan entisestään sekä tuoda esiin yrityksen sisällä ja sidosryhmissä olevaa tietoutta tutkittavasta aiheesta. Lisäksi tutkijan nykyinen ja tuleva työnkuva toimeksiantajayrityksessä tukee aiheen valintaa ja edesauttaa hänen onnistumistaan paremmin tulevissa työtehtävissä.

Toimeksiantoyrityksellä on yrityksille suunnattu Kasvukiihdyttämö-ohjelma, jonka tavoitteena on auttaa yrityksiä kasvattamaan liikevaihtoaan ja laajentamaan liiketoimintaansa kannattavasti. Palvelun piirissä on esimerkiksi yrityksiä, jotka haluavat kiihdyttää meneillään olevaa kasvuaan, parantaa yrityksen kannattavuutta kasvussa, laajentaa yrityksen liiketoimintaa kotimaassa tai kansainvälisesti, parantaa yrityksen kasvurahoituskelpoisuutta tai he tarvitsevat apua uuden tuotteen kaupallistamisessa. Yrityksen edellytys Kasvukiihdyttämöön pääsylle on aito halu ja potentiaali liiketoiminnan kasvattamiseen. Kasvukiihdyttämö on jaettu kahteen osaan yrityksen aiemmin toteutuneen liikevaihdon mukaan; Kasvukiihdyttämöön ja Kasvukiihdyttämön startup-puoleen. Kasvukiihdyttämön puolella on yritykset, joille on kertynyt edellisiltä tilikausilta vähintään miljoonan euron liikevaihto. Kasvukiihdyttämön startup-puolella ovat

yritykset, joiden kertynyt liikevaihto ei ylitä miljoonaa euroa tai yrityksellä ei mahdollisesti ole vielä kertynyt ollenkaan liikevaihtoa.

Lisäksi Suomen Yrityskehitys Oy järjestää osana Kasvukiihdyttämö -palveluitaan rahoituspaneeleita keskimäärin joka toinen kuukausi, pääasiassa Jyväskylässä ja Helsingissä. Rahoituspaneelin ideana on, että yritykset joilla on tarvetta kasvun rahoittamiselle tulevat esittelemään liikeideansa, kasvusuunnitelmansa ja rahoitussuunnitelmansa paikalle kutsutuille rahoittajille. Paikalle on kutsuttu 1) lainaehtoisen rahoituksen, 2) pääomasijoitusrahoituksen sekä 3) julkisen rahoituksen edustajia. Karkeasti jaoteltaessa:

1. lainaehtoista rahoitusta edustavat yleensä pankit, Finnvera ja joukkorahoitusyhtiöt,
2. pääomasijoituspuolen edustajia ovat yksityiset sijoittajat sekä pääomasijoitusyhtiöt ja
3. julkisen avustuksen edustajia ovat Tekes ja paikallinen ELY.

Yritykset, jotka osallistuvat rahoituspaneeliin voivat olla, ja ovat myös olleet, liiketoiminnallisesti aina idea-asteen yrityksistä monta miljoonaa liikevaihtoa tekeviin kasvuyrityksiin. Suomen Yrityskehitys Oy valmistelee yritykset rahoituspaneeliin käymällä läpi heidän esityksensä, kasvusuunnitelmansa ja rahoitussuunnitelmansa. Valmistelun tarkoituksena on varmistaa ensinnäkin se, että yritykset eivät käytä turhaan aikaan sellaisen rahoituksen hankintaan, jota heidän ei ole mahdollista saada ja toiseksi se, että he osaavat tuoda esityksessään esiin rahoittajille tärkeimmät asiat.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on parantaa tietoutta pääomasijoittajien sijoituskäyttäytymisestä sekä arvonmäärityksestä liittyen erityisesti alkuvaiheen yrityksiin ja tällä tavoin kehittää edellä mainittuja toimeksiantajayrityksen palveluita. Tutkimuksen edetessä myös tutkijan tietämys aiheesta kasvaa, joka edesauttaa kyvykkyyttä toimia toimeksiantajayrityksessä vastuullisissa tehtävissä.

4.2 Tutkimuksen toteutus

Tutkijan tehtävänä oli vastata mahdollisimman kattavasti ja perustellusti tutkimukselle asetettuihin tutkimuskysymyksiin. Aineisto hankittiin haastattelemalla kuutta eri asiantuntijaa, perehtymällä aiheen kirjallisuuteen sekä internetistä löytyviin aihetta koskeviin mielipidekirjoituksiin. Tutkimuksen alkuvaiheessa päätettiin haastatella ensiksi kahta yksityistä sijoittajaa, jotta voitiin testata haastattelun toimivuutta ja mahdollisesti muuttaa valittuja teemoja tai niiden painoa tulevissa haastatteluissa. Kahden haastattelun jälkeen todettiin, että haastattelun rakenne oli toimiva eikä valittuja teemoja tai niiden suhdetta ollut tarpeellista muuttaa. Haastatteluita tehtiin lopulta kuusi, jonka jälkeen todettiin, että on saatu hankittua tarvittava aineisto, jotta voidaan vastata tutkimuskysymyksiin.

Ei voida väittää, että haastatteluissa saavutettiin *saturaatio* eli uudet haastateltavat eivät tutkijan mukaan olisi enää antaneet uutta tietoa (Hirsjärvi &

Hurme, 2001, 60). Tällaisessa tutkimuksessa ei luultavasti saturaatiota voida kovin helpolla saavuttaa mutta kuudella haastattelulla saatiin kuitenkin riittävä määrä aineistoa, jotta pystytään saavuttamaan tutkimukselle asetetut tavoitteet. Haastateltavat valittiin siten, että saatiin kokemusta ja näkemystä alkuvaiheen yrityksiin sijoittamisprosessista vähintään kolmesta eri näkökulmasta:

1. pääomasijoitusyhtiön näkökulma
2. yksityisen pääomasijoittajan näkökulma
3. neuvonantajan, ns. konsultin näkökulma

Näiden lisäksi haastattelujen yhteydessä tuli ilmi, että useammalla haastateltavalla oli kokemusta myös rahoituksen hakemisesta alkuvaiheen yrityksen edustajana. Haasteita tutkimukselle toi aiempien vastaavien tieteellisten tutkimusten vähäisyys, erityisesti alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittämisetä.

4.3 Haastateltavien taustat

Haastateltavien asiantuntijoiden taustat erosivat merkittävästi toisistaan mutta yhteistä kaikille oli, että he olivat sijoittaneet alkuvaiheen yrityksiin ja tekevät edelleen sijoituksia. Tutkimuksessa pohditaan myös taustojen merkitystä alkuvaiheen yrityksiin sijoittamisessa. Alla on lueteltu asiantuntijoiden taustat.

Asiantuntija 1

Toimii tällä hetkellä liiketoiminnan kehittäjänä, hallitusammattilaisena, pääomasijoitusyhtiön neuvonantajana ja bisnesenkelinä. Toteuttanut yrityksille 59 onnistunutta rahoituskierrosta. Toiminut aktiivisena sijoittajana vuodesta 2001 lähtien, oman yrityksen myynnin jälkeen. Sijoittanut omaa rahaa listattuihin sekä alkuvaiheen yrityksiin. Työn puolesta tehnyt sijoituksia sekä alkuvaiheen yrityksiin, että pidemmälle ehtineisiin yrityksiin. Nyt mukana yhdeksässä yrityksessä ja kaikkiaan tehnyt pääomasijoituksen 12 yritykseen.

> *"Uskon, että suurin osa bisnesenkeleistä on tällaisia elämäntapaintiaaneja. Jos ei niillä ole aikaa ja halua laittaa siihen yritykseen muuta kuin rahaa, niin ei ne luultavasti lähde sijoittamaan. Tunnen aika paljon FiBAN:ilaisia, tehdään ns. tax-värkkinä tälle yritykselle hommia, että saadaan se lentämään ja sitten on parempi mahdollisuus ehkä saada siitä "jackpotti" sitten joskus. Sellaisia arpalippujen ostajia on todella vähän, että laitetaan rahat johonkin ja katsotaan kuinka käy. (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

Asiantuntija 2

Toimii nykyisin liiketoiminnan kehittäjänä, bisnesenkelinä ja hallitusammattilaisena erilaisissa yrityksissä, joissa osassa on myös itse vähemmistöosakkaana. Yli 25 vuoden kokemus koneteollisuuden yritysten johtotehtävistä kotimaassa ja ul-

komailla. Viimeiset kuusi vuotta toiminut pääomasijoittajana, ennen sitä sijoittanut erilaisiin private bank -tuotteisiin. Sijoittanut vain omaa rahaa mutta ollut tekemisissä pääomasijoitusyhtiöiden kanssa. Tehnyt sijoituksia kuuteen alkuvaiheen yritykseen ja yhdestä on tullut irtautuminen eli exit. Toimii tällä hetkellä myös 12 yrityksen hallituksessa.

> *"Tässä iässä ja tilanteessa ei ole pakko tehdä mitään, niin haluaa tehdä jotain, mikä tuntuu hyvältä ja pystyy myös auttamaan yrityksiä. Mun missio on auttaa pk-yrityksiä menestymään ja sitä teen eri tavoilla. Jos sijoituksista tulee rahaa, niin käytännössä se on plussaa mutta tietenkin se raha-aspekti on aina mukana, kun sijoitetaan. Olen monessa yrityksessä vain hallituksessa mukana eli teen strategista työtä, johdon sparraamista. Samoja asioita kuitenkin teet, kun sijoitat rahaa. Tällä hetkellä vain yksi, johon olen sijoittanut mutta en ole mukana aktiivisesti mukana. Myös se yritys, mistä tuli exit, oli sellainen, etten ollut aktiivisesti mukana yrityksen toiminnassa. Niissä, missä olen aktiivisesti mukana, niin käytännössä se on hallitustyötä." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

Asiantuntija 3

Toimii tällä hetkellä liiketoiminnan kehittäjänä, hallitusammattilaisena sekä bisnesenkelinä. Yli 20 vuoden yrittäjätausta. Pääomasijoittajana toiminut vuodesta 2010 lähtien, oman exitin jälkeen. Sijoittanut vain omaa rahaa. Tehnyt pääomasijoituksia noin 10 yritykseen, joista suurin osa on ollut alkuvaiheen yrityksiä. Tehnyt vähemmistöosakkaana yhden exitin.

Asiantuntija 4

Toimii nykyisin liiketoiminnan kehittäjänä ja tekee pääomasijoituksia yksityisenä sijoittajana. Omistanut kaikkiaan 14 yritystä eri toimialoilta. Suurimmassa yrityksessä yli 500 työntekijää. Toiminut myös pörssiyhtiön tytäryhtiön toimitusjohtajana. Ollut pääomasijoitustoiminnassa mukana noin 20 vuoden ajan. Perinteisestä pääomasijoittajasta poiketen haluaa olla mukana yritysten operatiivisessa toiminnassa. Sijoittanut omaa rahaa neljään tai viiteen alkuvaiheen yritykseen.

> *"Viime aikoina enemmän auttanut olemalla mukana hankkimassa yrityksille rahaa, mukana startup-yritysten ja pääomasijoittajien rahoituskeskusteluissa. Siinä sitten antanut näkemystä, ajatusta ja konsensusta." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

Asiantuntija 5

Toimii nykyisin liiketoiminnan konsulttina ja bisnesenkelinä. Noin 15 vuotta ollut toteuttamassa erilaisia alkuvaiheen yritysten rahoituskierroksia liiketoiminnan kehittäjän roolissa. Ollut mukana noin 150-200 hankkeen rahoituksen haussa. Ollut mukana bisnesenkeli-toiminnassa noin 7 vuoden ajan. Tehnyt kahdeksan pääomasijoitusta, joista kahdesta irtaantunut. Tekee yrityksissä, joihin on sijoittanut, pääsääntöisesti operatiivisia toimenpiteitä mutta toimii myös näistä kahden yrityksen hallituksessa.

> *"Kyllä siinä sellainen tietynlainen ROI on mielessä pääomasijoitusta tehdessä ja puhutaan kuitenkin vähintään 10 kertaisesta arvonnoususta, että se sijoitus on mielenkiintoinen." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Asiantuntija 6

Toimii tällä hetkellä liiketoiminnan konsulttina, konsultointiyrityksen toimitusjohtajana ja yksityisenä pääomasijoittajana. Pitkä tausta liikkeenjohdosta ja toiminut pörssiyhtiön toimitusjohtajana. Ollut mukana myös pääomasijoitusyhtiön advisor boardissa. Mukana pääomasijoitustoiminnassa noin 20 vuotta. Ollut järjestämässä noin 20 rahoituskierrosta ja sijoittanut itse yli kymmeneen alkuvaiheen yritykseen, joista viidessä vielä mukana.

> *On näitä harrastusyhtiöitä, johon olen tehnyt sijoituksia ilman tuotto-odotusta mutta melkein kaikissa mun sijoituksissa on arvonnousu tavoitteena, oikeastaan kaikissa. Tuotto-odotus on aina arvonnousu, osingot kivoja mutta tärkeintä on arvonnousu. (Asiantuntija 6, 13.01.2017)*

4.4 Sijoittamisprosessi

Pääomasijoitusprosessi alkaa siitä, kun pääomasijoittaja tutustuu ensimmäistä kertaa yrityksen antamiin materiaaleihin ja päättyy siihen, kun pääomasijoittaja irtaantuu yrityksestä. Pääomasijoitusprosessi pitää sisällään seuraavat vaiheet seuraavassa järjestyksessä: 1) tunnustelu, 2) katselmointi, 3) due diligence, 4) sopimus, 5) seuranta ja 6) irtaantuminen (Bacher, Diaz de Leo´n & Guild, 1999, 269). Sijoituspäätöksen eli tässä tapauksessa sopimuksen syntyminen kestää tyypillisesti kahdesta kuuteen kuukautta. Kestoon vaikuttaa merkittävästi yrityksestä saatavilla olevan informaation laatu ja saatavuus (PWC, 2006, 24).

Asiantuntijoiden mukaan heidän itse tekemänsä sijoituksissa sijoituspäätöksenteko oli kestänyt lyhyimmillään päivästä pisimmillään yli vuoteen. Nämä todella nopeasti tapahtuneet sijoituspäätökset kohdistuivat yrityksiin, joissa sijoittaja oli ennestään tuntenut yrityksen ja yritys tai yritysidea oli mahdollisesti ollut aiemmin sijoittajan asiakas. Asiantuntijoista viidellä oli selkeästi näkemys, että oma sijoituspäätös saattaa syntyä hyvinkin nopeasti, selkeästi nopeammin kuin pääomasijoitusyhtiöllä keskimäärin, mutta kuitenkin useimmiten kestää vähintään sen kahdesta kolmeen kuukautta ennen kuin koko sijoituskierros on saatettu loppuun ja mahdollinen rahallinen transaktio on syntynyt.

> *"Niissä, missä itse olen sijoittanut, on sijoituspäätös ollut nopeampi, koska päätöksenteko on ollut helppoa, koska ei ole mitään sijoitusneuvostoa tai tiimiä, mitä pitäisi vakuuttaa. Omat on siis yleensä olleet nopeampia mutta, on joku kestänyt vuoden päivät. On hierottu sitä asiaa, koska sijoituskohde ei ole ollut sijoituskelpoinen. Olen halunnut nähdä joitakin asioita tapahtuvan ennen kuin teen sijoituksen. Nopeimmat on mennyt niin, että kun liikeideasta päätettiin perustaa yhtiö niin saman tien olin valmis sijoittamaan. Päätös syntyi päivässä." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

> *"Jonkin verran vaihtelee. Puhutaan kuukausista ja sanoisin, että kolme - neljä kuukautta on ollut tyypillinen oman sijoituspäätöksentekoprosessini kesto." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

"Sijoitukseen liittyvä päätöksentekoprosessi on hyvin lyhyt alle 3kk. Keskimääräistä lyhyempi ja kohtuullisen nopeasti. Aika usein teen sijoituspäätöksen tunteella." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)

"Päätöksentekoprosessini on tyypillisesti muutamia kuukausia, olen ehkä vähän sellainen, että jos 3 kuukaudessa sitä ei tule niin sitten kannattaa ottaa aikalisä." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)

"Edustaessani pääomasijoitusyhtiötä päätöksentekoprosessi on yleensä kestänyt 6 kuukaudesta ylöspäin. On joskus mennyt parissa kuukaudessakin mutta yleensä 6-12kk. Ehkä 9kk on hyvä keskiarvo pääomasijoitusyhtiön päätöksentekoprosessille." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)

Tästä voidaan selkeästi päätellä, että näiden asiantuntijoiden kohdalla pätee looginen ajatus, että yksityiset pääomasijoittajat ovat ketterämpiä ja voivat tehdä sijoituspäätöksensä hyvinkin nopeasti verrattuna pääomasijoitusyhtiöihin. Kuitenkin monesti samalla pääomarahoituskierroksella, saattaa olla kerralla useampi sijoittaja ja tästä syystä, vaikka yhden yksityisen pääomasijoittajan päätös saattaakin syntyä nopeasti niin toisen pääomasijoittajan, pääomasijoitusyhtiön tai yksityisen henkilön, hitaampi päätöksenteko saattaa hidastaa koko rahoituskierrosta.

"Ei ole sellaista yhtenäistä toimintamallia tuossa. Enemmän se on siitä kiinni, että saadaan rahoituspaketti kokonaisuudessaan kasaan. Henkilökohtainen sitoutuminen on saattanut tapahtua nopeastikin mutta sen kokonaisrahoituspaketin saaminen on voinut kestää. Eli oma henkilökohtainen päätös saattaa syntyä nopeastikin mutta siinä on voinut kestää, että paperit on allekirjoitettu ja transaktio on tapahtunut, koska yleensä rahoituskierroksella on ollut mukana muitakin. Myös sopimusasiat vaikuttavat ja yritystarkastusvaihe. (Asiantuntija 5, 12.1.2016)

Asiantuntijoiden vastauksien perusteella päätöksentekoprosessin pituus saattaa vaihdella hyvinkin paljon riippuen tietenkin kohdeyrityksen tilanteesta ja rahoituskierroksella mukana olevista tahoista. Pääomasijoitusprosessihan ei pääty tehtyyn sijoitukseen vaan sen jälkeen seurataan ja pyritään auttamaan yrityksen liiketoiminnan kehittämisessä mutta usein pääomasijoittaja ei kuitenkaan puutu päivittäiseen operatiiviseen toimintaan, jos tälle ei ole erityistä tarvetta. Liiketoiminnan kehittämisen jälkeen pääomasijoitusprosessissa tulee vaihe, jota kutsutaan irtaantumiseksi. Positiivisen arvonkehityksen ja irtaantumisen näkyminen tulevaisuudessa vaikuttaa erittäin positiivisesti pääomasijoittajan sijoituksen päätöksentekoprosessissa (EVCA, 2007, 32-33). Seuraavassa luvussa käydään läpi vielä tarkemmin niitä kriteereitä pääomasijoittajan mielestä, kun sijoituksen kohteena on alkuvaiheen yritys.

4.5 Alkuvaiheen yritykset: pääomasijoittajan sijoituskriteerit

Yksi tutkimuksen tutkimuskysymyksistä oli että, mitkä asiat vaikuttavat eniten positiivisen sijoituspäätöksen syntymiseen. Tässä luvussa pohditaan asiantuntijoiden lausuntojen perusteella kyseistä asiaa. Ensiksi käydään kuitenkin läpi se problematiikka, mikä liittyy alkuvaiheen yrityksiin sijoittamiseen.

Pääomasijoitusyhtiöiden liiketoiminnan perusta on, että he sijoittavat rahaa yrityksiin ja yrittävät saada sieltä mahdollisimman paljon korkoa sijoitukselleen yleensä yrityksen arvonnousun muodossa. Vakiintunutta liiketoimintaa harjoittavien yritysten kohdalla liiketoiminnan tulevaa mahdollista kasvua ja sen voimakkuutta sekä riskisyyttä voidaan ennustaa aiempien tilikausien perusteella numeerisesti (Zider, 1998). Mutta koska alkuvaiheen yrityksillä ei yleensä ole monta tai mahdollisesti yhtäkään ehjää aiempaa tilikautta, ei liiketoiminnan kasvun ennustaminen ole mahdollista aiempien tilikausien numeeristen arvojen perusteella. Myös sijoitusten riskisyys on yleensä alkuvaiheen yritysten kohdalla selkeästi korkeampi, koska yrityksellä ei yleensä ole vakiintunutta tulovirtaa, substanssiomaisuutta tai muuta liikearvoa. (Etula, 2014, 32)

Alkuvaiheen yrityksiin liittyvistä aiheista Espanjan suurimpaan alkuvaiheen yritysten yhteisön sivuille kirjoittava Novoa, listaa artikkelissaan neljä mielestään tärkeintä kohdeyrityksen kriteeriä alkuvaiheen yrityksiin sijoittavalle. Listalla ovat tiimi, tuote, markkinan koko ja yrityksen arvo. Suster (2010), kaksi omaa yritystä myynyt ja nykyinen sijoittaja, kirjoittaa artikkelissaan, että vaatii "ihmeen", jotta kukaan alkuvaiheen yrityksiin sijoittava sijoittaisi, jos he eivät pidä tiimiä vakuuttavana. Samoilla linjoilla on myös Tobak (2014), amerikkalainen kuuluisa kirjailija, kolumnisti ja johdon konsultti. Hän luettelee myös useita asioita, joita alkuvaiheen yritystä arvioitaessa tulee miettiä mutta tärkein niistä tiimi. Hän kertoo, että alkuvaiheen yritykselle, jolla on selkeä halu kasvaa, matka on aina pitkä ja matkan varrella monia esteitä, jotka voivat vaatia liiketoimintakonseptin muutoksia ja ilman kykenevää tiimiä et niistä pysty selviytymään.

Tiimi

Asiantuntijahaastatteluissa nousi esiin samoja asioita, kuin edellä mainituissa artikkeleissa. Kolme asiantuntijaa nosti tiimin tai yrittäjät esiin ehdottomasti tärkeimpänä tekijänä sijoituspäätöstä miettiessä. Tiimin osaaminen ja ajallinen sekä rahallinen panostus nähtiin tärkeänä.

> *"Tiimi on hirveän tärkeä, Tiimi on tärkeämpi, kuin se keksintö, jonka he haluavat muuttuvan rahastetuksi keksinnöksi eli innovaatioksi. Hyvä tiimi voi keksiä myös sen seuraavan hyvän idean ja hyvä tiimi pystyy pivotoimaan, koska suurin osa start-upeista pivotoi muutaman kerran ennen kuin löytyy se oikea polku. Monesti iso showstopperi on se, kun kysytään, että ketkä kaikki ovat täyspäiväisesti mukana, kun tämä yritys perustetaan. Niin suurin osa onkin jotain advisoreita. On yksi onneton yrittäjä? Advisor board ei ole yrittäjiä eikä tiimiä vaan tiimi on se core, joka tekee työt ja advisorit vaan neuvoo. Yksi ihminen ei ole tiimi ja en koskaan lähde sijoittamaan, jos yrityksessä on vain yksi ihminen." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

"Toki kasvunäkymät ovat tärkeät. Mutta tärkeimpiä ovat ne yrittäjät, jotka ovat yrityksen taustalla ja kuinka mä itse koen ne kasvunäkymät. Voisi sanoa, että mitä enemmän ne rahoituskalvot maailmaa syleilee, niin sitä vähemmän mua kiinnostaa tehdä sijoitus. Tärkein kriteeri on se, että henkilöt ovat yrityksessä päätoimisia. Sellaisiin yrityksiin, joissa hommaa tehdään oman työn ohella niin minä en usko. Tärkeintä on se, että miten ne omat yrittäjät näkee ja sitoutuu toimintaan, kuinka paljon he ovat valmiita laittamaan omaa rahaa ja aikaa yritykseen. Sillä on oikeasti iso arvo, joka vaikuttaa arvostukseen paljon. Se on tärkeää, että porukka on valmis tekemään hommia sen eteen." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)

"Tärkeimpiä asioita sijoituspäätöstä tehdessä on hahmottaa kilpailutilanne, markkina, mihin ongelmaan tai tarpeeseen tuote vastaa mutta kuitenkin ensimmäinen ja tärkein on se henkilö tai ne yrittäjät." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)

Yhteen henkilöön sijoittaminen

Asiantuntijoiden mielipiteet erosivat hieman siinä, että voisiko sijoittaa yritykseen, jossa on vain yksi henkilö, yrittäjä itse. Asiantuntija 1 ei voisi lähteä sijoittamaan, kun taas Asiantuntijat 3 ja 4 voisivat sijoittaa yhteen henkilöön.

"Yksi ihminen ei ole tiimi ja en koskaan lähde sijoittamaan, jos yrityksessä on vain yksi ihminen." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)

"Jos se on sellainen "pelle peloton", jolla kymmeniä avauksia niin en voisi tehdä sijoitusta mutta jos kaveri on sellainen, joka on ollut toimialalla pitkään ja keksii siihen toimialalle tuotteen, niin voisin kyllä sijoittaa. Luultavasti vain tässä tapauksessa, jossa yrittäjä tuntee toimialan ja on toiminut sillä pitkään." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)

"Kyllä voin sijoittaa yhteen henkilöön, ei ole ongelma. Vähemmän riitelijöitä. Tiimeistä puhutaan ja tiimi pitää olla mutta joskus vaan on niin, että sitä tiimiä ei vielä ole. En pidä sitä ehdottomana edellytyksenä. Sitä paitsi ne yhdet henkilöt ovat sitä tiimiä hakemassa ja yksi syy tiimin hakemiseen on osaamisen ja pääomien hankinta." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)

Innovatiivisuus ja kilpailukyky

Asiantuntija 2 kuvaili tiimin merkityksen kasvaneen mutta erityisen tärkeäksi hän koki yrityksen tuotteen innovatiivisuuden kilpailukyvyn sekä luodun tuotteen tai palvelun sopivuuden vallitsevaan markkinaan.

"Se on se kombinaatio. Mikään ei ole yksinään. Tiimin merkitys on kasvanut. Jos on huikea innovaatio, onko meillä ohjausvoimaa muuttaa markkinaa, vai ollaanko liika aikaisin liikkeellä. Jos menee hyvin konservatiiviseen alaan, niin se ei pakosti koskaan muutu kuitenkaan., vaikka on kuinka hieno innovaatio. Tai jossain toimialaloilla on vaan helkkarin pitkät muutosajat. Esim. Kaivosteollisuus, jos menee viemään louhintatekniikkaa vanhaan kaivokseen, niin sitä ei voi enää muuttaa. Tapa, että näin tätä tehdään. Tiimin merkitys on kasvanut mutta pitää olla ehdottomasti kilpailukykyä pitää olla innovaatiossa oikeasti. Se on pirun tärkeää. Markkinaa pitää olla olemassa." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)

Kansainvälistymispotentiaali

Asiantuntija 5 piti tärkeänä omissa sijoituspäätöksissään yrityksen liiketoiminnan kansainvälistymispotentiaalia ja sen tietämyksen perusteella, mikä hänellä on alkuvaiheen yritysten rahoitusten kanssa toimiessa. Hän painotti erityisesti näyttöjä ja referenssejä maksavista asiakkaista. Mutta kertoi tiimin kokoonpanon, osaamisen ja taustojen olevan tärkeitä.

> *"Näytöt ja referenssit, että on oikeasti löytynyt maksavia asiakkaita. Siihen vaikuttaa myös tiimin kokoonpano ja osaaminen ja taustat. Kansainvälinen liiketoiminta potentiaali on tärkeä, eli jos on tällainen kotimaan markkinoille vain tähtäävä liiketoiminta niin mä en ole sitten oikeastaan kiinnostunut. Vaikka Suomessa pystyy tekemään kannattavaa liiketoimintaa, niin ne ei mua niin kiinnosta. Myös ei kiinnostavia mulle on perinteistä liiketoimintaa, kuten esimerkiksi kaupankäyntiä, teollisuutta harjoittavat yritykset. Kuinka ajankohtainen on kasvu kansainvälisille markkinoille? Kuinka kaukana kaupallinen vaihe on? Sekin vaikuttaa." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Tunne ja oman osaamisen hyödyntäminen

Asiantuntija 6 näki omalla kohdallaan, että suurin vaikutus sijoituspäätökseen on sillä, että sijoitus sopii itselle ja pystyy antaa yritykseen lisäarvoa omalla osaamisellaan. Tämän lisäksi sijoituksen pitää tuntua hyvältä. Myös asiantuntija 3 kokee, että tekee aika usein sijoituspäätöksensä tunteella. Etulan (2014) mukaan yksi bisnesenkelisijoituksen tunnuspiirteistä on emotionaalisuus.

> *"Kyllä mä katon sitä järjen kautta, mut onko se cool juttu itselle. Onko tässä jotain sellaista, missä voin toteuttaa itseäni. Onko tässä jotain, missä voin kapitalisoida omaa osaamista. Ja tunne on aika lähellä sitten kun puhuu omista jutuista. Mutta tunne ei ole sellainen, että mihin tahansa. Vaan siihen pitää tykästyä. Sit se, mikä on vaara näissä, että ihastunko mä niin kovaa siihen illuusioon, että teen kompromissin sitten jossakin mikä alkaa myöhemmin ahdistaa; joku juttu; henkilö, ansaintalogiikka." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)*

> *"Aika usein teen sijoituspäätöksen tunteella." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)*

Kuten Asiantuntija 6, niin myös Asiantuntija 1, kertoivat sijoituspäätöksensä yksi ehdottomista kriteereistä olevan se, että hän pystyy rahallisen pääoman lisäksi tuomaan yritykseen muutakin ja lisäksi hän pitää erityisen tärkeänä, että tulee hyvin toimeen myös tiimin kanssa.

> *"En sijoita sellaiseen yhtiöön omaa rahaa, johon en pysty tuomaan muuta kuin rahaa. Laitan yleensä sitten siihen yritykseen mihin sijoitan niin myös hikipääomaa. Sparraan ja autan. Poistan kasvun esteitä tai avaan ovia jonnekin. Juoksen mahdollisesti kasaan seuraavan rahoituskierroksen. Olen tulevaisuudessa niin paljon tekemisissä niiden kavereiden kanssa, että jos ne ei "tuoksu" hyvältä niin en sijoita rahaa sellaiseen." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

Toimialatuntemuksen merkitys sijoituspäätöksessä

Useimmat asiantuntijat eivät nähneet sillä olevan suurta merkitystä, vaikka sijoittaja ei olisikaan toimialan asiantuntija, johon on sijoittamassa. He näkivät, että

yrityksessä monesti on sitä toimialatuntemusta jo valmiina mutta sieltä saattaa puuttua osaaminen esimerkiksi kansainvälistymiseen tai liiketoiminnan johtamiseen.

> *"Kun on useassa firmassa ei ole ongelma se toimialaosaaminen mutta ongelmat ovat muualla. Turhaa työntää vielä sitä toimialaosaajaa lisäksi vaan firma tarvitsee jotain muuta, johtamisjärjestelmien päälle, talousasiat, hallinto, kansainvälistyminen, miten tehdään kansainvälistymistä? Mitä kannattaa välttää ja miten lähestyä? Mitä polkuja mennään? Se toimiala sinällään. Se firman toimintalogiikkaa pitää osata sisäistää melko nopeasti, ettei ole kuutamolla koko ajan mutta ei tarvitse pakosti olla toimialaosaaja viimeisen päälle. (Lainaus toisen ihmisen sanoista) "**Parhaat innovaatiot syntyvät toimialojen rajapinnoilla.**" Toimialojen törmäyttäminen on hyödyllistä." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

Vaikka toimialatuntemusta ei sijoittaja pidäkään ehtona sijoitukselleen näkee sijoittajat joidenkin toimialojen olevan sellaisia, että he eivät niihin halua lähteä tai eivät koe, että heillä olisi niissä toimialoissa niin paljon annettavaa.

> *"En lähde mihinkään nanoteknologiaan yrityksiin enää sijoittamaan. Olen pääomasijoittajana ollut muutamassakin ja kaikissa on tullut kynsille eli nano-nanot ja bio biot saa olla minun osalta." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

Proof-of-concept

Wisen (2015) mukaan suurin osa sijoittajista haluaa nähdä proof-of-conceptin tai edes vähäistä liikevaihtoa ennen kuin he ovat valmiita sijoittamaan. Sijoittajien täytyy uskoa, että ihmiset ovat valmiita ostamaan tuotteesi. Hän muistuttaa myös, että usein on paljon helpompaa luoda fyysinen innovaatio kuin myydä se.

Haastattelemistani asiantuntijoista neljä oli sijoittanut yritykseen ennen kuin yrityksessä oli tehty proof-of-conceptia. Selkeästi kuitenkin osalla sijoittaneista oli lieviä epäilyjä tekemäänsä sijoitusta kohtaan ja voi olettaa, että näille sijoittajille on tulevaisuudessa tärkeää, että tuote tai palvelu on oikeasti testattu ennen sijoituspäätöstä.

> *"Kyllä olen tehnyt sijoituksen ennen kuin POC oli tehty, yksi on oikeastaan sellainen. Saa nähdä miten siinä käy." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

> *"Pitäisi sanoa, että voi kun olisikin ollut POC tehty mutta ei ole ollut. Se on tällainen, että periaatteessa POC on tehty mutta kassavirtaa yrityksessä ei ole ollut." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)*

> *"Kyllä ja olen tehnytkin sijoituksen ilman POC:ia. Ja voin sanoa, että ei ole ollut helppoa. Siinä on siis sellainen vaihe, että nyt tehdään sitä proof-of-conceptia mutta olen lähtenyt silloin, kun sitä ei vielä ollut tehty." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

> *"Olen tehnyt, oli idea- ja patenttihakuvaihe mutta kyllä yhä enemmän ja enemmän tarkastelen sitä, onko tehty joku pilotti tai proof-of-concept? Onko tehty jotain tuotekehitystä potentiaalisen asiakkaan kanssa?" (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Asiantuntija 6, ei ollut tehnyt sijoituksia ilman proof-of-conceptia mutta silti sijoittanut sellaiseen kohteeseen, jossa konseptia ei ollut laajemmin vielä testattu tuotannossa.

> *"On itse asiassa aina ollut POC kun olen tehnyt sijoituksen, tuotetasolla kyllä mutta sitten teollisen tuotannon tai massiivisen tuotannon niin hell no" (Asiantuntija 1, 13.1.2017)*

Asiantuntija 1 oli lisäksi valmis sijoittamaan ilman proof-of-conceptia, ei varmuutta oliko hän jo aiemmin sijoittanut.

> *"Kyl voisin lähteä sijoittamaan ilman proof-of-conceptia mutta sitten mun pitää tietää, että se voidaan tehdä ja sitten se pitää olla mulle tuttu toimiala. Esimerkiksi yksi sijoituskohde olisi nyt rakennusteollisuudessa ja en tunne toimialaa niin hyvin ja proof-of-conceptia ei ole tehty niin en luultavasti lähde sijoittamaan. Mutta jos olisi proof-of-concept tehty ja se olisi testattu." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

Proof-of-concept nähtiin yleisesti hyvin tärkeänä asiantuntijoiden haastatteluissa, jotta kohdeyrityksellä on jotain todistusta siitä, että tuote tai palvelu voi olla myyntikelpoinen ja sillä on potentiaalisia asiakkaita. Kuitenkin jos idea on loistava ja sijoittajalle sopiva, niin sijoituksen voi saada ennen kuin konseptin toimivuutta on testattu.

Pääomasijoitusyhtiön painottamat sijoituskriteerit

Pääomasijoitusyhtiöiden tehdessä alkuvaiheen yrityksiin koskevaa sijoituspäätöstä näki Asiantuntija 1 hyvän ja osaavan tiimin olevan myös erittäin merkittävä tekijä, koska toimivassa yrityksessä on helpompaa vaihtaa avainhenkilöitä ja johtoa, kuin alkuvaiheen yrityksessä.

> *"Tiimin merkitys painottuu eritoten täällä alkuvaiheen yritysten puolella eikä niinkään stabiloituneissa yrityksissä, jossa voidaan johtoa vaihtaa helpommin. Tiimin tai johdon vaihtaminen alkuvaiheen yrityksissä on paljon vaikeampaa. Teollisuusyrityksissä management presentation on tärkeä, koska nähdään, mitä yritykseltä puuttuu. Toimivassa yrityksessä ei ole ongelma, jos jotain puuttuu, koska sinne voidaan rekrytoida ja on varaa maksaa palkkaa. Alkuvaiheen yrityksissä ihmiset tekee usein lähes nälkäpalkalla, niin palkkaaminen on vaikeampaa." (24.11.2016)*

Asiantuntija 6:n mielestä pääomasijoitusyhtiöiden kohdalla tiimin kokemuksen ja näyttöjen lisäksi pääomasijoitusyhtiöt miettivät markkinaa, sen kokoa ja mahdollisia kertaantuvia tuloja.

> *Varmasti sitä, että markkinaa on, sitten että siellä on sellaisia kertautuvia tuloja, strategia on briljantti, tiimi on hyvä sekä operatiivisesti mutta että on myös olemassa olevat omistajat. Ja sitten, että on näyttöjä tekemisistä. Pääomasijoittajat harvoin antaa mahdollisuutta kenellekään, joka ei mitään ole saanut aikaiseksi, vaikka se olisi kuinka hyvä läppä, koska ne eivät vaan uskalla. Jos sä olet pääomasijoittaja, niin sä sijoitat toisten rahoja, miksi ottaisit sen riskin ja sijoittaisit henkilöön, joka ei ole aiemmin tehnyt mitään.*

> *Tehnyt mitään ei tarkoita, ettei olisi tehnyt exit:iä, vaan tehnyt jotain missä on onnistunut. Mutta onhan ne valmiita ottaa riskejä, jos siellä on joukossa sellaisia tyyppejä, jotka on tehnyt jotain, mutta periaatteessa.*

Asiantuntija 5 näki, että Suomessa pääomasijoitusyhtiöltä saatavaan sijoitukseen vaaditaan yleensä selkeästi aiempia näyttöjä ja ilman proof-of-conceptia on vaikea saada sijoitusta.

> *"Suomessa tuntuu, että pitää olla jotain näyttöjä, jotain konkreettista, pelkällä powerpointilla on vaikea saada pääomasijoitusyhtiö mukaan. Puhutaan siemenvaiheen rahoittajista, niin kyllä ne mun mielestä puuttuu Suomesta. Että aidosti lähtee mukaan silloin, kun ei vielä ole POC:ia. Ulkomaiset sijoittajat lähtevät helpommin jo siemenvaiheessa rahoittamaan. (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Yleisesti voi sanoa, että pääomasijoitusyhtiön kriteerit alkuvaiheen yrityksen sijoitukselle ovat hieman tiukempia ja vaikeampia saavuttaa, kuin yksityishenkilön vastaavien. Lisäksi pääomasijoitusyhtiön tehdessä sijoitusta aina on kyse tuoton laskemisesta eikä sijoitusta tehdä niin vahvasti tunteella. Osaavan tiimin merkitys on suuri myös pääomasijoitusyhtiön tehdessä sijoituspäätöstä mutta yrityksellä pitää olla myös useimmiten vahvoja näyttöjä tulevasta liikevaihdosta.

Yhteenveto

Yhteenvetona tästä kappaleesta voidaan sanoa, että sijoituspäätöksen syntyminen saattaa yksityisellä pääomasijoittajalla tapahtua hyvinkin nopeasti mutta usein kuitenkin kestää vähintään kolmesta neljään kuukautta, että sopimus on tehty ja rahat siirretty yritykseen. Joskus sijoituspäätöksen tekeminen saattaa kestää vuodenkin, jos sijoituskohde ei ole sijoituskuntoinen sijoittajien mielestä. Pääomasijoitusyhtiöiden päätöksenteko nähdään olevan yleensä hitaampaa verrattuna yksityiseen pääomasijoittajaan. Päätöksentekoprosessin voidaan nähdä keskimäärin vievän jopa 9 kuukautta.

Yksityissijoittajille, selkeästi alkuvaiheen yritykseen sijoittaessa sijoituspäätökseen nähtiin vaikuttavan eniten kohdeyrityksen tiimin, erityisesti sen osaaminen, monipuolisuus, sekä ajallinen ja rahallinen panostus. Tiimin lisäksi sijoituskriteereitä, jotka nousivat keskusteluissa esille, olivat; innovaatio ja sen sopivuus markkinaan, kilpailutilanne, mahdollisuus hyödyntää omaa osaamista ja kansainvälistymispotentiaali. Asiantuntijoiden sijoituskriteerit mukailivat Laineman (2011) mainitsemia yksityissijoittajien sijoituskriteereitä; halu hyödyntää omaa osaamista, nähdä kohdeyrityksen kasvavan ja työskennellä hyvässä tiimissä. Sijoittajat eivät nähneet olevan sidoksissa sijoituksissaan tiettyihin toimialoihin mutta heillä oli toimialoja, johon he eivät olisi valmiita sijoittamaan. Pääomasijoitusyhtiöidenkin nähtiin arvottavan sijoituspäätöksessään paljon tiimiä mutta heille tärkeintä lopulta on tuotto, joka syntyy yrityksen arvonnousussa.

4.6 Alkuvaiheen yrityksen arvonmääritys

Kuten aiemmin jo useaan kertaan teoriaosuudessa on mainittu, alkuvaiheen yritysten arvonmäärittäminen ei ole yksiselitteinen ja sitä tehdään monella eri tavalla. Tässä kappaleessa käydään läpi haastateltavien asiantuntijoiden mielipiteet ja näkemykset alkuvaiheen yritysten arvonmäärittämiseen, sen laskentatapoihin sekä siihen mitkä asiat, vaikuttavat heidän mielestään eniten yrityksen arvoon. Osalle haastateltavista selvästi tuotti ongelmia erottaa, mitkä asiat vaikuttivat omaan sijoituspäätökseen ja mitkä taas arvon määrittämiseen. Ehkä niitä ei voidakaan täysin erottaa toisistaan vaan ne ovat osittain täysin samoja tekijöitä. Tämä voidaan esimerkiksi todeta ottamalla edellisen kappaleen tuloksista sijoituspäätökseen eniten vaikuttavan tekijän, eli tiimin, ja sitten katsoa alkuvaiheen yritysten arvonmääritystavoista Scorecard -menetelmää, jossa ydintiimin vahvuus on painotetuin tekijä arvon laskemisessa (Payne, 2011).

Alkuvaiheen yrityksen arvonmääritystavat

Asiantuntijoista kaksi (2. ja 3.) ilmoitti, ettei ole käyttänyt mitään laskentakaavaa arvonmäärittämiseen, vaan se arvo muodostuu pitkälti yrityksen puolelta ja sitten yhdessä mietitään yrityksen liiketoimintasuunnitelmaa ja tehdyn arvonmäärityksen realistisuutta. Asiantuntija 2:lle tärkeää oli yrityksestä päin tulleen arvon realistisuus ja tämän jälkeen hän ei ollut käyttänyt mitään erityistä laskentakaavaa vaan pohtii enemmänkin, pystyykö kohdeyrityksen tiimillä toteuttamaan suunnitellun liiketoimintasuunnitelman ja toimisiko keksitty innovaatio markkinoilla.

> *"Tuleehan aina yrityksestä päin joku valuaatio ja sitten sitä pohtii, että onko tämä realiteetti. Sitten koittaa hakea eri suunnista ja eri tavoilla. Ongelma on alkuvaiheen yrityksissä, koska miten sä lasket sen yrityksen arvon? Eihän sitä kulmakerrointa voi tietää minkälainen se on ja millä aikataululla. Se on haastava päätös. On olemassa erilaisia tapoja ajatella määritellä arvoa. Esimerkiksi elinkaariajattelu eli missä vaiheessa sitä nyt ollaan. En mä ole sellaiseenkaan kategorisointiin lähtenyt. Yleensä yrityksillä on joku näkemys johon ottaa kantaa ja joko sen hyväksyy ja lähtee keskustelemaan. Monesti käy niin, että tämä valuaatio on liika korkea ja en lähde keskustelemaan. Ne ovat aika monesti deal breakereita. En ole käyttänyt mitään laskentatapoja vaan arvioinut pystyykö tätä, tällä porukalla, näillä innovaatioilla ja markkinalla kasvattamaan. Onko meillä mahdollista tehdä brake trough vaihde? Totta kai firmalla on joku business plan. 99-prosenttia näistä firmoista on sellaisia, että x-akseli liikkuu laskelmissa. Pahimmassa tapauksessa ei lähde koskaan. Totta kai aina on olemassa laskelmat ja niiden kautta voidaan vähän miettiä, että jos menee noin, niin tulee tuollainen exit myöhemmin. Mutta en ole mitään sen tarkempaa laskentakaava käyttänyt." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

Asiantuntija 3 ei ole käyttänyt myöskään mitään laskentakaavaa vaan hän samaan tapaan kuin Asiantuntija 2, peilaa liiketoimintasuunnitelman kautta yrityksen arvoa.

> *"Käytännössä en ole käyttänyt mitää laskentakaavaa ja se lähtee hyvin pitkälle siitä yrityksen omasta näkemyksestä ja sitten mä mietin yrityksen liikevaihtoa, kasvunäkymiä,*

monistettavuutta, skaalattavuutta ja sitä kautta peilaan arvoa. Arvo ei ole koskaan perustunut mihinkään laskentakaavaan vaan, se on pitkälti ollut sellainen, musta tuntuu -tyyppinen." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)

Asiantuntija 5 ei myöskään ollut käyttänyt mitään tiettyä laskentakaavaa sijoittaessaan alkuvaiheen yrityksiin mutta arvonmäärittelyn takana on kuitenkin sijoituksen kertaantuvuus, vaikka hän sanookin myös hieman ristiriitaisesti, että sijoituksissa ei ole ollut mitään tiettyä tuotto-odotusta. Hän on tehnyt ja tekee sijoitukset yleensä syndikaatissa muiden sijoittajien kanssa ja täten samalla yrityksen arvolla on lähtenyt mukaan myös muita sijoittajia. Arvonmäärittäminenkin on tapahtunut yhdessä muiden sijoittajien ja kohdeyrityksen kanssa.

"Lopullisen arvon määrittäminen tehdään yhdessä yrittäjän kanssa ja monesti siinä lähtee mukaan useampi henkilö samalla kertaa, samalla valuaatiolla. Yhdessä mietitään miten se sijoitus voisi kertaantua. Perustuuko se liiketoiminnan kasvuun vai perustuuko se siihen, että tuotetaan lisäarvoa jollekin asiakkaalle, joka haluaa ostaa tämän yrityksen pois ja on erilaisia vaihtoehtoja ei niinkään, että se olisi puhtaasti osinkojen kautta vaan sen arvonnousun ja teknologia, tuote, tuote, palvelu tai jokin on niin arvokas jollekin, että se halutaan ostaa pois."

Sinulla ei ole mitään tiettyä laskentatapaa? (tutkijan kysymys)

"Ei ole mitään tiettyä kaavaa. Jos katsoo näitä sijoituksia, mihin olen lähtenyt mukaan niin ei ole ollut mitään kaavaa, että tällainen tuotto-odotus pitää saada ulos tästä." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)

Asiantuntija 4 kertoi ostaneensa ja myyneensä omia toimivia yrityksiään. Niiden arvon laskeminen on perustunut substanssi- ja tuotto-odotusarvon yhdistelmään.

"Yritykset, joita olen ostanut ovat olleet toimivia yrityksiä. Aika perinteisiä. Olen katsonut, että mitä mulla on itsellä annettavaa siihen ja sitten osassa puhtaasti tuotto-odotusarvo. Tietenkin se täytyy muistaa, että olen myös myynyt niitä omia firmojani ja niissä on yleensä aina ollut kyse aika perinteisestä tuotto-odotuslaskelmasta. Joskus on tehty substanssiarvon ja tuotto-odotuksen coctailia. Substanssiarvo on osoittautunut antavan toimivalle yritykselle aivan liian alhaisen arvon. Että aika harvoin substanssiarvo antaa oikeaa arvoa tai sitten yrityksellä menee huonosti tai sillä on kalliita vehkeitä. Yleensä sen tuotto-odotusarvon kautta. Toimivalle yritykselle monesti toimiva kaava on edellisten kolmen vuoden EBIT:n keskiarvo kerrottuna 5 tai 6 ja vähennettynä korollisilla veloilla ja lisättynä myyntisaamisilla, rahoitusomaisuudella ja vaihto-omaisuudella. Aika yleinen kaava. Silleen on yleensä tehty." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)

Mutta alkuvaiheen yritysten kohdalla arvonmäärittämisen Asiantuntija 4 koki selkeästi haastavammaksi:

"Se on hirveen vaikeaa, kun ei ole sitä historiaa eikä ole substanssiakaan. Tarkoitan siis substanssiomaisuutta. Ei voi laskea tuotto-odotusta yhtään historian kautta. Se menee tosi paljon vaan siihen, että pitää vaan miettiä mihin ongelmaan se vastaa, mihin markkinaan se on menossa ja ketkä sitä on tekemässä ja kenen kanssa ne on kilpailemassa. Että hyvin tällaista kvalitatiivista arviota on hyvin vaikea tehdä. Jos saa luvut niin se on hyvin nolla-arvoinen. Tämän takia alkuvaiheen yritysten valuointi on todella vaikeata ja siksi

kai siinä yleensä pääomasijoittaja on sanonut, että yks seitsemästä onnistuu. 5 on ihan kuraa, 1 on ok ja yks onnistuu." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)

Asiantuntijat 1 ja 6 olivat käyttäneet yrityksen arvonmäärittämiseen erilaisia laskentakaavoja ja tapoja. Asiantuntijat eivät puhuneet laskentatavoista, joita ovat käyttäneet, samoilla nimillä kuin teoria-osuudessa mutta niistä voidaan löytää samankaltaisuuksia kyseisten teorioiden kanssa. Asiantuntija 1 puhuu

"Kaikki perustuu tulevaisuuteen, siinä ei voi niin "discount cashflow" -menetelmiä käyttää. Niistä saa sellaisia lukuja, kuin haluaa. Mietin sitä siltä kannalta, että teollisen ostajan näkökulmasta, sitten kun joku aikanaan ostaa, kuka voisi ostaa? Miten paljon se voisi yrityksestä maksaa? Mitkä ehdot täytyy täyttyä, että se ostaa? Mietin sen sitä kautta? Sieltä lähden purkamaan sitä kautta? FiBANissa on menetelmät, johon voi syöttää lukuja ja sitä kautta saa arvon kuudella eri menetelmällä, 10 minuutissa, hyvin nopeasti. On kohtuullisia hyviä. Niillä saa sellaisen happotestauksen eli jos kaikki antaa suurin piirtein samanlaisen arvon niin se täytyy olla aika lailla oikea. Luotto kuitenkin omaan arvioon ja yrittäjien arvioon." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)

Asiantuntija 1:llä on Venture Capital -menetelmän tyyppinen ajatusmalli (katso 2.3.5 Venture Capital -menetelmä), jossa lähdetään miettimään sijoituksen päätearvoa nykypäivänä tulevaisuuden ostajan perusteella. Vaikkakaan hän ei laskenutkaan sijoitukselle mitään tuotto-odotusta, sijoitusperiodin pituuden ja diskonttaustekijän arvon mukaan, mutta silti hän miettii sitä tulevaisuuden ostajaa ja hintatasoa, millä kohdeyritys mahdollisesti voitaisiin puhua. Asiantuntija 1:n puhuessa, FiBAN:in menetelmistä laskea alkuvaiheen yrityksen arvo, ei voida olla varma, millä kuudella eri menetelmällä järjestelmä laskee arvot, koska kyseinen järjestelmä ei ole julkinen.

Asiantuntija 6 kertoo alkuvaiheen yrityksen arvon laskemisen riippuvan siitä, onko yrityksellä liikevaihtoa vai ei. Mikäli yrityksellä on aikaisempaa liikevaihtoa, hän arvioi nykyisen liikevaihdon kertaantuvuuden mahdollisuutta eli kuinka suureksi bisnes voi kasvaa.

"Jos siinä on liikevaihtoa niin puhtaasti sen multiplen kautta, tämä bisnes on 0,5, 1, 2 tämä on jotain muuta. Jos sillä on track record." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)

Mikäli yrityksellä ei ole liikevaihtoa Asiantuntija 6 massoittaa kohdeyrityksen arvon, kuten Berkus (2009) ja Payne (2011).

"Jos ei ole liikevaihtoa niin sitten mä kylmän viileästi massoitan sen. Mikä tässä kohtuullinen, mulla on kohtuullinen käsitys mitä firman perustaminen maksaa ja sitten diskonttaa epävarmuudet. Mitä sinne on oikeasti laitettu, tuotekehityksen arvo, tiimin arvo, busineksen arvo, massoitan sen sitä kautta. Katon miten paljon siinä on "Aku Ankka" rahaa kiinni, minkä arvoinen se on nyt? Meneehän se varmasti johonkin isompaan juttuun. Ja sitten mä mietin, että tämä on tiketti johonkin kasvuun. Mä olen valmis lähtemään siihen kuvioon. Sitten kun mennään varsinaisesti siihen vaiheeseen, että siihen pitäisi sitä rahaa laittaa, niin kyllähän sitä sitten rupeaa hinkkaa ihan eri kulmalla. Mutta valuaation realistisuuden pystyy mittaa tuollaisella jutulla. Laittaako tuohon ja millä ehdoilla." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)

Pääomasijoitusyhtiöiden kohdalla Asiantuntija 5 ei tunnistanut myöskään mitään erityistä arvonmääritystapaa mutta näki instrumentoinnin ja sijoitusten porrastamisen olevan pääroolissa alkuvaiheen yrityksiin sijoitettaessa.

> *"Mä oon enemmän toiminut alkuvaiheen rahoituksia tekevien pääomasijoitusyhtiöiden kanssa niin ei niillä ole mitään tiettyä kaavaa. Monesti instrumentoidaan tapauskohtaisesti eli siinä on tämmöisiä vaihtovelkakirjalainatyyppisiä instrumentteja, jonka avulla ne pystyvät vähän katsomaan, missä vaiheessa konvertoivat sijoituksiaan osakkeiksi. Porrastetaan niitä sijoituskierroksia eli annetaan rahoitusta yrityksen kehityksen mukaan." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Asiantuntija 6 näki pääomasijoitusyhtiöiden painottavan erityisesti tuotto-odotusta eli arvo määrittyy sen mukaan, kuinka moninkertaisena pääomasijoitusyhdistys haluaa sijoituksensa takaisin. Se, kuinka moninkertaisena pääomasijoitusyhtiö haluaa sijoituksensa takaisin, taas riippuu monesti sijoituskohteen riskisyydestä eli mitä riskisempi kohdeyritys, sen suurempi kerroin. Pääomasijoitusyhtiö ei myöskään halua laittaa liikaa omaa rahaa kiinni sijoitukseen, vaan vivuttavat sijoitustaan eri keinoilla, kuten lainoilla.

> *"Tarkoitan sitä, kun ne laittavat jonkun verran rahaa kiinni niin, kuinka moninkertaisena ne saa sen takaisin, 7-, 10- vai 20-kertaisena. Rahan x kiinni ja sitten se periaatteessa mikä se on lopulta, on monesti tunnepuolen juttu. Lopulta se kova arvo on se, miten arvo alkaa nousta matkan varrella. Ja kuinka nopeasti ja kuinka moninkertaisena. Kenelle se sitten myydään? Jotta pääomasijoittaja saa omalle sijoitukselle tuottoa nii se keksii kaikenlaisia vivutuksia ja pyrkii siihen, että omaa rahaa ei tarvitsisi laittaa yhtään enempää kiinni." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)*

Tämä Asiantuntija 6:n kommentti pääomasijoitusyhtiöiden tavasta tehdä arvonmääritys täsmää täysin Bill Sahlmanin 1987 kehittämään Venture Capital -menetelmään (Payne, 2007, 18).

Toimialatuntemuksen merkitys arvonmäärittämisessä

Asiantuntijat näkivät, että toimialan tuntemuksella on vaikutusta arvonmäärittämiseen sillä tavoin, että kun tuntee toimialan ja sen mahdollisuudet sekä riskit, voi helpommin joko nostaa tai laskea yrityksen arvoa.

> *"Vaikuttaa tietysti arvonmäärittelyyn, kun tuntee toimialanriskit, mahdollisuudet ja tietää minkälainen markkinamurros on tulossa tai tapahtumassa. Tietää mitä markkinatrendejä on olemassa. (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

> *"Mä sanoisin, että se on stereotyyppistä, että toisissa tapauksissa se nostaa mutta sitten toisissa tapauksissa laskee, kun tajuaa, että ne ovat oikeasti tosi ojassa. Että joo se vaikuttaa todella paljon siihen, kun tuntee sen toimialan. Siis ehdottomasti." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

Karkean arvion nyrkkisäännön käyttö

Tutkimuksessa haluttiin testata, kuinka hyväksi lähtökohdaksi arvonmäärittelylle asiantuntijat näkivät Etulan (2014) nyrkkisäännön alkuvaiheen yrityksen pre-money -arvon laskemiselle:

1.	Huippu hyvä idea – powerpoint esitys	100 000 eur
2.	Tuote toimii – proto valmis	250 000 eur
3.	Markkinat toimii – asiakkaita ostanut	500 000 eur
4.	Liiketoiminta vakiintunut – tasaisia ostoja	1 200 000 eur

Kaikki asiantuntijat pitivät tätä hyvänä lähtökohtana ja pohjanakin arvonmäärittämiselle. Mutta nähtiin kuitenkin, että tämä on vain yleistys ja arvonmäärittelyyn vaikuttaa monet muut tekijät, kuten esimerkiksi aiemmin esiin tullut tiimi, jota ei tässä nyrkkisäännössä otetaan huomioon ollenkaan.

> *"Se on ihan hyvä lähtökohta. Kun kaveri kompastuu kynnyksen yli eikä ole yhtään maksavaa asiakasta ja pyytää sijoitusta 2 miljoonan pre-money valuaatiolla niin voin sanoa sen olevan liian paljon. Todennäköisesti se on liian paljon." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

> *"Tiedetään tiimin merkitys sijoituksen arvolle. Siinä on niin monta muuttujaa tuon lisäksi. Hyvä" skeleton" ja lähtökohta." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

> *"Hyvä liikeidea voi olla hyvä, tosi hyvä tai rautainen liikeidea. Niitä on niin monen arvoisia liikeideoita. Varmasti toimii haitarina ihan ookoosti. Hyvä ja yksinkertaistus asiasta." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)*

> *"Pilkun paikat on varmaan oikein, viimeinen varsinkin voi olla kuinka iso, en ota kantaa." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

> *"Ajattelen aika lailla samoja asioita, kun mietin yrityksen arvoa. Kyllä mä nuo ostan ja se on yks lähtökohta. Se on helppo ja hyvä nyrkkisääntö." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)*

Asiantuntija 5 piti kyseisen säännön jakoa hyvänä mutta epäili, että yritysten arvot ovat nousseet viime aikoina eikä kyseinen nyrkkisääntö enää ole lukujen puolesta ajan tasalla.

> *"Jotenkin musta tuntuu, että viime aikoina on skaalattu ylöspäin, mä pidin siitä kiteytyksestä mikä siinä kirjassa (Etula, 2014) oli mutta jotenkin tuntuu tällä hetkellä, että ei ole enää ihan ajan tasalla. Yritykset hakevat paljon korkeammalla se on selvä mutta musta tuntuu, että nyt lähiaikoina on myös toteutunutkin. Kun katsoo esimerkiksi tuolla "yhdessä startup-yritysohjelmassa", että minkälaisia sijoituksia toteutui siellä oleville yrityksille, niin ollaan vähän toisessa ääripäässä. Tietysti sinne oli ehkä seuloutunut hieman parempia yrityksiä.*

Asiantuntija 5 uskoi, että alkuvaiheen yritykset hakevat rahoitusta paljon korkeammalla arvolla mutta myös toteutuneetkin alkuvaiheen yritysten arvot ovat nousseet viime aikoina. Tästä päästään seuraavaan kappaleen aiheeseen, joka käsittelee korkeiden arvojen vaikutusta sijoitusneuvotteluissa.

Yhteenveto

Lähtöoletuksena haastatteluihin valmistautuessa oli, että sijoittajat olisivat käyttäneet jotain tiettyä laskentatapaa sijoitustensa arvonmääritykseen. Kuitenkin haastatteluiden edetessä kävi selkeästi esiin, että alkuvaiheen yritysten arvonmäärittäminen koettiin monien asiantuntijoiden mielestä haastavaksi eikä eri laskentatavoilla uskottu saavutettavan numeerisesti luotettavaa tietoa, jonka avulla

arvo voitaisiin osoittaa ”oikeaksi”. Ainoastaan kaksi sijoittajaa kuudesta selkeästi kertoi tekevänsä ”arvonmääritysarvion”, joka pohjautuu lukuihin. Alkuvaiheen yrityksiin sijoittamista tehdään siis ilman tarkkaa arvonmäärittelyä mutta seuraavassa luvussa ” Korkean arvon vaikutus sijoitusneuvotteluihin” todetaan selkeitä syitä, jonka takia arvonmäärittelyä ei yrittäjän kannata silti tehdä ilman hyviä perusteita.

Toimialatuntemuksella nähtiin olevan vaikutusta sijoittajan arvonmääritykseen. Tuntiessaan toimialan riskit ja mahdollisuudet, on sijoittajan helpompaa määritellä yrityksen arvoa. Tämä voi vaikuttaa kohdeyrityksen arvoon positiivisesti tai negatiivisesti. Etulan (2014) nyrkkisääntö koettiin hyväksi pohjaksi arvonmäärittelylle.

Pääomasijoitusyhtiöiden kohdalla arvonmäärittely perustuu pitkälti tuotto-odotusten laskemiseen, ja sijoitus tapahtuu usein erilaisia instrumentointeja ja porrastuksia hyödyntäen.

4.7 Korkean arvon vaikutus sijoitusneuvotteluihin

”Se ei ole typerä, joka pyytää vaan se joka maksaa” lausahdus voisi sopia alkuvaiheen yritysten arvonmäärittelyyn mutta onko asia todella näin? Aiemmin todettiin (Ressi, 2016a) alkuvaiheen yritysten arvojen nousseen nykyisen alkuvaiheen yritysten ”buumin” aikana Yhdysvalloissa viime vuosina älyttömän korkeiksi. Mutta samalla niiden uskottiin laskevan realistisemmalle tasolle vuoden 2016 aikana. Onko Suomessa havaittu alkuvaiheen yritysten arvojen nousseen viime vuosina aikaisempaa korkeammalle tasolle? Aluksi tässä kappaleessa käydään läpi haastateltavien asiantuntijoiden tekemien sijoitusten toteutuneita arvoja ja niistä saatuja omistusosuuksia ja sen jälkeen käydään läpi asiantuntijoiden ajatuksia siitä, että yritykselle on määritetty todella korkea arvo, kun he tulevat sijoitusneuvotteluihin.

Toteutuneiden sijoitusten arvot ja omistusosuudet

Haastateltujen asiantuntijoiden omien alkuvaiheen yrityksiin tehtyjen sijoitusten arvojen vaihteluväli oli suuri, 150 000 eurosta aina 5 miljoonaan. Sellainen erikoisuus, että tässä 5 miljoonan euron arvoisen yritykseen tehdyssä sijoituksessa ei ollut tehty proof-of-conceptia. Puhuttiin myös yrityksen negatiivisesta arvosta mutta silloin oli varmasti kyse itse perustettuun yritykseen tehdystä sijoituksesta, joka ei liity tähän tutkimukseen. Sijoituksilla saadut omistukset ovat vaihdelleet muutamasta prosentista 40 prosenttiin. Sijoitukset ulkopuolisiin yrityksiin ovat mukailleet yleistä kaavaa, että enemmistöosuus omistuksesta on jäänyt tiimille tai yrittäjälle, jotta ”yrittäjämäisyys” säilyy vielä sijoituksen jälkeenkin.

> *”Olen omaksunut FiBAN:in ajattelumallin, että sijoitus on maksimissiin 20-30% osuus yrityksestä ja sijoitukset haitarilla 10-30%. Yrittäjälle jää selkeästi isoin omistus eli teen vähemmistösijoituksia. ”Yrittäjämäisyys” pitää säilyä eikä ole tarkoitustakaan viedä firmaa yrittäjältä.” (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

Myös pääomasijoitusyhtiöiden on nähty tavoittelevan vain vähemmistösijoitusta alkuvaiheen yrityksissä, jotta sijoituksia voidaan tehdä samalla rahalla enemmän ja hajauttaa riskiä tällä tavoin.

Korkean arvon vaikutus sijoituskeskusteluihin

Tutkimuksen selkein johtopäätös syntyi keskustelussa asiantuntijoiden kanssa alkuvaiheen yritysten epärealistisen korkeista arvostuksista. Kaikki asiantuntijat olivat samaa mieltä, että epärealistisen korkean arvon esittäminen sijoittajille syö tiimin uskottavuutta ja on mahdollista menettää uskottavuus, jonka palauttaminen voi olla erittäin vaikeaa. Suurimmalle osalle (5/6) liian korkea arvo keskusteluiden alussa on ”showstopperi”.

Asiantuntijoilla 2 ja 5 mukaan, kun he tekevät yleensä tietyn kokoisia sijoituksia niin kovin korkeaksi nousseet kohdeyrityksen arvot eivät kiinnosta, koska oma osuus jäisi tällöin liian pieneksi.

> *”Vaikuttaa jos itsestä tuntuu siltä, että valuaatio on liika korkea. Firmalla on oma käsitys ja sijoittajalla oma. Jos valuaatio on kovin kaukana omasta näkemyksestä niin ei kannata lähteä keskustelemaan. Tietysti kun ajattelee, että itsekin sijoittaa tietynlaisia summia niin, kun valuaatio on todella korkea, sillä summalla saa niin pienen siivun, että onko siinä järkeä. Jos hyvin käy niin pienikin siivu voi olla hyvä mutta jos ei käy hyvin niin pieni siivu on sitten tosi pieni siivu.” (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

> *”Emmä sitten halua edetä, jos se tuntuu niin epärealistiselta tai että se oma osuus jäisi niin pieneksi, sillä summalla minkä itse pystyy laittaa, että kyllä se on mulle showstopperi.” (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Asiantuntijat 1, 3 ja 4 olivat sitä mieltä, että todella korkea arvio arvosta yrityksen alkuvaiheessa, ilman liiketoiminnan skaalautuvuuden ja toimivuuden todistamista, antaa tiimistä epäuskottavan kuvan ja se yleensä johtaa sijoituskeskusteluiden päättymiseen.

> *”Epärealistisen korkea valuaatio on showstopperi, ei ole mitään syytä jatkaa keskusteluja, jos kaverit ovat niin kuutamolla, että pitää valuaatiota kymmenkertaisena. […] Se antaa epäuskottavan kuvan. Pitää tehdä kotiläksyt ensin. Se on eri asia, jos tulee kysymään neuvoja valuaation määrittämiseen, kun että tulee kysymään sijoitusta.” (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

> *”Epärealistisen korkea valuaatio on hyvin usein se showstopperi, koska ei jaksa keskustella. Koska epärealistisen korkea valuaatio kuvastaa usein myös sitä onko yrittäjillä nälkä rahaa kohtaan vai sitä liikeideaa kohtaan. Se on ehdottomasti negatiivinen asia. […] Hyvällä liikeidealla ei tee mitään, jos ei ole kyvykästä tiimiä viemään sitä loppuun saakka. Kyvykkyys tulee hyvin esiin myös siinä valuaatiossa eli miten se arvioidaan.” (Asiantuntija 3, 20.12.2016)*

> *”Korkea valuaatio ei tarkoita sitä, että siitä ei päästäisi sopuun mutta se kertoo niistä yrittäjistä sen verran paljon, ja kun sanoin aiemmin, että yksi osa on henkilöarviointi, niin liika suuri valuaatio kertoo ihmisestä aika paljon.” (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

Asiantuntija 6:n mielestä korkea arvio arvosta ei haittaa, mikäli sen pystyy perustelemaan luotettavasti mutta uskottavuuden menettäminen on mahdollista, jos korkeaa arvoa ei pysty mitenkään perustelemaan.

> *"Jos exit on realistinen 10-kertaisena tai että on mahdollista virittää polku, jossa valuaatio kuitenkin putoaa, niin ei sillä välttämättä ole vaikutusta. Ajatellaan, että palaa pöytään tarkemmin mietittyään. Jos ei ole perusteltavissa jotenkin, niin voi häiritä. Lopputulos on kuitenkin joku diili, joka miellyttää molempia. Huuhaa -jutut erikseen, ainahan on mahdollisuus, että uskottavuus menee totaalisesti." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)*

Yleisesti ottaen arvon, joilla pääomasijoitusta lähdetään hakemaan, nähtiin olevan hieman tai todella paljon liika korkealla tasolla alkuvaiheen yrityksillä, joilla ei ole mitään todistusta liiketoiminnan toimivuudesta ja sen mahdollisuuksista kasvaa markkinassaan isoksi toimijaksi. Se ei ole kenellekään eduksi, mikäli hyvän idean omaava alkuvaiheen yritys asettaa arvion arvostaan liika korkeaksi ja sijoituskeskustelut päättyvät, jos ovat ehtineet edes alkamaankaan. Tästä pääsemme seuraavaan aiheeseen eli näkivätkö asiantuntijat, että Suomessa mahdollisesti hyvät ideat eivät löydä sopivaa rahoitusta liika korkean arvon takia. Puhutaan niin sanotusta valuaatiokuilusta.

Onko valuaatiokuilu riski Suomessa?

Asiantuntija 1:llä on näkemys, että Suomessa ja Ruotsissakin on niin paljon sijoitusvarallisuutta, että rahoituksen loppuminen itsessään ei ole vaara alkuvaiheen yrityksille.

> *"Kyllä Suomessakin on rahaa sijoituksia tehdä ja Ruotsalaisetkin sijoitusfirmat näkevät Suomen ja Baltian kotimarkkinoiksi eli heillä ei ole ongelmia tehdä sijoituksia tänne. Ihmisillä on varallisuutta ja jotkut hakevat isompaa tuottoa sijoituksilla alkuvaiheen yrityksiin. En usko, että tulisi sellaista, että rahahanat menisi kiinni." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

Asiantuntijat 2 ja 3 näkevät, että Suomessa on riski ja se on toteutunutkin, että sijoituksia jää selkeästi tekemättä yritysten korkeiden arvojen takia.

> *"Kyllä mä olen sellaisen trendin nähnyt, että keskustelee melkein kenen kanssa vaan niin minimi valuaatio on miljoona. Se on hilautunut sinne, "perusvaluaatio". Pitää olla realisti tai oma näkemys, näkeekö siinä jotain muuta mutta jos ajatukset eivät kohtaa niin diiliä ei synny. Miljoonan rajapyykki tuntuu olevan helposti yritysten omissa valuaatioissa. ns. miljoonan euron dilemma." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

> *"Kyllä mun mielestä, en tiedä onko se riski vai onko se asia mikä tapahtuu, että tota haetaan kauheata valuaatiota eikä se lähde kantamaan niin ei löydy kiinnostunutta sijoittajaa." (Asiantuntija 3, 20.12.2016)*

Asiantuntijat 4, 5 ja 6 uskoivat, että valuaatiokuilu voi olla ja onkin Suomessa riski mutta yleensä yrittäjätkin ymmärtävät tilanteen ja laskevat arviotaan yri-

tyksen arvosta. Toinen kysymys onkin sitten, että aiheuttaako tämä arvon uudelleen määrittäminen pitkän viiveen rahoituksen saantiin ja mahdollisesti liiketoiminnan kehittymisen hidastumiseen tai pysähtymiseen.

> *"Kyllä mä uskon, että jos perustajaosakkaiden näkemys siitä arvosta on niin korkea, että sijoittajat eivät lähde mukaan, niin sitä kautta se on riski. En tiedä, onko siinä niin, että Siperia opettaa, että vähän aikaa toimii ja kukaan ei ole kiinnostunut, niin täytyy muuttaa valuaatiota tai hankkia joku muu rahoitus tähän. Varmasti ainakin viivästyttää rahoituksen saantia, minkä takia siitä muodostuu riski. Ei saa pääomasijoitusta ja ei saa toteutettua niitä asioita, joita pitäisi. Monella yrityksellä ja idealla on aikaikkuna sen aikana pitää pystyä toteuttamaan se idea." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

> *"[…], joku riski on olemassa ja onhan tässä näitä nähtykin mutta onneksi osa niistä löytää varmasti ulkomailta sitä rahaa. Tai sitten osa tarkistaa niitä valuaatioita. Kyllähän sekin on kauppatapahtuma." (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

> *"Voi olla valuuatiokuilun riskiä, mutta minusta nämä keskustelut pitäisi saada sille tasolle, että niissä kiinnostavista kohteista saadaan hinta kohdalleen." (Asiantuntija 6, 13.1.2017)*

Saako yritys korkeammalla arvolla ulkomailta pääomasijoituksen?

Tutkijan oman kokemuksen mukaan osalla alkuvaiheen yrityksistä on ajatus, että pääomasijoituksen saaminen korkeammalla arvolla ulkomailta voisi olla helpompaa. Osalla asiantuntijoista oli kokemusta tästä ajatuksesta, että alkuvaiheen yritykset luulevat saavansa helpommin rahoituksensa ulkomailta. Asiantuntijat 1 ja 6 eivät kuitenkaan nähneet pääomasijoituksen hakemista ulkomailta niin helppona projektina.

> *"Ei ole helpompaa hakea rahoitusta ulkomailta vaan todella paljon vaikeampaa." (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

> *[…] siitä vaan, jos uskoo, että on sellainen helmi. Eli lähiön kuppilassa on helppo olla komein kundi, mutta New Yorkissa on vaikeampi olla coolein" (Asiantuntija 6, 13.1.2017)*

Asiantuntija 4 näki, että ulkomailla rahan määrä on selkeästi suurempi kuin Suomessa ja myös Suomen lainsäädäntö ei tue millään verotekniseellä tavalla sijoittamista alkuvaiheen yrityksiin, jolla pääomasijoitustoimintaa voitaisiin selkeästi piristää.

> *"Niin tai sitten kyse on rahan määrästä. Ne on karkkirahoja jollekin ulkomailla, Suomessa on kuitenkin oikeasti aika vähän semmoisia kenellä on kunnolla lompsassa rahaa. Ja sitten tietenkin ulkomailla monella on sijoitusympäristö veroteknisesti helpompaa tai kannattavaa toimia tällä sektorilla. Suomessakin olisi, kun lainsäädäntö muuttuisi. Jos vaikka tällainen alkuvaiheen yritys, mihin sijoitetaan, olisi 3-5 vuotta vapautettu yhteisöveroista ja exit olisi osittain tai kokonaan verovapaa ja yritystuet lakkautettaisiin. Raha annettaisiin markkinaehtoisesti, niin mä uskoisin, että tapahtuisi aika paljon piristystä. Se nimittäin vilkastuttaisi pääomaehtoista rahaliikennettä ihan huolella ja tuota en nyt tiedä olisiko se ihan kauhean kallis kokeilukaan. Se vois olla kokonaisuutena kansaintaloudelle hyväkin testi" (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

Asiantuntija 5 näki, että rahoitukset, joissa hän on ollut mukana, ovat pääsääntöisesti tulleet Suomesta. Hän ei usko, että alkuvaiheen yritykset helpolla voivat saada rahoitusta ulkomailta, vaan yleensä ensimmäiset kaksi rahoituskierrosta toteutetaan Suomessa ja tämän jälkeen, kun puhutaan liiketoiminnan skaalaamisesta 100 miljoonaan, niin on parempi hakea rahoitusta Suomen ulkopuolelta.

> *"Mun hankkeissa kuitenkin pääsääntöisesti haetaan rahoitusta Suomesta mutta mä kuulen asioita, miten on saanut ulkomailta rahoituksia. "Yritys X:n" kilpailija sai suuren sijoituksen Ruotsista, mä kuulen tällaisista paljon mutta en itse ole ollut osallisena niissä. En usko, että alkuvaiheen yritysten olisi helpompaa saada korkeammalla valuaatiolla sijoitusta Suomen ulkopuolelta. Se ei tapahdu kovinkaan usein. Ekat kaksi kierrosta pitää löytyä kotimaasta, koska ei se ole sen helpompaa hakea sitä ulkomailta. Mutta ehkä semmoinen olettamus voi olla, että ulkomailta saa helpommin rahoituksen mutta, kun katsoo faktisesti toteutumaa, ketkä on saanut rahoitusta niin pitää olla tapahtunut edistystä siinä välillä, että ovat saaneet ulkomailta rahoitusta ja ei se ainakaan nopeampaa ole hakea ulkomailta rahoitusta. Mä en usko, että ihan alkuvaiheen yritysten kannattaa lähteä hakemaan ulkomailta rahoitusta mutta ne, jotka haluavat skaalata 10 miljoonasta 100 miljoonaan niin saavat paremmin sitä rahoitusta ulkomailtakin, jolla on se vahva näyttö liiketoiminnasta." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Yhteenveto

Asiantuntijoiden mielipiteistä voidaan päätellä, että tässä tapauksessa suomalainen sananlasku "Se ei ole typerä, joka pyytää vaan se joka maksaa" ei pidä täysin paikkaansa, koska myös pyytäjä, kohdeyritys, voi menettää uskottavuutensa pyytämällä sijoittajilta sijoitusta liika korkealla arvolla. Tämä ei tarkoita sitä, että korkea arvo on aina väärin. Kuten asiantuntijoidenkin tekemistä sijoituksista voi päätellä, alkuvaiheen yritysten arvot voivat olla todella korkeitakin. Tällöin pitää vaan löytää sopiva sijoittaja, joka uskoo liikeideaan ja korkean arvon oikeellisuuteen.

Epärealistisen korkealla arvolla kohdeyritys saattaa karkottaa sijoittajat ennen kuin neuvottelut edes ovat alkaneet. Maltillinen ja etenkin hyvin perusteltu arvo on avainasia sijoituskeskusteluiden alussa. Vaikka Suomen pääomasijoitusmarkkinat eivät ole valtavat niin suurin osa suomalaisista alkuvaiheen yrityksistä saa rahoituksensa Suomesta. Asiantuntijoiden mielestä ulkomaisen rahoituksen hakeminen ei ole niin helppoa alkuvaiheen yrityksille, kuin ehkä yritykset itse luulevat.

Asiantuntijoista suurimman osan mielestä alkuvaiheen yritysten määriteltyjen arvojen korkeus, saattaa aiheuttaa vaikeuksia yrityksille löytää sopiva sijoittaja. En tiedä voidaanko puhua kokonaisvaltaisesta alkuvaiheen yritysten valuaatiokuilusta Suomessa mutta ainakin ilmiöstä, että yritysten arvot ovat selkeästi nousseet nopeampaa kuin mihin sijoittajat ovat ehkä valmiita.

4.8 Korkean arvon rahoituskierroksen vaikutus jatkorahoitukseen

On tyypillistä, että alkuvaiheen yritys tarvitsee tavoittelemansa kasvun aikana useamman rahoituskierroksen ja tässä luvussa tarkastellaan toteutuneen rahoituskierroksen korkean arvon vaikutusta seuraavaan rahoituskierrokseen. Lisäksi mietitään markkinoille tulleen melko uuden toimijan, joukkorahoituksen, merkitystä. Lähinnä siitä syystä, että joukkorahoitusmarkkinoilla alkuvaiheen yritysten arvot ovat olleet suhteellisen korkealla tasolla. Suomen ensimmäinen joukkorahoituspalvelu avattiin heinäkuussa 2013, Mesenaatti.me. (Mesenaatti, 2013)

Suunniteltu kasvu ei toteutunut

Asiantuntijat eivät nähneet, että korkein mahdollinen arvo olisi välttämättä alkuvaiheen yritykselle aina se kaikkein paras vaihtoehto, jos liiketoiminta ei kasva sillä tavalla, kuin on suunniteltu.

> *Ne sijoittajat, jotka lähtevät liian korkealla valuuatiolla alkuvaiheen yritykseen mukaan voivat hävitä jatkokierroksilla. Sama pätee myös yrittäjiin. Jos tulee down round, niin yritykseltä menee uskottavuus ja tulee ruma tahra yrityksen tarinassa. Yritys oli vuosi perustamisen jälkeen 2 miljoonaa ja nyt vain puoli miljoonaa, ei hyvä. Pääomasijoitusyhtiöt joutuvat raportoimaan ja tekemään alaskirjauksen niin on todella vaikeaa sen jälkeen sijoittaa siihen lisää rahaa. Alaskirjaukset tehdään 25-prosentin "pompseissa". Follow investment on vaikea. Muutkin katsovat, että sinulla on tällaiset sijoittajat mukaan., mikseivät ne rahoita? Se voi olla yritykselle kohtalokasta.* ***Korkean valuaation ansa.*** *" (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

> *"En ole nähnyt, oma teoria ja mitä olen kuullut, niin se vaikeutuu, jos on korkea valuaatio alkuvaiheessa, niin on tosi vaikea sitä saada sitä toista kierrosta maaliin, koska vanhat sijoittajat haluavat pitää kynsin ja hampain kiinni siitä omasta osuudesta eivätkä halua dilutoida sitä osuuttaan. Tästä ilmiöstä olen kuullut mutta en ole itse ollut mukana. Jos se optimistinen skenaario ei toteudukaan ja tarvitaan rahoitusta kenties suunniteltua aiemmin niin se voi olla vaikea löytää rahoitusta, jos kukaan ei haluaa irtaantuakaan. Hidastaa sitä toimintaa muutenkin, kun alkuperäiset sijoittajat eivät ole luovuttamassa osuuttaan." (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

> *"Dilutaatio on realiteetti, sitten jos suunnitelmat ei ole mennyt niin kuin piti. Tämä on niin kuin markkinatalous toimii. Onko tällä markkina-arvolla ottajia vai ei? Jos tulee down-kierros, niin yleensä vanhoilla sijoittajilla on mahdollisuus sijoittaa lisää, jolloin keskihinta putoaa. Vaikka tietysti ei sijoittajat ole silloin kauhean iloisia. Lähtökohta, että valuaatio on alkuvaiheessa liika korkea ei ole hyvä. Senhän sanoi mulle yksi kokenut kettu, että enkelit hyväksyvät liika korkean valuaation. Sellaisen, jota pääomasijoittajat ei millään hyväksyisi." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)*

Siemenvaiheen joukkorahoituksen vaikutus seuraavaan rahoituskierrokseen

Asiantuntijat 1, 3, 4, 5 ja 6 mielipide oli, että joukkorahoitusvälittäjien määrittämät yritysten arvot ovat olleet melko korkeita ja että ne eivät välttämättä vastaa

yrityksen täysin oikeaa arvoa kyseisellä hetkellä. Tämän asian uskotaan kuitenkin ainakin osittain korjaantuvan ajan myötä. Asiantuntija 1 mukaan joukkorahoitus on tällä hetkellä vähän kuin ”villi länsi” ja hänen mukaansa sijoitusmuistiot, joiden perusteella sijoittajat tekevät sijoituksensa, eivät ole puolueettomasti tehtyjä.

> *”Tulee käymään, että jatkorahoituskierrokset vaikeutuvat. Joukkorahoitustoiminta on ”villi länsi” tällä hetkellä, niin kuin pääomasijoitustoimiala 80-luvulla. Pikkuhiljaa opitaan. Valuaatiot tulee laskemaan oleellisesti tai joukkorahoitusfirmojen laatu paranee. Näin ei voi jatkua pitkään. Siellä on ihan kuraa ja aivan järkyttävillä valuaatioilla. Sijoitusmuistiot on tehty myyntipuheeksi. Rahoitustakin on saatu sen takia, että sijoitusmuistiot eivät ole puolueettomia. Koska joukkorahoituskierroksen vetäjällä on oma lehmä ojassa ja se tekee sijoitusmuistiosta yltiöoptimistisen. Rahastoissa tehdään sijoitusmuistio sijoitusta varten, niin sen tarkoituksena on tunnistaa riskit niin että ne tiedetään ne. Ne ovat täysin neutraaleja. Joukkorahoituksen sijoitusmuistioissa käytetään paljon adjektiiveja, joiden avulla yritetään myydä yrityksen tarinaa eikä tunnistaa riskejä. Kun taas rahastosijoitusmuistiot ovat täynnä toteamuksia. Joukkorahoitus on todella arveluttavaa ja en usko siihen koskaan osallistuvani, jos sijoitusmuistiot on tuollaista fuulaa. En usko niihin liikkeellelaskijoihin.” (Asiantuntija 1, 24.11.2016)*

Asiantuntijat 4 ja 5 ovat sitä mieltä, että joukkorahoituksen kautta hankittu rahoitus ei luultavasti vaikuta seuraavien rahoituskierroksien arvonmääritykseen.

> *”Siinä on just se, että kun ne yksittäiset sijoitukset ovat niin pieniä ja sitä osuutta ei voi antaa kovin paljoa, niin se valuaatio on pakko vetää ylös. Että niissä joukkorahoituksissahan on monesti kyse vähän tämmöisistä rakkaudesta lajiin tyypeistä. […] Enkä mää usko oikein siihenkään, että joukkorahoituksen kautta hankittu rahoitus vaikuttaa siihen seuraavien rahoituskierrosten arvostukseen paljonkaan. Jos siellä on ammattisijoittajat seuraavilla kierroksilla. Näin mä ainakin itse ajattelisin, että onneksi olkoon, että olette saanut siihen hyvin rahaa mutta nyt katsotaan missä oikeasti mennään. Mä luulen, että monissa tapauksissa se seuraava kierros joukkorahoituksen jälkeen tehdään pienemmällä valuaatiolla, mikäli sitä seuraavaa kierrosta tarvitaan.” (Asiantuntija 4, 21.12.2016)*

> *”Mä uskon, että joukkorahoitus on enemmän sellainen markkinointitapahtuma, sillä voidaan osoittaa, että on kiinnostusta ja että tietyllä ehdolla asiakkaat ovat valmiita maksamaan siitä. Se valuaatio, siitä en voi sanoa, kun ei ole niin paljon kokemusta. Mutta uskon, että se on hyvä tapa peilata sitä ideaa, löytyykö kiinnostusta riittävästi ja sillä voi olla vaikutusta seuraavalle kierrokselle eli jos siinä on hyvä onnistunut joukkorahoituskampanja. Pystytäänkö siinä peilata sitä valuaatiota niin en pysty sanomaan, mulle ei ole muodostunut mielipidettä vielä siitä. […] sieltä voi löytyy sellaisia pioneereja, varhaisen vaiheen omaksujia, jotka lähtevät vaan mukaan, että saavat tuotteen mutta, että onko se valuaatioperuste, niin sitä mä pikkusen epäilen.” (Asiantuntija 5, 12.1.2017)*

Asiantuntija 2 näki, että kyllä joukkorahoituksen välittäjät joutuvat tarkasti happotestaamaan yrityksen arvon, jotta se olisi myös sijoittajille järkevä sijoitus. Mutta uskoi, että dilutaation vuoksi tietenkin yritykset yrittävät saada mahdollisimman korkean arvon joukkorahoituskierrokselle.

> *”Olen itse juuri mukana yrityksessä, joka hakee joukkorahoitusta, niin kyllä se niin monella tapaa ”happotestataan” monesta suunnasta. Välittäjä joutuu sen tekemään niin, koska se vastaa myös sijoittajien järkevää sijoitusta. Se näkymä tai mahdollisuus on sellainen, että se voi olla sijoittajalle hyvä diili. Olen katsonut tätä yrityksen kannaltakin,*

niin tietenkin yritys hakee, niin korkealla valuaatiolla kuin mahdollista että dilutaatiota tulisi mahdollisimman vähän. Ei sen takia, että firmassa olisi korkea valuaatio. Dilutaatio on se kantava voima. Se tulee happotestattua ja pallottelua järjestäjän kanssa. Firmoissa on kovat tavoitteet ja järjestäjällä on joku näkemys." (Asiantuntija 2, 12.12.2016)

Yhteenveto

Rahoituksen saaminen liika korkealla arvostuksella ei ole aina hyvä asia alkuvaiheen yrityksille. Se voi vaikeuttaa seuraavien rahoituskierrosten toteutumista, mikäli arvo ei nouse suunnitellusti ja vanhat omistajat eivät suostu sijoittamaan yritykseen lisää rahaa tai dilutoimaan omia osuuksiaan niin paljon kuin rahoituskierroksella olisi tarve. Jos aikaisemmin sijoittaneet pääomasijoittajat eivät ole valmiita sijoittamaan yritykseen lisää rahaa, voi syntyä potentiaalisille uusille sijoittajille epäilys yrityksen arvonnousun todennäköisyydestä.

Joukkorahoitus ei kuulu tämän tutkimuksen tutkittaviin sijoitusinstrumentteihin mutta tämän teeman alla sitä käsiteltiin siltä osin kuin sen nähtiin vaikuttavan alkuvaiheen yritysten tuleviin rahoituskierroksiin, jossa on mukana yksityisiä pääomasijoittajia tai pääomasijoitusyhtiöitä. Joukkorahoituksen välittäjien arvonmäärityksen oikeellisuudesta oli kahta näkökulmaa. Toisen mukaan yritystä tarkastellaan monesta eri suunnasta välittäjän toimesta, ja määritetyn arvon täytyy olla oikea, että se käy myös sijoittajille. Toinen näkökulma puhuu liika korkeiden arvojen puolesta, jossa perusteluna on se, että joukkorahoituksen välittäjille on parempi, jos yrityksen arvo on korkea ja toisaalta uskotaan myös, että arvon korkeus perustuu markkinointiin ja varhaisten omaksujien valmiuteen maksaa ylikorkeaa hintaa osakkeista saadakseen tuotteen tai palvelun ensimmäisenä. Nähtiin myös, että joukkorahoituksen avulla kerätyn rahoituskierroksella määritetty yrityksen arvo ei luultavasti vaikuta seuraavien kierrosten arvonmäärittämiseen.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, miten pääomasijoittajat suorittavat alkuvaiheen yritysten arvonmäärityksen ja mitkä asiat vaikuttavat eniten sijoituspäätökseen ja alkuvaiheen yrityksen sijoitushetken arvoon. Lisäksi haluttiin selvittää kohdeyrityksen itse määrittämän liian korkean arvon vaikutusta sijoitusneuvotteluiden jatkumiseen. Tutkimuskysymykset olivat seuraavat:

1. Miten pääomasijoittaja laskee alkuvaiheen yrityksen arvon?
2. Mitkä asiat vaikuttavat eniten alkuvaiheen yrityksen arvoon ja positiiviseen sijoituspäätökseen?
3. Miten korkea tai epärealistisen korkea alkuvaiheen yrityksen arvo vaikuttaa sijoitusneuvotteluihin?
4. Toteutuneen korkean arvon rahoituskierroksen vaikutus tuleviin rahoituskierroksiin?

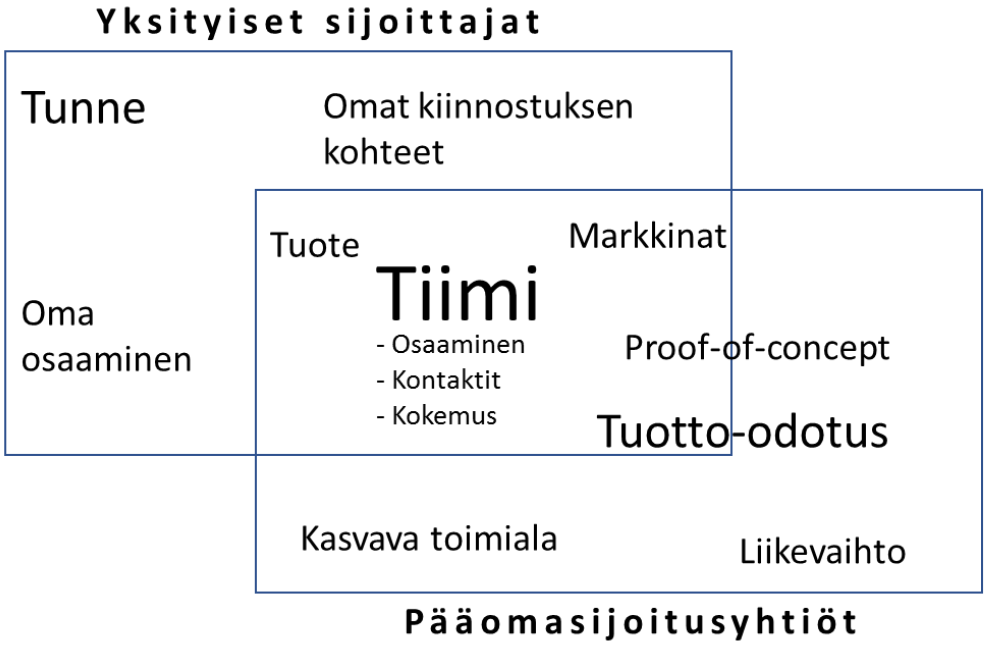
Tutkimuskysymyksiin etsittiin vastauksia ensin tutustumalla aiempiin tutkimuksiin, kirjallisuuteen ja erilaisiin sijoittajamateriaaleihin. Tämän jälkeen haastateltiin kuutta eri asiantuntijaa, joilla oli kokemusta alkuvaiheen yrityksiin sijoittamisesta. Haastatteluista saatu aineisto analysoitiin ja asiantuntijoiden vastaukset tyypiteltiin teemoittain. Analyysin pohjalta täydennettiin vielä teoreettisesti viitekehystä siten, että saatiin asiantuntijoiden näkemyksiä mahdollisesti tukeva teoreettinen näkökulma, mikäli se oli mahdollista. Pääomasijoitusyhtiön sijoittamisesta alkuvaiheen yrityksiin on tehty enemmän tutkimuksia kuin yksityisten sijoittajien vastaavasta. Tämä näkyi selkeästi teoreettisen viitekehyksen taustalla olevan teorian luonteessa.

Mitkä asiat vaikuttavat eniten alkuvaiheen yrityksen arvoon ja positiiviseen sijoituspäätökseen?

Teoreettisen ja empiirisen lähestymisen kautta saatavat käsitykset sijoituspäätökseen ja arvoon vaikuttavista tekijöistä vastaavat pääosin toisiaan mutta tietenkin empiirisen aineiston ollessa näin pieni, syntyi asiantuntijakohtaisia painotuseroja. Teoreettisessa lähestymistavassa sijoituspäätökseen ja arvoon vaikuttivat eniten alkuvaiheen yrityksen tiimi; sen osaaminen, kontaktit ja kokemus, joka havaittiin myös empiirisesti kerätyn aineiston kautta merkittävimmäksi tekijäksi sijoituspäätöstä tehdessä. Teoria osuus viittaa myös siihen, että merkittävä tekijä pääomasijoitusyhtiöillä ja ammattimaisilla yksityissijoittajilla on tuotto-odotus, joka myös todettiin empiirisen aineiston pohjalta olevan pääomasijoitusyhtiöiden sijoituspäätöstä ja yrityksen arvonmääritystä vahvasti ohjaava tekijä. Osa asiantuntijoista ei nähnyt tuotto-odotuksen olevan merkittävä tekijä sijoituspäätöstä tehdessä mutta osalle se oli selkeästi yksi sijoituspäätöksen syntymiseen merkittävimmin vaikuttavista tekijöistä, vaikkakaan he eivät tarkkaa tuotto-odotusta sijoitukselleen olisi laskenutkaan. Tämä empiirinen tulos tukee teoreettista

lähestymistä, jossa Lainema (2011) toteaa, että yksityisillä ammattisijoittajilla ja pääomasijoitusyhtiöillä on korkeammat ansaintatavoitteet kuin bisnesenkeleillä.

Johtopäätöksenä empiirisen aineistosta voi tehdä, että tiimin merkitystä sijoituspäätökseen ei voida väheksyä mutta lisäksi yksittäisillä tärkeimmät tekijät yksittäisillä sijoittajilla on, että sijoitus tuntuu ”hyvältä” ja itselle sopivalta. Sopivalta, ei tarkoita tässä tapauksessa sitä, että sijoittajan taustan pitäisi olla kohdeyrityksen kanssa samalta alalta, vaan enemmänkin sen toimialan tai markkinan pitää kiinnostaa sijoittajaa. Voidaankin puhua emotionaalisesti sijoittamisesta, josta Lainemakin (2011) mainitsee. Pääomasijoitusyhtiöissäkin sijoituspäätöksen tekevät ihmiset eikä tämän takia tunteita sijoituspäätöksiin vaikuttavana asiana voi kokonaan sivuuttaa mutta pääomasijoitusyhtiön tavoitteena on kuitenkin toimia mahdollisimman rationaalisesti.



KUVIO 4 Yksityisten sijoittajien ja pääomasijoitusyhtiöiden sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät

Miten pääomasijoittaja laskee alkuvaiheen yrityksen arvon?

Arvonmäärittäminen nähtiin olevan vaikeaa alkuvaiheen yrityksille lähestyen niin teoreettisesti kuin empiirisesti. Yksi syy arvonmäärittämisen vaikeuteen on edellisten tilikausien puuttuminen tai se, että edelliset tilikaudet eivät kuvaa riittävällä tavalla tulevien tilikausien liiketoiminnan potentiaalista kasvua. Teoriaosuudessa käsiteltiin kuusi eri tapaa toteuttaa alkuvaiheen yrityksen arvonmääritys; Berkus -menetelmä, Scorecard -menetelmä, diskontatun kassavirran menetelmä, Venture Capital -menetelmä, riskimuuttujien summausmenetelmä sekä First Chicago -menetelmä. Näiden lisäksi esiteltiin, Etulan (2014) määrittelemä nyrkkisääntö arvonmäärittämisen pohjaksi sekä lueteltiin Miloudin et al. (2012) tutkimuksen mukaan arvoon positiivisesti sijoitushetkellä vaikuttavat tekijät;

kasvava toimiala, tiimin osaaminen ja kokemus alkuvaiheen yrityksistä, yrityksen verkostot ja yhteistyökumppanit sekä yrittäjätiimi, jossa on enemmän kuin yksi henkilö.

Empiirisestä aineistosta voitiin havaita, että mitään selkeää kaavaa tai laskentatapaa ei asiantuntijoiden mielestä ole, jolla pystyisi määrittämään alkuvaiheen yrityksen arvon helposti ja yksiselitteisesti. Asiantuntijoista neljä ei tunnistanut käyttäneensä mitään tiettyä laskentatapaa alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittämisessä vaan vertailivat yrittäjien laskemaa arvoa esimerkiksi markkinaan, kilpailutilanteeseen, tuotteen innovatiivisuuteen ja tiimin kyvykkyyteen. Asiantuntijoista vain kaksi sanoi selkeästi käyttäneensä ja testanneensa alkuvaiheen yrityksen arvoa laskemalla. Toisella asiantuntijoista oli arvion lähtökohtana määrittää tai arvioida, kuinka paljon joku isompi toimija olisi tulevaisuudessa valmis maksamaan tästä yrityksestä (vrt. Venture Capital -menetelmä). Toinen asiantuntijoista jakoi yritykset liikevaihdollisiin ja ei-liikevaihtoa omaaviin yrityksiin. Liikevaihtoa omaavat yritykset hän arvioi kertaantuvuuden mukaan ja ei-liikevaihtoa tekevät yritykset hän ”massoittaa”. Massoittamisessa tavallaan lähestytään samaa tapaa määrittää yrityksen arvo kuin Berkus- ja Scorecad – menetelmissä. Selkeästi kuitenkin voidaan osoittaa jo näin pienen empiirisen aineiston avulla, että kaikki alkuvaiheen yrityksiin sijoittavat eivät käytä mitään tiettyä laskentatapaa vaan päättely arvon oikeellisuudesta voi syntyä sijoittajan oman ”tuntemuksen” perusteella. Tämä voi johtaa tutkijan oman päätelmän mukaan ainakin kahteen huonoon lopputulokseen; tehdään sijoitus liika korkealla yrityksen arvolla ja sijoittajan mielenkiinto tästä johtuen yritystä kohtaan saattaa vähentyä, tai sitten sijoittaja ei uskalla tehdä sijoituspäätöstä, koska päätökselle ei koeta olevan riittäviä perusteita.

Kaikki asiantuntijat kokivat, että Etulan (2014) nyrkkisääntö on hyvä pohja tai lähtökohta arvonmäärittämiselle mutta kuitenkaan sillä ei pystytä arvoa määrittämään perustellusti ja kovin tarkasti. Lähinnä nyrkkisääntö siis on hyvä lähtökohta kohdeyrityksen tiimille, jotta tajutaan mitkä asiat yrityksen arvoon vaikuttavat eikä pelkkä idea yleensä ole kovinkaan arvokas.

Miten pääomasijoittaja laskee yrityksen arvon, jos verrataan tämän tutkimuksen empiiristä aineistoa ja teoriaa:

- Ei laske – yksityiset pääomasijoittajat (ei pääomasijoitusyhtiöt)
- Massoittaminen (Berkus- ja Scorecard -menetelmät)
- Tulevaisuuden myyntihinnan perusteella (erityisesti pääomasijoitusyhtiöt, Venture Capital -menetelmä)

Miten korkea tai epärealistisen korkea alkuvaiheen yrityksen arvo vaikuttaa sijoitusneuvotteluihin?

Tähän tutkimuskysymykseen empiirinen aineisto vastasi lähes täydellisesti. Tutkimuksen teoriaosuudessa ei käsitellä liian korkean kohdeyrityksen arvon vaikutusta neuvotteluihin. Seuraava lainaus yhden asiantuntijan kommenteista kuvastaa aika hyvin sijoittajien mielipidettä liian korkeisiin arvoihin.

" Kun kaveri kompastuu kynnyksen yli eikä ole yhtään maksavaa asiakasta ja pyytää sijoitusta 2 miljoonan pre-money -valuaatiolla niin voin sanoa sen olevan liian paljon. Todennäköisesti se on liian paljon" (Asiantuntija 1, 24.11.2016)

Kohdeyrityksen liika korkean arvon nähtiin siis selkeästi kertovan yrityksen tiimistä; sen epäpätevyydestä, kokemuksesta ja luotettavuudesta. Korkea arvo viestii tietenkin yrityksen korkeista tavoitteista mutta myös realistisuuden puutteesta. Asiantuntijoiden mielestä liian korkea alkuvaiheen yrityksen arvo on selkeä "showstopperi" sijoituskeskusteluille eli sijoitusneuvottelut saattavat katketa hyvin varhaisessa vaiheessa pelkän virheellisen arvonmäärityksen takia. Samaisen tutkimusongelman alla puhuttiin myös siitä, että jopa hyvätkin liikeideat saattavat jäädä ilman rahoitusta, jos yrittäjien ja sijoittajien näkemyksen yrityksen arvosta eivät kohtaa. Tämä on ongelmallista, koska alkuvaiheen yrityksillä ja yritysideoilla on monesti tietty aikaikkuna, jonka sisällä idea pitää kaupallistaa ja toteuttaa. Tästä syystä, jos rahoituksen saanti viivästyy saattaa koko liikeidean toteuttamismahdollisuudet pienentyä merkittävästi.

Toteutuneen korkean arvon rahoituskierroksen vaikutus tuleviin rahoituskierroksiin?

Tämä tutkimuskysymyksen alla olevan teeman käsittely koettiin yleisesti haastavaksi eikä asiantuntijoista suurimmalla osalla ollut tarpeeksi pitkää ja laajaa kokemusta pääomasijoitustoiminnasta, jotta he olisivat voineet antaa omasta mielestään luotettavan vastauksen tämän teeman kaikkiin kysymyksiin. Teemaa käsittelevää teoriaa on tutkimuksessa melko vähän. Tässä teemassa käsiteltiin myös Suomen yritysrahoitusmarkkinoille tullutta uutta tekijää, joukkorahoitusta.

Asiantuntijoiden kommenttien perusteella voi tehdä johtopäätöksen, että yrityksen alkuvaiheessa liian korkealla yrityksen arvolla saatu rahoitus voi huonontaa yrityksen rahoituksen saamisen mahdollisuutta seuraavilla kierroksilla, jos laaditut, yleensä liian optimistiset, suunnitelmat eivät toteudukaan. Tällöin monesti joudutaan hakea rahoitusta suunniteltua aiemmin ja monesti myös suunniteltua pienemmällä arvolla. Tämä aiheuttaa niille sijoittajille, jotka tulivat mukaan aiemmin haastavan tilanteen. Heillä on kärjistetysti vain kaksi vaihtoehtoa: he sijoittavat joko lisää rahaa ja varmistavat vähintään nykyisen omistuksensa tai he eivät sijoita lisää rahaa ja heidän osuutensa dilutoituu, mikäli rahoituskierros toteutuu. Potentiaalisten uusien sijoittajien näkökulmasta ei tietenkään näytä kovinkaan hyvältä, jos aiemmin yritykseen rahaa sijoittanut sijoittaja, jolla tiedetään varallisuutensa puolesta olevan mahdollisuus, ei sijoitakaan yritykseen seuraavalla kierroksella. Tämä osoittaa sen, että sijoittaja ei näe yrityksen kasvumahdollisuutta sellaisena kuin ensimmäistä sijoitusta tehdessään. Tietenkin tilanne on toinen, jos yrityksen arvo on niin korkea jatkorahoituskierroksella, että sijoittajalla ei ole mahdollisuutta tai järkeä osallistua jatkorahoitukseen.

Tilanne, jossa alkuvaiheen yrityksen arvon koetaan olevan pienempi seuraavalla rahoituskierroksella kuin edellisellä voi olla yritykselle kohtalokasta.

Tällöin ensimmäisellä kierroksella yritykseen sijoittaneelle pääomasijoitusyhtiölle ja sen sijoittajaneuvostolle voi olla vaikeaa selittää ja todistaa, miksi näin on käynyt ja miksi heidän olisi järkevä sijoittaa yritykseen lisää rahaa. Alkuvaiheen yritysten rahoituksesta puhuttaessa, pääomasijoitusyhtiön vetäytyminen jatkorahoituskierrokselta sekä yrityksen arvon laskeminen, ovat vahvoja signaaleja yrityksen huonosta menestyksestä ja sijoittajan uskosta tulevaisuuteen. Tällöin on todella vaikeaa saada muita sijoittajia tekemään sijoitusta yritykseen.

Joukkorahoitus on melko uusi tekijä yritysrahoitusmarkkinoilla Suomessa, 2013, ja myös maailmalla. Tästä syystä uskon, että kaikilla asiantuntijoilla ei ollut vielä muodostunut selvää näkökulmaa joukkorahoituksen muodostamista yrityksen arvostuksista. Yksi asiantuntijoista piti joukkorahoittajien määrittämiä arvoja hyvin ”happotestattuina” monesta suunnasta, kun taas joku toinen piti koko joukkorahoituskenttää melko ”villinä läntenä”. Osa asiantuntijoista uskoi, että yrityksen arvo määritellään kokonaan uudelleen joukkorahoituskierroksen jälkeisellä rahoituskierroksella. Yksi asiantuntija näki myös, että joukkorahoitus on vähän kuin markkinointitempaus, jolla testataan tuotteen tai palvelun kiinnostavuutta. Vastausten perusteella voidaan tehdä olettamus, että joukkorahoituksen ollessa melko uusi tekijä pääomasijoitusmarkkinoilla, ei sen asemaa yritysrahoittajana nähdä niin selkeänä.

Tämän tutkimuksen avulla pystyttiin vahvistamaan toimeksiantajayrityksen hypoteeseja aiemmin havaituista ongelmista alkuvaiheen yrityksen rahoituksen hankintaan liittyen mutta myös havaitsemaan muita seikkoja, joita pääomasijoittajat sijoituspäätöksessään ottavat huomioon. Tärkeimpinä seikkoina tutkimuksesta voidaan nostaa neljä asiaa:

1. Tiimin merkitystä positiiviseen sijoituspäätökseen ja myös yrityksen arvoon ei voi liikaa korostaa.
2. Alkuvaiheen yrityksen epärealistisen korkea arvo on sijoittajalle usein sijoitusneuvottelut keskeyttävä tekijä.
3. Alkuvaiheen yrityksen arvonmäärittäminen on vaikeaa ja monet pääomasijoittajat, varsinkin yksityiset henkilöt eivät määritä yrityksen arvoa tarkasti.
4. Yksityisten sijoittajien sijoituspäätökseen vaikuttaa paljon tunnepuoli sekä sijoittajan tausta ja kiinnostus.

Jatkotutkimusmahdollisuuksia on alkuvaiheen yrityksiin sijoittamisesta ja niiden arvonmäärittämisestä laajasti. Olisi mielenkiintoista esimerkiksi tutkia alkuvaiheen yritysten arvojen kehittymistä Suomessa. Onko tässäkin tutkimuksessa mainittu alkuvaiheen yritysten ”buumi” vaikuttanut yritysten arvoihin. Olisi mielenkiintoista selvittää myös, miten alkuvaiheen yritykset itse määrittelevät arvon ja mihin he perustavat arvonmäärityksen. Sijoittajien toiminnasta olisi mielenkiintoista tutkia, kuinka paljon merkitystä omalla taustalla on pääomasijoituskohteiden valinnassa.

Tutkimuksen tuloksia voivat hyödyntää toimeksiantajayrityksen kaltaisten toimijoiden lisäksi alkuvaiheen yrittäjät, jotka etsivät pääomasijoittajaa ja pai-

nivat arvonmäärityksen problematiikan kanssa. Alkuvaiheen yrityksiin sijoittaminen on aina riskisijoitus ja onnistunut rahoituskierros vaatii yrityksen tiimin ja pääomasijoittajan ajatusmaailmoiden ja tavoitteiden kohtaamisen.

LÄHTEET

Amis, D. & Stevenson, H. 2001. Winning angels: the seven fundamentals of early-stage investing. Pearson Education Limited 2001.

Armstrong, C., Davila, A. & Foster, G. 2006. Venture-backed private equity valuation and financial statement information. Review of Accounting Studies 17, 119-154.

Bachher, J.S., Diaz de Leo´n, E. & Guild, P.D. 1999. Decision criteria used by investors to screen technology based ventures. Ontario: University of Waterloo.

Black, E. L. 2003. Usefulness of financial statement components in valuation: an examination of start-up and growth firms. Venture Capital 5(1), 47–69.

Berkus, D. 2009. The Berkus Method – Valuing the Early Stage Investment. http://berkonomics.com/?p=131 [viitattu 10.2.2017]

Bloomfield, S. 2008. Venture Capital Funding: A Practical Guide to Raising Finance. Kogan Page. e-kirja

BusinessDictionary. 2016. Proof of concept. http://www.businessdictionary.com/definition/proof-of-concept.html [viitattu: 14.2.2017]

Dittman, I., Maug, E. & Kemper, J. 2004. ow fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of German venture capitalists. European Financial Management.

Eskola, J. & Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino.

Etula, S. 2014. Osaamista, verkostoja, rahaa - opas enkelisijoituksen hakemiseen. Saarijärvi: Saarijärvi Offset Oy.

European Private & Venture Capital Association (EVCA). 2007. Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs. An EVCA Special Paper – November 2007. http://evca.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf [viitattu 7.2.2017]

FIBAN. 2016. Kasvurahoitus Suomessa 2015 - "Suomessa sijoitettiin 253 miljoonaa euroa yli 400 kasvuyritykseen". https://www.fiban.org/news/kasvurahoitus-suomessa-2015-suomessa-sijoitettiin-253-miljoonaa-euroa-yli-400-kasvuyritykseen. [viitattu 6.2.2017]

Finlex. 2013. säädös 341/2013. http://www.finlex.fi/fi/laki/kokoelma/2013/?_offset=9. [viitattu 7.12.2016]

Gerald, B. & Margulis, J. 2005. Angel Capital: How to raise early-stage private equity financing. John Wiley cop. 2005.

Hashami, S. 2015. Venture Valuation – First Chicago Method. Venionaire Capital. https://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/ [viitattu 10.2.2017]

Hiden, P & Tähtinen, J. 2005. Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Helsinki: Talentum.

Hirsjärvi, S. & Hurme, H. 2001. Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö. Helsinki: Yliopistopaino.

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2012. Tutki ja kirjoita. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy.

Investopedia. Dilution. 2016. http://www.investopedia.com/terms/d/dilution.asp [viitattu: 16.2.2017]

Kallunki, J-P., Martikainen, M. & Niemelä J. 2008. Ammattimainen sijoittaminen. Talentum.

Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.

Kajalo, S. 2007. Kvalitatiivisen tutkimuksen perusteet -luentomoniste. Kuopion yliopisto.

Kaplan, S., Sensoy, B. & Strömberg, P. 2009. Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from EarlyBusiness Plans to Public Companies. The Journal of Finance. http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/kss.pdf [viitattu 17.2.2017]

Lainema, M. 2011. Enkeleitä, onko heitä?. Talllinna: Tallinna Raamatutrükikoja OÜ.

Lauriala, J. 2004. Pääomasijoittaminen. Helsinki: Edita Prima Oy.

Luehrman, T. 1997. What's It Worth?: A General Manager's Guide to Valuation. May – June 1997, Harvard Business Review. https://hbr.org/1997/05/whats-it-worth-a-general-managers-guide-to-valuation . [viitattu 10.2.2017]

MacMillan, I., Siegel, R. & Narasimha, P.N.. (1985). Criteria used by Venture Capitalists to evaluate new venture proposals. http://ac.els-cdn.com/0883902685900114/1-s2.0-0883902685900114-main.pdf?_tid=0cc77f96-f506-11e6-bbbf-00000aacb360&acdnat=1487331881_084733a69a32ed63b52c12f632eb4b32 [viitattu 17.2.2017]

McClure, B. 2014. How Venture Capitalists Make Investment Choices. http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/how-venture-capitalists-make-investment-choices.asp [viitattu: 17.2.2017]

Mesenaatti. 2013. Tervetuloa joukkorahoitus. https://mesenaatti.me/tervetuloa-yhteisorahoitus/ [viitattu: 1.4.2017]

Metsämuuronen, J. 2011. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä. Gummerus ja Booky.fi. Jyväskylän yliopisto, e-kirja, opiskelijalaitos, https://jykdok.linneanet.fi/vwebv/holdingsInfo?bibId=1183030.

Miloud, T., Aspelund, A. & Cabrol, M. 2012. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. Venture Capital 14(2-3) 151-174.

Novoa, J. 2014. What are investors looking for in startups? 4 unmissable startup investor criteria. https://startupxplore.com/en/blog/startup-investors-criteria/ [viitattu: 8.2.2017]

Ollila, J. 2016. Jorma Ollila: "Startup-buumi on todellinen". Saatavilla: http://www.iltasanomat.fi/taloussanomat/yrittaja/art-2000001911268.html [viitattu 13.10.2016]

Payne, W. 2011. Scorecard Valuation Methodology. Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies. http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf. [viitattu 10.2.2017]

Payne, W. 2011. Startup Valuations: The Risk Factor Summation Method. Saatavilla: http://billpayne.com/2011/02/27/startup-valuations-the-risk-factor-summation-method-2.html. [viitattu 12.2.2017]

Payne, W. 2007. Valuing Pre-revenue Companies. Ewing Marion Kauffman Foundation. Saatavilla: https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/ACEF_-_Valuing_Pre-revenue_Companies.pdf [viitattu: 13.12.2016]

Polovets, L. 2014. How Do Investors Value Pre-Revenue Companies? Forbes. Saatavilla: http://www.forbes.com/sites/quora/2014/01/24/how-do-investors-value-pre-revenue-companies/#7ce1f4712c63 [viitattu 14.10.2016]

PriceWaterhouseCoopers & Suomen Pääomasijoitus ry (FVCA). 2006. Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf [viitattu: 14.2.2017]

Rantanen, J. 2012. Arvonmääritys yrityskaupassa. Helsinki: Suomen Yrittäjien Sypoint.

Ressi, A. 2016a. 2016 Will be Rough for Startups. Here's Why that's a Good Thing. https://mattermark.com/2016-will-rough-startups-heres-thats-good-thing/ [viitattu 13.10.2016]

Ressi, A. 2016. Five Ways Startup Funding Will Change In 2016. http://www.forbes.com/sites/adeoressi/2016/01/13/five-ways-startup-funding-will-change-in-2016/#2b285f94847b. [viitattu 13.10.2016]

Schumann, C. P. 2006. improving certainty in valuation using the Discounted Cash Flow Method. *Valuation Strategies, 10*(1), pp. 4-13

Shontell, A. 2014 This Is The Definitive Definition Of A Startup. Business Insider. http://www.businessinsider.com/what-is-a-startup-definition-2014-12?r=US&IR=T&IR=T [viitattu 1.3.2017]

Sijoittaja.fi. 2016. Vaihtovelkakirjalaina eli VVK-laina yrityksille. http://www.sijoittaja.fi/sijoittajan-tori/vaihtovelkakirjalaina-eli-vvk-laina-yrityksille/ [viitattu 13.11.2016]

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2016a. Mitä pääomasijoittaminen on? http://www.fvca.fi/yrittajalle [viitattu 15.11.2016]

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2016b. Pääomasijoittaminen Suomessa 2015. http://www.fvca.fi/files/1120/Pa_a_omasijoittaminen_Suomessa_2015.pdf [viitattu 4.3.2017].

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2016c. Toimiala Suomessa. http://www.fvca.fi/yrittajalle/toimiala_suomessa. FCVA 2016b [viitattu 24.8.2016].

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2017a. Löydä pääomasijoittaja. http://www.fvca.fi/jasenet/loyda_paaomasijoittaja?holding_preference=10&revenue_preference=193&xm_searchsubmit=Hae. [viitattu 16.2.2017]

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA). 2017b. Vierasta vai omaa pääomaa? http://www.fvca.fi/yrittajalle/vertailu_muihin_rahoitusmuotoihin [viitattu 17.2.2017].

Suster, M. 2010. The Four Main Things that Investor Look for in a Startup. https://bothsidesofthetable.com/the-four-main-things-that-investors-look-for-in-a-startup-846b2bfec17f#.vjpziz3gj [viitattu 8.2.2017]

Tilastokeskus. 2016a. Pk-yritys. http://www.stat.fi/meta/kas/pk_yritys.html [viitattu 31.8.2016]

Tilastokeskus. 2016b. Vaihtovelkakirjalaina. http://www.stat.fi/meta/kas/-vaihtovelkakirj.html [viitattu 21.9.2016]

Tobak, S. 2014. How to Evaluate Your Startup Like a VC. https://www.entrepreneur.com/article/235475 [viitattu 8.2.2017]

Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. 2000. Angel Investing – Matching Start-up Funds with Start-up Companies. The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists. San Francisco: Jossey-Bass, A Wiley Company.

Wise, S. 2015. When Is the Best time to Seek Startup Funding? http://www.huffingtonpost.com/dr-sean-wise/when-is-the-best-time-to_b_8189332.html [viitattu: 8.2.2017]

Zider, Bob. 1998. How Venture Capital Works. November-December 1998, Harvard Business Review.

Liite 1. Teemahaastatteluiden runko

1. Asiantuntijan tausta ja kokemus sijoitustoiminnasta
    - omat sijoitukset alkuvaiheen yrityksiin
    - kokemus pääomasijoitusyhtiöistä
    - sijoituprosessin kesto

2. Alkuvaiheen yrityksen arvon laskentatavat
    - "nyrkkisääntöjen" käyttäminen
    - sijoitusten arvojen vaihteluväli
    - konkreettiset tavat laskea alkuvaiheen yrityksen arvo

3. Arvoon ja sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät
    - sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät
    - arvoon vaikuttavat tekijät
    - oman osaamisen merkitys
    - proof-of-concept:in merkitys sijoituspäätökseen ja arvoon

4. Alkuvaiheen yrityksen epärealistisen korkea arvo
    - korkean arvon vaikutus keskusteluiden alussa
    - onko Suomessa havaittavissa valuaatiokuilua tai onko se riski alkuvaiheen yritysten rahoituksen saannille?

5. Toteutuneen korkean arvon rahoituskierroksen vaikutus jatkorahoitukseen
    - potentiaalisten sijoittajien väheneminen arvojen kasvaessa
    - joukkorahoitus ja korkeat yritysten arvot