

**SUOMALAISTEN ASiantuntijoiden Näkemyksiä
Startup-Yritysten Arvonmäärityksestä ja
RahoituskelPOisuudesta**

**Jyväskylä n yliopisto
Kauppakorkeakoulu**

Pro gradu -tutkielma

2020

**Tekijä: Samuli Laaksonen
Oppiaine: Laskentatoimi
Ohjaaja: Antti Rautiainen**



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Samuli Laaksonen	
Työn nimi Suomalaisten asiantuntijoiden näkemyksiä startup-yritysten arvonmäärityksestä ja rahoituskelpoisuudesta	
Oppiaine Laskentatoimi	Työn laji Pro gradu -tutkielma
Aika 26.2.2020	Sivumäärä 89
Tiivistelmä - Abstract <p>Tämän pro gradu -tutkielman tarkoituksena on tutkia asiantuntijoiden näkemyksiä startup-yritysten arvonmääritykseen liittyen sekä näkemyksiä startup-yrityksistä sijoituskohteina pääosin sijoittajan näkökulmasta. Startup-ympäristö on voimakkaassa kasvussa ja on startup-yrityksen näkökulmasta mielenkiintoista tutkia, millä perustein sijoittajat tekevät arvioita startup-yrityksistä. Tutkimuksessa haetaan vastauksia siihen, millä tavoin arvonmääritysmenetelmät, yrityksen taustatekijät ja sijoittaja vaikuttavat startup-yrityksen arvonmääritykseen ja rahoituskelpoisuuden arviointiin. Teoreettinen viitekehys rakentuu laskentatoimen ja rahoituksen teorioiden ympärille huomioiden erityisesti aineettoman pääoman, jota tutkimuskysymyksessä kuvataan myös yrityksen taustatekijöiksi. Tutkimusta varten haastateltiin teemahaastattelujen avulla kahdeksaa asiantuntijaa, joilla on monipuolista alan kokemusta erityisesti sijoittajan näkökulmasta. Haastattelut analysoitiin sisällönanalyysillä. Tulosten mukaan startup-yrityksellä tarkoitetaan hieman aikaisempaa kehitysvaihetta, kuin mitä aikaisempi tutkimus antaa olettaa. Tällaisen yrityksen arviointiin numeeriset arvonmääritysmenetelmät eivät juurikaan sovi. Sen sijaan olennaisin asia arvonmäärityksessä on tiimi. Lisäksi useimmiten sijoittajan tärkein anti yritykseen on rahan sijaan osaamispääoma ja neuvottelu on merkittävä osa arvonmääritystä. Tuloksista voidaan päätellä taustatekijöitä, joita sijoittajat arvottavat pohtiessaan startup-yritysten rahoituskelpoisuutta ja arvonmääritystä. Tuloksista voi olla hyötyä startup-yritykselle, joka on valmistautumassa rahoituksen hakemista varten.</p>	
Asiasanat Arvonmääritys, pääomasijoittaminen, startup-yritys, rahoituskelpoisuus	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Taustaa.....	5
1.2	Keskeiset käsitteet.....	7
1.3	Tutkimuskysymykset ja tutkimusmenetelmä	9
1.4	Tutkimuksen rakenne.....	9
2	PÄÄOMASIOITTAMINEN.....	10
2.1	Pääomasijoittamisen instituutiot	10
2.2	Riskirahoitustarve yrityksen elinkaaren eri vaiheissa.....	13
2.3	Pääomasijoittamisen prosessi.....	16
3	PÄÄOMASIOITUSKOHTTEEN ARVONMÄÄRITYS.....	18
3.1	Arvonmäärityksen merkitys	18
3.2	Määrällisiä arvonmääritysmenetelmiä	19
3.3	Laadulliseen analyysiin perustuvia esimerkkimenetelmiä	23
3.4	Riskit ja tuottovaatimus	26
3.5	Arvonmääritykseen liittyviä ongelmia.....	29
4	STARTUPIN ARVON MUODOSTUMINEN.....	31
4.1	Startup-yrityksen erityispiirteet.....	31
4.2	Taloudellisen tiedon vaikutus arvon muodostumiseen.....	31
4.3	Pääomarakenne	33
4.4	Aineettoman pääoman vaikutus arvon muodostumiseen	36
4.4.1	Tiimi.....	37
4.4.2	Markkinaympäristö.....	38
4.4.3	Tuote, teknologia ja skaalautuvuus	39
4.5	Portfolio, sijoittajan tuoma lisäarvo ja neuvottelu	40
5	MENETELMÄT JA AINEISTO	43
5.1	Menetelmät	43
5.2	Aineisto.....	44
6	TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN OSA JA TULOKSET.....	47
6.1	Pääomasijoittaminen ja startup-yrityksen määritelmiä	47
6.1.1	Pääomasijoittaminen	47
6.1.2	Startup-yrityksen määritelmiä.....	49
6.2	Arvonmääritys ja siihen liittyvät menetelmät	50
6.2.1	Arvonmääritysmenetelmien haasteita.....	50
6.2.2	Startup-yritysten kohdalla käytettäviä menetelmiä	52
6.2.3	Startup-yrityksen näkökulmaa arvonmääritykseen.....	54
6.3	Arvonmääritys ja yrityksen taustatekijät	56
6.3.1	Yleisiä havaintoja.....	56
6.3.2	Tiimi.....	57
6.3.3	Markkina.....	59
6.3.4	Tuote, liiketoiminta ja skaalautuvuus	60
6.4	Sijoittajan sopivuus yritykseen ja neuvottelu	61

6.4.1	Miksi sijoittaja mukaan yritykseen?.....	61
6.4.2	Millainen sijoittaja mukaan yritykseen?.....	62
6.4.3	Sijoittajan ja yrityksen välinen neuvottelu.....	65
6.5	Epävarmuuden vähentäminen	68
7	JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI	71
7.1	Johtopäätökset	71
7.2	Tutkimuksen arviointi.....	78
	LÄHTEET.....	79
	LIITE: Teemahaastattelun kysymysrunko	88

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa

Startup-yritykset ja keskustelu sekä kiinnostus niiden ympärillä ovat 2000-luvulla nostaneet vaikuttavuuttaan jatkuvasti. Esimerkiksi Dempwolfin, Auerin ja D'Ippoliton (2014) mukaan yrityskiihdyttämötoiminta on olennaisesti kasvanut vuoden 2005 jälkeen, jolloin perustettiin suosittu yhdysvaltalainen kiihdyttämö, Y Combinator. Kiihdyttämöt ovat pääosin startup-yrityksille suunnattuja liiketoiminnan kasvu- ja kehittämisohjelmia. Suhtautuminen yrittäjyyteen on varsinkin nuorempien sukupolvien kohdalla silminnähden parantunut ja kiinnostus yrittäjyyttä kohtaan lisääntynyt. Hessels ja van Stel (2011) tutkivat yrittäjyyden vaikutusta valtion taloudelliseen kasvuun erityisesti vientiorientoituneiden yritysten kohdalla. Tuloksissaan he toteavat yhteyden näiden asioiden välillä olevan positiivinen ja vientiorientoituneisuuden antavan tähän vielä merkittävän lisäpanoksen. Tänä päivänä kuullaan usein yhteiskunnallisessa keskustelussa puhuttavan siitä, miten suuri positiivinen merkitys startup-yrityksillä on työllisyyden kasvattamisessa. Hurri ja Maliranta (2018) nimeävätkin tutkimuksessaan kasvuyritysten merkittävimäksi rooliksi talouskasvun suhteen uudet työpaikat, jotka ne luovat kasvuperiodinsa aikana. Oma kiinnostustani aiheeseen on lisännyt toimiminen paikallisessa opiskelijalähtöisessä yrittäjyysjärjestössä. Aihe tuntui mielekkäältä ja koin pystyväni verkostoni välityksellä löytämään mielenkiintoisia ja laadukkaita haastateltavia tähän tutkimukseen. Laskentatoimen tutkimuksen kannalta koin perustelluksi tutkia startup-yritysten arvonmäärittystä.

Rahoituskierroksia pyörii jatkuvasti ja niin pieniä kuin myös hyvin suuria pääomasijoituksia tehdään yrityksiin koko ajan. Miten tällaisten aikaisen vaiheen yritysten arvoa sitten oikein määritetään? Vuosittain valtavia määriä varoja sijoitetaan startup- ja kasvuyrityksiin, joiden liiketoiminta ja varsinkin sen menestys on epävarmaa. On odotettavaa, että tällaisten merkittävien rahamäärien sijoittamisessa noudatetaan jonkinlaisia perusteita. Tämän tutkimuksen kohdalla huomio kiinnittyy arvonmäärittelyn perusteisiin, jotka

määrittävät startup-yritykselle hinnan, jonka perusteella sen osakkeet vaihtavat omistajaa. Tutkimuksen tekemisen aikana, etenkin haastatteluissa, törmäsin käsitteeseen rahoituskelpoisuus, jonka päätin sisällyttää myös otsikkoon kuvaamaan tätä tutkimusta. Rahoituskelpoisuus on arvonmäärittämisen ohella keskeinen osa sitä, mitä tässä tutkimuksessa tutkitaan. Rahoituskelpoisuus yksinkertaisena käsitteenmäärittelynä osoittautuu haastavaksi. Rahoituskelpoisuus voi ensinnäkin tarkoittaa eri asioita eri toimijoille. Esimerkiksi pankille rahoituskelpoinen kohde voi olla sellainen, jolla on selkeä ja kestävä lainan takaisinmaksukyky. Tämän tutkimuksen kontekstissa Dempwolf ym. (2014) kuvaavat rahoituskelpoisimmaksi (viability) yritykseksi kiihdyttämöjen soveltamien valintaperusteiden kohdalla sellaisen, jolla on parhaat mahdollisuudet kovaan kasvuun nopealla aikataululla. Rahoituskelpoisuudella tarkoitetaan, ainakin tämän tutkimuksen kohdalla, useisiin yrityksen ominaisuuksiin perustuvaa arviota siitä, kuinka rahallisesti tuottavana ja kasvulle potentiaalisena sitä voidaan pitää. Rahoituskelpoisuutta mittaaviin tekijöihin voidaan lukea kaikki tässä tutkimuksessa esitellyt asiat, jotka tavalla tai toisella mittaavat yrityksen ominaisuuksia sijoituskohteena. Rahoituskelpoisuuteen vaikuttavat niin käytännölliset asiat, kuten pääomarakenne, kuin myös abstraktimmat asiat, kuten tiimin ominaisuudet. Rahoituskelpoisuutta ei voida pitää absoluuttisena asiana, vaan siihen vaikuttavat subjektiiviset näkemykset. Ei voida yleisellä tasolla määrittää, että jokin yritys on tai ei ole rahoituskelpoinen. Yritys voi hyvinkin olla jonkin toisen sijoittajan näkökulmasta rahoituskelpoinen ja jonkin toisen sijoittajan näkökulmasta taas ei. Yksi ulottuvuus rahoituskelpoisuudessa on potentiaali ja toisaalta toinen on toteutus. Korkea potentiaali ei välttämättä toteudu ilman laadukasta toteutusta ja laadukasta toteutusta harvemmin päästään tekemään ilman potentiaalia. Rahoituskelpoisuuden parantamiseksi tarvitaan molempia ulottuvuuksia ja tämä yleisesti vaatii monipuolista osaamispääomaa yrityksen tiimissä.

Aiheesta löytyy hieman aiempaa tutkimusta liittyen sijoittajien sijoituskriteereihin ja itse arvonmääritykseen. Esimerkiksi Mason ja Stark (2004) tutkivat mitä sijoittajat tarkastelevat liittyen kohdeyrityksen liiketoimintasuunnitelmaan. He käyvätkin läpi sijoitusperiaatteita pankkien, pääomasijoitusyhtiöiden ja enkelisijoittajien sijoituspäätösten takana. Heidän tulostensa mukaan käy ilmi, että esimerkiksi pääomasijoitusyhtiöiden ja enkelisijoittajien tarkastelu kohdistuu hieman erilaisiin asioihin, kun ne tarkastelevat aikaisen vaiheen yrityksen rahoituskelpoisuutta omista sijoitusnäkökulmistaan. Arvonmääritystä ovat tutkineet esimerkiksi Miloud, Aspelund ja Cabrol (2012). Heidän mukaansa pääomasijoitusten arvonmääritys on vähäisesti tutkittu ja he tutkivat arvonmääritystä strategiateorioiden näkökulmasta. He toteavat startup-yrityksen arvonmäärityksen haasteet, jotka liittyvät taloudellisen tiedon (output) puutteeseen. Haasteet tunnistaen he myös samalla toteavat, että tällöin tulisikin arvioida yrityksessä olevia panoksia (input), kuten yrittäjä, toimiala ja idean houkuttelevuus.

Viime aikoina on esimerkiksi Jyväskylän yliopistossa tehty myös startup-yritysten arvonmääritykseen liittyen pro gradu -tutkimusta. Viljanmaa (2017)

totesi tutkimuksessaan esimerkiksi, että arvonmäärittämissä menetelmissä on vaikea käyttää alkuvaiheen yrityksiin. Santala (2019) sen sijaan keskittyy tutkimuksessaan buyout-sijoittamiseen, jolla tarkoitetaan yrityskauppaa, joka kohdistetaan pääosin hieman kypsempään vaiheeseen yrityksiin, kuin mistä pääomasijoittamisessa ollaan kiinnostuneita (Talmor & Vasvari 2011, 29). Tämä tutkimus sen sijaan koskee startup-yrityksiä ja aion tässä tutkimuksessa hieman enemmän keskittyä menetelmien sijaan yrityksen taustatekijöihin, kuten juurikin tiimin vaikutukseen arvonmäärittämisessä. Lisäksi keskitytään hieman tarkemmin myös esimerkiksi yrityksen ja sijoittajan väliseen sopivuuteen ja neuvotteluun.

Tämän tutkimuksen teoriaosassa erityisesti yleisiin pääomasijoittamisen teorioihin antaa pohjatietoa Metricken ja Yasudan (2011) teos liittyen pääomasijoittamiseen ja innovaatio- ja investointirahoitukseen. Läpi tutkimuksen hyvin käytännönläheisellä otteella aiheeseen liittyvää teoriaa hahmottaa Etula (2015) oppaassaan nimeltä Osaamista, verkostoja, rahaa. Tämä teos on julkaistu esimerkiksi FiBAN:in (Finnish Business Angels Network) kotisivuilla. Arvonmäärittämissä menetelmissä näkökulmasta on nostettava esiin aikaisemmasta teoriasta diskontatun kassavirran menetelmä (Koller, Goedhart & Wessels 2015, 152-163; Kallunki & Niemelä 2007, 109-112). Vaikka menetelmän käyttö on kyseenalaista juuri startup-yritysten kontekstissa, on kyseinen menetelmä kuitenkin yleisesti varsin käytetty menetelmä, joka astuu myös kuvaan hyvin pian yrityksen kehityksen edetessä. Lisäksi yrityksen taustatekijöihin tai aineettomaan pääomaan eli tiimiin, markkinoihin, tuotteeseen ja teknologiaan liittyen on muutamia keskeisiä lähteitä. Tiimiin liittyen esimerkiksi Muñoz-Bullonin, Sanchez-Buenon ja Vos-Sazin (2015) tutkimus antaa hyvää teoriapohjaa. Jalosen (2011) tutkimus epävarmuuden ilmenemisestä innovaatiotoiminnassa antaa käyttökelpoisia lähestymistapoja markkinoiden tarkasteluun. Tyebjeen & Brunon (1984) tutkimus taas on iästään huolimatta hyvin käytetty tällä alalla ja antaa tässäkin tutkimuksessa lähtökohdita tuotteen arviointiin.

1.2 Keskeiset käsitteet

Startup-yritys. Aikaisen vaiheen yritys, joka perustuu innovatiivisuuteen ja tavoittelee voimakasta kasvua, mutta ei ole vielä toteuttanut sitä (Cumming 2012). Tämän tutkimuksen perusteella startup-yrityksellä tarkoitetaan sellaista yritystä, joka tavoittelee voimakasta kasvua, on liiketoiminnan osalta hyvin nuori eikä välttämättä ole tiedossa, mitä yrityksen liiketoiminnasta tulee.

Kasvuyritys. Startup-yritysten rinnalla puhutaan usein kasvuyrityksistä, joiden kohdalla määrittely perustuu henkilöstömäärän kasvuun. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö (OECD, Organisation for Economic Cooperation and Development) määrittelee kasvuyrityksen sellaiseksi, jonka lähtötyöllisyys on vähintään kymmenen henkilöä ja seuraavan kolmen vuoden keskimääräinen työllisyyden vuosittainen kasvu ylittää 20 prosenttia (Eurostat, O.E.C.D. 2007).

Pääomasijoittaja. Pääomasijoitus on yrityksen elinkaaren alkuvaiheen rahoitusvaihtoehto. Pääomasijoittaja on startup-yrityksen tavanomainen rahoittaja, sillä startup-yrityksen on usein vaikea taloudellisen tilanteensa vuoksi saada lainoitusta. Pääomasijoittamiselle on tyypillistä vähemmistösjoitusten tekeminen eli ei haluta omistaa osake-enemmistöä. Pääomasijoittaminen on oman pääoman ehtoista sijoittamista ja pääomasijoittajan tullessa mukaan yritykseen hahmotellaan sopimuksessa sijoituksen lisäksi esimerkiksi asioita liittyen sijoittajan osallistumiseen, korvauksiin ja irtautumiseen. Pääomasijoittamiseen liittyy olennaisesti sijoittajan usko tulevaisuuden tuottomahdollisuuksiin. Aikaisen vaiheen yritysten osakkeilla ei ole lähtökohtaisesti aktiivista jälkimarkkinaa, vaan sijoituksen tuotto tehdään irtautumisessa eli exitissä. Pääomasijoittamista harjoitetaan niin sijoittajan omista varoista, kuin pääomarahaston kautta. Pääomasijoittamiseen liitetään termi ”venture capital”, jolla viitataan useimmiten pääomasijoitusyhtiöön. (Leppiniemi 2002, 146; Lerner, Hardyman & Leamon 2012, 1.)

Arvonmääritys ja valuaatio. Arvonmäärityksellä tarkoitetaan prosessia, jonka avulla esimerkiksi sijoituskohteen tämän hetken arvo pyritään määrittämään. Tässä tutkimuksessa arvonmäärityksen avulla pyritään löytämään yritykselle arvo, joka mahdollisimman vastuullisesti kuvaa yrityksen tuottopotentiaalia. Valuaatiolla tarkoitetaan joko arvonmääritysprosessia tai arvoa joka arvonmäärityksen lopputuloksena saadaan.

Rahoituskelpoisuus. Rahoituskelpoisuudella viitataan siihen, miten hyvin sijoituskohte vastaa yleisiin ja rahoittajakohdaisiin tavoitteisiin, kun sijoituksella haetaan tuottoa. Dempwolfin ym. (2014) yksinkertaistetun määrittelyn mukaan tämä tarkoittaisi startup-yritysten kohdalla niiden kykyä kovaan kasvuun nopealla aikataululla. Sijoituksen rahoituskelpoisuuden yleiset tavoitteet voivat tarkoittaa esimerkiksi rahoituskohteen kykyä maksaa pankille lainaa takaisin tai tuottaa pääomasijoittajalle voittoa arvonnousun myötä. Rahoittajakohdaisia tavoitteita voisivat olla esimerkiksi pankille kohteen maksukyky sekä vakavaraisuus ja pääomasijoittajalle kohteen kasvua tukeva suunniteltu omistusrakenne sekä kyky nopeaan kasvuun.

Irtautuminen eli exit. Irtautumisella eli exitillä tarkoitetaan tilannetta, jossa yrityksestä osuuden omistava taho saa sijoituksensa realisoitua rahaksi. Startup-yrityksistä irtautuminen tapahtuu lähes aina joko yrityksen listautumisella osakkeiden julkisen kaupankäynnin markkinalle eli pörssiin tai yrityksen osakkeiden myymisellä strategiselle ostajalle. Irtautuminen eli exit on olennainen osa pääomasijoittamista, sillä sen seurauksena sijoituksen tuotto realisoituu. Ennen exitiä sijoituksen tuotto on käytännössä spekulatiivista. (Metrick ym. 2011, 10.)

1.3 Tutkimuskysymykset ja tutkimusmenetelmä

Tutkimuksessa haetaan vastauksia seuraavaan tutkimuskysymykseen:

Millä tavoin arvonmääritysmenetelmät, yrityksen taustatekijät ja sijoittaja vaikuttavat startup-yrityksen arvonmäärittelyyn ja rahoituskelpoisuuden arviointiin?

Tutkimuksessa haastatellaan kahdeksaa asiantuntijaa, joilla on kokemusta startup-yrityksen arvioinnista sijoittajan näkökulmasta. Alalle tyypillisesti haastateltavilla on kuitenkin monipuolinen kokemuspohja ja monella näkökulmaa myös startup-yrityksen puolelta. Tutkimusmenetelmänä käytetään teemahaastattelua ja analyysimenetelmä on lähimpänä suunnattua eli aikaisempaan teoriaan perustuvaa sisällönanalyysia. Analyysimenetelmässä on myös piirteitä temaattisesta analyysistä, koska tulosten käsittely perustuu teemoihin, jotka on määritelty ennen haastatteluja. Tutkimuksella voidaan odottaa olevan hyötyä startup-yritykselle, joka on valmistautumassa rahoitusneuvotteluihin.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen rakenne koostuu viidestä osasta, jotka ovat johdanto, teoriaosa, menetelmien ja aineiston esittelyosa, empiirinen osa ja johtopäätösosa.

Teoriaosa koostuu kolmesta luvusta, joista luvussa kaksi käsitellään pääomasijoittamista ja startup-yrityksiä yleisesti. Luvussa kolme käsitellään arvonmäärittelyä ja siihen liittyviä menetelmiä. Luvussa neljä käsitellään tämän tutkimuksen kannalta mielenkiintoisinta asiaa eli arvonmäärittelyyn liittyviä taustatekijöitä, kuten tiimiä, sijoittajaa ja neuvottelua. Luvussa viisi kuvataan käytetyt tutkimusmenetelmät ja haastateltavat tarkemmin. Luvussa kuusi käsitellään tutkimuksen empiirinen osa jaettuna viiteen eri teemaan. Viimeisessä luvussa seitsemän esitetään tutkimuksen johtopäätökset ja arviointi.

2 PÄÄOMASIJOITTAMINEN

2.1 Pääomasijoittamisen instituutiot

Pääomasijoittamisella tarkoitetaan korkean riskin sijoitusten tekemistä innovatiivisiin ja voimakasta kasvua tavoitteleviin aikaisen vaiheen yrityksiin eli startup-yrityksiin. Startup-yritysten hakema rahoittaja ja rahoituskierroksen koko perustuu yrityksen perustelemiin rahoitustarpeisiin ja yrityksen elinkaaren vaiheeseen. Pääomasijoitusten korkeampi riski perustuu pääosin siihen, ettei rahoitusta saavilla yrityksillä ole vielä kassavirtaa, jonka avulla ne voisivat maksaa rahoituksen antajalle korkoa lainalle tai osinkoa jakokelpoisista voittovaroista omistusta vastaan. (Cumming 2012.)

Pääomasijoittaminen käsittää tiettyjä ominaispiirteitä, joita Metrick ym. (2011, 3) kuvaavat kirjassaan seuraavalla tavalla:

- Mikäli kyseessä on pääomasijoitusyritys, se toimii rahoituksen välittäjänä käyttäen sijoittajien pääomaa ja sijoittaen sitä kohdeyrityksiin;
- Pääomasijoittaja sijoittaa vain yksityisiin yrityksiin, joiden osakkeilla ei voida käydä kauppaa julkisessa pörssissä;
- Pääomasijoittaja ottaa pörssisijoittajaa aktiivisemmin osaa portfolioonsa kuuluvien yritysten seurantaan ja niiden auttamiseen;
- Pääomasijoittajalla on ensisijaisesti tavoitteena maksimoida taloudellinen tuottonsa exitin avulla joko yrityksen myymisen tai listautumisen (Initial Public Offering, IPO) kautta;
- Pääomasijoittajalla on tarkoituksena rahoittaa yrityksen sisäistä kasvua;
- Pääomasijoituksissa useimmiten suurempi omistusosuus yrityksestä jää sen perustajille.

Englannin kielessä, mukaan lukien Metrick ym. (2011), käytetään termiä "venture capital", joka suoraan suomeksi käännettynä tarkoittaa

riskipääomaa. "Venture capitalist" sen sijaan voisi suomeksi olla esimerkiksi riskipääomittaja. Tämän englanninkielisen termin kääntäminen suomen kieleen ei ole aivan yksiselitteistä. Suomen kielessä tällaista riskisijoittamista on päädytty kuvaamaan termillä pääomasijoittaminen. Metrickin ym. (2011, 4) mukaan termi "venture capital" voidaan helposti sekoittaa enkelisijoittajiin. Heidän mukaansa termillä "venture capital" tarkoitetaan nimenomaan pääomasijoitusyhtiöitä ja enkelisijoittajat ovat asia erikseen. Suomenkielinen termi pääomasijoittaja sen sijaan käsittää sekä pääomasijoittamista harjoittavat yhtiöt että enkelisijoittajat. Pääomasijoittajien joukosta voidaan erottaa itse asiassa seuraavat kolme pääomasijoittajan tyyppiä, joilla kaikilla on hieman toisistaan poikkeavat ominaispiirteet niiden toteuttaessa pääomasijoittamista. On pääomasijoitusyhtiöitä, joukkorahoitusyhtiöitä ja enkelisijoittajia.

Pääomasijoitusyhtiöt ovat julkisia tai yksityisiä yrityksiä, jotka tekevät pääomasijoituksia. Pääomasijoitusyhtiöllä tarkoitetaan yhtiötä, joka hallinnoi jotakin pääomasijoitusrahastoa (venture capital fund). Tällaiseen pääomasijoitusrahastoon varat tulevat joukolta sijoittajia ja pääomasijoitusyhtiön tehtävänä on hallinnoida ja sijoittaa rahaston varoja eteenpäin joidenkin sijoitusperiaatteiden mukaisesti. On kuitenkin myös olemassa yrityksen omia riskirahoitusvaroja (corporate venture capital), joilla tarkoitetaan yrityksen omia varoja, joita sijoitetaan yrityksen ulkopuolisiin startup-yrityksiin (Chesbrough 2002). (Gorman & Sahlman 1989; Tyebjee ym. 1984.) Brunninge ja Nordqvist (2004) määrittelevät pääomasijoitusyhtiön yritykseksi, joka tekee väliaikaisen, esimerkiksi 5-10 vuoden, omistussitoumuksen toiseen yritykseen. Sitoumuksen väliaikaisuudella viitataan tavoitteeseen irtautua yrityksestä jollakin suunnitelman mukaisella aikataululla, kun kyseessä on ensimarkkinasijoitus, jolla ei ole olemassa vakiintunutta jälkimarkkinaa. Irtautuminen tapahtuu useimmiten yrityksen kehityttyä niin pitkälle, että se listautuu jonkin julkisen kaupankäynnin markkinalle tai se ostetaan. Black ja Gilson (1998) määrittelevät pääomasijoitusyhtiöt amerikkalaisittain riskipääomaa sijoittavina organisaatioina, jotka ovat erikoistuneet nopean kasvun, korkean riskin ja usein huipputeknologian yrityksiin. Näihin sijoituksiin liittyy olennaisesti myös se, että niiden avulla tavoitellaan voittoa oman pääoman ehtojen eli omistusosuuden perusteella. Pääomasijoituksista luetaan pois yritysostotilanteet, jossa rahoittavan yrityksen johto saa päätäntävällän itselleen sen nykyisiltä omistajilta. Pääomasijoitustoiminnalle on ominaista, että rahoittava taho tulee yrityksen osakkaaksi, joka ei ota päätäntävältä kokonaan itselleen, mikä tarkoittaa, että yrittäjä ja hänen lähipiirinsä säilyttää yli 50% omistusosuuden yrityksestä (Brunninge ym. 2004).

Enkelisijoittajilla tarkoitetaan yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat omaa rahaansa alkuvaiheen korkean riskin yrityksiin. Enkelisijoittajalle ei ole olemassa tarkkaa määritelmää, mutta Lahti (2008, 3) esittää olemassa olevien tietojen pohjalta kolme ominaisuutta, joiden perusteella enkelisijoittaja voitaisiin määritellä. Ensiksi, enkelisijoittaja esittelee itsensä enkelisijoittajana eli tunnistaa itse kuuluvansa tähän ryhmään. Toiseksi, enkelisijoittajan sijoittamisen tavoitteena on saada tuottoa ja kolmanneksi määritellään, että sijoituksen arvo ylittää 10 000 euroa. Näiden kolmen asian lisäksi enkelisijoittamiselle ominaista

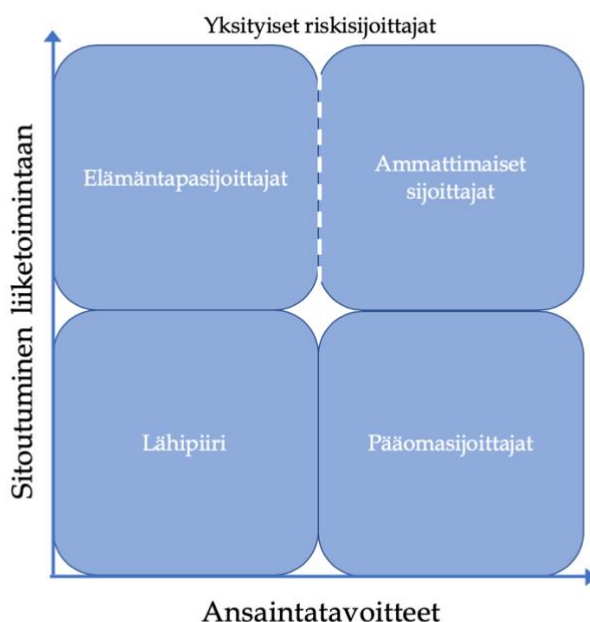
on se, että sijoittaja tuo yritykseen rahallisen pääoman lisäksi myös ei-rahallista pääomaa. Esimerkiksi Politksen (2008) kirjallisuuskatsauksen perusteella enkelisijoittajien odotetaan osallistuvan "hands-on"-mentaliteetilla yrityksen toimintaan tarjoten niin sanottuja arvoa lisääviä palveluksia. Tällaisten palvelusten avulla enkelisijoittaja tuo yritykseen osaamispääomaa, rakenteellista pääomaa ja sosiaalista pääomaa. Osaamispääomalla tarkoitetaan alan teknistä osaamista tai markkinoiden tuntemista. Rakenteellisella pääomalla tarkoitetaan yrityksen kulttuurin, arvojen, prosessien ja toimintatapojen kaltaisia asioita, jotka kytkeytyvät vahvasti organisaation rakenteeseen. Sosiaalisella pääomalla tarkoitetaan enkelisijoittajan mukanaan tuomia verkostoja. (Ardichvili, Cardozo, Tune & Reinach 2002.)

Joukkorahoitus on alkuvaiheen yritysten rahoituslähde, joka on Suomessakin tullut viimeisen vuosikymmenen aikana enemmän tutuksi. Joukkorahoituksen avulla kerätään pääosin yksityishenkilöiltä verrattain pieniä pääomasijoitussummia, jotka koottuna yhteen muodostavat rahoituskierroksen kohdeyritykselle. Ordanini, Miceli, Pizzetti ja Parasuraman (2011) määrittelevät joukkorahoituksen kasvavaksi ilmiöksi, jossa asiakkaiden verkostolta kerätään yhteen varoja usein internetin välityksellä. Nämä varat sitten sijoitetaan jonkin toisen ihmisryhmän tai organisaation tavoitteiden saavuttamiseen. Heidän mukaansa tämä on uudenlainen tapa aktivoida asiakaskuntaa, joka vähentää markkinoinnin ja rahoituksen alojen välistä erottelua. Joukkorahoitus ei ole aivan uusi ilmiö, sillä samankaltaista pienten rahasummien kokoamista on todistettu historian saatossa aiemminkin, esimerkiksi joukkovelkakirjojen muodossa. Joukkorahoituksen kohdalla ei voida kuitenkaan havaita merkittävää liiketoiminnan tukemista muuten kuin tarjotun rahoituksen muodossa. Joukkoistamisen viitekehyksen mukaisesti joukkorahoitusmallien voidaan nähdä sisältävän kyseisen viitekehyksen mukaisia elementtejä. Joukkorahoituksessa ei kuitenkaan ole kyse tällaisesta joukon ideoiden ja neuvotteluvoiman hyödyntämisestä, vaan joukko rahoittaa jo valmiiksi taustaltaan tutkittuja ja tämän myötä ehdotettuja sijoituskohteita. Joukkorahoituksen ominaispiirteitä ovat siis sijoitusten hankkiminen internetin välityksellä, yksittäisten sijoitusten verrattain pieni koko ja sijoittajaryhmän laajuus sekä ei-ammattimaisuus (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher 2013).

Näiden kolmen rahoittajaryhmän lisäksi voidaan aivan aikaisimman vaiheen rahoittajista mainita lähipiiri, sekä yrittäjän itsensä sijoittamat varat. Yrittäjien ja lähipiirin sijoittamat varat pienentävät agenttikustannuksia, jotka johtuvat informaation epäsymmetriasta yrityksen tiimin ja ulkopuolisten sijoittajien välillä. Mitä suurempi on tiedon epäsymmetria, sitä suurempi on ulkopuolisten sijoittajien tuottovaatimus. Tuottovaatimusten kasvu tarkoittaa suurempia agenttikustannuksia. (Hechavarría ym. 2016, 139; Hyytinen & Pajarinen 2002, 2-4.) Tähän liittyy läheisesti nokkimisjärjestysteoria, jonka mukaan informaation epäsymmetriasta seuraavasta haitallisesta valikoitumisesta johtuen yritykset suosivat ensisijaisesti sisäistä rahoitusta ulkoisen rahoituksen kustannuksella (Myers 1984).

Eri sijoittajia voidaan jakaa alla olevan kuvion 1 mukaisesti liiketoimintaan sitoutumisen ja ansaintatavoitteiden mukaisesti ryhmiin. Matalan sitoutumisen

puolella ovat lähipiiri ja pääomasijoittajat. Lähipiirin kohdalla myös ansaintatavoitteet ovat vaatimattomat, kun taas pääomasijoittajilla on korkeat ansaintatavoitteet. On huomioitava, että tämän kuvaajan kohdalla käsitellään nimenomaan sitoutumista liiketoiminnan toteuttamiseen. Lähipiirillä saattaa olla merkittävä ja pitkäaikainenkin sitoutuminen yritykseen rahallisesti, mutta sitoutumista yrityksen liiketoimintaa ei välttämättä kuitenkaan ole. Kuvan yläosassa elämäntapasijoittajia ja ammattimaisia sijoittajia kuvataan yksityisiksi riskisijoittajiksi. Yksityiset riskisijoittajat sijoittavat omia rahojaan, kun pääomasijoittajat sijoittavat toisten rahoja. Jako elämäntapasijoittajien ja ammattimaisten sijoittajien välillä ajatellaan siten, että ammattimaiset sijoittajat elävät sijoituksista saamallaan tuotoilla. Enkelisijoittajien voidaan nähdä kuuluvan näihin kahteen ryhmään. (Lainema 2011, 51-53.)



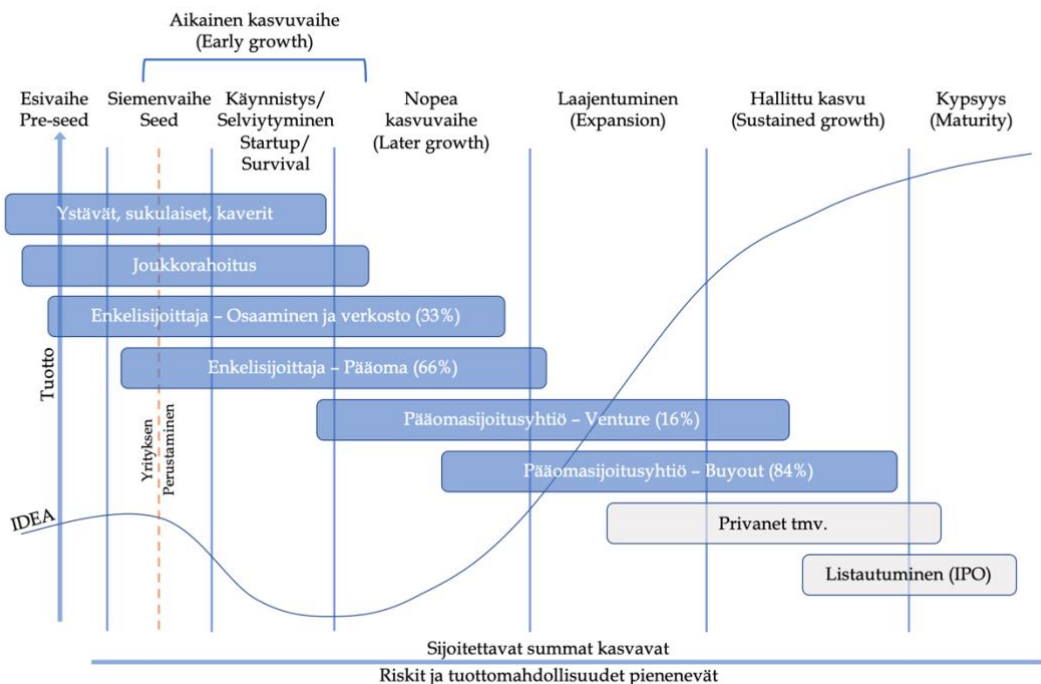
KUVIO 1 Sijoittajien ansaintatavoitteet ja sitoutuminen liiketoimintaan (Lainema 2011, 52.)

2.2 Riskirahoitustarve yrityksen elinkaaren eri vaiheissa

Startup-yritysten kohdalla rahoitusta voidaan kuvailla elinkaarimallin avulla. Yrityksen eri vaiheissa rahoituksen tarve sekä kyky saada sitä eroavat toisistaan. Alla oleva kuvio 2 (Etula 2015, 13) esittää kolme eri elinkaarta liittyen startup-yrityksen rahoitukseen ja kehitykseen. Ensimmäiseksi, kuviossa esitetty käyrä kuvaa yrityksen tuottojen kehitystä mallinnetun elinkaaren aikana. Käyrä kuvastaa onnistuneen startup-yrityksen kehityksen alusta aina kypsyyteen ja exitiin saakka. Käyrän lähtötaso kuvaa tuottojen osalta nollatasoa. Esivaiheesta yrityksen perustamiseen siemenvaiheessa tuotot eivät ole laskettavissa. Käyrän voidaan ajatella kulkevan hyvin loivasti ylöspäin, sillä tässä vaiheessa fyysisten

tuottojen puuttumisesta huolimatta rakennetaan liiketoiminnan mallia, johon mahdolliset tulevat tuotot perustuvat. Tämä on idean kehittymisen kannalta hyvin merkittävää aikaa, mutta tuottojen osalta, jota tämä käyrä kuvastaa, sillä ei ole juurikaan mitattavaa. Tälle käyrälle olennaisten muutosten lähtöpiste on siemenvaiheessa tapahtuva yrityksen perustaminen, jonka jälkeen käyrä painuu lähtö- eli nollatason alapuolelle. Tätä vaihetta kutsutaan ”kuolemanlaaksoksi”. Tämän metaforan avulla vaihetta kuvataan tilaksi, jossa kärsitään resurssien ja osaamisen puutteesta, mitä tulee kaupallistamiseen. ”Kuolemanlaaksosta” selviytyminen johtaa tuottojen käyrän kääntymiseen nousuun, kohti kannattavaa liiketoimintaa. Vaiheen alkupuolella on verrattain enemmän osaamista liittyen tutkimukseen tai itse liikeideaan. Vaiheen ohitettuaan yrityksellä on huomattavasti enemmän osaamista kaupallistamiseen liittyen. Nimitys juontaa juuriaan myös siitä, että tässä vaiheessa suurin osa aikaisen vaiheen yrityksistä ajautuu konkurssiin. (Markham, Ward, Aiman-Smith & Kingon 2010; Auerswald & Branscomb 2003.) Käyrän loppuosa käsittelee yrityksen kasvua, joka on alussa voimakasta ja lopulta laantuu kypsän yrityksen hitaaksi kasvuksi.

Toiseksi, kuviossa 2 (Etula 2015, 13) mallinnetaan millä tavoin eri rahoittajat tavallisesti tulevat mukaan yritykseen sen elinkaaren aikana. Kuviosta voidaan myös havaita, miten eri rahoittajat etsivät eri elinkaaren vaiheissa olevia yrityksiä rahoitettavakseen. Joukkorahoittajat ja enkelisijoittajat tulevat pääosin mukaan aikaisemmassa vaiheessa kuin pääomasijoitusyhtiöt. Pörssiin listautuminen on rahoituksen vaiheista viimeisin. Ennen listautumista esitetty Privanet on esimerkki listaamattomien yritysten kauppapaikasta internetissä (Privanet 2019).



KUVIO 2 Yrityksen elinkaaren vaiheet rahoituksen näkökulmasta (Etula 2015, 13).

Kolmanneksi, kuvion 2 yläreunassa on kuvattu yrityksen vaiheet esivaiheesta aina kypsään vaiheeseen asti. Fuerst ja Geiger (2002) ovat eritelleet yrityksen vaiheet rahoituksen näkökulmasta alla olevan kuvion 3 mukaisiin vaiheisiin. Kuvioista 2 ja 3 voidaan havaita vahva yhdenmukaisuus.



KUVIO 3 Rahoituksen elinkaaren vaiheet (Mukaillen: Fuerst ym. 2002, 108).

Fuerst ym. (2002, 107-108) kuvaavat vaiheita seuraavalla tavalla:

Esivaihe (Pre-seed). Tässä vaiheessa on vasta olemassa epämuodollinen tiimi, jolla on hyvin alustavan vaiheen idea. Idealla ei ole vielä takeita teknologisesta tai kaupallisesta toimivuudesta. Rahoitus on tässä vaiheessa käytännössä tiimin ja sen lähipiirin tarjoamaa. Rahoituksen tavoitteena on luoda jonkinlainen liiketoimintasuunnitelma.

Siemenvaihe (Seed). Tässä vaiheessa on olemassa perustavanlaatuinen tiimi, liiketoimintasuunnitelma ja jonkinlainen demo-tuote. Tuotteen toimivuus on alustavissa testauksissa todistettu ja rahoitusta haetaan enkelisijoittajilta tai joukkorahoittajilta. Rahoitusta käytetään johdon laajentamiseen, liiketoimintasuunnitelman viimeistelyyn ja tuotteen kehittämiseen (mahdollinen beta-versio).

Käynnistysvaihe (Start-up). Tässä vaiheessa on kyse jo toimivasta yrityksestä, jolla on tarvittava ymmärrys markkinoista, jotta tuote voidaan julkaista. Edelleen rahoitusta haetaan enkelisijoittajilta ja joukkorahoittajilta, mutta joissain tapauksissa myös pääomasijoitusyhtiöiltä/rahastoilta. Rahoitusta käytetään tuotekehityksen ja kaupallistamisen viimeistelyyn. Tiimiä laajennetaan markkinoinnin ja myynnin osaajilla.

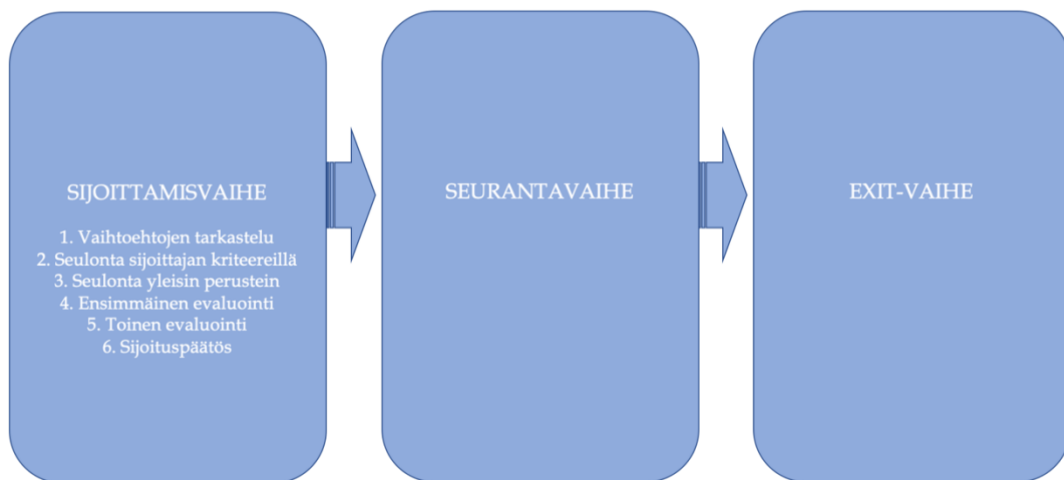
Aikainen kasvuvaihe ja laajentumisvaihe. Näissä vaiheissa yrityksellä tulisi olla asiantunteva johto, markkinointisysteemi ja olemassa olevaa myyntiä. Rahoitusta haetaan pääomasijoitusyhtiöiltä/rahastoilta. Rahoitusta käytetään vahvistamaan käyttöpääomaa, joka mahdollistaa markkinoinnin ja kiinteät tuotannon mahdollistavat tekijät, jotka parhaassa tapauksessa vauhdittavat yrityksen taloudelliseen kannattavuuteen eli kykyyn tehdä voittoa.

Listautumisvaihe. Tämä on rahoituspolun viimeinen vaihe, jonka jälkeen yritys päättyy pörssiin julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tähän vaiheeseen liittyy myös anti hieman ennen varsinaista listautumista. Tämän rahoituskerroksen tarkoituksena on tarjota siltarahoitusta kohti varsinaista listautumisantia. Sijoittajina ovat yleensä passiiviset sijoittajat, jotka usein myyvät osuutensa

listautumisen jälkeen sekä pääomasijoitusyhtiöitä, jotka ovat jo sijoittaneet yritykseen aiemmin. Varsinainen listautumisanti on avoin kaikille.

2.3 Pääomasijoittamisen prosessi

Pääomasijoittaminen, kuten monet muutkin asiat, noudattavat monelta osin prosessimallia. Mitä ammattimaisempaa sijoittaminen on, sitä lähempänä se seuraa esimerkiksi alla olevan kuvion 4 mukaista pääomasijoittamisen prosessia. Alla oleva prosessimalli mukailee Metricken ym. (2011, 9-10) ja Friedin ja Hisrichin (1994) pääomasijoittamisen malleja yhdistäen ne kaksi toisiinsa. Sijoittamisvaihe, seurantavaihe ja exit-vaihe ovat Metricken ym. (2011, 9-10) esittämä malli, jota Fried ym. (1994) täydentävät jakamalla sijoittamisvaiheen vielä kuuteen osaan. Prosessi vie erittäin paljon aikaa ja esimerkiksi potentiaalisen sijoituskohteen kulku sijoittamisvaiheen kuuden osan läpi vie pääomasijoitusyhtiön kohdalla keskimäärin 97,1 päivää (Fried ym. 1994). Nämä mallit seuraavat pääomasijoitusyhtiön yleisesti noudattamaa prosessimallia. Esimerkiksi enkelisijoittamisen tapauksessa seurantavaihe olisi vieläkin laajempi käsittäen kaiken sen osaamisen, neuvot ja ajan, jotka sijoittaja tarjoaa yrityksen seurantavaiheessa.



KUVIO 4 Pääomasijoittamisen prosessi (mukaillen: Metrick ym. 2011, 9-10; Fried ym. 1994).

Sijoittamisvaihe alkaa siitä, kun sijoittaja tutkii eri vaihtoehtoja ja päättyy siihen, kun sopimus allekirjoitetaan (Metrick ym. 2011, 9). Vaihtoehtoja tarkasteltaessa odotetaan, että eri vaihtoehtoja tulee keskusteluihin mukaan. Tässä vaiheessa sijoittaja keskittyy löytämään yhtiöitä, joista sijoittaja saa jonkin suosittelun omasta verkostostaan. Tämän jälkeen suoritetaan seulontaa sijoittajan ensisijaisten kriteerien mukaan. Etenkin pääomasijoitusyhtiöillä on usein kriteerejä, kuten sijoituksen koko, toimiala, sijainti sekä rahoitusvaihe. Seuraava vaihe on yleinen seulonta, jossa tarkastellaan liiketoimintasuunnitelmaa tai

muita sijoittajan tiedossa olevia yrityksen ominaisuuksia. Ensimmäisen vaiheen evaluoinnissa tutustutaan yrityksen tiimiin ja keskustellaan mitä haasteita heillä on ja selvitetään, minkälainen tietämys heillä on markkinoistaan. Sen sijaan toisessa evaluoinnissa tutkitaan yritystä analyttisemmin. Silloin tehdään esimerkiksi due diligence -analyysi. Due diligence -analyysi on tarkastus, jonka avulla pyritään selkeyttämään tietoisuutta kohdeyrityksestä ja sen arvosta vähentäen tuntemattomien riskien mahdollisuutta (Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonsen 2001, 18). Tarkastelujen tavoitteena on keksiä, millä tavoin yrityksen ongelmia voitaisiin ratkaista. Toisessa evaluointivaiheessa yritykseen käytetään merkittävästi enemmän aikaa, kuin ensimmäisessä vaiheessa. Sijoituspäätösvaiheeseen liittyy yksityiskohtien viimeistely ja lakipykälien käsittely. Vaikka tähän vaiheeseen pääsemiseen on käytetty jo valtavasti aikaa, vain vähemmistö tähän vaiheeseen etenevistä yrityksistä pääsee lopulta sopimukseen asti. (Metrick ym. 2011, 9; Fried ym. 1994.)

Seurantavaiheessa sijoittaja tukee yritystä erilaisissa asioissa, joista monet ovat kohdeyrityksen käytettävissä jo pelkästään sijoittajan maineen seurauksena. Karkeasti hahmotellen sijoittaja auttaa yritystä esiintymällä hallituksen kokouksissa ja auttamalla hallinnollisissa asioissa, rekrytoinneissa, verkostojen yhdistämisessä ja strategian suunnittelussa. (Metrick ym. 2011, 95-97.) Kuten jo aiemmin mainittiin, tuen määrä vaihtelee sijoittajasta riippuen erityisesti, kun vertaillaan enkelisijoittajaa ja pääomasijoitusyhtiötä.

Prosessin viimeinen vaihe on exit-vaihe. Pääomasijoitusyhtiöt toimivat sijoitetun rahan välittäjinä ja exitin avulla sijoituksen tuotto syntyy ja sijoitettu raha palautuu omistajille. Sijoituksen tuotto syntyy yrityksen arvonnousun seurauksena. Voitollinen sijoitus vaatii aina onnistuneen exitin ja exit-strategiaa suunnitellaan aina aivan sijoituksen tekemisen alkuvaiheista saakka. Onnistuneen exitin tekeminen vaatii aikaisemmista vaiheista (sijoittamisvaihe ja seurantavaihe) selkeästi erotettavissa olevia tietoja ja taitoja. Historiallisesti tuottavin tapa tehdä exit on ollut listautuminen pörssiin. Pääasiallinen vaihtoehto exitin tekemiselle on yrityksen myyminen strategiselle ostajalle, joka on usein alan suuri yritys. (Metrick ym. 2011, 10.)

3 PÄÄOMASIIJOITUSKOHTEEN ARVONMÄÄRITYS

3.1 Arvonmäärityksen merkitys

Tässä luvussa tutustutaan arvonmääritykseen, siinä käytettäviin menetelmiin, riskeihin ja ongelmiin arvonmäärityksessä. Arvonmääritys on kohdeyhtiön rahoituksen kannalta keskeistä. Arvonmääritystä tehtäessä pyritään muodostamaan perusteltu käsitys yrityksen arvosta tai yrityksen oman pääoman arvosta. Tarkoitus olisi määrittää arvo mahdollisimman vastuullisesti kuvaamaan yrityksen tuottopotentiaalia. Arvonmääritys ratkaisee ensisijaisesti sijoittajan saaman omistusosuuden yrityksestä tiettyä rahasummaa vastaan. Huolellinen arvonmääritysprosessi auttaa Etulan (2015, 26-27) mukaan ymmärtämään seuraavia asioita paremmin:

- Osakkeiden osakekohtainen hinta
- Sijoituksen käyttötarkoitus
- Rahoituksen riittävyys (aikajänne)
- Perustajaosakkaiden sitoutuminen yhtiöön
- Osakkaiden riskit
- Tuotto-odotus

Arvonmäärityksellä ei siis ole vaikutusta vain nykyhetkeen, vaan myös tulevaisuuteen. Esimerkiksi osakekohtaisen hinnan avulla voidaan määrittää yrityksen arvo, jolloin osakkeen hinta on hyvin keskeinen arvoa osoittava suure. Kasvavan yrityksen kohdalla on yrityksen kannalta tavoitteellista, että yrityksen arvo määritettäisiin korkeammaksi tulevaisuudessa. Yritykselle aiheutuu esimerkiksi tulevaisuuden rahoituskierroksilla haasteita, jos yritys on arvostettu liian korkealle tasolle tai rahoituskierroksella määritettyihin tavoitteisiin ei päästä. Tästä seuraa, että yritys voidaan joutua myöhemmin arvostamaan alhaisemmalle tasolle kuin aikaisemmin tai se arvostetaan perusteettomasti aiempaa korkeammalle tasolle. Tämä voi johtaa siihen, että seuraavalla

rahoituskierroksella yritys on yliarvostettu tai vaihtoehtoisesti voidaan havaita kierrosten välillä yrityksen arvon laskeminen. Molemmat näistä tilanteista voivat vaikeuttaa seuraavaa rahoitusneuvottelua. Toisaalta, on myös muistettava, että markkinat käytännössä määrittävät yrityksen hinnan, jolloin huolellisesti määritetty hinta on useimmiten oikea kuva sen hetkisestä tilanteesta. Onkin hyvä olla järkevät perusteet yrityksen arvon määrittämiselle yrityksen ja sijoittajan kesken (Etula 2015, 28).

Arvonmäärityksen lopputulos on käytännössä jokin rahassa mitattava summa. Näihin arvonmäärityksen lopputuloksiin liittyy olennaisesti pre-money ja post-money -arvot. Pre-money arvolla tarkoitetaan arvoa, joka kohdeyhtiön osakekannalla on ennen sijoittajan yhtiöön sijoittamia varoja. Post-money -arvo sen sijaan tarkoittaa arvoa sijoituksen jälkeen. Esimerkiksi, jos kohdeyhtiön arvo on 10 miljoonaa euroa ennen sijoitusta, jonka suuruus on myös 10 miljoonaa euroa, kohdeyhtiön post-money arvo on tällöin 20 miljoonaa euroa. Pre-money -arvo on tässä tapauksessa 10 miljoonaa euroa eli post-money -arvo määritetään laskemalla yhteen pre-money -arvo ja sijoituksen suuruus. Tilanteessa 50% yhtiön osakekannasta päätyy sijoittajan omistukseen. Aiempi arvo ja sijoitussumma eivät kuitenkaan välttämättä suoraan kerro omistususuutta, vaan esimerkiksi äänimäärällä ja riskitason muutoksilla voi olla jonkinlaiset vaikutuksensa hintaan ja kokonaisarvoon. (Lauriala 2004, 65-66.)

3.2 Määrällisiä arvonmääritysmenetelmiä

Seuraavaksi listataan erilaisia määrällisiä arvonmääritysmenetelmiä. Eri menetelmien osalta pyritään esittämään lyhyesti seuraavia asioita. Mitä lukuja mittaamalla arvo määritetään? Mitkä ovat menetelmän perustelut? Onko menetelmällä jokin selkeä heikkous? Lisäksi esitetään mahdollinen kaava menetelmän käyttöön liittyen.

Tunnuslukuihin perustuva arvonmääritys. Yksi käytetyimmistä arvonmääritystavoista on yksinkertainen tunnuslukuihin perustuva arvonmääritys. Tunnuslukujen perusteella tehtävä arvonmääritys perustuu vertailuun. Tunnuslukujen avulla voidaan tehdä nopeita johtopäätöksiä yritysten arvoista ja sen jälkeen helposti vertailla niitä keskenään. Nämä menetelmät ovat nopeita ja suuntaa antavia, mutta eivät kovin analyttisesti käyttökelpoisia yrityskohtaisessa syväanalyysissä.

TAULUKKO 1 Arvonmäärityksen tärkeitä yksittäisiä tunnuslukuja ja niiden laskentatapoja (Kallunki ym. 2007, 69).

Tulokseen suhteutetut tunnusluvut		
	Osoittaja	Nimittäjä
P/E	oman pääoman markkina-arvo	ennustettu tulos
EV/EBIT	oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo	liikevoitto
EV/EBITDA	oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo	käyttökate
Kassavirtaan suhteutetut tunnusluvut		
	Osoittaja	Nimittäjä
P/CE	oman pääoman markkina-arvo	kassaperusteinen tulos
P/FCF	oman pääoman markkina-arvo	vapaa kassavirta
Liiketoiminnan volyyymiin suhteutetut tunnusluvut		
	Osoittaja	Nimittäjä
P/S	oman pääoman markkina-arvo	liikevaihto
EV/Sales	oman ja vieraan pääoman kokonaisarvo	liikevaihto
Tasesubstanssiin suhteutettu tunnusluku		
	Osoittaja	Nimittäjä
P/B	oman pääoman markkina-arvo	oman pääoman tase-arvo
Osinko suhteutettu markkina-arvoon		
	Osoittaja	Nimittäjä
Div/P	maksettu osinko	oman pääoman markkina-arvo

Käytettäessä yksittäisiä tunnuslukuja arvonmäärityksessä, otetaan vertailukohdaksi esimerkiksi toimialan vertailuyritys, keskiarvo tai mediaani ja tällä tavoin saadaan nopeasti suuntaa antavia vastauksia (Kallunki ym. 2007, 67-68). Taulukossa 1 esitetyistä luvuista voidaan myös tehdä vielä yksinkertaistettumpia nyrkkisäännön kaltaisia laskutoimituksia. Yksi niistä on käyttökate kerrottuna kolmella. P/E-lukuun perustuen voidaan myös laskea nettotulos ja kertoa se viidellä. Tällöin lasketaan, että yritys tuottaisi laskennallisesti takaisin oman arvonsa viidessä vuodessa. (Aho 2019, 2-3.)

Arvonmääritys markkinaperusteisesti. Markkinaperusteinen arvonmääritys on yksi käytännöllisimmistä tavoista. Arvonmääritys perustuu tässä tapauksessa muihin yrityskauppoihin tai sijoituspäätöksiin, joita markkinoilla on tapahtunut. Tämä arvonmääritystapa perustuu myös vahvasti tunnuslukuanalyysiin. Käytännössä tutkitaan markkinoilla tehtyjä sopimuksia samankaltaisista yrityksistä, joiden tunnuslukuihin kohdeyrityksen lukuja verrataan. Koska markkinat määrittävät lopulta arvon yrityksille, on tämä menetelmä tehokas, sillä siinä tutkitaan nimenomaan markkinoilla tapahtuneita oikeita sopimuksia. Tätä menetelmää käytetään usein esimerkiksi kiinteistöjen arvon määrittämisessä (Pagourtzi, Assimakopoulos, Hatzichristos & French 2003). Heikkoutena menetelmässä on samanlaisten verrokkien löytämisen ja tiedon julkisuuden haasteet. Vertailuyritykset saattavat olla ominaisuuksiltaan eroavaisia johtaen arvonmääritystä harhaan. Tiedot sopimusten hinnoista eivät myöskään monesti ole julkisia listaamattomilla yrityksillä. (3J Consulting 2015, 6.)

Osinkoihin perustuva malli. Yksi perinteinen arvonmäärityksen menetelmä on osinkoihin perustuva osakkeen arvon laskemisen malli, Gordonin kasvumalli:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

P_0 = Osakkeen tämän hetkinen arvo

D_1 = Odotettu osingon suuruus tällä hetkellä

r = Sijoittajien tuottovaatimus

g = Osinkojen kasvuvauhti

Kaavan avulla osakkeen tämän hetkinen arvo (P_0) saadaan jakamalla tämän hetken odotettu osinko tuottovaatimuksen ja osinkojen kasvuvauhdin erotuksella. Tulevaisuuden tuottojen vaikea arviointi ratkaistaan tässä kaavassa arvioimalla osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki ym. 2007, 104-107.) Menetelmää on kuitenkin vaikea soveltaa aikaisen vaiheen yrityksiin, jotka harvemmin kykenevät maksamaan osinkoa.

Nykyarvoon diskontatun tulevan kassavirran menetelmä. Tätä menetelmää käytettäessä arvioidaan tulevat kassavirrat ja diskontataan ne nykyarvoon. Diskonttokorkona käytetään usein pääoman keskimääräistä kustannusta (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Menetelmä on käyttökelpoinen arvioitaessa niin yritystä, tulosyksikköä kuin yksittäistä projektia ja antaa analysoinnille pitkän tähtäimen. Diskonttokoron määrittämiseen käytettävä pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) lasketaan seuraavalla tavalla:

$$WACC = \frac{D}{D + E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D + E} k_e$$

D = Vieras pääoma

E = Oma pääoma

k_d = Vieraan pääoman kustannus

k_e = Oman pääoman kustannus

T_m = Verokanta

Itse kassavirtojen nykyarvon (P_0) laskennassa käytetään esimerkiksi alla olevaa nykyarvon kaavaa:

$$P_0 = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{FCF_4}{(1+r)^4} + \dots$$

FCF = Vapaat kassavirrat eri vuosina

r = WACC

Kaava on yksinkertaistetussa muodossa, jolloin oletus olisi, että kassavirta syntyy jokaisen vuoden lopussa. (Koller ym. 2015, 152-163; Kallunki ym. 2007, 109-112.)

Oman pääoman lisäarvomalli (EVA). Lisäarvomalli on tilinpäätöstietoihin perustuva arvonmäärittämis malli. Se on osinkoperusteisesta mallista kehitetty

versio, jossa arvo (P_0) muodostuu oman pääoman kirjanpitoarvosta (BV_0) ja tulevien vuosien lisävoitoista (ae_t) seuraavalla tavalla:

$$P_0 = BV_0 + \frac{ae_1}{1+r} + \frac{ae_2}{(1+r)^2} + \frac{ae_3}{(1+r)^3} + \frac{ae_4}{(1+r)^4} + \dots$$

BV_0 = Oman pääoman kirjanpidollinen arvo

ae = Tulevat lisävoitot

r = Oman pääoman tuottovaatimus

Lisäarvolla mitataan, kuinka paljon yritys pystyy ylittämään sijoittajien tuottovaatimuksen. Lisäarvo (ae_t tai EVA) tarkoittaa siis esimerkiksi arvioidun voiton ja sijoittajien vaatiman voiton erotus. Laskutavasta on olemassa myös eri variaatioita tai ilmaisutapoja. Ei ole myöskään täysin selvää kuinka suuri osa osakkeen arvosta määrittyy kirjanpidollisen arvon (BV_0) perusteella, sillä kirjanpidollinen arvo voi olla esimerkiksi negatiivinen. Lisäarvomallilla yllä mainittuihin malleihin verrattuna seuraavia etuja. Suurin osa osakkeen arvosta määrittyy kirjanpidollisen arvon perusteella, mikä pienentää tulevien tuottojen ennustevirheen vaikutusta lopputulokseen. Käytetyt kasvunopeudet ovat vakaampia mitattaessa tuloksen ja vaaditun tuloksen erotusta. Lisäarvomalli ei ole yhtä altis pääomarakenteen muutoksille, kuin kassavirtaan perustuvat mallit. Lisäksi mallissa hyödynnetään enemmän ulkopuolisia näkemyksiä yrityksen tulevaisuuden tuloskehityksestä. (Kallunki ym. 2007, 120-122.) On myös useita tutkimuksia, joissa mallia pidetään parempana kassavirtamalleihin verrattuna (mm. Lundholm & O'Keefan 2001; Francis, Olsson & Oswald 2000).

Venture Capital -malli. Tällä mallilla tarkoitetaan yrityksen arvon määrittämistä onnistuneen irtautumisen eli exitin kautta. Malliin liittyy myös olennaisesti laajennus siten, että se ottaa huomioon dilutoitumisen eli omistuksen laimentumisen. Tämä malli on yksi käytetyimmistä arvioitaessa nimenomaan aikaisen vaiheen yrityksiä. (Metrick ym. 2001: 178.) Ensimmäisen laajan tutkimuksen mallin käyttöön liittyen teki Sahlman (1987). Mallista on tehty myös eri variaatioita (mm. Leisen 2012; Spinelli & Adams 2012: 436-437; Metrick ym. 2001: 178-192). Yksinkertaisessa muodossa mallin vaiheet ovat seuraavat:

1. Arvioidaan yrityksen arvo onnistuneella irtautumis- eli exit-hetkellä;
2. Arvioidaan riskejä, jotka vaikuttavat exit-arvon toteutumiseen ja määritetään tuottovaatimus eli diskonttokorko sen perusteella;
3. Yrityksen exit-arvo diskontataan nykyhetkeen.

Olellaisena asiana malliin liittyy exit-arvon määrittäminen. Exit arvoa arvioitaessa pyritään etsimään nimenomaan arvoa onnistuneessa exitissä markkinapotentiaaliin perustuen. Exit-arvon määrittämistä ei tosin voida pitää milloinkaan tarkkana, vaan kyseessä on aina arvio, kuten myös monissa muissa menetelmissä. Exit-arvoa voidaan määrittää suhteutettuna toteutuneisiin arvoihin irtautumisissa samankaltaisista yrityksistä tai absoluuttisesti. Suhteutetulla määrittelyllä tarkoitetaan aiemmin mainittua markkinoihin

perustuvaa tunnuslukuvertailua tai vertailua toteutuneisiin sopimuksiin. Absoluuttinen määrittäminen perustuu kassavirtalaskelmiin, jolloin tulevia kassavirtoja diskontataan odotettuun irtautumishetkeen saakka. (Metrick ym. 2001: 179-180.)

Diskonttokoron valintaan vaikuttavat riskipreemiot liittyen markkinoihin ja likviditeetin sekä preemio sijoittajan tuomasta lisäarvosta. Lisäksi olennaista riskipreemiota liittyy siihen tosiasiaan, että kyseessä on ennuste tulevasta tuotoista. Diskonttokorkoa määrittävät riskisijoitusten keskimääräiset tuottovaatimukset, ja kokoluokka, johon diskonttokorko tavallisesti asettuu, on 20-70% (ks. Kappale 3.4 Riskit ja tuottovaatimus). Diskontattu tulos esittää käytännössä yrityksen nykyistä arvoa, jonka perusteella arvioidaan sijoitettujen varojen suhdetta omistusosuuksiin ja lopulta päätetään neuvottelujen avulla. (Sahlman 2009; Spinelli & Adams 2012: 436-437; Metrick ym. 2011: 183.)

On hyvin tavanomaista, että rahoituskierroksen jälkeen kohdeyritys hakee vielä myöhemmin uusia rahoituskierroksia. Myöhemmistä rahoituskierroksista seuraa aina aikaisempien omistajien omistusosuuden laimentuminen eli dilutaatio. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kun mukaan tulee uusia omistajia, niin aikaisempien omistajien prosentuaalinen omistusosuus yrityksestä pienenee. Venture Capital -malli voidaan laajentaa myös niin, että se ottaa huomioon myöhemmistä rahoituskierroksista aiheutuvan omistuksen laimenemisen. Sammut (2012) tutkimuksessaan osoittaa millä tavoin dilutoituminen huomioidaan exit-arvon määrittämisessä. Exit-arvon määrittämisen lisäksi arvioidaan tulevien rahoituskierrosten määrä ja koko. Tämän jälkeen arvion perusteella lasketaan kuinka paljon enemmän osakkeita tulisi jakaa kierroksella sijoittajille, jotta dilutaation vaikutus ehkäistään. (ks. Sammut 2012.)

”Lotto-malli”. Arvonmäärittämisessä voidaan rajoittuneesti soveltaa myös voimakkaasti todennäköisyyksiin perustuvaa mallia. Siinä arvioidaan omistusosuuden arvo exitissä ja onnistuneen exitin todennäköisyys. Osuuden arvo exitissä kerrotaan todennäköisyydellä. Jos ajatellaan, että vaihtoehtoina on sijoittaa tai olla sijoittamatta, lähestyisi malli von Neumannin ja Morgensternin (1947) klassista päätöspuumallia. Tässä tapauksessa kohdeyritykseen sijoittamatta jätetyn rahan tuoton voitaisiin katsoa olevan markkinan riskitön tuotto, joka on taloustieteellisessä kirjallisuudessa usein esimerkiksi valtion velkakirjojen tuotto. Sijoitetun rahan tuotto sen sijaan olisi äärimmäisen vaihteleva koko sijoituksen menettämisenstä aina hyvinkin suuriin tuottoihin. Tämä malli on yksinään heikko arvonmäärittämismenetelmä, mutta mikäli esimerkiksi pystytään määrittelemään selkeitä todennäköisyyksiä tapahtumille, voi tämä malli antaa arvonmäärittämiselle järkevää suuntaa. (Goldman 2008.)

3.3 Laadulliseen analyysiin perustuvia esimerkkimenetelmiä

Seuraavaksi listataan erilaisia, enemmän esimerkkien kaltaisia arvonmäärittämismenetelmiä, jotka perustuvat laadullisesti arvioitaviin

kohdeyrityksen ominaisuuksiin. Laadulliseen analyysiin perustuvat menetelmät ovat usein toimivia kohdistamaan tarkastelua oikeisiin asioihin ja tarvitsevat tuekseen monesti määrällisiä menetelmiä. Niitä ei kuitenkaan voida esittää tieteellisinä tuloksina tai faktoina. Edellisen kappaleen tavoin eri menetelmien osalta pyritään esittämään lyhyesti seuraavia asioita. Mitä ominaisuuksia arvioimalla arvo määritetään? Mitkä ovat menetelmän perustelut? Onko menetelmällä jokin selkeä heikkous? Lisäksi esitetään mahdollisia käytännön toimia menetelmän käyttöön liittyen.

Berkusin malli. Berkusin mallin loi alun perin amerikkalainen sijoittaja Dave Berkus 1990-luvulla. Sitten mallia on päivitetty hieman. Mallin ajatuksena kuitenkin on, että sijoittaja arvioi yritystä esimerkiksi alla olevan taulukon 2 mukaisten osa-alueiden perusteella. Jokainen osa-alue voidaan arvostaa korkeimmillaan 500 000 dollariin asti. Mallin antama maksimiarvostus on siis 2,5 miljoonaa dollaria ja ilman myyntiä 2 miljoonaa. Arvostukset perustuvat ainakin osittain sijoittajien subjektiivisiin näkemyksiin kohdeyrityksen tilasta ja ovat suuntaa antavia. Taulukon tietoja on kuitenkin hyvä muokata kohdeyrityksen toimialan ja siihen liittyvien keskiarvojen perusteella. On lisäksi hyvä huomata, että mallissa esitetyt rahamäärät eivät ole yleispäteviä ja arvoa mittaavat rahasummat on rajattu keinotekoisesti. (Berkus 2016; Amis & Stevenson 2001.)

TAULUKKO 2 Berkusin malli (Berkus 2016).

Osa-alue	Arvo enintään
Idea (perusarvo)	\$ 500 000
Prototyyppi (laskee teknologiariskiä)	\$ 500 000
Laadukas johto (laskee johtamisen riskiä)	\$ 500 000
Strategiset kumppanuudet (laskee markkinariskiä)	\$ 500 000
Myynnin saavutukset (laskee tuotannon riskiä)	\$ 500 000

Paynen Scorecard-menetelmä. Tämä arvonmääritysmenetelmä sisältää 14 kysymystä (ks. Payne 2007; Payne 2011a), joihin etsitään laadullisia vastauksia. Laadulliset vastausvaihtoehdot ovat positiivisia, neutraaleja, negatiivisia tai yhteistyön estäviä (käytetään termiä "deal killer"). Tästä arvonmäärityksestä ei saada lopputulokseksi yrityksen arvoa rahassa mitattuna vaan menetelmällä pyritään selvittämään, onko yritys lupaava sijoituskohte vai ei. Menetelmä auttaa sijoittajaa hahmottamaan millä tavoin kohteen arvo muodostuu. Se on käyttökelpoinen tukemaan määrällisiä arvonmääritysmenetelmiä ja tarjoamaan syitä, miksi yritykseen pitäisi tai ei pitäisi sijoittaa ylipäätään. Kysymykset liittyvät seuraaviin aiheisiin, jotka on alla taulukossa 3 nimetty vertailumuuttujiksi:

TAULUKKO 3 Paynen mallin kertoimen laskenta kuvitteellisen yrityksen tiedoilla (Payne 2011a).

Vertailumuuttuja	Painotus max %	Vrt.	
		Keskiarvoon	Vertailuluku
Ydintiimin vahvuus	30	125 %	0,375
Markkinan koko/potentiaali	25	150 %	0,375
Tuote/teknologia	15	100 %	0,150
Kilpailutilanne	10	75 %	0,075
Markkinointi/myyntikanavat/yhteistyökumppanit	10	80 %	0,080
Lisärahoituksen tarve	5	100 %	0,050
Muu	5	100 %	0,050
Summa			1,075

Menetelmä tarjoaa kuitenkin yhden lukeman, joka kuvastaa kohdeyrityksen potentiaalia sijoituskohteena verrattuna keskiarvoon tai verrokkiyrityksiin. Yllä kuvatun taulukon 3 esimerkkiyrityksellä kerroin on oikeassa alakulmassa esitetty summa 1,075. Tämä tarkoittaa sitä, että kyseisen kuvitteellisen yrityksen arvo tulisi määrittää kertoimen 1,075 verran keskimääräistä verrokkiyritystä korkeammaksi. Luvut ovat kuitenkin vain suuntaa antavia ja on vaikea määrittellä, mikä on sopiva verrokkiyritys. (Payne 2011a; Payne 2007.)

Arvonmääritys riskitekijöihin perustuen (Risk Factor Summation Method). Riskitekijöihin perustuva arvonmääritys lähtee liikkeelle siitä, että otetaan lähtöarvoksi samankaltaisten vertailuyritysten keskiarvo ja tätä arvoa muokataan 12 riskitekijän perusteella. Nämä riskitekijät ovat:

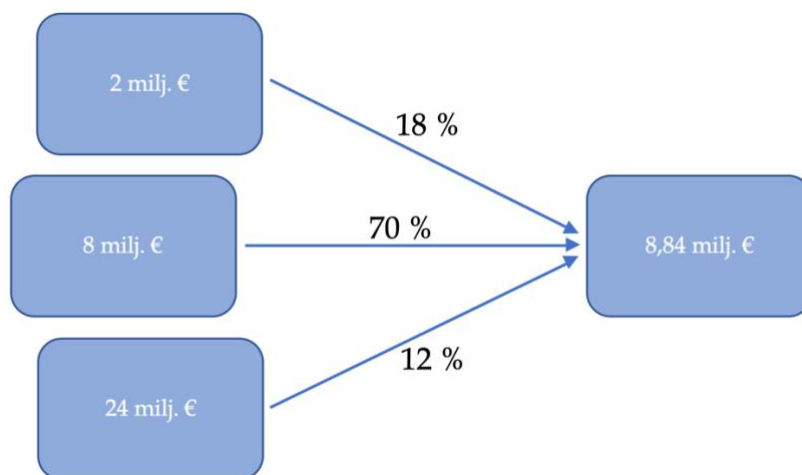
- Ydintiimi
- Liiketoiminnan vaihe
- Lainsäädäntö/poliittinen riski
- Tuotannollinen riski
- Myynnin ja markkinoinnin riski
- Lisärahoituksen riski
- Kilpailun riski
- Teknologiariski
- Oikeudenkäyntiriski
- Kansainvälisyysriski
- Maineen menettämisen riski
- Exitin onnistumisen riski

Jokainen riskitekijä arvostetaan esimerkiksi johonkin seuraavista:

- Erittäin matala + 500 000 \$
- Matala + 250 000 \$
- Normaali +/- 0 \$
- Korkea - 250 000 \$
- Erittäin korkea - 500 000 \$

Riskin suuruus määrittää vaikutuksen lähtöarvoon sen perusteella millainen riskitaso on kyseessä. Esimerkiksi kypsä liiketoiminnan vaihe tarkoittaisi matalaa riskiä, joka nostaisi arvoa 250 000 tai 500 000 dollaria. Sen sijaan esimerkiksi voimakas kilpailu nostaisi riskiä tällä osa-alueella, jolloin se laskisi arvoa 250 000 tai 500 000 dollaria. Neutraaliksi arvioitu riski luokitellaan mallissa nollavaikutukseksi. (Payne 2011b.) Malli voi auttaa sijoittajaa hahmottamaan eri riskitekijöiden vaikutuksia arvoon, mutta lähtöarvon (keskimääräinen vertailuarvo) määrittäminen on hankalaa ja saattaa johtaa arvonmäärittäystä harhaan. Arvoja tulisi myös skaalata yrityksen koon mukaan ja muokata toimialan mukaan. Riskien vaikutusta arvoon ei todellisuudessa voida hahmottaa näin kaavamaisesti.

First Chicago -menetelmä. Tämä menetelmä perustuu arvioihin siitä mitkä voisivat olla eri skenaariot kohdeyrityksen tulevaisuudesta. Tässäkin mallissa sovelletaan von Neumannin ja Morgensternin (1947) klassista päätöspuumallia ja tällä kertaa päätöspuun vaihtoehtoina ovat eri exit-skenaariot. Yritykselle mallinnetaan kolme eri tulevaisuuden skenaariota. Alla olevan kuvion 5 vasemmassa reunassa olevat arvot kuvaavat kuvitteellisen yrityksen tulevaisuuden arvoa. Eri skenaariot ovat ylhäältä alas lukien heikko, normaali ja paras mahdollinen skenaario. Kullekin skenaariolle määritetään arvo sekä todennäköisyys. Arvojen määrittämiseen käytetään menetelmässä yleensä diskontatun tulevan kassavirran menetelmää. Odotusarvon laskemisen perusteella saadaan lopulta yrityksen arvoksi tässä esimerkissä 8,84 miljoonaa. (Schumann 2006.)



KUVIO 5 *First Chicago -menetelmä* (mukaillen Schumann 2006).

3.4 Riskit ja tuottovaatimus

Kohdeyritykseen liittyvät riskit ovat olennainen osa arvonmäärittäystä. Spinelli ja Adams (2012, 433) määrittelevät, että yrityksen arvo lopulta perustuu siihen, mikä on riskitason suhde potentiaaliseen tuottoon. Saman asian toteaa Hull (2015,

2) huomauttaen samalla, että potentiaalinen tai odotettu tuotto on mahdollisten tuottojen painotettu keskiarvo. Käytännössä riski voidaan nähdä onnistumisen todennäköisyytenä. Suurempi riski tarkoittaa pienempää onnistumisen todennäköisyyttä, mikä taas tarkoittaa, että potentiaalisen tuoton on oltava tällöin suurempi. Mikäli riskitaso on matala ja potentiaalinen tuotto korkea, johtaa tämä kohdeyrityksen korkeampaan arvoon. Käytännön esimerkki voisi olla yritys, jolla on erinomaisen lupaava liikeidea, jonka avulla pystytään valtaamaan iso markkina ja saamaan liiketoiminnasta hyvää tuottoa hyvällä katteella. Samaan aikaan yrityksen liiketoimintasuunnitelman toteuttaminen ja markkinan valtaaminen olisi varsin todennäköistä johtuen esimerkiksi kilpailun puutteesta ja vähäisestä byrokratian aiheuttamasta kitkasta. Kuvatun yrityksen arvo nousisi valtavan korkeaksi.

Riskejä voidaan jaotella eri tavoin. Yksi tapa on jakaa riski systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Tätä jakoa käytetään tunnetussa "Capital Asset Pricing" -mallissa (CAP-malli), jonka kehittivät aikanaan William Sharpe (1964) ja John Lintner (1965). Mallin mukaa systemaattinen riski tarkoittaa markkinariskiä. Tätä riskiä ei pystytä hajauttamalla välttämään, toisin kuin epäsystemaattista riskiä eli yrityskohtaista riskiä. Teoriassa riittävän suurella sijoituskohteiden hajauttamisella epäsystemaattinen riski häviää lopulta kokonaan ja kyseisen portfolion kannettavaksi jää pelkästään systemaattinen markkinariski. CAP-malli on laajasti käytössä määrittäessä pääoman kustannusta. CAP-mallin kaava on kuvattu alla.

$$R_i = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_i = Pääoman kustannus/tuottovaatimus

R_f = Riskittömän sijoituksen tuotto

R_m = Koko markkinaportfolion tuotto

β = Yrityskohtainen Beta-kerroin

Faman ja Frenchin (1992) kolmifaktorimalli on laajennos liittyen CAP-malliin. Kun CAP-malli käsittelee vain markkinariskiä, kolmifaktorimalli selittää tuottoja markkinariskin lisäksi yrityksen koolla ja arvolla. Yrityksen kokoon liittyvä faktori osoittaa, että yrityksen pienempi koko selittää näiden osakkeiden parempaa tuottavuutta verrattuna isompiin yrityksiin. Arvofaktorin mukaan suurempi kirjanpitoarvo verrattuna markkina-arvoon selittää myös parempia tuottoja.

Yung (2012) jakaa riskin epäsymmetriseen informaatioon liittyviin riskeihin sekä sijoittajan tiedossa oleviin riskeihin. Sijoittajan tiedossa olevat niin kutsutut todelliset, toimintaympäristön aiheuttamat riskit ovat olemassa sijoittajien ja yrityksen välisestä viestinnästä huolimatta. Nämä riskit liittyvät markkinoiden muutoksiin, poliittisiin käännteisiin tai vaikkapa teknologisen kehityksen ajamiseen ohi yrityksen liiketoiminnasta. Sen sijaan epäsymmetrisellä informaatiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa toisella osapuolella on enemmän tietoa asiasta, kuin toisella. Yritysten rahoituksessa tämä tarkoittaa sitä, että

yrityksen alkuperäisillä omistajilla on aina yrityksestä sijoittajia parempi näkemys. Tästä voi seurata, että sijoittaja sijoittaa yritykseen, jonka arvo on määritetty x :n suuruiseksi, mutta todellisuudessa on olemassa vain yrityksen tiimin tiedossa olevia asianhaaroja, jotka julkisena pienentäisivät yrityksen arvoa. Sijoittajan näkökulmasta riski on siis sijoittaa kohdeyritykseen liian korkealla hinnalla. (Trester 1998.)

Kaplan ja Strömberg (2004) arvioivat riskejä vielä aavistuksen verran tarkemmin. He jakavat riskit kolmeen kategoriaan: sisäisiin, ulkoisiin ja suoriutumiseen liittyviin riskeihin. Sisäiset riskit koskevat yrityksen johtoa ja ovat todennäköisemmin juuri tulosta epäsymmetrisestä informaatiosta. Tähän kategoriaan kuuluvat johdon laadun ja suorituskyvyn riski, tappioriski, muiden sijoittajien vaikutusriski, sijoituksen soveltuvuusriski, seurantakustannukset sekä arvonnäyritysrishti. Ulkoiset riskit koskevat asioita, joihin ei voida vaikuttaa niin johdon kuin sijoittajankaan toimesta. Ulkoisia riskejä ovat markkinoiden koko, asiakashankinta, kilpailu ja exitin koko. Nämä kaksi riskin kategoriaa ovat käytännössä samat kuin Yungin (2012) yllä mainitut. Kaplan ja Strömberg (2004) mallintavat vielä kolmanneksi riskin kategoriaksi suoriutumisriskin. Tällä tarkoitetaan suunnitellun tuotteen/palvelun ja liiketoimintamallin toteuttamiseen liittyviä riskejä käytännössä. Toteutumiseen vaikuttaa liiketoimintamallin monimutkaisuus ja kohdeyrityksen inhimillisen pääoman laatu.

Edellä mainittuja riskejä tutkittaessa keskitytään pääosin kohdeyritykseen itseensä. Kaikilla aikaisen vaiheen yrityksillä on kuitenkin kannettavanaan myös korkeampi likviditeettiriski. Verrataan seuraavaksi aikaisen vaiheen yrityksiä täydelliseen likviditeetin vastakohtaan eli pörssilistattuihin yrityksiin. Pörssilistatuilla yrityksillä on osakemarkkinoilla paras likviditeetti. Käytännössä pörssilistatun osakkeen voi realisoida, eli vaihtaa rahaksi, milloin tahansa kuhunkin vallitsevaan markkinahintaan. Markkinahinta myös päivittyy reaaliaikaisesti. Sen sijaan aikaisen vaiheen yritysten kohdalla kärsitään jälkimarkkinan rajoittuneisuudesta. Usein tällaisen yrityksen osakkeen voi realisoida vasta exitin yhteydessä. Aika exitin tapahtumiseen mitataan usein kuitenkin vuosissa. Tätä ennen tällaisen osakkeen myynti vaatii, että löytää itse ostajan, mikä on hyvin haasteellista. Tästä johtuen aikaisen vaiheen yritysten arvonnäyrityksessä otetaan aina huomioon likviditeettiriski. Tällaisen yrityksen riski voitaisiinkin määritellä kyvyttömyydeksi tehdä onnistunut exit. Riski on sitä suurempi, mitä nuoremasta yrityksestä on kyse. (Acharya & Pedersen 2005; Cochrane 2005.)

Pääoman tuottovaatimus ja sitä vastaava diskonttokorko kuvaavat kohdeyritykselle määritettyä riskiä. Pääoman tuottovaatimus merkitsee laskennallisesti sitä tuottoa, jonka sijoittaja vaatii kantaakseen yritykseen kohdistuvat riskit. Diskonttokorko on näitä riskejä kuvaava määrällinen lukema. Aikaisen vaiheen yritysten kohdalla käytetään korkeita diskonttokorkoja, jotka ovat usein yli 50% vuodessa (Smith 2012). Diskonttokorkoa käytetään tulevien tuottojen arvostamiseen nykyarvoon. Näin ollen suurempi diskonttokorko tarkoittaa pienempää nykyarvoa sen laskukaavan mukaisesti (Lauriala 2004). Kyse on kuitenkin yksittäisten kohteiden tuottovaatimuksista ja

pääomasijoitusportfolioiden tuottovaatimus on yleensä 14-15 prosentin luokkaa (Metrick ym. 2011, 79). Arvonmäärityksessä yksittäisten yritysten kohdalla sijoittajien käyttämät diskonttokorot ovat Sahlmanin (2009) mukaan 20-70 prosentin luokkaa ja esimerkiksi Bhagat (2014) esittää luvuiksi 30-70 prosenttia. Tämän suuruiset diskonttokorot ovat valtavan suuria, mutta niitä voidaan teoriassa käyttää erittäin suurten ja epätodennäköisten valuaatioiden vastapainona. Esimerkiksi 70 prosentin diskonttokorko asettaisi valtavan suureksi arvioidun ja riskiä juurikaan huomioimattoman valuaation mittakaavaan. Tällaisia diskonttokorkoja voitaisiin käyttää nimenomaan silloin kun suuria riskitasoja ei ole huomioitu valuaatiossa. Kun riskitasoja on huomioitu valuaatitiasossa, pienenee diskonttokorko. On siis huomioitava, että diskonttokorko ei ole välttämättä riskin ainoa esittämistapa. Siemenvaiheen, käynnistämismatkaan ja laajentumisvaiheen välillä käytetään tutkimusten mukaan eri diskonttokorkoa niin, että se alenee yrityksen kehitysvaiheen muuttuessa (mm. Manigart, De Waele, Wright, Robbie, Desbrières, Sapienza & Beekman 2002; Manigart, Wright, Robbie, Desbrières & De Waele 1997). Riskin hajauttamisen teorian kaltaisesti voidaan yrityksen kehitysvaiheen edetessä havaita ennusteisiin, arvonluontiin ja likviditeettiin liittyvien riskien pienentyminen ja kokonaisriskin kehitys kohti pelkkää systemaattista riskiä pitkällä tähtäimellä (Sahlman 2009).

3.5 Arvonmääritykseen liittyviä ongelmia

Aiemmin esiteltiin useita määrällisiä ja sitten hieman laadullisiin analyysihin perustuvia esimerkkimenetelmiä. Määrällisistä menetelmistä pääosa perustuu arvioihin tulevaisuuden tuotoista tai tilinpäätöksen tiedoista. Kuten jo mainittua, aikaisen vaiheen yritysten arvonmääritys tällaisten tietojen perusteella on varsin harhaanjohtavaa, jos edes todellisuudessa mahdollista. On tavallista, että tällaiset yritykset ovat enemmän tai vähemmän voimakkaan kehityksen vaiheessa. Usein määrälliset menetelmät joudutaan toteamaan tehottomiksi yrityksen arvon määrittämisessä ja joudutaan turvautumaan verrokkiyrityksiin sekä ennusteisiin tulevaisuudesta. Epäonnistumisen, eli heikon exitin, riski on huomioitava tarkasti. (Hitchner 2011, 1048-1056.)

Tuottoennusteisiin liittyvä korkea riski voidaan hyväksyä käyttäen korkeita diskonttokorkoja (Sahlman 2009; Smith 2012). Korkean riskin taustalla ovat usein seuraavat yrityksen ulkopuoliseen rahoitukseen liittyvät psykologiset ja pääosin epäsymmetrisestä informaatiosta johtuvat haasteet: päämies-agentti -ongelma, moraalikato sekä haitallinen valikoituminen. Päämies-agentti -ongelmalla viitataan agenttikustannuksiin, joita syntyy, kun yrityksen johto ja omistus erotetaan toisistaan. Päämiehellä viitataan tässä tapauksessa sijoittajaan ja agentti on yrityksen johto. Käytännössä ongelmia syntyy, jos yrityksen johto ei pyrkisi maksimoimaan yrityksen arvoa, vaan esimerkiksi työpaikkansa menettämisen pelosta jättäisi tekemättä kannattavia investointeja. Päämiesten eli sijoittajien

näkökulmasta ainoa tavoite on yrityksen arvon maksimointi. (Brealey, Myers & Allen 2011, 40-41.)

Moraalikato on seurausta epäsymmetrisestä informaatiosta ja se saattaa esiintyä sijoituspäätöksen jälkeen. Moraalikadolla tarkoitetaan, että ihmisellä ei ole motiivia huolehtia toisten ihmisten varoista samalla tarkkuudella tai valppaudella kuin omista varoistaan. Moraalikato voi käytännössä esiintyä siten, että sijoittajalta hankittuja varoja käytetään enemmän omien etujen ajamiseen kuin yrityksen arvon maksimoimiseen. Lisäksi rahaa saatetaan käyttää perusteettomammin verrattuna siihen, miten toimittaisiin omien varojen kanssa. (Rowell & Connelly 2012; Smith 1937, 700.)

Haitallinen valikoituminen on niin ikään epäsymmetrisestä informaatiosta seuraava ilmiö. Akerlof (1970) esittää ajatuksen markkinoista, joilla on happamia sitruunoita ja makeita persikoita. Sitruunoilla voidaan tämän tutkimuksen kohdalla tarkoittaa laadultaan heikkoja yrityksiä ja persikoilla hyvin hoidettuja tulevia menestysfirmoja. Esimerkin mukaan epäsymmetrinen informaatio vaikeuttaa hyvin hoidettujen yritysten erottamista markkinoilta, jolloin kaikkien yritysten kesken arvonmääritys lähestyy keskiarvoa. Seurauksena hyvät yritykset arvostetaan liian matalalle ja heikot liian korkealle. Haitallisesta valikoitumisesta johtuen sijoittajat nostavat tuottovaatimustaan keskimäärin korkeammalle, mitä ei tapahtuisi kuvitteellisessa tilanteessa, jossa rahoitusmarkkinoilla ei olisi ensimmäistäkään heikkoa yritystä.

Arvon luotettava määrittäminen on hyvin haasteellista sijoitettaessa aikaisen vaiheen yrityksiin. Voidaan väitellä, onko viisaampaa tutkia laadullisia ominaisuuksia vai tarkkaa määrällistä dataa. Lähtökohtaisesti on huomattava, että arvo muodostuu kuitenkin vasta neuvottelun tuloksena (Heughebaert & Manigart 2012). Arvon muodostumisen taustatekijöihin tutustaan tarkemmin seuraavassa luvussa.

4 STARTUPIN ARVON MUODOSTUMINEN

4.1 Startup-yrityksen erityispiirteet

Aikaisen vaiheen yrityksen eli startup-yrityksen ominaispiirteitä on jo käyty läpi tämän tutkimuksen aiemmissa luvuissa. Kerrataan vielä tämän luvun aluksi startup-yrityksen ominaispiirteitä sijoituskohteena. Startup-yritys on varhaisen vaiheen yritys, jolla ei useinkaan ole kykyä maksaa vielä omistajilleen tuottoa (Cumming 2012). Startup-yritysten kohdalla on siis huomioitava korkeampi riski, joka näkyy korkeampana tuottovaatimuksena, diskonttokorko peräti 20-70% (Bhagat 2014; Sahlman 2009). Startup-yrityksen kokonaisriskiä kasvattaa erityisesti korkea likviditeettiriski, sillä jälkimarkkinat tällaisten yritysten osakkeille ovat vaatimattomat (Acharya & Pedersen 2005; Cochrane 2005). Startup-yrityksen kohdalla ei voida myöskään useinkaan luottaa taloudelliseen tietoon niiden rajoittuneisuuden tai puuttumisen johdosta. Sen sijaan on paljolti luotettava laadullisiin ominaisuuksiin ja tulevaisuuden ennusteisiin, mikä lisää epävarmuutta arvon määrittämisessä. Lisäksi, kuten luvun kaksi kuvioiden 2 ja 3 avulla kuvataan, startup-yritys on jatkuvasti voimakkaassa muutoksessa. Yritys elinkaarensa alkuvaiheissa tavoittelee voimakasta kasvua, mikä tarkoittaa sen siirtymistä varsin nopeasti vaiheesta toiseen. Eri kasvun vaiheissa olevaa yritystä tuleekin tarkastella arvonmäärityksen näkökulmasta lähtökohtaisesti eri tavoin. (Etula 2015, 13; Fuerst ym. 2002, 107-108.) Enemmän laadullisia ominaisuuksia startup-yrityksen arvon muodostumisen taustalla tullaan taustoittamaan seuraavissa kappaleissa.

4.2 Taloudellisen tiedon vaikutus arvon muodostumiseen

Kuten aiemmin jo todettiin, on taloudellinen informaatio yleisten arvonmääritysperiaatteiden keskiössä. Nimenomaan määrällisten

arvonmäärittämissä menetelmien kohdalla taloudellinen informaatio on ainoa arvioinnin kohde. Samalla puhuttaessa aikaisen vaiheen yrityksistä kuitenkin todetaan, että taloudellisen informaation puuttuminen estää hyvin pitkälti menetelmien hyödyntämisen tällaisessa tilanteessa. Onhan selvää, että mikäli noudatettaisiin aikaisessa vaiheessa olevan yrityksen arvonmäärittämissä toteutuneeseen kassavirtaan tai substanssiarvoon perustuvaa arvonmäärittäystä, ei koskaan päästäisi yhteisymmärrykseen yrityksen ja sijoittajan välillä. Esimerkiksi kassavirtapohjaisen menetelmän käyttäminen yritykseen, jonka kassavirrat ovat olemattomat, tuottaisi hyvin virheellisen kuvan yrityksestä ja edellyttäisi yrittäjän luopumaan yrityksestään lähes ilmaiseksi. Tämä on toki niin itsestään selvä havainto, että erilaisia tulevaisuutta tarkastelevia arvonmäärittämissä menetelmiä onkin kehitetty. Sen sijaan voidaan myös miettiä miten olemassa oleva taloudellinen informaatio vaikuttaisi hieman kypsemässä vaiheessa olevan yrityksen kohdalla.

Amir ja Lev (1996) tutkivat 1990-luvun telekommunikaatioalaa. Tämän varhaisemman telekommunikaatioalan osalta löydettiin viitteitä siitä, ettei taloudellisen informaation vaikutus yksinään ohjannut osakkeiden hintojen kehitystä. Taloudellisen informaation rinnalla voimakkaasti arvoja määrittä ei-taloudellinen informaatio. Tutkimuksessa esitettiin, että luottaminen yksin perinteiseen taloudellisen informaation tarkasteluun johti jopa perusteettomiin johtopäätöksiin. Ei-taloudellisen informaation nähtiin usein ajavan jopa taloudellisen informaation ohitse puhuttaessa nopeasti kasvavista aloista. Sijoittajien arvostus näyttääkin olevan vahvasti markkinaosuuden ja pääomakapasiteetin hankkimisessa yrityksen varhaisessa vaiheessa (Anthony & Ramesh 1992). Sievers, Mokwa ja Keienburg (2013) vahvistavat näitä päätelmiä toteamalla tutkimuksensa perusteella, että vain noin puolet valuaation vaihteluista on selitettävissä taloudellisen informaation perusteella. He tutkivat saksalaisten pääomasijoituskohteiden valuaatioita. He jopa osoittavat, että yhdistämällä taloudellinen ja inhimillinen pääoma, voidaan päästä arvonmäärittämissä tarkkuudessa kuvailevasti lähelle julkisessa kaupankäynnissä olevia yrityksiä, joita arvioidaan liikevaihtoarvojen perusteella (Bjorah & Lee 2002, 428).

Hand (2005) toisaalta toteaa tutkimuksensa nojalla, että taloudellinen informaatio on arvonmäärittämissä kannalta relevantti aikaisen vaiheen yritysten kohdalla osoittaen samalla kuitenkin sen, että taloudellisen informaation merkitys kasvaa yrityksen kypsyessä. Rahavirrat sekä taseen omaisuuserät nostavat ja velat laskevat valuaatiota. Tukea tuloksille antaa 502 yrityksen kattavalla tutkimuksella myös Armstrong, Davila ja Foster (2006) taloudellisen tiedon merkittävyyden osalta. Black (2003) painottaa vielä, että tuloksen relevanttius on huomattavasti merkittävämpi yrityksen tullessa kypsään tasaisemman kasvun vaiheeseen.

Myös kuluierillä voi olla yrityksen arvoa nostava vaikutus. Hand (2005) tutkii bioteknologiayrityksiä ja päättelee erityisesti myynnin, yleisen hallinnon ja tuotekehityksen kustannusten olevan yrityksen arvoa nostavia. Varsinkin tutkimus- ja tuotekehityskustannuksilla voidaan nähdä olevan yrityksen arvoa nostava vaikutus (Xu, Magnan & André 2007; Miloud ym. 2012). Black (2003)

toteaa tutkimuksensa osalta vielä seuraavaa. Investointioperaatioiden ulospäin suuntautuvat kassavirrat nostavat usein yrityksen arvoa ja rahoituksen kassavirran virtauksella yritykseen on samanlainen vaikutus.

Taloudellisen tiedon puuttumisella on omat ongelmansa, mutta samalla voidaan huomata, että jos niitä kuitenkin alkaa yrityksen kypsyessä syntyä, on niillä heti kasvavasti merkittävä vaikutus yrityksen arvon määrittämiseen. Huomionarvoista on myös, että tulovirran lisäksi joillakin kuluilla voi olla yrityksen arvoa parantava vaikutus.

4.3 Pääomarakenne

Yrityksen rahoituspohja voidaan karkeasti jakaa kahteen pääomalajiin, omaan ja vieraaseen pääomaan. Kun sijoittaja sijoittaa yritykseen oman pääoman ehtoisesti he voivat odottaa saavansa osakeyhtiötä koskevien pelisääntöjen mukaan sen tuoton mikä jää jäljelle, kun kaikki muut etutahot, kuten velkojat ovat saaneet maksunsaantijärjestelmän mukaisesti omat saatavansa (Mähönen & Villa 2012, 75-76). Vieraan pääoman ehtoisella rahoituksella tarkoitetaan yritykselle sopimusta vastaan määrääjäksi annettua rahaa, joka tulee maksaa takaisin määrätyn koron kanssa (Mähönen ym. 2012, 102). Oman pääoman tapauksessa sijoitukselle saa sen omistusosuutta vastaavat oikeudet, kun taas velkoja saa vastineeksi määrätyn korkotuoton. Näiden kahden pääomalajin välinen käytösuhde luo yritykselle pääomarakenteen. Yrityksillä on tapana pääomarakennettaan muuttaessa siirtyä kohti optimaalista pääomarakennetta. Optimaalista pääomarakennetta ohjaavat trade-off -teoriat, joista tarkemmin vielä edempänä. Käytännössä kannattavilla yrityksillä on tapana käyttää liiketoiminnasta saamiaan voittoja lainojen lyhentämiseen, jolloin kannattavammista yrityksistä tulee kannattamattomampia kilpailijoitaan vähemmän velkaisia. Tämä sen sijaan parantaa yrityksen arvoa ja osakekurssin kohotessa on tavanomaista laskea liikkeeseen osakkeita, jotka nostavat oman pääoman määrää. Tällaisen toimintatavan seurauksena vähemmän velkaisia yrityksiä pidetään kannattavampina. (Hovakimian, Opler & Titman 2001; Titman & Wessels 1988; Masulis & Korwar 1986; Asquith & Mullins 1986.)

Robb ja Robinson (2014) jakavat tutkimuksessaan pääoman kuuteen osaan: yrittäjän omaan ja vieraaseen, lähipiirin omaan ja vieraaseen sekä ulkoiseen omaan ja vieraaseen pääomaan. Tutkitut yritykset perustuvat "Kauffman Firm Survey" -kyselyyn ja niitä on yhteensä 4928 kappaletta. Yritykset ovat kalenterivuonna 2004 Yhdysvalloissa perustettuja yrityksiä. Kyselyt on suoritettu vuosittain 2004 ja 2011 välisenä aikana. Otokseen kuuluvalla yrityksellä on keskimäärin rahoitusta noin 109 000 dollaria. Näiden yritysten joukosta on poistettu yritykset, joista ei voida olla varmoja menivätkö ne konkurssiin vai jatkoivatko ne toimintaansa 2004-2007 välisen periodin seurauksena. Näistä yrityksistä on muodostettu 3972 yrityksen kattava analyysiotos. Tutkimuksen yritysten pääomarakenne oli keskimäärin seuraavan taulukon 4 mukainen:

TAULUKKO 4 *Analyysiotoksen yritysten keskimääräinen pääomarakenne (mukaillen Robb ym. 2014).*

Pääoman tyyppi	Osuus
Yrittäjä (oma pääoma)	29 %
Yrittäjä (vieras pääoma)	5 %
Lähipiiri (oma pääoma)	2 %
Lähipiiri (vieras pääoma)	6 %
Ulkoisen (oma pääoma)	14 %
Ulkoisen (vieras pääoma)	44 %

Pääomarakenteeseen liittyy myös joitakin teorioita. Yksi klassisista teorioista on Modiglianin ja Millerin (M&M) (1958) teoreemaan perustuva malli siitä, että yritykset valitsevat sellaisen yhdistelmän omaa ja vierasta pääomaa, joka maksimoi yrityksen arvon ja minimoi keskimääräisen pääoman kustannuksen. Tämä teoria on voimassa vahvoin täydellisen markkinan ehdoin. On jätettävä huomiotta transaktiokustannukset ja kaikki rahoittajat ovat yhtäläisesti tietoisia kaikista asioista. Lisäksi kaikilla yrityksillä oletetaan olevan yhtäläiset mahdollisuudet kaikkiin rahoitusväyliin. Nämä ehdot eivät ole voimassa käytännössä. Pääomarakenteen optimointiin liittyy myös ”trade-off” -teoria. Sen mukaan valitessa jotakin menettää samalla jotain muuta. Rahoituksen osalta oman ja vieraan pääoman kohdalla trade-off toimii seuraavasti. Mikäli saadaan ja otetaan lisää velkarahaa, tämä samalla nostaa pääoman kustannusta ja laskee yrityksen laskennallista kannattavuutta. Toisaalta mikäli hankitaan oman pääoman ehtoista rahoitusta, samalla menetetään osuutta yrityksestä. Usein M&M teorian ehtojen vastaisesti käytännössä voidaan saada erityistä hyötyä tai pienentää haittaa esimerkiksi velkarahan kohdalla. Velan korkokulut voidaan vähentää yrityksen verotuksesta, mikä pienentää velkarahan haittaa eli trade-offin negatiivista vaikutusta tämän pääomalajin kohdalla. Toisaalta oman pääoman ehtoisessa rahoituksessa esimerkiksi sijoittajan mukanaan tuomat kontaktit voivat olla niin suuri etu, että se tulee huomioida lieventävänä asianhaarana tätä vaihtoehtoa harkittaessa. Näiden asioiden kanssa tasapainottelu lopulta tuottaa lähelle optimaalisen pääomarakenteen kullekin yritykselle. (Coleman & Robb 2012; Brealey et al. 2011, 486-487; Hackbarth, Hennessy & Leland 2007.)

M&M teorian jälkeen on esitetty myös muita teorioita liittyen pääomarakenteeseen. Yksi niistä on ”pecking order” -teoria eli nokkimisjärjestysteoria. Tämä teoria on myös helpommin sovellettavissa pienempiin yrityksiin. Teorian pääperiaate on se, että yritysten perustajat pyrkivät pitämään hallinnan ja omistuksen yrityksestä itsellään niin pitkään kuin mahdollista. Nokkimisjärjestys on erityisen voimakasta pienissä aikaisen vaiheen yrityksissä, joissa informaation epäsymmetria on vahvimmillaan, sillä näillä yrityksillä ei ole esimerkiksi samanlaisia tiedotusvelvollisuuksia kuin suuryrityksillä (Coleman & Cohn 2000). Tämä johtaa rahoituksessa seuraavaan

nokkimisjärjestykseen: ensin käytetään sisäistä omaa pääomaa, jota seuraa lyhytaikaiset ja sitten pitkäaikaiset lainat. Ja vasta viimeisenä vaihtoehtona on ulkoinen oman pääoman ehtoinen rahoitus. (Myers 1984; Myers & Majluf 1984.)

Voidaan kuitenkin selkeästi havaita, että tätäkään teoriaa ei seurata kovin yksiselitteisesti aikaisen vaiheen yritysten kohdalla. Paul, Whittam ja Wyper (2007) tekivät skotlantilaisiin startup-yrityksiin kohdistetussa tutkimuksessaan havainnon, että yritykset kyllä käyttävät mieluiten omaa tulorahoitustaan ensisijaisesti, mutta seuraavaksi mieluisammaksi rahoituslähteeksi osoittautui ulkoinen oman pääoman ehtoinen rahoitus. Tämä rikkoo nokkimisjärjestyksen kaavaa, sillä onhan kyseinen rahoitustapa sen mukaan epämieluisin. Jälleen törmätään teoreettisten kaavojen heikkouteen aikaisen vaiheen yritysten kohdalla. Syynä tähän poikkeamaan on käytännössä ulkoisen pääomasijoittajan arvoa voimakkaasti kasvattava vaikutus, mistä aiemmin jo toisessa luvussa mainittiin.

Berger ja Udell (1998) esittävät vielä yhtä teoriaa pääomarakenteeseen. Kyseessä on "life cycle"- eli elinkaariteoria. Sen mukaan yritykset käyttävät erilaisia rahoituslähteitä riippuen niiden elinkaaren vaiheesta. Tämä tieto yhdistyy vahvasti toisessa luvussa esitettyyn elinkaarikuviioon (kuvio 2), jossa osoitettiin rahoittajien toimivan hieman samantapaisesti. Aikaisen vaiheen yritysten ollessa läpinäkymättömämpiä niiden on myös vaikeampi saada ulkoista rahoitusta. Yrityksen elinkaaren vaiheen edetessä sen läpinäkyvyys paranee ja rahoitusmahdollisuudet lisääntyvät. Tutkimuksessa esitetään myös, että kun ulkoisiin rahoituksen lähteisiin käännetään, pyritään hankkimaan rahoitusta velkarahoitus edellä. Hovakimian ym. (2001) esittävätkin, että yritysten tulisi käyttää verrattain enemmän velkarahaa olemassa olevien toimintojen rahoittamiseen ja enemmän ulkoista oman pääoman ehtoista rahoitusta kasvumahdollisuuksien toteuttamiseen.

Pääomarakenteeseen liittyen mainittakoon vielä signaalointiteoria. Tämä teoria pureutuu siihen millaisia signaaleja yritys lähettää rahoittajille toimiessaan lainamarkkinoilla. Yritystä, joka ottaa velkaa, voidaan pitää luottavaisena omien tulevaisuuden tuottojensa suhteen. Tällä tavoin velanotto näyttäytyy positiivisena signaalina sijoittajille ja antaisi merkkejä hyvästä kannattavuudesta sekä samalla hyvästä sijoituskohteesta. Käytännössä siis yritys antaa velanotolla merkin sijoittajille, että sillä on tulevaisuudessa kykyä maksaa laina takaisin. Isommassa kuvassa periaate onkin se, että lopulta vain kaikkein kannattavimmilla yrityksillä on varaa maksaa velkansa takaisin, kun lainamäärän noustessa myös lainan hoitokustannukset kasvavat. Signaalointiin liittyy tietysti vaara virheellisen informaation viestimisestä perusteettomalla lainanotolla, mutta sitä ehkäisee kuitenkin lainanottoon liittyvä riski. (Ross, Westerfield & Jaffe 2008, 468-469; Ross 1977.)

4.4 Aineettoman pääoman vaikutus arvon muodostumiseen

Baum ja Silverman (2004), tutkittuaan bioteknologiayrityksiä, ryhmittelevät sijoituskohteen aineettomat valintakriteerit kolmeen ryhmään: Inhimilliseen pääomaan, yhteistyöpääomaan ja tietopääomaan.

Inhimillisellä pääomalla tarkoitetaan tietenkin ihmisiä. Sijoittajat viestivät usein, että ihmisten ominaisuuksista arvostettavia ovat energia ja motivaatio työskennellä yhteisen tavoitteen eteen, sitoutuminen sekä halu menestyä (Byrne, 2000, 96). Myös akateemisessa tutkimuksessa on havaittu etenkin ylimmän johdon osaamisen merkitys yhtenä käytetyimmistä kriteereistä sijoituskohdetta valittaessa. Asiaa katsotaan myös laajemmin. Arvioitavana kohteena saattaa olla myös yrityksen johtavassa asemassa olevien henkilöiden aiemmat esimiehet, joilla voi olla vaikutusta tarkasteltavien henkilöiden kehitykseen. Näiden esimiesten etevyyden on havaittu vaikuttavan todennäköisyyteen, jolla tarkasteltavan yrityksen johtavat henkilöt saavat tulevaisuudessa hankittua ulkoista rahoitusta. Lisäksi esimerkiksi bioteknologian alan yrityksissä arvostetaan erityisesti alan huippuasiantuntijoita. (Zacharakis & Meyer 2000; Burton, Sorensen & Beckman 2001; Zucker, Darby & Brewer 1998.)

Yhteistyöpääoma viittaa yrityksen luomiin yhteistyökumppanuuksiin. Esimerkiksi bioteknologian alalla liiketoiminnan ylävirran yhteistyökumppanuuksia voidaan toteuttaa yhdessä yliopistojen ja muiden tutkimustahojen kanssa. Alavirran yhteistyökumppanuuksia voi muodostaa esimerkiksi lääke-, kemiantekniikka- ja markkinointiyritysten kanssa. (Baum, Calabrese & Silverman 2000.) Yhteistyökumppanuudet tarjoavat lukemattomia suoria ja epäsuoria etuja täydentäviä resursseja hankittaessa (Chung, Singh & Lee 2000). Yhteistyökumppanuudet antavat samalla myös signaaleja siitä, että saman tietopohjan omaavat tahot ovat osoittaneet kiinnostusta kyseistä yritystä kohtaan ja antaneet siitä samalla positiivisia merkkejä ulospäin (Baum ym. 2004).

Tietopääomalla tarkoitetaan kaikkea tietoa ja osaamista, jota yrityksen sisällä on. Se useimmiten realisoituu tuotteina ja niihin liittyvinä patenteina. Erityisesti patenteilla nähdään olevan bioteknologian alalla suuri vaikutus. Niin sanottu patenttikilpailu, jossa kaksi yritystä kilpailee siitä, kumpi ehtii ensiksi saada patentin samasta tuotteesta, on hyvin tuottava kilpailussa ensimmäiseksi sijoittuneelle ja hyödyiltään lähes olematon sille, joka jää toiseksi (Lerner 1995). Tämän seurauksena patenttia hallussaan pitävä yritys saa itselleen hyvin edullisen position hankkia resursseja jatkotarpeisiin (Pisano 1990). Patentit ovat kuitenkin lopulta vain luotu järjestelmä innovaatioiden suojaamiseen. Mikäli patenttia ei ole mahdollista saada, perustuu tietopääoma tuotteen ominaisuuksiin ja ennen kaikkea vahvaan palvelumuotoiluun ja ihmisten johtamiseen.

Tyebjee ym. (1984) arvioivat yritystä seuraavien tekijöiden perusteella: tuotteen erilaistaminen, johto, kilpailukyky markkinan ja kilpailun muutoksessa ja sijoituksen realisointimahdollisuudet. Yrityksen kehitysvaihe, kuten luvussa kaksi ja kolme on mainittu, luo jatkuvasti lähtökohdan yrityksen arvon määrittämiselle. Yllä mainittujen tutkimusten luoman viitekehyksen ympärillä

käsitellään yrityksen aineettomia resursseja jaettuna kolmeen ryhmään: tiimi, markkinaympäristö sekä tuote, teknologia ja skaalautuvuus. Eri tekijät, jotka lukeutuvat näiden otsikoiden alle ovat resursseja, epävarmuustekijöitä tai mahdollisesti kumpaakin.

4.4.1 Tiimi

Perustajatiimin ominaisuudet ovat luettavissa yhdeksi merkittävimmistä taustatekijöistä startup-yrityksen menestykselle. Arvon luominen kumpuaa pääosin eri henkilöiden tarjoamista resursseista ja inhimillisestä pääomasta (Milanov & Shepherd 2013). Ylipäätään yrittäjä-sanalla käyttö yksikössä antaa virheellisen kuvan kasvuyrittäjyydestä, joka usein perustuu tiimiin, jolloin sana pitäisikin pääosin esittää jotenkin monikollisessa muodossa (Gartner, Shaver, Gatewood & Katz 1994, 6). Tiimit auttavat havaitsemaan liiketoimintamahdollisuuksia yksilöitä tehokkaammin ja tiimissä voidaan hyvin myös hyödyntää tiimin ulkopuolisten ihmisten mielipiteitä tuomaan uutta perspektiiviä yrityksen tiimin päätöksentekoon ja luomisprosessiin (Chandler, Honig & Wiklund 2005; Harper 2008; West 2007).

Muñoz-Bullon ym. (2015) tutkivat mikä rooli tiimillä on menestyksekkään liiketoiminnan luomisessa. He tekivät seuraavat neljä löydöstä liittyen tiimin ja menestyvän liiketoiminnan suhteeseen:

Ensinnäkin tiimin rakentamisessa tulee ottaa huomioon diversiteetti. Tavoiteltavaa on rakentaa tiimi, jonka jäsenet voivat sitoutua tiimin tavoitteisiin ja toimintaan, omaavat eri alojen osaamista ja pystyvät toimimaan yhteistyöhön sekä viestintään. Aloittavan yrittäjän kasatessa itselleen tiimiä tuleekin miettiä mitä lisäarvoa kukin henkilö tiimiin toisi (Mosakowski 1998). Tällä tavoin tiimiin on mahdollista muodostua hyvin ainutlaatuisia kyvykkyyttä.

Toiseksi tulisi huomioida tiimin jäsenien rahallinen sitoutuminen yhteiseen tavoitteeseen. Tiimin jäsenten oma rahallinen panos kertoo uskosta tiimin yhteistyökykyyn, viestintätaitoihin, luottamukseen ja kollektiiviseen tehokkuuteen. Tällaiset ominaisuudet muodostavat huomattavia etuja liiketoiminnassa.

Kolmanneksi tulee huomioida tiimin jäsenten toimialakohtainen kokemus. Kokemus toimialasta vaikuttaa selkeästi positiivisella tavalla yrityksen menestykseen. Tiimissä on helpompi hallita osaamisresursseja, jos tiimin jäsenillä on alasta enemmän kokemusta (Faraj & Sproull 2000). Tätä voi selittää esimerkiksi parempi itseohjautuvuus. Myös sosiaalisilla verkostoilla on suurta arvoa, sillä niiden avulla saavutetaan yhteistyömahdollisuuksia sekä tietoa resursseista ja mahdollisuuksista (Erikson & Nerdrum 2001).

Neljänneksi vielä huomionarvoiseksi asiaksi nostetaan tiimin jäsenten kokemus startup-toimintaympäristöstä. Tällainen kokemus rakentaa inhimillistä pääomaa, jota on vaikea saada muualta (Delmar & Shane 2006). Tätä ominaisuutta pidetäänkin aiheesta kirjoitetussa kirjallisuudessa hyvin yleisenä liiketoiminnan kehityksen edistäjänä (mm. Samuelsson & Davidsson 2009).

Vaikka jokainen lisätty tiimin jäsen voi laajentaa tiimin kokonaisnäkemystä, on myös mainittava, että jokaisen uuden jäsenen lisääminen kasvattaa samalla

riskiä intressiristiriidoista. Vaikutus on tietyllä tavalla paradoksaalinen. Kun epävarmuutta vähennetään yhteistyöllä, lisätään sitä samalla uusien ihmisten tullessa mukaan. Tiimin diversiteetin kasvattamisen rinnalla on huomioitava myös tiimin jäsenten välinen dynamiikka. (Koch 2004.)

4.4.2 Markkinaympäristö

Markkinaympäristö on yritykselle toimintaympäristö ja samalla merkittävä epävarmuustekijä. Yksinkertaistettuna yrityksellä, jonka tuotteella ei ole markkinoita, ei ole suuresti arvoa. Puhuttaessa innovaatiosta oletetaan, että tuote on kehitetty vastaamaan asiakkaan uniikkiin tarpeeseen. Tästä huolimatta markkinoilla on monenlaisia epävarmuutta aiheuttavia tekijöitä. (Jalonen 2011.)

Ensimmäinen näistä tekijöistä liittyy asiakkaisiin. Haasteellisia ennakoitavia asioita ovat asiakkaiden tarpeet ja käyttäytyminen sekä todellinen kysyntä. Asiakkaiden tarpeiden haasteellisempi puoli on vielä tulevien tarpeiden arviointi. Asiakkaiden odotukset, arvot ja demografia muuttuvat. Yksi mainitsemisen arvoinen esimerkki on asiakkaiden ympäristöarvojen ajattelun lisääntyminen viime vuosina. Sillä on jo todellista merkitystä nykypäivän markkinoilla asiakkaiden tekemissä valinnoissa. (Rose-Anderssen, Allena, Tsipopoulos & McCarthy 2005; Harris & Woolley 2009; Ortt & Smits 2006; York & Venkatraman 2010.)

Toisena on mainittava kilpailijat. Innovatiivinen startup-yrittäjä perustuu itsessään ajatukseen siitä, että tehdään asioita eri tavoin kuin kilpailijat. On kuitenkin varsin haastavaa tietää kilpailijoiden toimista, sillä niistä ei usein kuulu tietoa julkisuuteen. Näin ollen on todennäköistä, ettei täyttä varmuutta kilpailijoiden toiminnasta ole koskaan tiedossa. Epävarmuutta lisääviä tekijöitä ovat globalisaatio sekä vapaalle kilpailulle aukeavat, aiemmin säännellyt markkinat. (Naranjo-Gil 2009; Ortt ym. 2006.)

Kolmantena mainittakoon yksi merkittävimmistä markkinoihin liittyvistä tekijöistä, ajoitus. Ajoituksen arvioiminen perustuu vahvaan markkinatuntemukseen tai markkinan tutkiskeluun ja tunnusteluun. Täysin identtinen idea voi toisena ajankohtana olla merkittävä innovaatio, mutta jonain toisen ajankohtana jäädä vaille merkitystä (Stähle, Sotarauta & Pöyhönen 2004). Ajantajua kuvataan lähinnä kykynä löytää solmukohtia aikakausien välillä ja hyödyntää näitä oikea-aikaisesti, toimimatta liian ajoissa tai myöhään (Mitleton-Kelly 2006). Ajoituksen oikea-aikaisuuden löytämistä markkinatiedon perusteella vaikeuttaa merkittävästi yritystoiminnan perustamisen luonne. Suurin osa tärkeistä päätöksistä tehdään aivan prosessin alkuvaiheessa, jossa päätöksentekijöillä ei ole paljoakaan tärkeää tietoa markkinoihin liittyen. Aivan prosessin alussa on tehtävä kilpailukyvyn osalta tärkeitä päätöksiä, joita vasta seuraavissa vaiheissa päästään testaamaan. Näin ollen ei olla pystytty rajaamaan valtavasta määrästä markkinatietoa itselleen merkittävää tietoa ja päästy analysoimaan sitä. Tämä vaikeuttaa ajoituksen oikea-aikaisuuden määrittämistä etenkin, jos olisi tarpeen analysoida yksityiskohtaisempaa tietoa. (Poskela 2009, 62-66.)

Vaikka sääntelyn sijaan ongelmien ratkaisu tapahtuu usein innovoimalla, on sääntelyllä merkitys liiketoimintamahdollisuuksien luomisessa sekä häviämässä (York ym. 2010). Neljäntenä tekijänä käsitellään siis sääntely-ympäristön vaikutusta, joka saattaa esimerkiksi luoda markkinarakoja startup-yrityksille, mutta toisaalta myös sulkea niitä. Sääntely-ympäristön epävarmuudet voivat luoda tilaisuuksia ketterille toimijoille luoda omia sääntöjään lainsäädännön epäselviin risteyskohtiin (Lowe 1995). Tosin useammin sääntelyn tuntemuksen puute toimii vaikuttavana tekijänä, joka saattaa aiheuttaa vaikeuksia tai jopa kaataa liiketoimintaan liittyviä innovaatioita (Buddelmyer, Jensen & Webster 2010).

4.4.3 Tuote, teknologia ja skaalautuvuus

Tyebjee ym. (1984) mainitsevat tutkimuksensa yhtenä arvoa määrittävänä asiana erilaistamisen. Arvokas tuote muodostuu siitä, kun tiimi hyödyntää teknisiä ja kaupallisia taitojaan. Tällä tavoin he luovat tuotteen, joka on ainoa laatuaan, suojattu patentein ja näin ollen saavuttaa myynnissä korkean katteen. Sijoittamisen ja erinomaisen tuotteen perusteluja ovat teknologian uutuus ja skaalautuvuus (Kaplan ym. 2004). Seuraavaksi keskitytään tarkemmin patentteihin ja skaalautuvuuteen.

Baumin ym. (2004) esittämän tietopääoman kohdalla sivuttiinkin jo patenteja. Patentit osoittautuivat tutkimuksissa hyvin olennaisiksi arvoa nostaviksi elementeiksi ja kilpailuedun mahdollistajiksi. Myös Bastin, Hübner, Michel ja Servais (2007) tutkiessaan bioteknologiayrityksiä, totesivat patentit kyseisellä alalla olennaiseksi pääomaksi. Niin olennaiseksi, että se voidaan kyseisten yritysten kohdalla nähdä välttämättömänä asiana, jotta rahoitusta on mahdollista ylipäättään saada. Patenteilla on suoraan yrityksen arvoa nostava vaikutus, sillä niiden kassavirtoja kohottava ja riskejä vähentävä vaikutus on hyvin ilmeinen (Sievers ym. 2013). Tällöinhän kilpailijoilla ei ole mahdollisuutta kilpailla yrityksen tuotteen kanssa. Tämä toki koskee vain täysin identtistä tuotetta tai patentin muutoin määrittelemää ominaisuutta tai esimerkiksi markkina-alueita. On myös huomattava, että patentti antaa yrityksen laadusta, sellaisia merkkejä, joita ei juuri muuten voitaisi havaita ja vaikutus on voimakkain aikaisemman vaiheen rahoituskierroksilla (Hsu & Ziedonis 2008). Toimivan patentin luoman hyvin yksiselitteisen arvoa nostavan vaikutuksen vuoksi on olemassa myös patenttien kilpailuedut huomioiva kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmenetelmä. Tämä menetelmä tarkastelee patentin mahdollistamia korvausvaateita, tulovirtoja, teknistä hyödyllisyyttä ja kilpailuasemaa parantavia ominaisuuksia (ks. Dubiansky 2006). Patentin kaltaisia ominaisuuksia on myös tuotemerkeillä. Tuotemerkkejä tutkivat Block, De Vries, Schumann ja Sandner (2014), jotka toteavat, että niiden avulla pystytään myöskin suojaan aineetonta omaisuutta kopiointilta. Tuotemerkit tuovat hyvin samalla tavoin arvoa nostavia signaali-vaikutuksia. Tuotemerkit kertovat erityisesti yrityksen markkinaorientoituneisuudesta ja halusta kasvaa. Niin Blockin ym. (2014) tutkimuksessa, kuin patenttien osalta Handin (2005) tutkimuksessa havaittiin kuitenkin myös, että patenttien ja tuotemerkkien määrä

korreloi arvonnousun kanssa, mutta tietyn pisteen jälkeen vaikutus kääntyy negatiiviseksi.

Skaalautuvuus on hyvin tärkeä osa melkein mitä tahansa alkavaa liiketoimintaa. Mitä liiketoiminnan skaalaaminen sitten vaatii? Palataan hetkeksi toisen luvun kuvioon 2. Liiketoiminnan skaalaamisen valmistelut tapahtuvat siinä vaiheessa, kun ollaan siirtymässä käynnistysvaiheesta nopeaan kasvuvaiheeseen. Skaalautumiseen valmistavat toimenpiteet tehdään ennen kasvun varsinaista alkamista niin kutsutussa siirtymävaiheessa, jossa yrityksen markkinaveto alkaa selkeästi kasvaa. Yrityksen haasteena on luoda kestävä perustus nopealle kasvulle, jotta kasvu ei laahaisi minkään osa-alueen vuoksi. Skaalautumisen valmisteluun on esitetty seuraava kahdeksanosainen malli. (Picken 2017.)

1. Määritä tavoite ja liiketoiminnan tärkeimmät fokusalueet;
2. Asemoi tuote kasvavalle markkinalle;
3. Luo toimiva asiakaspalvelu;
4. Nimeä toimiva johto ja luo organisaatio;
5. Kehitä tehokas operatiivinen prosessi ja rakenna infrastruktuuri;
6. Varmista tuloksentekeyky tehostamalla rahan hyötykäyttö;
7. Kehitä tarkoitukseen sopiva kulttuuri;
8. Määrittele ja hallitse riskejä.

Onnistumalla toteuttamaan nämä kahdeksan osaa menestyksekkäästi parannetaan merkittävästi mahdollisuuksia kehittyä alkuvaiheen startupista kasvavaksi organisaatioksi, joka luo tuloksellista kasvua. On laajasti dokumentoitu, että epäonnistuminen yhdessä tai useammassa osassa on johtanut yritysten kaatumiseen tilanteissa, jossa haetaan nopeaa kasvua ilman perusteiden rakentamista ensiksi. (Picken 2017.)

4.5 Portfolio, sijoittajan tuoma lisäarvo ja neuvottelu

Samalla kun yritykset hakevat rahoitusta liiketoimintansa kehittämiseen, sijoittajat rakentavat portfolioita. Mitä ammattimaisempaa sijoittaminen on, sitä enemmän portfolioon rakentamiseen kiinnitetään huomiota. Cooper ja Edgett (2001) esittelevät yleisesti portfolioon rakentamiseen neljä tavoitetta, joihin huomiota kiinnitetään:

- Portfolioon arvonnousun maksimointi
- Portfolioon tasapainottaminen
- Portfoliostrategian noudattaminen
- Sopiva määrä projekteja

Portfolioon arvonnousun maksimointi tapahtuu valitsemalla portfolioon yrityksiä, joiden potentiaali on mahdollisimman korkealla. Arvoa maksimoivassa valinnassa

järjestetään vaihtoehdot tuottopotentiaalin mukaan korkeimmasta matalimpaan ja pyritään valitsemaan kohteita sen perusteella. Portfoliota tasapainotettaessa pyritään valitsemaan mukaan erilaisia yrityksiä. Tasapainotetussa portfolioissa on mukana esimerkiksi pitkiä ja lyhyitä projekteja, korkeamman ja matalamman riskin yrityksiä sekä yrityksiä eri markkinoilta ja erilaisia teknologioita. Portfoliostrategia perustuu etukäteen valittuun strategiseen näkemykseen, jossa on otettu huomioon markkinoiden kokonaiskuva. Kaikki ammattimaisten portfolioiden tulisi perustua strategiaan ja strategiset lähestymistavat pyrkivät ohjaamaan varoja tulevaisuudessa menestyviin aloihin. Strateginen lähestymistapa näkyy hyvin laskennallisina osuuksina, joita eri kohteisiin ohjataan. Viimeinen kohta eli sopiva määrä projekteja liittyy ajankäytön hallintaan. Sijoittajan yritykselle tarjotun tuen määrän ja sijoittajan portfolion koon välillä vallitsee trade-off, jonka mukaan suurempi määrä yrityksiä portfolioissa on pois yrityksille tarjotun tuen määrästä (Kanniainen & Keuschnigg 2003). Kannattaa ryhtyä vain niin moneen projektiin, kuin on kykyä aktiivisesti seurata ja olla vaikuttamassa. Resurssien ja ajan rajoittuneisuus tulee laskea ja projektien paremmuusjärjestystä tulee jatkuvasti päivittää ja olla tietoinen siitä miten paljon aikaa käyttää kuhunkin projektiin. (Cooper & Edgett 2001; Cooper 1999; Cooper & Kleinschmidt 1996.)

Sijoittajien tuoman lisäarvon kohdalla voidaan esittää, että sijoittajan työpanoksen, maineen tai verkostojen tuoma lisäarvo on itse asiassa sijoitettua rahaa arvokkaampi (Saetre 2003). Yrityksen monissa eri kehitysvaiheissa sijoittaja tukee yritystä esimerkiksi strategisessa suunnittelussa, kansainvälistymisessä sekä lisärahoituksen, asiakkaiden ja jakelijoiden hankkimisessa (Lahti 2008). Macht & Robinson (2009) jakavat esimerkiksi enkelisijoittajalta saatavan tuen neljään ryhmään: yrityksen rahoittaminen, osaamis pääoma, kontaktiverkosto ja jatkorahoituksen hankkiminen. Käsitellään vielä hieman tarkemmin sijoittajan osallistumista sekä kontaktiverkoston ja jatkorahoitustuntemuksen hyödyntämistä yrityksessä.

Sijoittajan voidaan nähdä osallistuvan yrityksen toimintaan passiivisesti tai aktiivisesti (Ardichvili ym. 2002). Passiivinen osallistuminen tarkoittaa etäisempää hallitus- ja strategiatyöskentelyä. Aktiivinen osallistuminen sen sijaan tarkoittaa osallistumista joihinkin operatiivisiin toimintoihin. Sijoittajan osallistumiseen vaikuttaa monet asiat, kuten yrityksen kehitysvaihe, pääomasijoittajatyypit ja portfolion laajuus. (Sapienza, Manigart & Vermeir 1996; Freear, Sohl & Wetzel Jr 1994.) Yrityksen kontaktiverkoston puuttumisesta johtuen sijoittajasta voi olla suurikin apu (Davidsson & Honig 2003). Sijoittaja pystyy tarjoamaan suurta apua avaintyöntekijöiden, yhteistyökumppanien, asiakkaiden ja muiden tukipalveluiden hankkimisessa (Ehrlich, De Noble, Moore, & Weaver 1994). Jatkorahoituksen hankinta on myös yksi merkittävä osa-alue, jossa sijoittaja voi luoda lisäarvoa. Sijoittajan avulla yritys voi helpommin herättää erilaisten pääomasijoittajien kiinnostuksen ja vähentää due diligence ym. analysointiprosessien tarvetta (Madill, Haines Jr & Riding 2005; Harrison & Mason 2000).

Sijoittaja ja yritys ovat aina keskenään neuvotteluasemassa ja osapuolten välillä tavoitteet ovat tietyiltä osin erisuuntaiset. Yrityksen edustajat pyrkivät

korkeampaan valuaatioon, jotta heidän tarvitsisi luopua mahdollisimman pienestä omistusosasta. Sijoittajat sen sijaan pyrkivät laskemaan yrityksen arvoa maksimoidakseen sijoituksesta saamansa tuoton. Eri osapuolten näkemysten välille muodostuu helposti yrityksen valuaation suhteen kuilu, joka voi olla hyvin suurikin. Näkemyserot yrityksen arvosta vaikeuttavat aina sijoitusneuvotteluja. Mikäli yritys ei ole sijoittajien mielestä kovin kiinnostava katkaisee voimakas näkemysero usein neuvottelut. Mikäli yritys on sijoittajien mielestä erityisen kiinnostava, neuvottelut eivät välittömästi katkea, mutta niistä tulee monimutkaisemmat. (Goldenberg, D.H. & Goldenberg, M.D 2009; Yitshaki 2008.)

Yrityksen arvoon liittyvissä erimielisyyksissä turvaudutaan neuvotteluun. Neuvottelussa yrityksen arvoon vaikuttaa neuvotteluasema ja sopimuksen ehdot. Yrityksen edustajat saattavat tulla valuaatioissaan helpommin vastaan, mikäli kyseessä on maineikas sijoittaja tai suuri rahasto (Cumming & Dai 2011). Näin ollen sijoittajan maine nostaa sijoittajan neuvotteluasemaa ja laskee yrityksen valuaatiota. Toisaalta sijoituksen päätösneuvotteluissa voidaan hyvillä sijoitusehdoilla nostaa yrityksen valuaatiota. Tällaisia ovat esimerkiksi erilaiset sopimustekniset ehdot, dilutaatiosuojaukset tai kovenantit (ks. Etula 2015, 43-56). Yrityksen lopullinen arvo määrittyy aina neuvottelun tuloksena, jossa yrityksen edustajien ja sijoittajien näkemysten välinen kuilu kurotaan umpeen tai neuvottelut lopetetaan ratkaisemattomina.

5 MENETELMÄT JA AINEISTO

5.1 Menetelmät

Tutkimuksen empiirisessä osiossa tutkittiin, että minkälaisia näkemyksiä suomalaisilla pääomasijoittajilla tai startup-yrityksen rahoituksen ammattilaisilla on startup-yritysten arvonnäilytyksestä. Tutkimus on laadullinen field-tutkimus, jossa haastateltiin kahdeksaa asiantuntijaa teemahaastattelun avulla. Teemahaastattelulla tarkoitetaan puolistrukturoitua haastattelua, jonka luonteeseen kuuluu, että haastattelussa käsiteltävät teemat ja haastattelua ohjaava kysymysrunko on määritelty etukäteen. Nimettyjen teemojen puitteissa teemahaastattelu mahdollistaa tilan haastateltavan omille ideoille ja analyysille. Lisäksi haastattelijan näkökulmasta on mahdollista kysyä tarkentavia kysymyksiä. Haastattelua on myös mahdollista haastateltavan erityisosaamisen perusteella ohjata tai painottaa johonkin osa-alueeseen. (Puusa & Juuti 2011, 81-83.)

Tämän teemahaastattelun teemat perustuvat teoriaosiossa käsiteltyihin kokonaisuuksiin ja ovat seuraavat:

1. Pääomasijoittaminen ja startup-yritykset yleisesti
2. Arvonnäilytyks ja siihen liittyvät menetelmät
3. Arvonnäilytyks ja yrityksen taustatekijät
4. Sijoittajan sopivuus yritykseen ja neuvottelu
5. Epävarmuuden vähentäminen

Tehdyt haastattelut litteroitiin ja niistä muodostettiin kirjallinen aineisto. Aineisto analysoitiin käyttäen laadullista sisällönanalyysia (qualitative content analysis). Tarkennettaessa käytetyn sisällönanalyysin tyyppiä, on kaksi näkökulmaa. Ensimmäiseksi käsitellään Hsiehin ja Shannonin (2005) sisällönanalyysin jakoa kolmeen eri lähestymistapaan: perinteiseen, suunnattuun ja summatiiviseen. Perinteistä tapaa käytetään pääasiassa ilmiön

kuvailuun, kun aiempi käytettävissä oleva tutkimustieto on rajallista. Haastatteluvaiheessa käytetään avoimia kysymyksiä ja analyysissä yritetään löytää yhtymäkohtia olemassa olevaan tietämykseen. Suunnattua sisällönanalyysia käytetään usein silloin, kun on olemassa teoriataustaa, jolloin tavoitteena on todistaa tai laajentaa aiempaa teoreettista viitekehystä. Haastatteluissa saatetaan käyttää avoimia kysymyksiä, joita seuraavat kohdistetut kysymykset liittyen ennalta määritettyihin kategorioihin. Summatiivisessa analyysissä keskitytään taas etsimään aineistosta tarkoitukseen soveltuvia sanoja tai asioita ja mitata niiden esiintymistä haastattelussa. Tässä tutkimuksessa käytetty lähestymistapa on lähimpänä suunnattua sisällönanalyysia, sillä analyysin jaottelu tehtiin käyttäen aikaisempaan teoriaan perustuvia aihekokonaisuuksia. On kuitenkin otettava huomioon, että aiheen teoriatausta ei ole kovin eheä ja selkeästi määritettävä kokonaisuus. Sen sijaan se on kokonaisuutena monitieteinen ja monitulkintainen. Toisin sanoen startup-yrityksen arvonmääritys voi perustua useisiin erilaisiin tieteellisiin tai jokseenkin tieteellisiin osa-alueisiin ja saman yrityksen arvosta voidaan tehdä samoillakin tiedoilla useita erilaisia päätelmiä.

Tuomi ja Sarajärvi (2018, 127-128) kuvailevat suunnattua sisällönanalyysia nimellä teorialähtöinen sisällönanalyysi. Heidän esittämässä mallissa muodostetaan analyysirunko ilmiön ulottuvuuksista ja ominaisuuksista. Tässä tutkimuksessa vastaavat osa-alueet ovat ilmiön ulottuvuuksien osalta teemahaastattelun teemoja. He esittävät kuitenkin myös toisen näkökulman sisällönanalyysin tyyppin määrittelyyn. Puhuttaessa teemoista voidaan tässä tutkimuksessa sisällönanalyysi määrittellä myös temaattiseksi analyysiksi. Temaattisessa analyysissä aineistosta kerätään kiinnostavat seikat ja ne jaetaan teemoihin. Tässä tutkimuksessa teemojen jako tehtiin alustavasti jo ennen haastattelujen tekemistä. Erona sisällönanalyysiin nähdään, että siinä seikkoja jaotellaan ylä- ja alaluokkiin. Muilta osin sisällönanalyysin ja temaattisen analyysin erot nähdään tosin hyvin vähäisinä ja johtuvan enemmänkin tarkkojen määrittelyjen puutteellisuuksista. (Tuomi ym. 2018, 140-145.)

Sisällönanalyysi toteutettiin käyttäen edellä mainittua teemoittelua. Aivan aluksi haastatteluaineisto luettiin huolellisesti läpi ja mielenkiintoiset sitaattivaihtoehdot värikoodattiin viidellä eri värillä. Samanaikaisesti teemojen alle lisättiin alateemoja sitä mukaa, kun niitä värikoodaamisen aikana hahmottui mieleen. Tämän jälkeen valitut sitaatit ryhmiteltiin eri alateemojen mukaisesti ryhmiin ja lopuksi vielä temakohtaisesti tarkistettiin sitaattien johdonmukaisuus ja joitakin sitaatteja karsittiin tai siirrettiin teemasta toiseen. Sitaattien ympärille rakennettiin tutkijan tarpeelliseksi näkemät tarkennukset ja alateemojen viestiä kokoavat kommentit.

5.2 Aineisto

Haastateltavia pyrittiin valitsemaan tutkimukseen sillä perusteella, että tutkimukseen saataisiin hieman vaihtelevia näkemyksiä. Haastateltavia valittiin

niin konsultti-, enkeli-, pääomasijoitusyhtiö- kuin joukkorahoituskokemuspohjalla. Ihmisten taustoja selvitettyä ilmeni kuitenkin myös, että rahoitusala varsinkin varhaisen vaiheen yhtiöiden rahoituksessa alan ammattilaisilla on tavallisesti hyvin vaihtelevaa kokemusta ja usein kokemusta neuvottelupöydän molemmilta puolilta. Tämä on kuitenkin lähtökohtaisesti hyvä asia tämän tutkimuksen kannalta. Haastateltavien joukossa on myös yrityskauppakokemusta, mikä voidaan kuitenkin nähdä soveltuvaksi tähänkin tutkimukseen. Yksi haastateltavista kommentoikin asiaa seuraavasti:

”Esimerkiksi sijoittajan mukaantulo yritykseen on tietynlainen yrityskauppa, koska siinäkin sen yrityksen osakkeita todennäköisesti myydään.”
-A7

Sijoituksen ja yrityskaupan väliset yhtäläisyydet ovat havaittavissa, kun mietitään rahoittajan tai ostajan tavoitteita.

Haastattelut toteutettiin vuoden 2019 joulukuun ja vuoden 2020 tammikuun aikana eri paikoissa, mutta pääosin haastateltavien työpaikoilla. Yksi haastattelu toteutettiin puhelimitse ja yksi Skypen välityksellä. Kuusi muuta haastattelua toteutettiin kasvotusten. Haastattelujen pituuden keskiarvo oli noin 32 minuuttia. Lyhyin haastattelu oli pituudeltaan noin 25 minuuttia ja pisin noin 42 minuuttia. Haastateltavista asiantuntijoista tehtiin seuraavat lyhyet kuvaukset haastattelujen alussa esitettyjen taustaan liittyvien kysymysten perusteella:

Asiantuntija 1

Reilu kymmenen vuoden kokemus startup-yrityksistä perustajana, omistajana, neuvonantajana, hallituksen jäsenenä tai advisorina. Ollut mukana noin 20 rahoituskierroksella, joista ollut täysin vastuussa 3:sta. Oma pieniä sijoituksia noin 15:sta startup-yrityksessä.

Asiantuntija 2

Lähes 20 vuoden kokemus tuotekehitysrahoituksesta. Kokemusta rahoitettavan yrityksen, sijoittajan ja ulkopuolisen konsultin näkökulmasta. Ollut mukana noin 20 rahoituskierroksella, joista viisi loppuun saakka. Sijoituksia muutamissa yrityksissä ja osakkuus sijoitusyhtiössä.

Asiantuntija 3

Noin 15 vuoden kokemus juristina yrityskaupoista ja sijoituksista, joista pääomasijoitusten parissa viimeiset kymmenen vuotta. Monipuolinen kokemus alasta juristina, sijoittajana ja startup-yritysten perustajana. Kokemusta yli 50 rahoituskierrokselta.

Asiantuntija 4

Omaa sijoittaja- ja konsulttinäkökulmaa. Kokemusta sijoitukseen johtaneista rahoituskierroksista noin 30, joihin on myös yhtiön kautta sijoittanut. Kokemusta useista sadoista vähintään rutiininomaisista arvonnäytöksistä vuosittain.

Asiantuntija 5

Kokemusta sijoitusyhtiöstä, konsultoinnista ja yritysten valmentamisesta liittyen startup-yritysten rahoitukseen ja arvonmääritykseen. On ollut rakentamassa, neuvomassa, valmentamassa tai sijoittamassa noin sadalla rahoituskierroksella, joista 30 toteutuneita pääomasijoituskierroksia.

Asiantuntija 6

Yli 20 vuoden kokemus yrittäjänä, sijoittajana, hallituksen jäsenenä tai advisorina. Mukana tällä hetkellä noin 20 yrityksessä edellä mainituissa rooleissa. Kokemusta noin 50 rahoituskierrokselta.

Asiantuntija 7

Yli 30 vuoden kokemus yrittäjänä. Osakkaana 12 yrityksessä. Kokemusta erityisesti pääomasijoitusyhtiöissä toimimisesta. On ollut mukana noin 80 rahoituskierroksella, joista 60 on ollut itse järjestämässä. Lisäksi kokemusta reilusti yli sadasta yrityskaupasta.

Asiantuntija 8

Kymmenen vuoden kokemus yrityskaupoista analyytikon ja toimeksiantojen johtamisen näkökulmasta. Tehnyt yli sata arvonmääritystä yrityskauppoihin liittyen vastuuasiantuntijana. Kokemusta myös noin kymmeneltä rahoituskierrokselta.

6 TUTKIMUKSEN EMPIIRINEN OSA JA TULOKSET

6.1 Pääomasijoittaminen ja startup-yrityksen määritelmiä

6.1.1 Pääomasijoittaminen

Ensimmäinen haastatteluteema käsittelee yleisesti startup-yrityksiä ja niihin sijoittamista. Alkuvaiheen yrityksiin sijoittamisen luonne eroaa hyvin paljon kypsempiin yrityksiin sijoittamisesta. Valuaatiot vaihtelevat hyvin paljon, niihin liittyy paljon epävarmuutta ja sen vuoksi niihin suhtaudutaan asiaan kuuluvalla varauksella. Osa haastateltavista suhtautui avoimen kriittisesti liittyen startup-yritysten rahoitukseen ja arvonnäaritykseen.

"Sulla on haastava aihe sillä tavalla, kun ei pysty aina sanomaan, että mikä on juuri tämän yhtiön valuaatio. Se on se ikuisuuskyseminen tietysti sijoittajalla ja yhtiöllä, että yhtiö haluaa tietysti aina mahdollisimman korkean arvostuksen ja sijoittaja mahdollisimman alhaisen arvostuksen."

-A3

"Se arvonnäaritys ei ole ikinä sellainen absoluuttinen asia et se olis joku absoluuttinen luku. Vaan se, että jos ollaan sadan tonnin tarkkuudella, nii ollaan tosi hyvässä tilanteessa."

-A4

"Tavallaan se väite siitä et se arvo varsinkin preseed- tai seed-vaiheissa perustuis johonkin absoluuttiseen totuuteen, niin se on lähtökohtasesti ihan virheellinen. Oon ollut keississä, jossa prerevenue-arvo startupilla 5,5 miljoonaa euroa, oon ollut keississä, jossa yrityksen prerevenue-arvo kalvoilla on 11,5 miljoonaa euroa, oon ollut keississä, jossa puolen miljoonan liikevaihdolla arvoksi saadaan 900 000 ja kaikkea siltä väliltä."

-A1

"Siinä kohtaa markkina on määrittäny yritykselle sopivan arvon, kun rahoitus on mennyt läpi. Eli tavallaan ei se arvo ole koskaan oikea tai väärä vaan se on sen markkinan arvostus sen yrityksen arvosta sillä ajanhetkellä."

-A1

Yksi haastateltavista näki valuaatiolla välinearvon alkuvaiheen yritykselle.

"Mä itse alan nähdä nykyään niin, että valuaatio on väline, valuaatiolla on välinearvo, jolla turvataan sen perustajatiimin ja sen koko yrityksen elinkelpoisuus usean rahoituskierron läpi niin, ettei cap table [omistusrakenne] ole tuhattu."

-A1

Down roundit. Valuaatioiden vaihtelut saattavat johtaa monissa tilanteissa varsin merkittäviinkin arvonalentumisiin rahoituskierrosten välillä. Yksi haastateltavista analysoi niin sanottujen down roundien olevan ongelmallisia niin yritykselle itselleen kuin myös joskus sijoittajalle.

"Voidaan tehdä myös niin sanottuja down roundeja eli seuraavalla kierroksella arvo on pienempi kuin aikaisemmalla kierroksella. Aika tavallista et on ollut tää "family, friends and fools" -rahoituskierron - - Sitten on varsinainen siemenrahoituskierron, jossa tulee mukaan bisnesenkeleitä, ja sitten se valuaatio on jotakin. Ja sitten seuraavassa vaiheessa ehkä pääomasijoittaja [pääomasijoitusyhtiö] tulee mukaan, mutta se ei suostu sellaiseen valuaatioon, joka on ollut aikaisemmalla kierroksella."

-A7

"Kyllä se aina on jonkunlainen epäonnistuminen, mutta ei se yhtiö siinä epäonnistunut vaan ne edelliset sijoittajat. Ne ovat suostuneet liian kovaan valuaatioon. Jos pääomasijoittaja eli tällainen ammattimainen pääomasijoitusyhtiö joutuu sitten toteamaan, että on tehty tällaisella valuaatiolla sijoitus ja sitten se seuraava sijoituskierron on tehty alhaisemmalla valuaatiolla, niin niille se on aika kova pala, koska se pääomasijoitusyhtiöhän joutuu tekemään arvonalennuksen siihen sijoitukseensa. - - ja se joudutaan raportoimaan heti."

-A7

"Se on aika kova juttu, koska se tarkoittaa, että lisäsijoitukset siihen kohteeseen on sitten aika kiven alla, koska pääomasijoittajilla on sellainen sanonta, että ei laiteta hyvää rahaa huonon rahan perään."

-A7

Sijoitusperusteista. Osa haastateltavista esitteli sijoitusperusteitaan, jotka osin täsmäävät liittyen teoriassa esitettyyn portfolioajatukseen ja sijoittajan kriteerein tapahtuvaan seulontaan esimerkiksi arvojen pohjalta.

"Omat sijoitukset on tarkoituksella ihan eri toimialoilta. - - Et itse tykkään olla silleen portfolioajatuksella mukana."

-A2

"Joku positiivinen vaikutus ihmisten tai ympäristön hyvinvointiin. Se on hyvin vahva teema siinä. - - sijoittamista yrityksiin, joilla on jotain potentiaalia muuttaa maailmaa."

-A4

"Arvomaailman pitää kohdata. En voi sijoittaa sellaisiin mitkä on vastoin mun arvoja, vaikka olis kuinka hyvä bisnes tai tiimi."

-A5

"Sen pitäis olla sellainen keissi, joka on ehkä jollain lailla sellainen intohimon tai kiinnostuksen kohde itselle [sijoittajalle]. - - tietty vastuullisuus ja kestävä kehitys - -"

-A8

6.1.2 Startup-yrityksen määritelmiä

Startup-yrityksen määrittely osoittautui vaihtelevaksi. Yhtymäkohtina eri haastateltavien näkemyksistä voidaan mainita keskimäärin nuori ikä ja ennen kaikkea se, että startup-yritys on sellainen, joka tavoittelee voimakasta kasvua, mutta ei tunnista vielä millainen yrityksestä tulee ja miten. Ikämäärittelyn ja yleisenkin määrittelyn kohdalla oli havaittavissa ristiriitoja. Alla jokaisen haastateltavan näkemys startup-yrityksen määrittelystä.

"No itselle se on ainakin sellainen korkean kansainvälisen skaalautumiskyvykkyyden tai mahdollisuuden omaava yritys, joka myös tähtää nopeaan kansainväliseen kasvuun tai ylipäänsä isoon bisnekseen. Kunniahimotaso korkealla ja tarvitaan pääomasijoittajan rahaa, jotta pystytään se toteuttaa eli ei olla tulorahoitus pohjaisesti lähdössä tekemään ensimmäisestä päivästä alkaen. Oikeastaan sillä toimialalla ei ole sinänsä väliä, kunhan se juttu on mahdollista skaalata."

-A1

"Mä ajattelen sitä sillä tavalla, että se on uuden idean tai tuotteen ympärille perustettu osakeyhtiö. Jotkut ajattelee minkä ikäinen se on. No sil on yleensä merkitystä, mutta aika pitkäänkin olemassa olleet firmat vielä väittää olevansa startupeja. Mä ajattelen et ensimmäiset pari vuotta on sitä startup-vaihetta ja sitten se homma joko loppuu tai lähtee lentoon ja sitten se on kasvuyritys oikeastaan."

-A2

"Ideaalitilanne on et sulla on joku uusi innovaatio, on se sitten joku teknologinen innovaatio, palvelu tai tuote, niin tuot sen markkinoille, pyrit globaalisti kasvaa ja pyrit siihen kasvuun koko ajan. Tietty alussa voi olla, et sulla ei ole muuta kuin tuotekehitys. Silloin sä oot startup-yritys, joka yleensä pyrkii kehittää tuotteen ja kaupallistamaan sen mahdollisimman pian."

-A3

"Dave McCluren määritelmän mukaan [Startup-yritys on sellainen, joka] ei tiedä mikä sen tuote on, ketkä sen asiakkaat on tai miten tehdä rahaa. - - Sitten kun se löytää sen, niin se ei ole enää startup-yritys, vaan se on vaan yritys. - - Moni sanoo et sitten ne on kasvuyrityksiä, mutta jos me katsotaan tilastoja, nii ei niistä kasva kuin ihan todella pieni murto-osa."

-A4

"No mulle startup-yritys on se, joka hakee vielä sitä voimakasta kasvua ja joka ei ole saavuttanu sellaista vakiintunutta markkina-asemaa. Murrosvaiheessa oleva yritys, jolla on kyky kasvaa, on halua kasvaa ja on mahdollisuus kasvaa. Näin mä näkisin startupin. Mulle se vuosiluku, et kuinka pitkää se on toiminu ei ole niinkään merkityksellinen. Joskus voi olla sellainenkin yritys, joka on ollut tekemässä tuotekehitystä 3-4 vuotta, niin mulle se on startup, jos se ei ole päässy breikkaa sitä liiketoimintaa."

-A5

"Yritys, joka hakee räjähdysmäistä kasvua ja jonka bisnesmallissa, asiakaskunnassa ja tuotteessa on merkittäviä tuntemattomia tekijöitä - - ja jonka bisnes ei ole vielä vakiintunut."

-A6

"Joku aikamääre tai tällainen on täysin keinotekonen. Liikevaihto on täysin keinotekonen määre sille. Mä itse ajattelen, että startup on sellainen, joka ei vielä ole löytänyt itseään, ja jolla ei ole täyttä varmuutta siitä, että lentääkö se liikeidea."

-A7

"Kyllä ylipäätään ensimmäinen tekijä on se ikä, eli se ei ole kovin vanha. Sieltä se lähtee ja kyllä mun mielestä myös se on vielä liiketoimintaa, joka ei välttämättä ole

cash flow-positiivista. Mutta sitten kun se liiketoiminta alkaa mennä vaikka niin pitkälle, että siellä on yli 10 henkilöä, cash flow positiivinen ja jopa näyttää, että EBIT:kin on plussalla niin se on enemmän mun mielestä suomalaisessa miljöössä siinä kohtaa kasvuyhtiö.”

-A8

Startup-yrityksen määrittelyn haasteet. Kuten edellä mainittiin, on startup-yrityksen arvonmäärityksessä ristiriitaisuuksia erityisesti liittyen siihen, milloin yritys lakkaa olemasta startup. Yleisesti haastateltavat näkivät startup-vaiheen sijoittuvan keskimäärin aikaisempaan vaiheeseen, kuin minkälaisen kuvan esimerkiksi julkisuudesta voisi saada. Kaksi haastateltavaa kommentoi hieman startup-yritykseen liittyviä ääritapauksia.

”Tietysti eihän kaikki startupitkaan kasva, vaikka ne on startuppeja. - - Tää on vähän tällainen et käytetäänkö nyt startup-yritystä vai kasvuyhtiö, kun toisaalta pörssilistattu yhtiökin voi kasvaa hyvin. Et tää on just tätä terminologian vaikeutta.”

-A3

”Vaikka se on 8 vuotta vanha yritys, mutta se ei ole vielä löytänyt itseään, se on edelleenkin startup, koska se hakee edelleen sitä mikä siitä yrityksestä tulee. - - Toisaalta voi olla et joku lähtee tekemään jotain yksinkertaista konsulttitoimintaa ja yhtiö on kaks vuotta vanha. Se ajatuksena kuulostaa startupilta, mutta sillä on maksavat asiakkaat, ihan normaalia liiketoimintaa ja se on kannattavaa. Ei se ole mikään startup enää.”

-A7

Yksi haastateltava näki, että startup-nimitys liittyy myös yrityksen viestintään sekä yrityksen identiteettiin. Startup-nimityksellä voidaan nähdä olevan positiivinen vaikutus brändi-imagoon ja sijoittajakiinnostavuuteen. Tästä syystä startup-nimitys saattaa jäädä yritykseen pidemmäksi aikaa, kuin mikä olisi asiantuntijoiden mielestä perusteltua. Tämä ohjaa hieman startup-termin käyttöä.

”Toki mä tajuan sen puolen, et sillä [startup-nimityksellä] halutaan omalle työyhteisölle ja muille luoda tietynlaista kuvaa. Se on tehokas työkalu. - - Mutta ehkä se on sitten sisäinen työkalu ja viestintää.”

-A8

6.2 Arvonmääritys ja siihen liittyvät menetelmät

6.2.1 Arvonmääritysmenetelmien haasteita

Haastattelun toinen teema käsittelee arvonmääritysmenetelmien käyttöä. Erityisesti numeroihin perustuvien arvonmääritysmenetelmien kohdalla nähtiin perustavanlaatuisia ongelmia. Kaikki haastateltavat näkivät startup-yrityksen määrittelyn tällaisten menetelmien avulla pitkälti mahdottomana.

”Silloin jos mennään tällaisiin perinteisempiin tapoihin eli lasketaan esimerkiksi, että käyttökate kertaa x on arvo, niin miten teet sen kun ei ole liikevaihtoa.”

-A1

"Jos puhutaan prerevenue-keissistä missä ei edes tiedetä et haluaako kukaan ostaa, niin se on matemaattisesti täysin mahdotonta."

-A6

"Kun ei ole mitään toteutuneita lukuja, niin mihin sä perustat arvonmäärityksen."

-A7

"Startup-yrityksissä ei usein voida mennä tällaisiin perinteisiin arvostusmenetelmiin ainakaan mun mielestä, kun ei ole pitkää historiaa, et sä pystyisit taloudellisilla luvuilla samalla tavalla arvostusta miettimään. - - eihän sulla ole mitään taloudellisia tunnuslukuja, millä sä perustelisit sen valuaation."

-A3

"Ongelmallista on se, että varsinkin jos ei ole näyttöjä, niin mihin se perustuu tavallaan. - - Puhutaan et yleisesti Powerpointilla voi saada 100 000 arvonmäärityksen ja jos alkaa olee vähän näyttöjä niin voi olla 250 000-500 000 se arvonmääritys, mutta jos ei ole näyttöjä, jos sulla ei ole entistä kokemusta, tiimi ei ole toteuttanu liiketoimintaa tai se bisnes ei ole vielä saavuttanu yhtään maksavaa asiakasta, niin nämä ongelmat on olemassa."

-A5

Esimerkiksi pörssisijoittajien tapa mitata yrityksen arvoa nähtiin ongelmallisena startup-yritysten tai ylipäättään jatkuvan muutoksen alla olevan liiketoiminnan kohdalla. Yksi haastateltava käytti listautunutta pelialan yritystä esimerkkinä.

"Jos Next Gamesin listautumistiedotteen löydät jostain nii siellä kerrottiin pelifirmojen raaka totuus, että tää on uhkapeliä, todennäköisesti ei onnistu ja tullaan muuttamaan liiketoimintaa puolen vuoden välein. - - Next Games oli siellä startup-puolella valtaisa menestys ja sai hienoja keissejä ja tuotteita ulos ja sit listautu pörssiin. - - ja jos kattoo nyt noita pörssikursseja, niin [pörssikurssien perusteella] se on mennyt ihan penkin alle. - - tavallaan se tapa, jolla pörssi mittaa yrityksen arvoa, nii siinä on ihan eri säännöt, kuin miten kasvuyrityksillä sitä mitataan. Se on paljon raadollisempaa pelkästään lukujen kautta."

-A2

"Jos sä kerrot negatiivista käyttökatetta, EBIT:ia tai EBITDA:a jollain luvulla niin siitähän tulee miinusmerkkinen luku."

-A7

Yksi haastateltavista jakoi eri arvonmääritysmenetelmät laadullisiin, määrällisiin, tilastollisiin ja logiikallisiin menetelmiin. Kaikkien menetelmien kohdalla on olemassa omat puutteensa, ainakin kun tarkastellaan startup-yrityksiä.

"On nämä laadulliset menetelmät, joita itsekin tulee käytettyä ihan säännöllisesti, et siellä on vähän eri kriteereitä. Sitten on ihan määrällisiä menetelmiä. Sitten on tällaisia tilastollisia menetelmiä ja sitten on logiikallisia menetelmiä."

-A4

"Kaikki tilastolliset mallit perustuu historiaan. Ja se on jokin historiatieto, jolloin kun ei tiedä et onko se markkina kuumentumassa vai ei nii sä et voi siitä historiatiedosta ennustaa eteenpäin. [Esimerkiksi] 2013-2015 välissä suomessa valuaatiot kahdessa vuodessa kolminkertaistu."

-A4

"Laadullisten valuaatiomenetelmien perusongelma on se et ne kaikki pitää maakohtaisesti tasapainottaa tilastoittain. Eli sä et voi käyttää jenkkiäistä laadullista valuaatiomenetelmää suomalaisen yhtiöön. - - tää laadullinen mittaristo, millä arvioidaan sitä, niin sehän pitää skaalata elikkä nämä laadulliset valuaatiokriteerit

perustuu siihen tilastolliseen keskiarvoon, joka siellä on, jolloin kaikki laadulliset valuaatiomenetelmät lopulta perustuu tilastoihin.”

-A4

”Sitten määrälliset nii, nämähän perustuu ihan puhtaasti siihen et tehdään joku uskottava tulevaisuuden skenaario, josta väitetään et tää pitää paikkansa.”

-A4

”Nyt sitten toisin kuin nämä määrälliset, laadulliset ja tilastolliset nii nämä logiikalliset on siinä hyviä, et ne ottaa jokaista näitä huomioon ja sitten ne synnyttää jonkun logiikallisen lopputuloksen.”

-A4

”Laadullisten menetelmien perusproblematiikka on se et esimerkiksi Paynen valuaatiomalli ei ota mitään kantaa tuotteeseen tai palveluun. - - Ja jokaisessa näissä on puutetila - - Jos katotaan Risk Factor-menetelmää niin sitä ei kiinnosta millään lailla mikä on tiimi tai mikä on sitten toi kilpailuetu yrityksessä.”

-A4

6.2.2 Startup-yritysten kohdalla käytettäviä menetelmiä

Useiden menetelmien käyttö. Useat haastateltavat muistuttivat, että on tarpeen käyttää arvonmäärityksessä useita menetelmiä ja tehdä useita arvioita sekä ennusteita.

”Startupien haaste on siinä et siellä on niin paljon muuttuvia osasia mukana siinä arvonmäärityksessä. Mä en ole tunnistanu mitään yksittäistä menetelmää, mikä olis sellainen full proof.”

-A6

”Oikeastaan se ainoa sääntö mikä siinä on nii periaatteessa sellainen kourallinen erilaisia vaihtoehtoja pitäis rahoituksen hakijan käydä läpi ja muodostaa se käsitys niiden kautta. - - jos on vaan yks näkökulma et tää on meidän arvonmääritys, nii sitten sitä ei voi muuta kun haastaa et onko noin ja miksi ihmeessä.”

-A2

”Missään tapauksessa ei arvonmääritystä yhtiöön tehtäessä käytetä jotain yksittäistä mallia, vaan me analysoidaan se aika laajasti läpi.”

-A4

”Mikään valuaatiomenetelmä ei yksin ole aukoton vaan sehän on, että voidaan tehdä vaikka kuudella menetelmällä. Sitten kannattaa katsoa mikä on keskihajonta, miten se siellä näyttelee sitä osuutta mihin itse uskoo.”

-A8

”Usein tehdään useita versioita tästä talousennusteesta. Inhorealistenten, realistinen ja optimistinen. Sen kautta haetaan sitä ymmärrystä siitä, mikä on toteutettavissa, kun usein ne ensimmäiset luvut on aika optimistisia eikä ymmärretä sitä logiikkaa.”

-A5

Historiatieto ja vertailu. Samankaltaisten vertailuyritysten etsiminen ja arvonmäärityksen pohjaaminen niihin nähtiin pitkälti käytetyimpänä ja hyödyllisimpänä menetelmänä.

”500 000 valuaatiolla oleva keissi näyttää tietynlaiselta, miljoonan keissi näyttää tietynlaiselta, kolmen miljoonan keissi on tietyn näköine ja kymmenen miljoonan

keissi tietyn näköine. Ehkä se on tällainen et tietyn valuaation keisseille on muotoutunu tietyyntyyppiset vertailupohjaprototyypit.”

-A6

”Kärjistäen ne säännöt löytyy siitä kyseisestä markkinasta ja tietyn toimialan toteutuneista keskiarvoista ennemmin kuin jostain työkalusta, johon syötetään jotain lukuja, jotka sitten kertoo, että arvo on tämä. Näin sen vois sanoa jopa, vähän surullistakin, että kun tulee kymmenen vanhaa dekkiä pöytään mitkä osoittaa et tällaisia [rahoituskierroksia] on tehty ja nämä on mennyt läpi niin siihen se [arvonmääritys] sitten oikeastaan hyvin pitkälti perustuu.”

-A1

”Miten startup-valuaatiosta vois lähteä liikkeelle nii yks vois olla, että kattoo onko verrokkiyhtiöitä? Minkälaisia verrokkiyhtiöitä on olemassa ja minkälaisia valuaatioita siellä on käytetty? - - toinen on et miten tämän toimialan startup-yhtiöille on arvostukset ollut esimerkiksi yrityskauppatilanteissa.”

-A3

”Sitten toinen tapa on vertailla sen toimialan yrityksiä ja niiden tunnuslukuja et mites ne on pärjänneet kasvuvaiheessa. Miten niiden myynnin viive, katerakenne tai muut tunnusluvut.”

-A5

”Lähetään sitten arvioimaan, et jos on vähän samanlaisia toimijoita, niin vaikka miten pohjoismaissa joku toinen toimija on tehnyt samanlaista kasvua ja miten se on kehittynyt ylipäätään.”

-A8

Yksi haastateltava muistutti, että myös kyseisen yrityksen valuaatiohistoriaa on hyödyllistä verrata sen liiketoiminnan kehitykseen eli miten hyvin eri rahoituskierroksilla määritettyihin tavoitteisiin on päästy.

”Kun lähetään sijoittaa sellaisiin yrityksiin, joissa on jo aikaisempia sijoittajia mukana, niin silloin katotaan se valuaatiohistoria suhteessa liiketoiminnan kehitykseen.”

-A3

Mahdollisia nyrkkisääntöjä ja toimintatapoja. Haastateltavat nimesivät joitakin toimintatapoja ja nyrkkisääntöjä joihinkin tilanteisiin.

”Mun lempimenetelmä olis vaan sellainen vähän pidempi haastattelu missä käydään läpi kaikki eri osa-alueet. Käydään läpi sitä juttua ja riskiä mikä siinä sitten vaikka todennäköisimmin epäonnistuu ja sitten mä punnitsen sen riskin kautta sitä, että pystynkö minä auttamaan sen riskin poistamisessa.”

-A2

”SaaS-alalla eli tällaisilla jatkuvalaskutteisilla lisenssipohjaisilla ynnä muilla bisneksillä voidaan ajatella, että se olis 5-10 kertaa liikevaihto se arvostus.”

-A3

”Aika usein varhaisen vaiheen yrityksiin käytetään sellaisia nyrkkisääntöjä, että jos tiimi on koossa ja se on hyvä ja niiden tuoteidea on uskottava, mutta ei ole vielä tuotetta, nii se valuaatio voi olla kymmenistä tuhansista pariin sataan tuhanteen. Jos sillä on tuote kehitetty ja se on lähes tai kokonaan myyntivalmis, mutta sitä ei ole vielä myyty, niin se voi olla sitten paljon isompi se valuaatio ja se voi olla jopa tonne miljoonaan saakka. Jos sitten on maksavia asiakkaita, niin sitten se valuaatio voi olla paljon suurempikin.”

-A7

Myöhemmän vaiheen arvonmääritys. Kun yritys on vakiinnuttamassa liiketoimintaansa ja siirtymässä eteenpäin startup-vaiheesta, voidaan joidenkin haastateltavien mukaan alkaa hyödyntää esimerkiksi diskontatun kassavirran menetelmää (Discounted Cash Flow, DCF).

”Kaikki matemaattiset menetelmät soveltuu yrityksen valuaation arviointiin ainoastaan silloin, jos siellä on voitollisia vuosia.”
-A7

”Voidaan laskea tulevia kassavirtoja ja diskontata ne nykyarvoon. Tää on yks tapa, mutta mä en tiiä kuinka järkevää tapa startupille. Se voi toimii, jos yritys on vähän vakiintuneempi eli on liikevaihtoo ja muuta.”
-A3

”Mä tekisin DCF-excelin ja sen jälkeen mä alkaisin kattoo liikevaihdon tunnuslukuja ja alkaisin kattoo, että millon tää aidosti alkaa olemaa sitten tuottava yhtiö. Ne on ne kaks keskeisintä.”
-A8

”Jos siellä DCF:ssa näytetään vaikka, et siellä on liikevaihto. Siinä pitäis nimenomaan päästä sen alapuolelle avaamaan se palikka ja miettiä, et miten se [liikevaihto] tulee, miten tää jakautuu kuukausittain eli lähteä avaamaan sitä pakkaa.”
-A8

”Mä haluaisin oivaltaa ne liiketoimintalogiikat, kysellä kysymyksiä niistä ja itse oivaltaa sen. Sitten kyllä mennään pieleen, jos mä en itse oivalla et mistä se [liikevaihto] tulee.”
-A8

Yksi haastateltava arvioi kuitenkin diskontatun kassavirran menetelmän käyttöä kriittisemmin ja käyttäisi pääomasijoittajana ennemmin tuottoarvoa.

”Aika harva käyttää enää tätä discounted cash flow -menetelmää. DCF on varmasti virallisoin tai yleisesti hyväksytty tapa, mutta käytännössä vain todella harvat käyttää sitä. Yhtiöt voi käyttää sitä. Pankit voi käyttää sitä ehkä, mutta enää harva pääomasijoittajakaan käyttää sitä.”
-A7

”Käytännössä käytetään sellaista tuottoarvoa, että ikään kuin takaisinmaksuajan kautta lähdetään kattomaan. - - Kuinka pian se yritys käytännössä projisoitu liikevaihdon kasvu huomioiden maksaa itsensä takaisin.”
-A7

Yksi haastateltava nosti erityisesti asiakkaat ja niiden pysyvyyden yhdeksi tärkeimmistä mittareista.

”Tietysti jos lähetään sieltä numeropuolelta kattomaa, nii jos on olemassa olevia maksavia asiakkaita, joiden asiakaspysyvyys on hyvä, niin tämän tyyppiset mittarit on aina kaikista parhaita mielekkyyteen liittyen.”
-A6

6.2.3 Startup-yrityksen näkökulmaa arvonmääritykseen

Osa haastateltavista näki tärkeänä yrityksessä olevan näkemyksen yrityksen arvosta, vaikka se saattaa myös monissa tapauksissa olla epärealistinen.

"Mä sanon, että se on startupin omistajien tehtävä tehdä se arvonmääritys, et sitä ei voi niin kun konsulttina auttaa et hei tehdään tollaset laskelmat."

-A2

"Usein lähdän kuuntelemaan et mikä on se startup-yrittäjien oma perustelu. Miten se näkee ja mitkä on ne argumentit, millä ne perustelee sitä valuaatiota."

-A5

"Aika monella firmalla on antaa etukäteen joku oma näkemys mikä se valuaatio pitäisi olla. Jos ne on ihan alkuvaiheessa tekemässä rundia, nii se voi olla kohtuullisen epärealistinenkin."

-A6

Valuaatiotason asettaminen perustuu usein uskoon oman yrityksen menestymisestä ja valuaatiota saatetaan käyttää tavoitteen asettamiseen.

"Startupin näkökulmasta sen valuaation muodostaminen on hyvin yksinkertaista ääritapauksessa. - - jos pitää saada 200 000 kasaa ja 20% firmasta myydään niin se on miljoonan valuaatio, jolloin millä me voidaan perustella miljoonan valuaatio. - - sitten tuotetaan kaikki materiaali tukemaan sitä väitettä - - Se on sen pelin henki silloin, jos on pakko saada jostain 200 000."

-A2

"Voihan se arvo olla mitä tahansa, jos sillä samalla valuaatiolla ne yrittäjät itse sijoittaa rahaa. Kyllä se voi olla 10 miljoonaa se valuaatio, jos kaikki laitetaan samalla valuaatiolla."

-A7

Rahoitussuunnitelma. Kaksi haastateltavista näki tärkeänä etukäteen määritetyn rahoitussuunnitelman tekemisen.

"Tehdään ensimmäinen skenaario siitä, että nyt meidän firman arvo on tämä ja tämä on omistusrakenne ja omistusprosentit. Sitten meillä on seuraava kierros, jossa ollaan vaikka valmiita luovuttaa 20 prosenttia valuaatiolla xyz. Miltä näyttää cap table eli omistusrakenne sen jälkeen. Sitten tehdään ehkä se A-kierros ja katotaan taas, että no miltäs sitten näyttää - - saadaan tavallaan myös tällainen perustajien tai avainhenkilöiden omistuksen turvaava rahoitussuunnitelma tietyllä tavalla kasaan."

-A1

"Vielä päälle ehkä sellainen et sieltä löytyis sellainen selkeä omistaja-perustaja. Mä nään tosi ongelmallisena sellaisen et joku "nörttitiimi" on jakanu prosentit keskenään ja sitten huomataa et ei ole enää siivua sellaiselle kaupalliselle toimijalle, joka vois tulla siihen toimitusjohtajaks. Et omistusrakenne ratkaisee ihan hirveen paljon myös, eli sellainen hajautunu omistus mallilla "kaikille vähän jotain" ei ole oikeen hyvä."

-A1

Mikä on se rahoitussuunnitelma pitkässä juoksussa? - - Jos siinä menee vuosia nii se on mulle signaali et tässä voi olla tarve rahoituskierroksille.

-A5

6.3 Arvonmääritys ja yrityksen taustatekijät

6.3.1 Yleisiä havaintoja

Kolmannessa teemassa käsitellään yrityksen ominaisuuksia ja siihen liittyviä taustatekijöitä. Näitä asioita peilataan yrityksen arvonmääritykseen. Yksi haastateltavista kuvaa käyttämäänsä kolmivaiheista arviointimallia.

”Mietitään eka tämän kyseisen startup-yrityksen toimialan haasteet, ongelmat ja trendit. - - Sitten käydään läpi se, että mikä on tämän kyseisen startup-yrityksen ratkaisu juuri tämän toimialan haasteisiin. Käydään läpi sitä mitä uutta ne on kehittänyt nykyiseen malliin - - Kolmas vaihe on sitten se, että onko se sellainen ratkaisu, että potentiaaliset asiakkaat olis valmiita maksamaan siitä ja kuinka paljon, jolloin se kertoo osittain myös siitä markkinasta ja markkinapotentiaalista.”
-A3

Tiimi, markkina, tuote. Tiimi, markkina ja tuote nousivat esiin lähes kaikkien haastateltavien kohdalla. Kaksi haastateltavaa alusti tämän teeman arviointia juuri näiden kolmen aihealueen kautta.

”Tiimi on ihan ydinjuttu kaikista tekijöistä. Jos se tiimi ei ole kunnossa nii ihan sama mitä siellä on muuta nii ei se toimi. Sitten sen jälkeen sieltä löytyy tietynlaista markkinapotentiaalia ja sitä markkinaa mitä arvioidaan ja sitten kolmas kokonaisuus on tuote ja teknologia -kokonaisuus.”
-A4

”Kyllähän se tuotto-odotus on ennen kaikkea se asia. Mä arvioin sen markkinan, että kuinka iso se tavoitettavissa oleva markkina tosiasiasa on. Ja pyrin siinä huomioimaan sen kilpailutilanteen. - - Pyrin arvioimaan tuotteen, että onko sen tuotteet valideja. Ja pyrin ennen kaikkea arvioimaan sen tiimin, että pysyykö niillä pää kasassa, koska suurin osa startupeista feilaa sen takia, että yrittäjillä ei polla kestä.”
-A7

Markkinapotentiaali. Joidenkin haastateltavien mukaan on hyvin tavallista, että yrityksen potentiaalia tarkastellaan hyvin voimakkaastikin yrityksen arvoa nostavana tekijänä.

”Jos ei siinä ole sellaista isoa mahdollisuutta niin tässä startup-sijoittamisessa on aika isoja riskejä, niin sä et lähde laittaa niitä riskejä sellaisiin yrityksiin missä isoimmillaan eli kun kaikki onnistuu, niin ei siltikään tule mitään.”
-A1

”Sijoittaja tutkii paljon enemmän sen bisneksen kokoa ja sitä uskottavuutta et miten tämä yritys just vois päästä sinne tai mihin bisneksen kokoluokkaan se uskoo. Sieltä jostain se löytyy se haarukka.”
-A1

”Jollakin yrityksellä voi olla sijoitushetkellä vaikka 30 miljoonaa liikevaihto ja tappio useita miljoonia. Silti ne voi saada rahoituskierron vaikkapa 500 miljoonan valuaatiolla. Eihän me voida millään perustella että 30 miljoonan liikevaihto, joka on raskaasti tappiollinen, olis numeroita katsomalla 500 miljoonan arvoinen. Eli jälleen kerran siinä tämä kyseinen sijoittaja katsoisi tulevaisuuden potentiaalia.”
-A3

Painotukset. Eri tyyppisillä sijoittajilla on tapana painottaa eri osa-alueita yrityksessä. Yksi haastateltavista arvioi painotusten merkitystä sijoituspäätökseen.

”Riippuen siitä sijoittajatyypistä, et jos otetaan vaikka tällainen Reaktor Innovation-tyyppinen sijoittaja. Niillä on vahva teknologiatimi itsellä, jolla ne tuo sen teknologiaosaamisen sinne kohdeyhtiöön. Eihän ne painota sitä tiimiä silloin lähellekään niin paljon - - se on ihan eri tyyppinen sijoittaja kuin se, että jos on ollut vaikka Nokian johdossa pitkään ja se miettii et mä nyt sijoitan tähän ja mä tunnen noi muutamat henkilöt tuolta, joille mä voin avata ovet. Nii sillehän nyt on äärettömän tärkeitä et se tiimi on tosi hyvä.”

-A4

”Riippuen, et jos sä painotat jotain yhtä osa-aluetta, nii säähän painotat sitä toisten kustannuksella. Nii tässä näkyy nyt tavallaan se, että tällä toisella sijoittajalla tiimi on 49% ja toisella 8%, ajatellaan et jokaisesta annetaan vaikka 0-10 pistettä. Jos tiimi on 10 pistettä ja sitten painotetaan sitä tällä [prosenttilukemalla], nii tällä toisella se olis 49 pistettä ja tällä toisella se saisi vaan 8 pistettä. Jos siellä taas painotetaan kilpailuetua, mikä monesti voi olla vähän sumee, mutta ajatellaan et tää painottaa sitä, nii tää ei ikinä sijoittaisi siihen kohdeyhtiöön, mutta tää toinen sitten taas tekis sen sijoituspäätöksen.”

-A4

6.3.2 Tiimi

Tiimin merkitys ja asenne. Tiimin merkitys nousi haastatteluissa korkealle.

”Startupin arvonmäärityksessä tärkeintä on lopulta tiimi, koska hyvä tiimi pystyy myymään ja ne pystyy kehittämään parempia tuotteita, mutta huono tiimi, vaikka niillä olis hyvä tuote, niin ei ne pysty sitä myymään. Kukaan ei maksa siitä tuotteesta mitään, jos ei sitä myydä. Se raha ei tule muuten firmaan.”

-A7

”Tiimissä tärkeitä asioita on tahto, osaaminen, rohkeus, erilaiset suhteet eri paikkoihin, luotettavuus, myyntihenkisyys, valmennettavuus ja minkälainen heterogeenisyys on tiimissä.”

-A4

”Sitten jos ajattelee olevansa startupissa töissä, niin se on mun mielestä vähän väärä asenne, koska se ei ole työntekijän rooli. - - sellainen peukalosaäntö, jonka oon kuullu muualtakin, on se et noin puolet siitä tiimistä pitäis tulla muualta. Tavallaan silloin se kulttuuri muuttuu sellaiseks, et tässä tehdään töitä omistaja-asenteella.”

-A2

Kokemus ja execution-kyky. Osa haastateltavista nosti esille tiimin kokemuksen toimialasta ja erityisesti kyvyn asioiden eteenpäin viemiseen.

”Yleisesti vois sanoa, et olis hyvä, jos olis joukossa mukana vähän jotain pidempää kokemusta omaavia tyyppisiä, joilla on vähän jotain track recordia siitä, miten asioissa on onnistuttu tai epäonnistuttu aikaisemmin niin se on sellainen tosi hyvä merkki. - - execution-henkisyyttä katson ja uskon et tuun koko ajan kattomaan tarkemmin. Miten tiimi tuntuu tarttuvan asioihin ja sitä kautta menevän eteenpäin.”

-A1

”Onko sen tiimin kokemus ja taustat vahvuuksia just tämän toimialan startupin kannalta? Sijoittajan näkökulmasta siellä olis hyvä olla sellainen tiimi, jolla on jo kokemusta liiketoiminnan kasvattamisesta, kehittämisestä, myynnistä ja jopa taustaa

siitä et ne on kasvattaneet yrityksen ihan sinne exitiin saakka. On tosi tärkeitä et on tavallaan se execution-kyky.”

-A3

”Kokemusta liiketoiminnan johtamisesta ja liiketoiminnan viemisestä läpi. Heidän kyky olla myynnissä mukana, et jos siellä on paljon luurikkammosia kavereita, jotka haluaa ulkoistaa myynnin, niin se on mulle huono signaali. Tiimissä osaamista operatiivisella tasolla, arjen pyörittämisessä, liiketoiminnan toteuttamisessa, tiimin osaaminen tehdä strategisia asioita hallitustasolla ja tiimin kyky houkutellessa advisor board -ihmisiä, nii musta siinä on ainakin sellaisia asioita, mitkä vaikuttaa siihen et, jos joka tasolla on aika eheä ja uskottava nii se on mulle hyvä signaali.”

-A5

”Kyllä mä haluaisin ainakin tavata niitä tiimin jäseniä ja tietää et minkälainen johtamiskokemus siellä on. - - Kaikki onnistuminen viime kädessä on johtamisesta kiinni. Täytyy mennä siihen et kuka tätä johtaa. Mikä tässä on omistajan tahtotila? Mitä tässä tavoitellaan ja mihin ollaan menossa? - - Sen jälkeen haluaisin tietää et mitkä ne osaamisalueet on? Kuka vastaa teknologioista? Kuka hoitaa myyntiä? Miten on talouspuoli hoidettu? Se kokonaisuus.”

-A8

Myyntiosaaminen. Myyntiosaaminen nousi esiin jo yllä. Yksi haastateltava kuvaili hieman spekuloiden myynnin merkitystä liiketoiminnan kehittämisessä.

”Täytyis yrittää muistaa, että paljon huonompiakin tuotteita myydään paljon kalliimmalla, jos osataan se myyntipuoli kunnolla. Melkein jos haluis yleistää silleen nii minkä tahansa suomalaisen insinööritalon portfoliosta löytyy varmasti parempia tuotteita, kun joidenkin kansainvälisesti jo hyvää bisnestä tekevien firmojen tuotteet, mutta se vaan ei auta et se tuote on parempi, jos sitä ei osata myydä, markkinoida ja viedä maailmalle.”

-A2

Diversiteetti. Tiimin yhtenä tärkeimmistä ominaisuuksista nähtiin sen monipuolisuus eli diversiteetti. Tämä asia nousi esiin useimmissa haastatteluissa.

”Sitten se, että se ei ole homogeeninen porukka. Ja vielä sitten ainakin rahoituskelpoisuuden näkökulmasta se, että se olis monikansallinen.”

-A1

”Mitä monipuolisempi tiimi nii sen parempi. Jos on vaikka kaksvitosia äijiä samalta kurssilta yliopistolta, nii se on huono tiimi. Mutta sitten jos on eri ikäisiä, eri kansallisuuksia, eri koulutustaustoja ja eri työkokemuksia, niin se tekee siitä tiimistä paljon vahvemman.”

-A6

”Tiimissä tarvitaan eri ikäisiä ja eri taustasta olevia ihmisiä. - - joku tuo jotain osaamista tai kokemusta siihen ja joku tuo sitä nuoruuden intoa. Jollakin pitää olla hieman talousosaamista ja jonkun pitää olla myyjä. - - Tiimissä pitää olla ihmisiä, jotka haastaa toisiaan ja täydentää toistensa kykyjä. Tiimissä pitää olla myös riittävän monta ihmistä. Yks henkilö ei ole tiimi.”

-A7

”Hyvässä tiimissä ylipäätään on tällaiset innostavat johtajat ja sitten on opponentti - - Eli on sellaisia vähän skeptisiä analyttisempia ihmisiä ja sitten tarvis olla sellaisia, jotka pystyy vaikeella hetkellä tulemaan sieltä synkistä vesistä ylös.”

-A8

6.3.3 Markkina

Toimiala- ja markkinaymmärrys. Toimialaosaaminen ja ymmärrys markkinasta nähtiin joidenkin haastateltavien kohdalla asiana, joka tiimistä on löydyttävä.

"Toimialasta on hyvä tietää jotain ja parhaita on rahoitettavuuden näkökulmasta sellaiset keissit, joissa tavallaan työsuhteen keskeltä on keksitty, että tää voitais tehdä paljon paremmin."

-A1

"Siinä yrityksessä pitää olla se osaaminen siitä markkinasta. Jos sitä ei siellä ole, se täytyy jotenkin saada sinne rekrytoitua tai muuten sillä ei ole elinkelpoisuuden mahdollisuuksia."

-A2

"Jos sillä yrittäjätimillä ei ole sitä toimialaosaamista niin ei se sinne tuomalla tule, vaan kyllä sen tiimin pitää ymmärtää mitä ollaan tekemässä, kenelle ja miten se toimiala toimii."

-A4

Yksi haastateltavista ilmoitti markkinatutkimuksen tekemisen ehtona sijoitusneuvotteluiden käynnistämiseksi.

"Markkinaan liittyen, niin tänä päivänä en tee sijoitusta, jos siellä ei ole jonkinlaisia markkinatutkimusta taustalla. - - Jos ei yhtiössä ole nähty sitä vaivaa, että olisivat selvittäneet sen markkinan jonkun ulkopuolisen toimesta, niin silloin en koske yhtiöön."

-A7

Kilpailu. Kaksi haastateltavaa nosti esiin sen, että kilpailijakenttä tulisi olla selvillä.

"Katotaan kilpailijakenttää et onko joku muu keksiny vastaavan kaltaisen ratkaisun ja jos on vähän sinne päin [samankaltainen ratkaisu], niin mitä eroavaisuuksia ja mitä hyvää suhteessa kilpailijoihin on."

-A3

"Kuinka kilpailtu alue se on, kuinka suojattava se teknologia on tai se liiketoiminta ja mitä siinä markkinoilla on tapahtumassa."

-A5

Markkinaosuuden saavutettavuus ja sen suhde valuaatioon. Kaksi haastateltavista otti esille valuaation ja arvion suhteessa markkinapotentiaaliin ja sen saavuttamiseen.

"Katotaa myös sitä arvostustasoa eli valuaatioo. - - Jos katotaan et markkina on näin iso ja valuaatio on tällainen, nii onko se valuaatio suhteessa tähän saavutettavaan markkinaan saavutettavissa."

-A3

"Mä katon oikeastaan kahdesta näkökulmasta. Toinen on se, että otetaan bottom up - lähestymistapa. Mitä se yritys on saanu aikaseks? Miltä se jo nyt haltuun otettu markkina näyttää? Minkälaisia asiakkaita siellä on? Minkälaista kasvupotentiaalia siinä segmentissä on? Sitten toisaalta mä katon sitä kokonaismarkkinaa yläkautta. Paljonko siinä on potentiaalia? - - Sitten ideaalitapauksessa tää tarina sieltä isosta ylätasoin markkinasta ja sitten siitä bottom up myyntilähtöisestä ajatuksesta ideaalitapauksessa kohtaa siinä keskellä."

-A6

6.3.4 Tuote, liiketoiminta ja skaalautuvuus

Osaaminen, jatkuvuus ja asiakas nähtiin yleisellä tasolla tärkeinä asioina eri haastateltavien mielestä liittyen tuotteeseen.

"Onko siinä porukassa tai tiimissä ihmisiä, jotka oikeasti osaa tehdä sen, onko siinä ihmisiä, jotka on jo tehnyt sellaisen ja onko se teknisesti miten vaikeaa tai kallista toteuttaa nii ne sitten vaikuttaa sekä siihen investoinnin kokoon, miten paljon rahaa siihen menee, onko se uskottava se aikataulu missä se uskotaan saatavan markkinoille ja mikä tärkeintä et pystytkö ne ihmiset toteuttaa sen."

-A2

"Kymmenen vuotta sitten mä olin sitä mieltä, et sen täytyy olla jotain sellaista mikä skaalautuu ihan valtavasti. - - Tänä päivänä mä oon yhä enemmän sitä mieltä, että tällaiseen pitkään sopimusmalliin, esim. Software as a Service -malliin perustuva sijoituskohte voi olla hyvinkin houkutteleva, koska siinä on tiettyä jatkuvuutta."

-A7

"Jos yhtiön menestyminen pohjautuu siihen, että miten sitä liiketoimintaa johdetaan, niin kyllä se liiketoiminnan suunnittelu ja tuotteen menestyminen pohjautuu taas sitten toisaalta pelkästään vain ja ainoastaan siihen asiakkaaseen. - - Miksi mä asiakkaana haluaisin valita tämän?"

-A8

Innovatiivisuus. Jotkut haastateltavista näkivät tärkeänä tuotteen tai palvelun innovatiivisuuden, joka saattaa joissain tapauksissa nostaa valuaatiota suurestikin.

"Liittyykö se sitten teknologian murrokseen, lainsäädäntöön tai yleiseen käytäntöön nii nämä on asioita, mitkä vaikuttaa siihen liiketoiminnan kehittämismahdollisuuden arviointiin."

-A5

"On kasvuyhtiöitä, joiden liikevaihto ja tulos saattavat olla vaatimattomia, usein tulos tappiollista, mutta siitä huolimatta ko. startupin valuaatio saattaa olla erittäin korkea. - - sijoittaja tai startupin ostaja näkee tuossa startupin teknologiassa ja tiimissä sellaista arvoa, jota ei pelkillä taloudellisilla tunnusluvuilla voi arvioida."

-A3

Suojattavuus. Innovatiivisuuden rinnalla kaksi haastateltavaa muistuttivat idean suojattavuuden tärkeydestä ja oikeuksista.

"Sitten tietynlainen suojattavuus jollain tasolla, et onko se vaikka patentoitavissa tai pystytäänkö rakentaa jollain muulla tavalla näyttöä nopeasta markkinoille menosta."

-A1

"Arvonmäärittelyyn nimenomaa liittyy mun mielestä aika paljon myös se, että kenen omistama se on se vahva IPR [Intellectual Property Rights]. Jos se on yksittäinen henkilö, joka on avainasemassa nii mikä on sen sitoutumisaste. Onko se teknologia saatu täysin siihen startupiin vai onko siellä jotain häntiä esimerkiksi yliopistoon."

-A5

Skaalautuvuus. Monilla haastateltavilla painava sijoitusperuste oli idean skaalautuvuus.

"Se pitää olla houkutteleva bisnesmahdollisuus, jolla on selkeä skaalautumismahdollisuus. - - Se et sen voi viedä uuteen ympäristöön niin, että ydintiiminosaamista ei tarvita välttämättä koko ajan."
-A5

"Vaikka jonkun verkkokaupan rakentaminen on aika helppoa aika lailla minne vaan. Tällaiset yleiset tunnusmerkit, että voidaan tehdä missä vaan."
-A1

"Ansaintamalli on tärkeä. Se liittyy myös siihen liiketoiminnan skaalautuvuuteen osittain. Minkälainen hinnoittelu siinä on, minkälainen kate siitä tuotteesta tai palvelusta voidaan saada ja millä tavoin se voidaan saattaa globaaliksi."
-A3

Exit-mahdollisuudet. Startup-sijoittamisessa varsinainen sijoituksen tuotto tehdään exitissä eli irtautumisessa. Yksi haastateltavista muistutti sijoitushorisontin hahmottamisen tärkeydestä.

"Sijoittajaa kiinnostaa, että onko tässä potentiaalista exitiä 20 vuoden päästä, 5 vuoden päästä, vai mikä vois olla se aikajänne. - - pitää olla jonkinlainen hahmotelma, jotta voi ymmärtää onko tässä sijoitus kiinni 10 vai 20 vuotta."
-A3

6.4 Sijoittajan sopivuus yritykseen ja neuvottelu

6.4.1 Miksi sijoittaja mukaan yritykseen?

Neljäs teema liittyy sijoittajan valintaan ja neuvotteluun. Miksi ja millainen sijoittaja yrityksen tulisi valita mukaan yritykseen? Millä tavoin neuvottelu liittyy rahoituskierroksen kulkuun ja arvonmäärittämiseen?

Ei ole muuta mahdollisuutta. Osa haastateltavista näki tavanomaisena, että sijoittaja tarvitaan mukaan yritykseen siitä yksinkertaisesta syystä, että lainarahoitusta ei ole saatavilla.

"Kyllähän se sellainen tietty järjestys missä kannattais edetä on, että ottaa ensin kaikki vakuudettomat lainat ja sitten kaikki vakuudelliset lainat."
-A2

"Jos mietitään, että sulla on startup-yhtiö, jolla ei välttämättä ole kassavirtaa vielä juurikaan, ei ainakaan positiivista kassavirtaa. Niillä tiedoilla on käytännössä aika mahdotonta saada lainotusta. - - Alussa se laina ei tule kyseeseen vaan pitää hakea sitä oman pääoman ehtoista rahoitusta ja myöhemmissä vaiheissa tulee kyseeseen, että otetaanko laina vai pääomasijoitus."
-A3

"Suomessa on älyttömän hyvin julkista rahoitusta startupille. Mä oon itse tunnistanu 60 erilaista instrumenttia. Mutta siinä vaaditaan sitä omarahoitusosuutta. Jos tiimin jäsenellä itsellä ei ole mahdollisuutta sijoittaa niin silloin tarvitaan pääomasijoittaja mukaan."
-A5

Lainaraha vs. Sijoittaja. Yksi haastateltavista eritteli havainnollistavasti lainarahan ja sijoituksen eroja.

"Lainassa on se huono puoli et se pitää maksaa takas, se rasittaa tasetta ja vie sitä kassavirtaa osittain pois - - sitten toisessa vaakakupissa painaa se et haluaako ottaa ulkopuolista rahaa, mutta sen huono puoli on taas se, että se pienentää esimerkiksi osakkeenomistajien omistusosuutta."

-A3

Sijoittajan osaaminen. Sijoittajan yritykseen mukanaan tuoma osaaminen nousi esille tavalla tai toisella kaikkien haastateltavien kohdalla.

"Myös sieltä pöydän toiselta puolelta odotetaan, että toi olis hyvä sijoittaja, koska voi tuoda rahan lisäksi vielä jotain muuta."

-A2

"Onko sillä jotain sellaista osaamista tai sellaisia verkostoja, joilla se sijoittaja pystyy auttaa sitä yhtiötä kasvun toteuttamisessa."

-A7

"Osaamista ja sellaista ovien avaamista, uskottavuuden kasvatusta jopa sitten jossain tapauksissa hyvin tärkeiden yhteistyökumppaniovien avaamista ja kaikkea sellaista mitä parhaimmillaan sijoittajat tuo mukanaan."

-A1

"Monesti hyvä sijoittaja tuo myös sitä sellaista ulkopuolista näkemystä. - - sellaista syvyyttä ja ymmärrystä siihen liiketoiminnan kehittämiseen ja hallitustyöskentelyyn."

-A5

"Sijoittajat parhaimmillaan pystyy tuomaan relevanttia toimialaosaaamista ja strategiaosaamista. Sellaista näkemystä, jota siellä tiimillä ei vielä valmiiksi ole. Hyviä kysymyksiä, jotka auttaa sitä operatiivista porukkaa menemään eteenpäin ja tunnistamaan sieltä niitä heikkouksia ja vahvuuksia ja rakentamaan niiden päälle sen bisneksen. - - myös ihan generalistisijoittajat pystyy monesti kysymään todella hyviä kysymyksiä. Näitä on bisneksen perusmittarit, liikevaihdon kasvu, asiakasmäärien muutokset, segmentoinnit ja kaikki tämän tyyppiset jutut."

-A6

"Sitten sijoittajan tehtävä on tulla tukemaan, sparraamaan ja ehkä avaamaan jotain ovia sieltä ja sitä kautta tuoda sellaista osaamista mitä siellä ei ole. Se voi olla usein hallintoon, rahoitukseen, talouteen liittyvää. - - neuvottelutaitoo, sopimusjuridiikkaa, monta eri asiaa mitä siellä tarvitaan, myyntitaitoja, myyntineuvotteluasioita, se on yhtiöstä kiinni."

-A4

Yksi haastateltava muistutti erityisesti rahoituksen jatkuvuuden edistämisestä sijoittajan avulla.

"Hyvä pääomasijoittaja tuo myös sellaista smart money:a eli rahan lisäksi kokemusta, näkemystä ja kykyä avata ovia. - - pääomasijoittaja mahdollistaa nopeamman kehityksen ja sitä kautta nopeammin nämä julkiset investorit hyödynnettäväks."

-A5

6.4.2 Millainen sijoittaja mukaan yritykseen?

Yhtiön vakuuttavuuden parantaminen. Yksi haastateltavista oli sitä mieltä, että sijoittajan valinnalla voi olla paljonkin merkitystä yrityksen vakuuttavuuteen sijoituskohteena.

"Jos pystyy vaikka hankkimaan taakseen tällaisia ankkurisijoittajaprofiileja [esimerkiksi alan nimekkäitä henkilöitä] nii joissain tapauksissa ne on täysin elinehto. - - Usein niitä sitten pyritään hankkia sinne taakse, tai sitten vähintäänkin olis hyvä, jos menee läpi jonkun sen tekemän analyysin."

-A1

"Toisilla enkeleillä on hyvä maine, kun ne on ollut todella kädet savessa auttamassa niitä yrityksiä eteenpäin, nii sellaiset on tosi hyvii sijoittajia myös niiden muiden sijoittajien mukaan saamiseksi."

-A1

"Usein rahoituskierroksia tulee lisää uusia. Jos sä oot saanu sinne esimerkiksi helpolla pääomaa joltain lähipiirin lottovoittajalta tai vaihtoehtoisesti toimialan eksperti numero ykköseltä rahaa. Kun se seuraava rahoittaja kattoo sitten kumpaa se haluaa mennä, nii ehkä siihen missä [on kokemusta siitä, että] on jo testattu sitä asiaa sellaisen henkilön kanssa, joka tunnetaan tässä piirissä tällaisena merkittävänä hahmona."

-A1

"Jos mahdollista, niin ammattimainen sijoittaja kannattais houkutellessa mukaan mahdollisimman nopeasti osapuolten kannalta järkevällä valuaatiolla, mutta voi olla niin et se pyrkii painamaan valuaatioo mukaantulovaiheessa. - - Se voi olla niin et se preseed-vaihe varsinkin kannattaa vielä viedä "friends, fools and family" -jengillä läpi, vähän ehkä jopa ylipaisutetulla valuaatiolla, jotta sitten tavallaan seuraavilla kierroksilla ollaan saatu jo jotain asioita tapahtumaa ja otetaan sitten se ammattimaine sijoittaja vaikka siinä seed-vaiheessa mukaan."

-A1

Sijoittajan kyky auttaa yhtiötä. Sijoittajan ja yrityksen yhteistyön hedelmällisyys oli yhden haastateltavan mukaan erityisen riippuvaista siitä, millä tavoin kyseinen sijoittaja pystyy auttamaan juuri kohdeyhtiötä.

"Jos sä katot tutkimuksia niin kaikista keskeisin sijoituksen onnistumisen edellytys on, että mikä sun oma anti on sinne kohdeyhtiölle. Mitä enemmän sä pystyt antaa sinne yhtiölle, sitä varmemmin sä onnistut."

-A4

"Sellainen sijoittaja, joka tietää mitä se osaa ja tietää et se pystyy antaa sitä [osaamista] sinne yhtiöön ja se tunnistaa et siitä yhtiöstä puuttuu juuri se osaaminen nii silloin tulee paras menestyminen."

-A4

Haastatteluissa nousi esiin myös, että olisi hyvä jos sijoittajalla olisi kokemusta kyseisen kasvuvaiheen läpi viemisestä ja kyky ottaa vastuuta rahoituksesta.

"Mielellään sellainen [sijoittaja], joka ehkä on tehny sen kehitysvaiheen, johon se startup on menossa."

-A5

"Sijoittajien tarvis olla sellaisia, jotka ottaa sen rahoituskierrostaakan hoitaakseen, jotta se yhtiö pystyy tekee sitä bisnestä."

-A7

Enkelisijoittajan ja pääomasijoitusyhtiön eroja. Yksi haastateltava käsitteli tarkemmin eroavaisuuksia liittyen enkelisijoittajan ja pääomasijoitusyhtiön luonteeseen sijoittajana ja arvonnääritykseen.

"Enkelisijoittajat ja pääomarahastot toimii molemmat hyvin eri logiikalla. - - enkelisijoittaja arvottaa aikalailla yhtiötä silleen et miten sen yhtiön arvo oikeasti on ja miten jakaantuu mahdollisesti voitonjako ja kaikki muu. Sitten pääomasijoittaja [sijoitusyhtiö] taas sanoo, et sun valuaatio, mun säännöt. - - siellä voi olla määritetty esimerkiksi se, että vaikka mä omistan yhden prosentin osakkeista niin mulla voi olla oikeus 50% tuotoista. Silloin on ihan sama mikä on tää valuaatio, sillä ei ole niin kun mitään merkitystä."

-A4

"Mitä enemmän mennään varsinkin kansainväliseen pääomasijoitusmaailmaan, niin ne ei todellakaan ole omistukseen pohjautuvia vaan siellä voi olla moninkertaisesti ketjutettuja liquidation preferenssejä [etuoikeuksia voittoihin], mistä puhutaan. Ja sitten siinä voi olla hirvee määrä kaavoja, siellä voi olla erilaisia dilutaatiosuojia, siellä voi olla etuoikeutettuja osakkeita, siellä voi olla lainoja tai osakkeitten sekoituksia ja tässä on nyt vaan muutamia esimerkkejä."

-A4

"Enkelisijoittajat suomessa voi mennä vaikka 2 miljoonan valuaatiolla kuvitteellisesti ja pääomasijoitusyhtiö tulee 5 miljoonan valuaatiolla, kun siellä on erilaiset säännöt millä tulla."

-A4

Sijoittajan valinta eri kasvuvaiheissa. Joidenkin haastateltavien mukaan eri kasvuvaiheissa huomio keskittyy tiettyyn sijoittajatyyppiin erityisesti rahoituskierron koon ohjaamana.

"[Ensimmäisissä vaiheissa] lähetään usein etsimää sellaista bisnesenkeliä, jolla on toimialaymmärrystä tai kokemusta, joka sopis siihen ja täydentäis sitä tiimiä."

-A5

"VC sopii aika usein sellaiseen tilanteeseen, missä lähetään voimakkaaseen kasvuun sellaisille kansainvälisille markkinoille, jolloin bisnesenkeitten kyky sijoittaa ei riitä. - - rahoitusta sellaiseen nopeeseen kasvuun ja kansainvälistymiseen, jossa puhutaan jo sitten aika merkittävistä sijoituskierröksistä."

-A5

"Jos rahan tarve on alle sata tonnia tai alle 50 tonnia, niin silloin se on ennemminkin omat ja kavereiden taskut. Jos se on siitä ylöspäin tonne puoleen miljoonaan asti, niin silloin on todennäköisesti tällainen enkelirundi kyseessä. Miljoona plus miinus 200 000, se on vähän haastava sijoituskierroksen koko siinä mielessä, että se on enkeleille [aika suuri]. - - Ja sitten jos lähetään kattomaan, että mennään kahteen miljoonaan ja siitä ylöspäin nii vasta sitten päästää sinne varsinaisen VC [Venture Capital] rahan äärelle."

-A6

"Lähes kaikki sijoittajat ovat erikoistuneet tietyn vaiheen yrityksiin. Jotkut tekee startup-sijoituksia, jotkut tekee jotain kasvuvaiheen sijoituksia, jotkut tekee tällaisia välirahoitus tai mezzanine-sijoituksia, jotkut tekee tällaisia ihan pre-IPO -sijoituksia just ennen listautumista, jotkut on keskittynyt vaan kansainvälistymiseen ja sitten on hyvin paljon ihan toimialakohtasia rahastoja."

-A7

Yksi haastateltava muistutti myös käytännön kustannuksiin liittyvästä asiasta liittyen ensimmäisten kierrosten rahoittajiin.

"Käytännössä suomalainen [kotimainen] pääomasijoittaja kannattaa ottaa siihen ensimmäisiin rahoituskierröksiin ihan sen takia, että rahoituskierroksen järjestämisen kustannukset on todella suuret, jos lähtee hakemaan jostakin kaukaa maailmalta sitä pääomasijoittajaa."

-A7

Sijoittajan jatkorahoituskyky. Yksi haastateltava painotti rahoituksen jatkuvuutta saman sijoittajan toimesta etenkin hieman myöhäisemmällä rahoituskierröksillä.

"Kannattaa katsoa onko niillä uusilla sijoittajilla kyky viedä kuinka pitkälle se? Jos yhtiö tarvitsee vielä vaikkapa 3 rahoituskierröstä ja ne on vaikkapa, eka miljoonan, toinen 5 miljoonaa ja viimeinen 10 miljoonaa. Niin riittääkö sillä kuivaa ruutia sillä sijoittajalla? - - optimi-tilanne on se, että yhtiö voisi niiden samojen sijoittajien kanssa mennä mahdollisimman pitkälle, ettei aina tarvii hakea uutta ja uutta sijoittajaa."

-A7

"Ehkä sellaista sijoittajaa ei olekaan, joka pystyy ihan kehdosta saakka rahoittamaan sitä yhtiötä. Mutta sanotaan, että niiden siemenkierrösten jälkeen, kun puhutaan vähän isommista rahasummista, niin kannattaa katsoa sitä, että onko se sijoittaja sellainen, että sen saman sijoittajan kanssa päästään pidemmällekin."

-A7

6.4.3 Sijoittajan ja yrityksen välinen neuvottelu

Monissa haastatteluisissa kävi ilmi neuvottelun merkitys lopulliseen valuaatioon tavalla tai toisella.

"Monesti se yksinkertaisesti vaan määräytyy se valuaatio sijoittajan ja kohdeyhtiön neuvottelun lopputuloksena."

-A3

Lähtökohdat. Neuvottelun lähtökohtiin liittyy huomioita prosessin raskaudesta, tavoitteen määrittelystä ja luottamuksesta.

"Se on kaupankäyntiprosessina tosi työläs, raskas ja kalliskin. Jos ajattelee sitä silleen et hakis sijoitetun pääoman tuottoa ja sen investointiprosessin hinnottelisi siihen mukaan, nii kyllähän sitä täytyy tehdä joko tosi ammattimaisesti toisten rahoilla tai sitten harrastuspohjalta omilla rahoilla."

-A2

"Mun mielestä se asia, josta pitäis lähteä niin pitäis nähdä se tavoite. Kun länsimaissahan me ajatellaan asioita oikeastaan vasemmalta oikealle. - - Siinä pitäis mun mielestä hypätä subjektiivisesti sinne takalaitaan, että ensin kiinnitetään huomiota siihen, että mitä tässä oikeen tavoitellaan."

-A8

"Mä ajattelen sitä enemmän just startup-firmissä, joissa ei ole liikevaihtoo tai se ei ole varsinkaan voitollista vähään aikaan, sellaisena due diligencena luottamuksen rakentamisen suunnalta."

-A2

"Yleensä tänä päivänä on aika usein niin, että yrittäjät on jo tehneet sopimuksen jonkun neuvoantajan kanssa, joka auttaa heitä sen järkevä arvonmäärittämisen tekemisen kanssa sille yhtiölle. - - jos yrityksellä on neuvonantaja, joka on ammattilainen ja kirjoittaa sen sijoitusmuistion, niin se [yritys] saa lentävän lähdön sijoittajien silmissä, koska asiat on valmiiks pureskeltu eikä tarvi lähteä opettamaan niitä yrittäjiä, että miten teidän pitää tätä rahaa hankkia."

-A7

Neuvottelun aikana. Yksi haastateltavista kuvailee kohtalaisen seikkaperäisesti tyypillisen rahoitusneuvottelun kulkua.

"Me katotaan se dekki ja sinne tulee ne tietyt asiat aika nopeasti poimittua et mitkä siinä on, haluaako lisätietoa vai eikö halua, sitten pyytää ne lisätiedot ja kattoo ne läpi ja sitten on silleen et kyllä tai ei. Jos on kyllä niin sitten sanoo et hei me voidaan tällaisella valuaatiolla lähteä ja me voitais tämän verran tähän sijoittaa ja ne keskeiset sijoitusehdot on tällaisia ja jos kiinnostaa niin me voidaan tavata ja jutella tästä tarkemmin. Sitten me käydään ja tavataan ja sitten alkaa tietynlainen soft DD [due diligence], missä katotaan sitä läpi et vieläkö nämä oletukset mitä te ootte väittäny pitää paikkansa. - - sitten aletaan kirjoittaa term sheetti tai sitten muulla tavoin sovitaan et hei mennään näillä pelisäännöillä ja sitten lukitaan se ja tehdään niin kun tarkka DD sinne."

-A4

Yksi haastateltava kommentoi hieman nuorten yritysten kykyä ammattimaiseen neuvotteluun, käsittelee neuvottelun myyntinäkökulmaa ja vertaa neuvottelua tietyllä tavalla työhaastatteluun.

"Tosi monenlaista laatua startupeilla on niistä materiaaleista, kun useimmilla se on ensimmäinen kerta kun ne hakee rahoitusta nii ne ei oikeen tiiä, miten siinä pitäis käyttäytyä. Summat on niin kun pankkilainat mutta neuvottelut on tosi hämääriä joskus. Ja sitten sieltä tulee just keskeneräisiä materiaaleja ja mun mielestä siihen ensimmäiseen materiaaliin ei voi välttämättä luottaa, koska se voi olla vaan huonosti tehty tai sitten se voi olla tosi hyvin tehty, mutta siinä ei ole takana mitään oikeeta substanssia. Sen näkee vasta keskustellen ja neuvotellen ja se ei ole koskaan nopea prosessi siinä mielessä."

-A2

"Niin kun kaikissa neuvotteluissa nii niissä kaikissa pienissä vihjeissä, mitä siinä keskustelussa tulee esille, niin niissä on se totuuden siemen. Eli onko se ensinnäkin aidosti itse mietitty, uskooko ihmiset siihen mitä ne siinä esittelee ja onko se vakuuttava tarjous sijoittajalle. Siinähan ne yrittäjät yrittää myydä. Pystyykö ne vakuuttavasti myymään siivua siitä firmastansa minulle tai jollekulle muulle, koska samalla kyvyllä ja taidolla ne myy sitä tuotetta tai palvelua."

-A2

"Tietyissä mielessä sen voi ajatella työhaastattelunakin. Jos on vaikka kolme ihmistä, jotka haluaa tehdä jotakin työksensä eli sitä niiden startupia ja ne haluais minut siihen sijoittajaksi nii sijoittajana ja omistajana ne henkilöt on minulla siinä töissä, vaikka se minun osuus olis siinä aika pieni. - - pitää kattoo, että mikä näitten ihmisten tausta on, mitä ne osaa tehdä, mitä ne haluais tehdä, mihin ne haluais 5-10 vuoden aikana päästä, onko niillä kyky kasvattaa sitä yritystä, onko niillä kyky käynnistää se yritys ja millä tavalla ne sitten huolehtis niistä rahoista ja siitä investoinnista, minkä siihen ehkä tekis."

-A2

Kaksi haastateltavaa kokivat oman arvon ymmärtämisen ja sen perustelemisen tärkeänä.

"Kuinka he pystyvät vakuuttamaan siitä omasta kyvykkyydestään, että ne pystyy tekemään sen menestyksen ylipäättään. - - oikeat vastaukset niihin kysymyksiin, mitä pääomasijoittaja esittää neuvottelun aikana. - - Aina löytyy jotain verrokkeja. Jos ne [verrokkit] on kehittyneet näin, niin miksi tää teidän firma kehittyis näin. - - Pitää pystyä perustelemaan miksi ne on niin paljon parempia kun muut."

-A7

"Se on vaan yrittäjän taito, usko ja ehkä vähän röyhkeys myös. Ymmärtää sen arvon ja osaa pistää sille hinnan. - - Se on neuvottelua ja peliä."

-A2

Neuvotteluasemat. Neuvotteluasemat eri osapuolten välillä usein ohjaavat valuaatiota. Yksi haastateltava avasi hieman tätä dynamiikkaa.

”Neuvotteluasema yrittäjällä paranee, jos se ei oikeasti tarvii sitä sijoitusta. Sillä pystyy pelaamaa sen pelin hyvin ja sitten jos on epätoivonen ja viimeinen oljenkorsi käytössä, et jos sä et sijoita tähän niin homma menee nurin niin silloin on ne neuvotteluasemat aika huonot sen yrittäjän puolella. Toisaalta, jos sijoittaja näkee et pystyis sen vielä siitä pelastamaan nii vois saada halvalla tai niin kun isommat osuudet siitä. Tuolla lailla se heiluu koko ajan just se valuaatio.”

-A2

Valuaatioerot. Useat haastateltavat näkivät liiallisen näkemyseron valuaatiosta tyypillisenä neuvottelut keskeyttävänä tekijänä. Toisaalta kyse on oltava suurista näkemyseroista, sillä pienet valuaatioerot eivät ole startup-yrityksen arvonnäilyksessä olennaisia.

”Lopulta se kuitenkin menee niin et sijoittaja on tätä mieltä, yrittäjä on tätä mieltä ja sitten yritetään löytää se yhteinen valuaatio. Jos ei löydetä niin sitten sijoittaja voi todeta, että mä en lähde tähän mukaan, jolloin sitten yrittäjät lähtee etsii sitä rahoitusta toiselta taholta.”

-A3

”Jos se valuaatio on aivan metsässä niin sijoittajat yleensä toteaa vaan, että ei me edes keskustella tästä asiasta.”

-A6

”Ku suuruusluokka on kohdillaan niin sitten se on riittävä. Mä en mistään 10% valuaatioeroista lähde keskustelemaan, koska siellä on olemassa paljon isompia muuttujia ja riskipaikkoja siellä bisneksen onnistumisessa. Jos se lähtee lentoon, sitten sillä ei ole väliä. Jos se ei lähde lentoon, nii sillonkaa sillä ei ole väliä.”

-A6

”Yrittäjät itse niin kun pitääkin, nii uskoo siihen omaan liiketoimintaansa vahvasti - - Niillä on myös ehkä ylipositiiviset ajatukset siitä, miten se liikevaihto ja ehkä muutenkin bisnes kehittyy - - Sitten sijoittajat, jotka on ehkä sijoittanu useammin ja useampiin yhtiöihin näkee, että ei välttämättä todellakaan toteudu ne yrittäjien skenaariot, että liiketoiminta kasvaa tällä tavalla - - Tällöin yrittäjä näkee, että tässä pitäis olla kovempi arvostus ja sijoittaja näkee, että tässä pitäis olla alhaisempi arvostus. Eli siinä pitäis sitten löytää sellainen oikea keskitie sille ja - - arvioidaan yhteisesti sitä, mikä olis realistinen skenaario tämän arvon tulevaisuuden kehitykselle.”

-A3

Yksi haastateltava ottaa valuaatioasiaan kantaa yrityksen näkökulmasta. Valuaatiota voisi ajatella myös niin, että hieman alhaisempi valuaatio houkuttelisi useampia sijoittajia, joista valita, kun se samalla tietysti vähentää valuaatioeroja.

”Toisaalta sen yrityksen ei kannattais ikinä optimoida sitä valuaatioo siihen, et se olis mahdollisimman korkea vaan sen kannattais mieluummin optimoida sen valuaatio silleen, et se olis houkuttelevan matala, jolloin se pääsee tilanteeseen et se pystyy valitsemaan niitä sijoittajia, koska tällaisessa tapauksessa sen sijoittajan arvo ei ole niinkään siinä rahassa minkä se sinne laittaa, vaan mitä pystyy muuta tekemää sille yhtiölle.”

-A4

6.5 Epävarmuuden vähentäminen

Startup-yritysten arvonmääritykseen liittyy valtavasti epävarmuustekijöitä, kuten tässä tutkimuksessakin on jo tässä vaiheessa käynyt ilmi. Haastattelun viides teema liittyy kysymykseen, joka jokaiselle haastateltavalle esitettiin haastattelun lopuksi: Millä tavoin startup-yrityksen arvonmääritykseen liittyvä epävarmuutta voisi vähentää? Annetut vastaukset liittyvät vahvasti aiempiin teemoihin.

"Arvostukseen liittyy epävarmuutta. Niin näissä aina on, että onko arvostus oikea vai väärä, niin tulevaisuus sen näyttää."
-A3

Neuvotteluihin valmistautuminen. Osa haastateltavista painotti jatkuvaa taustojen selvittämistä, kotiläksyjen tekemistä, erityisesti yrityksen puolelta.

"No yks on varmasti, että ylipäänsä ne rahoitusmateriaalit eli se paketti on hyvin mietitty. - - yrityksillä on hyvin tyypillistä korostaa sisällöissä esimerkiksi sen konseptin uniikkiutta ja ainutlaatuisuutta ihan liian monella slaidilla - - sijoittaja haluaa lukea ennemmin sellaisia numeroita, käppyröitä ja sellaista tekemisen meininkiä."
-A1

"Pitää olla selvät vastaukset kaikkiin kysymyksiin. - - Riskiä voi pienentää sillä, että parantelee sitä esitystä ja muokkaa sitä tarinaa ja harjoittelee vastaukset niihin kysymyksiin, koska se on kuitenkin oppimisen polku siinä."
-A2

"Molemmat osapuolet, yrittäjät ja sijoittajat tekevät kotiläksynsä hyvin ja ymmärtää itse sen ansaintalogiikan ja sen markkinan, jossa toimitaan. Ymmärretään miten kilpailijat toimii, ymmärretään, että mitkä on oikeasti ne kilpailuedut, jotka sillä yrityksellä on ja onko ne kilpailuedut sellaisia, mitä olis mahdollisimman vaikea kopioida. - - on realistinen näkemys siitä, kuinka suuri todella se tavoitettavissa oleva markkina on."
-A7

"Traction". Yksi haastateltava peräänkuulutti, että epävarmuutta vähentää oikeiden ihmisten saaminen yrityksen taakse. Tietynlainen imu ja positiivinen huomio yrityksen ympärillä on eduksi.

"Toinen on sitten se että valuaatiota pystyy aina perustelemaan hyvin paljon sillä että, minkälaisia tractioneita eli minkälaista imua tää startup on jo saanu aikaseks. - - Kaikkea sellaista millä pystytään vähän prooffaa sitä, että on asiakkaita x kappaletta tai on asiakastestimonიაali, jossa asiakas kertoo tai on kumppanisopimus tai sitten sulla on vaan se et sulla on auktorisoivia tahoja sun yhteistyökumppaneina, jotka tavallaan vahvistaa sitä sun keissii sellaisenaan myös."
-A1

"Palvelu, jonka ilmaisversiota on ladattu 40:ssä maassa nii se on parempi, kuin et sitä on ladattu vain Suomessa. - - tai että me tehtiin vähän koemarkkinointia ja saatiin 50 sentillä uusi käyttäjä ja tämän käyttäjän keskimääräinen lifetime value on vaikka 48 euroa."
-A1

Due diligence (DD). Due diligencea tehdään sijoituskohteille erityisesti ammattimaisen sijoittamisen kohdalla. Kaksi haastateltavaa erittelivät erilaisia due diligence -kohteita, joita startup-yrityksissä usein tarkastellaan.

"[Neuvottelun alussa] tietynlainen soft DD, missä katotaan sitä läpi et vieläkö nämä oletukset mitä te ootte väittäny pitää paikkansa. - - sitten aletaan kirjottaa term sheetti tai sitten muulla tavoin sovitaan et hei mennään näillä pelisäännöillä ja sitten lukitaan se ja tehdään niin kun tarkka DD sinne."

-A4

"[Due diligence] jakaantuu muutamaaan eri kokonaisuuteen. Siellä on puhtaasti verotukseen liittyvät, rahoitukseen liittyvät, juridiikkaan liittyvät, bisnekseen liittyvät ja tiimiin liittyvät. - - Se bisnes [ja tiimi] DD:hän on siinä kaikkein vaikein, koska se perustuu vaan oikeastaan uskomuksiin. Kaikki muut sä voit absoluuttisesti kattoo et onko työsopimukset kohdallaan, onko kumppanien kanssa tehty sopimukset oikein, onko pankkitilillä juuri se määrä rahaa mitä on väitetty olevan."

-A4

"Kai se siihen laadukkaaseen, huolelliseen tutkimukseen DD:seen sinänsä perustuu - - kyllähän tällainen institutionaalinen alkuvaiheen sijoittaja tekee kunnon DD:n sinne. - - Tehdään DD liittyen lakiasioihin, talousasioihin, verotukseen ja business tai commercial DD - - jonkinlaisen human [tiimi] DD:n tekisin myös - - jos siellä on enemmän väkeä nii kyllä joku cultural DD - - sitten vielä jos se on teknologiavetoinen, niin teknologia DD:kin pitäis tehdä siihen jollain lailla."

-A8

"Yrityksen perustamisesta lähtien pitää löytyä kaikki paperit."

-A4

Sijoittajan verkoston ja verkostoasiakkaiden mielipiteet. Joidenkin haastateltavien mukaan verkostoa tyypillisesti haastatellaan kohdeyrityksen tiimoilta. Tähän lukeutuvat toimialan tuntevat henkilöt ja myös yrityksen asiakkaat.

"Jos ajattelee ihan operatiivisesti nii voi kysyä kaverilta, joka tuntee sen alan, että mitä pidät tästä ideasta onko tässä mitään järkeä."

-A2

"Mitä me nyt käytetään myöskin paljon nii kontaktoidaan verkostoa läpi et on tällainen ja tällainen idea, et sä oot ollut alalla 20 vuotta, et mitä mieltä sä oot siitä? Voisko tää toimia, oisko siellä jotain uutta?"

-A4

"Usein jos oon hyppäämässä mukaan tai harkitsemassa, niin mä haluan kysyä joltain maksavalta asiakkaalta et mitä mieltä ne on tästä."

-A5

"Kun joku startup on sanonu et hei ollaan tässä pisteessä ja sitten mä tiän jonkun [asiakkaan], joka vois hyöttyä tästä. Sitten mä seuraan sitä, miten se neuvottelu menee ja ostaako se asiakas ihan mielellään ja tuleeko hänestä tyytyväinen asiakas."

-A5

Vertailuyritykset. Vertailuyritysten etsiminen nousi esille yhden haastateltavan kohdalla myöskin epävarmuuden vähentämiseen liittyen.

"Vertailemalla ehkä muiden vastaavassa tilanteessa olevien yritysten rahoituskierroksiin ja hakemalla sitä taustatietoa markkinoista."

-A5

Tiimiin tutustuminen. Osa haastateltavista koki tärkeänä tutustua tiimiin tarkemmin, myös varsinaisen neuvottelupöydän ulkopuolella.

"Tsekkaamalla sen tiimin taustoja ja varmistamalla et niiden kanssa tulee toimeen - - Pystytäänkö joku sellainen tietty kriisi käymään läpi ja näkemään sen kautta, et miten tää tiimi reagoi sitten kovassa paineessa."

-A5

"Se mitä mä itse yritän tehdä on se, että mä tutustun näihin tiimeihin mahdollisimman hyvin. Mä ideaalitapauksessa teen niiden porukoiden kanssa vähän aikaa duunia suoraan itse. Oikeesti otan sen porukan kanssa iholle, et kuinka he toimii. Minkälainen dynamiikka siellä tiimissä on? Kuinka hyvin he ottaa palautetta vastaan? Jos mä kysyn jotakin tai haastan jotakin, niin millaisella innolla he selvittää? Miten asian voi nähdä paremmin tai sitten kumota mun väitteen?"

-A6

Pääomasijoitusyhtiön defenssimekanismi. Epävarmuutta vähentäviä mekanismeja syntyy etenkin sijoituksia tekeviin yhtiöihin. Yksi haastateltava antaa esimerkin pääomasijoitusyhtiöiden puolustautumismekanismista epävarmuuden vähentämiseksi.

"Monissa pääomasijoitusyhtiöissä on sellainen periaate, että se käsitellään kahteen kertaan siellä sijoitustiimissä ennen kuin se sijoitus tehdään, jotta ikään kuin siinä väkisinkin kuluu aikaa. Ikään kuin on rakennettu sellainen defenssimekanismi, että nämä sijoitusyhtiöt suojelee itseään itseltään."

-A7

7 JOHTOPÄÄTÖKSET JA ARVIOINTI

7.1 Johtopäätökset

Pääomasijoittaminen ja startup-yritykset yleisesti. Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että kun tehdään arvonmäärittystä startup-yritykselle, on valuaation käsite epämääräinen, siihen liittyy paljon subjektiivista sijoittajakohtaista näkökulmaa ja valuaatio on perusteltava muihin asioihin kuin numeroihin perustuen. Näiden asioiden seurauksena startup-yrityksen arvonmäärittämisessä on varsin merkittävästi neuvotteluvaraa ja tällainen myyntineuvottelun kaltainen tekijä on erittäin suuressa roolissa, mitä valuaation määrittämiseen tulee. Valuaatio on erittäin haasteellista nähdä absoluuttisena arvona, joka kertoisi, että jokin tietty valuaatio olisi yritykselle oikea. Valuaation perusteella ei tutkimuksessa saatujen tulosten mukaan voida tehdä kovin suuria oletuksia yrityksen tulevaisuuteen liittyen. Tietyiltä osin valuaatio voidaan nähdä myös suunnittelun välineenä, kun yritystä kehitetään kohti maturiteettia. Valuaation suunnittelun avulla pystytään pitämään yrityksen omistusrakenne sellaisessa kunnossa, että yritys on omistusrakenteen suhteen rahoituskelpoinen läpi elinkaaren. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että perustajaosakkaiden omistusosuudet säilyvät riittävän korkeina.

Startup-yrityksen määrittelyyn liittyen jokaiselta haastateltavalta kysyttiin, että miten määrittelisit startup-yrityksen. Asiantuntijoiden antamien lausuntojen perusteella selkeitä yhtäläisyyksiä, jotka kuvaavat startup-yritystä ovat:

- Liiketoiminnan nuori ikä
- Voimakkaan kasvun tavoittelu
- Tietämättömyys mitä yrityksen liiketoiminnasta todellisuudessa tulee

Liiketoiminnan nuorella iällä viitataan nimenomaan kaupallisen toiminnan nuoreen ikään. Esimerkiksi tuotekehitystä voidaan tehdä pitkäänkin ja olla silti todellisuudessa startup-yritys. Voimakkaan kasvun tavoittelu liittyy rahoituksen

tarpeeseen eli haluun kasvaa huomattavasti voimakkaammin kuin mihin esimerkiksi pelkästään tulorahoitus pohjaisesti voitaisiin päästä. Tietämättömyys liiketoiminnasta määrittää startup-yrityksen ominaisuudeksi sen, että ollaan oikeasti vasta yritystoiminnan alustavan suunnittelun vaiheessa. Tämä viittaa usein yrityksen nuoreen ikään, mutta ei aina. Alustavan suunnittelun vaiheeseen liittyy tuotteen ja liiketoiminnan suunnittelu sekä satunnainen myyntityö ja esimerkiksi aie- tai yhteistyökumppanuussopimusten tekeminen.

Startup-yrityksen määrittelyyn liittyy myös hieman haasteita. Määrittely on lopulta varsin subjektiivista ja startup-nimityksen viestinnällinen arvo vaikuttaa sen käyttöön. Yritysten käyttämällä nimityksillä on väistämättä myös viestinnällinen tarkoitus. On eroa käytetäänkö nimitystä yritys, firma, startup-yritys vai kasvuyhtiö. Esimerkiksi juuri nimitykset startup-yritys ja kasvuyhtiö vaikuttavat saaneen tietynlaisen arvon markkinassa ja mediassa. Tämän tutkimuksen tulosten perusteella startup-yritys on aikaisemman vaiheen nimitys kuin kasvuyhtiö. Joka tapauksessa vaikuttaa siltä, että tällaiset nimitykset halutaan pitää yrityksen mukana mahdollisimman pitkään. Tämä muuttaa käsityksiä siitä kuinka pitkään ja minkä yritysten on oikeasti perusteltua käyttää näitä nimityksiä.

Arvonmääritys ja siihen liittyvät menetelmät. Tutkimuksen tulokset osoittavat vahvasti, että startup-yrityksen arvonmääritys on mahdotonta perustaa numeroihin ja laskennallisiin arvonmääritysmenetelmiin, kuten diskontatun kassavirran menetelmään. Kaikki haastateltavat näkivät vahvoja perusteita äärimmäisiin heikkouksiin startup-yrityksen numeroihin perustuvien valuaatioiden laskemisessa. Laskelmia kyllä voi aina tehdä, mutta esimerkiksi negatiivisia lukuja antavilla valuaatiolaskelmilla ei ole juurikaan käyttöä yrityksen arvonmäärityksessä. Tällaisilla laskelmilla ei tulla koskaan pääsemään neuvotteluyhteyteen yrityksen ja sijoittajan välillä. Yksi haastateltavista vertaili pörssin ja startup-sijoittamisen eroa arvonmääritykseen liittyen ja esimerkin avulla valaisi, miten raadollista pörssin kaltainen pelkkiin numeroihin perustuva arvonmääritys on dynaamisen ja muuttuvan liiketoiminnan arvioinnissa.

Kun yritys on siirtymässä yllä mainitun startup-yrityksen määritelmän mukaisesta tilanteesta seuraavaan vaiheeseen, voidaan joidenkin haastateltavien mukaan alkaa käyttää laskennallisia menetelmiä. Tällöin kyseessä ei ole kuitenkaan enää startup-yritys. Tässä jo hieman vakiintuneemmassa vaiheessa voidaan alkaa tekemään johtopäätöksiä kassavirtojen perusteella. Tavallista on käyttää esimerkiksi diskontatun tulevan kassavirran menetelmää (Koller ym. 2015, 152-163; Kallunki ym. 2007, 109-112).

Mikäli vertaillaan erilaisia arvonmääritysmenetelmiä, on otettava huomioon, että eri menetelmissä on erilaisia puutteita. Yksi haastateltavista nosti esiin puutteita eri menetelmätyyppien ja yksittäisten menetelmien kohdalla. Sen rinnalla useampi haastateltava yleisellä tasolla painotti, että startup-yrityksen arvonmäärityksessä tulee aina ottaa huomioon eri menetelmiä, eikä yksittäisiin menetelmiin tai laskelmiin voi luottaa. Useiden menetelmien käyttö voidaan myös nostaa tämän tutkimuksen kohdalla tulosten nimissä yhdeksi olennaisista toimivista toimintatavoista lähestyttäessä startup-yrityksen arvonmääritystä. Toinen haastatteluissa toistuneesti esitetty arvonmääritystapa on

markkinaperusteinen arvonmääritys. Markkinaperusteisessa arvonmäärityksessä vertaillaan ja haetaan valuaatiolle lähtökohtia sillä perusteella, miten vaikka joku toinen samankaltaisella liiketoimintamallilla toimiva yritys on menestynyt vertailukelpoisessa markkinassa. Tätä tulosta tukee luvun kolme määrällisissä arvonmääritysmenetelmissä mainittu arvonmääritys markkinaperusteisesti (3J Consulting 2015, 6; Pagourtzi ym. 2003).

Sijoittajan kannalta varsin olennaisena asiana tutkimuksessa kävi myös ilmi, että yrityksellä on tärkeää olla näkemys valuaatiosta sekä rahoitussuunnitelma. Näitä tuloksia tukee Etulan (2015, 26-27) esittämä teoria. Tällaisia näkemyksiä sijoittaja pyrkii yrityksen kohdalla tutkimaan, sillä niiden voidaan odottaa kertovan sijoituksen käyttötarkoituksesta ja sitä kautta motivaatiosta. Lisäksi ne kertovat jotain rahoituksen riittävydestä.

Arvonmääritys ja yrityksen taustatekijät. Kuten edellä mainittiin, eivät numeeriseen tietoon perustuvat menetelmät ole kovin käyttökelpoisia startup-yrityksen arvon määrittämiseen. Tästä johtuen suurin osa arvonmäärityksperusteista liittyy yrityksen taustatekijöihin. Tutkimuksessa ilmenneet taustatekijät voidaan teoriassa esitetyllä tavalla jakaa tiimiin, markkinaan ja tuotteeseen. Tiimin kohdalla mainitsemisen arvoisia tekijöitä olivat haastattelujen perusteella:

- Tiimin merkitys ja asenne
- Kokemus ja "execution"-kyky
- Myyntiosaaminen
- Diversiteetti

Ensinnäkin, tiimi on tämän tutkimuksen perusteella selkeästi merkityksellisin tarkasteltava asia, kun startup-yrityksen arvoa määritetään. Haastattelujen perusteella voitaisiin jopa luonnehtia, että kohdeyritys on niin hyvä kuin sen tiimi. Myös markkinaan ja tuotteeseen liittyvät asiat saavat tavalla tai toisella usein perusteet nimenomaan tiimin toiminnasta. Tiimiläisten haastatteluun ja tiimin dynamiikan tutkimiseen käytetäänkin paljon aikaa ja sille annetaan painoarvoa. Tiimin jäsenten asenne ja sitoutumisen taso usein luovat tai ovat luomatta menestyksekkään liiketoiminnan. Milanovin ym. (2013) mukaan arvon luominen kumpuaa pääosin eri henkilöiden tarjoamista resursseista ja inhimillisestä pääomasta, mikä tukee tätä tulosta. Kokemuksella ja "execution"-kyvyllä tarkoitetaan tiimiläisten toimialakokemusta ja kykyä startup-yrityksen eteenpäin viemisessä. Nämä tulokset saavat tukea luvun neljä tiimiin liittyvästä kappaleesta liittyen osaamisresursseihin, sosiaalisiin verkostoihin ja tiimin jäsenten kokemukseen startup-toimintaympäristöstä (Muñoz-Bullon ym. 2015; Faraj ym. 2000; Erikson ym. 2001; Delmar ym. 2006; Samuelsson ym. 2009). Osaamiseen liittyen tutkimuksessa nousi esiin myös myyntiosaaminen. Sillä on suurta merkitystä niin yrityksen tuotteen saattamisessa markkinoille, kuin neuvotteluissa potentiaalisten sijoittajien kanssa. Lisäksi toistuva tema haastatteluissa oli tiimin monimuotoisuus eli diversiteetti. Eri ikäisistä ja eri taustoilla sekä eri osaamisella varustetuista tiimin jäsenistä rakentuu vahva tiimi,

jonka osaamistaso on laajempi ja kyky varautua erilaisiin tilanteisiin parempi. Diversiteettiin liittyen teoreettista tukea tuloksille antavat Muñoz-Bullon ym. (2015) ja Mosakowski (1998).

Markkinoita käsitellessä tuloksista oli löydettävissä seuraavat neljä olennaista kokonaisuutta:

- Markkinapotentiaali
- Toimiala- ja markkinaymmärrys
- Kilpailu
- Markkinaosuuden saavutettavuus ja sen suhde valuaatioon

Markkinapotentiaalin kohdalla tarkastelun keskiössä on se, että kuinka suuri markkina kyseisen yrityksen tuotteella on saavutettavissa. Aikaisen vaiheen yrityksiin sijoittamisen suurista riskeistä johtuen ei ole kannattavaa lähteä yleensä sijoittamaan sellaisiin kohteisiin, jotka onnistuessaankin kykenevät vain maltilliseen liiketoiminnan volyyymiin. Toimiala- ja markkinaymmärrys liittyy tässä kontekstissa vahvasti asiakkaisiin. Toimialan tai markkinan ymmärrys tarkoittaa pitkälti asiakkaiden tarpeiden ymmärtämistä. Asiakkaiden odotukset, arvot ja demografia muuttuvat ja näiden tunnistaminen on elintärkeää yrityksen potentiaalin kannalta (Rose-Anderssen ym. 2005; Harris ym. 2009; Ortt ym. 2006; York ym. 2010). Jotkut haastateltavat näkivät mainitsemisen arvoisena myös teknisen toimialaosaamisen ja tiettyä potentiaalia työsuhteen keskellä havaituille yritysideoille. Kilpailu otettiin markkinaa arvioidessa myös haastatteluissa esiin. Kilpailijakentän tunteminen ja kilpailijoista erottautuminen on markkinoiden kohdalla erittäin olennaista (Naranjo-Gil 2009; Ortt ym. 2006). Esitetyn markkinaosuuden saavutettavuuden realistisuus oli vielä yksittäinen asia, joka aiheen tiimoilta sai haastatteluissa hieman huomiota. Valuaatiota perustellaan yrityksen puolelta monesti saavutettavissa olevalla markkinalla. Tämän arvion realistisuus on sijoittajan näkökulmasta tärkeä tarkastelukohde suhteessa juuri valuaatiotasoon.

Tuotetta ja liiketoimintaa arvioitaessa haastateltavien kommentteista on korostettavissa seuraavia asioita:

- Innovatiivisuus
- Suojattavuus ja patentit
- Skaalautuvuus
- Exit-mahdollisuudet

Puhuttaessa innovaatiosta oletetaan, että tuote on kehitetty vastaamaan asiakkaan uniikkiin tarpeeseen (Jalonen 2011). Tuotteen innovatiivisuudella viitataan murroksen aiheuttamiseen markkinoilla. Murros voi olla suuri tai pieni, mutta ennen kaikkea sellainen, että se luo uniikin tarpeen asiakkaille. Tutkimuksen haastatteluissa esiintyi viittauksia tuotteen innovatiivisuuden tärkeyteen. Innovatiivisuus voi muun muuassa parhaimmillaan nostaa merkittävästi yrityksen arvoa, mikäli esimerkiksi teknologiasta kiinnostunut

taho on markkinoilla merkittävä toimija. Luvussa neljä tuotteesta, teknologiasta ja skaalautuvuudesta kertovassa kappaleessa käsiteltiin patentteja ja niiden merkitys nähtiin merkittävästi arvoa nostavana, usein välttämättömänä (Bastin ym. 2007; Sievers ym. 2013; Hsu ym. 2008; Dubiansky 2006; Block ym. 2014). Myös jotkut haastateltavista nostivat asian esille. Patentoinnin itsensä lisäksi yksi huomio oli, että on merkitystä myös kenellä on patenttien todellinen omistus ja oikeus. Skaalautuvuus oli haastatteluissa yksi olennaisimmista potentiaaliin liittyvistä tekijöistä. Skaalautuvuus on monesti yksi merkittävistä lähtökohdista, kun mietitään kannattaako ideaan sijoittaa ylipäätään. Haastatteluissa tärkeitä huomioita skaalautuvuuteen liittyen olivat, että liiketoimintaa ei ole liiaksi sidottu ihmisiin, se voidaan toteuttaa riippumatta ympäristöstä ja ansaintamalli on tehokas. Skaalautumista käsittelee myös Picken (2017), jonka esittämät skaalautumisen valmistelun vaiheet esitetään luvussa neljä tuotteen, teknologian ja skaalautuvuuden kohdalla. Exit-mahdollisuudet ja exit-strategia esiintyi teoriaosassa olennaisena asiana. Exitiin liittyviä asioita käsittelee tarkemmin Metrick ym. (2011, 10). Exit on se hetki kun sijoittaja tekee varsinaisen tuloksen sijoituksellaan. Exit oli toistuvasti läsnä haastatteluissa. Exit-suunnitelma koettiin tärkeäksi, vaikkakin exitin toteutumiseen vaikuttavat pitkälti muut asiat erityisesti tiimiin liittyen.

Sijoittajan sopivuus yritykseen ja neuvottelu. Valuaation muodostumiseen todettiin aiemmin olevan merkittävä vaikutus neuvottelulla, kun absoluuttinen arvonmääritys ei ole mahdollista. Sijoittajan positiivinen vaikutus yrityksen kehitykseen sai tukea tutkimustuloksista. Samoin se, että sijoittajatyypillä on omat vaikutuksensa valuaatioon. Kun tutkittiin syitä, miksi ottaa sijoittaja mukaan yritykseen, kaksi olennaisinta syytä olivat tämän tutkimuksen perusteella seuraavat. Ensinnäkin, sijoittaja voi olla startup-yritykselle ainoa keino saada rahoitusta, sillä lainan saaminen epävarman liiketoiminnan kasvattamiseen voi olla haasteellista tai jossain tilanteissa jopa mahdotonta. Toinen ja olennaisempi syy sijoittajan mukaan ottamiseen on se, että sijoittajalla on usein mahdollista tuoda mukanaan merkittävää osaamista yrityksen kehittämiseksi. Olennaisina asioina haastateltavat näkivät sijoittajan osaamisen, verkostot ja uskottavuuden. Aikaisempi tutkimus, jota sijoittajan lisäarvon kohdalla luvussa neljä käsiteltiin, on saanut hyvin samankaltaisia tuloksia (Saetre 2003; Lahti 2008; Macht ym. 2009).

Tämän teeman toinen kysymys liittyy siihen millainen sijoittaja valita yritykselle. Tutkimuksen tulosten perusteella oli sijoittajan valintaan liittyvistä perusteista erotettavissa seuraavat neljä kokonaisuutta:

- Yhtiön vakuuttavuuden parantaminen
- Sijoittajan kyky auttaa yritystä
- Kasvuvaihe
- Sijoittajan jatkorahoituskyky

Mainitut asiat liittyvät yrityksen ja sijoittajan yhteensopivuuteen. Yksi haastateltavista avasi tarkemmin yhtiön vakuuttavuuden parantamista.

Yritykselle voi olla erityisen merkityksellistä, jos se saa taakseen esimerkiksi juuri kyseisen alan ankkurisijoittajan, vahvasti yhdessä yrityksen kanssa töitä tekevän enkelin tai vakuuttavan ja uskottavuutta kohottavan ammattimaisen sijoittajan. Sijoittajan maineen tuomaa lisäarvoa tukee Saetren (2003) tutkimus. Sijoittajan kyky auttaa juuri kyseistä yritystä oli yksi tulos tähän kysymykseen. Joidenkin haastateltavien mukaan sijoittajan kyky auttaa on merkittävä onnistumisen edellytys. Tarkemmin ottaen, jos sijoittajalla on esimerkiksi kokemusta juuri kyseisen kasvuvaiheen läpi viemisestä tai kyky ottaa harteilleen taakka tulevista rahoituskierroksista, niin se olisi selkeästi eduksi yritykselle. Jatkorahoituksen hankkimiseen liittyvää tulosta tukee Machtin ym. (2009) tutkimus. Kasvuvaihe rahoituskierroksen koon näkökulmasta on listan perusteista seuraava. Haastattelujen antamien tulosten perusteella sijoittajan valintaan vaikuttaa lähtökohtaisesti haetun rahoituskierroksen koko. Pienimmät, selvästi alle sadan tuhannen euron rahoitustarpeet, olisi parasta hankkia yrityksen sisältä ja lähipiiristä. Tämän jälkeen kuvaan astuu enkelisijoittajat yksittäin tai ryhminä. Niin sanotun ammattimaisen pääomasijoitusyhtiön mukaan saaminen on hyvin tavoiteltavaa, mutta usein onnistuu vasta hieman suuremmilla ja usein myöhemmillä rahoituskierroksilla. Ylipäätään tulokset viittaavat siihen, että eri sijoittajatyypit ovat erikoistuneet tiettyihin kasvuvaiheisiin ja tekevät eri kokoluokan sijoituksia. Tälle tulokselle tukea antaa toisen luvun kuvio 2 yrityksen elinkaaren vaiheista rahoituksen näkökulmasta (Etula 2015, 13). Sijoittajan jatkorahoituskyvyllä viitataan saman sijoittajan kykyyn rahoittaa yritystä pidemmälle, kuin vain yhden rahoituskierroksen verran. Yhden haastateltavan mukaan tämä asia kasvattaa merkitystään erityisesti hieman myöhäisemmällä kierroksilla, sillä aivan yrityksen perustamisesta listautumiseen saakka rahoitusta tarjoavaa sijoittajaa ei ole olemassa.

Neuvotteluun liittyvistä asioista keskusteltiin haastatteluissa paljon. Tulosten perusteella neuvottelu on pitkä ja hyvin raskas prosessi, joka on jopa haasteellista laskennallisesti hinnoitella osaksi voitollista sijoitustoimintaa. Tämä osaltaan johtaa siihen, että esimerkiksi pääomasijoitusyhtiöt tekevät pääosin isompia rahoituskierroksia, sillä pääomasijoitusyhtiön työpanos on rahallisesti kallis. Tulosten perusteella neuvottelujen pääasiallinen tarkoitus on etsiä ja kasvattaa luottamusta osapuolten välillä. Neuvottelun aikana tiimiä haastatellaan liittyen itse ideaan, tavoitteisiin, valuaatioon, osaamiseen, tiimidynamiikkaan, henkiseen kestävyYTEEN ja myyntitaitoihin. Varsinkin myyntitaitoja arvioidaan tarkasti sen perusteella, että itse neuvottelutilannetta pidetään myyntitilanteena. Yrityksen tiimi yrittää vakuuttaa sijoittajat samalla tavoin, kuin he yrittävät vakuuttaa potentiaaliset asiakkaat yrityksen tarjoamasta ratkaisusta. Toki neuvotteluun liittyy myös sijoittajan haastattelu liittyen siihen, miten juuri tämä sijoittaja voisi auttaa yritystä sen tavoitteiden saavuttamisessa. Neuvotteluissa on tarkoitus päästä tasapainoiseen ja yhteiseen näkemykseen luottamus- ja valuaatiotason suhteen. Valuaatio nähtiin olennaisena asiana neuvottelujen kannalta. Liian suuret näkemuserot valuaatiosta usein katkaisevat neuvottelut. Goldenbergin ym. (2009) tutkimus tukee ajatusta valuaatioeron merkityksestä. Heidän mukaansa näkemuserot yrityksen arvosta vaikeuttavat aina sijoitusneuvotteluja. Mikäli yritys ei ole sijoittajien mielestä kovin

kiinnostava katkaisee voimakas näkemys usein neuvottelut. Mikäli yritys on sijoittajien mielestä erityisen kiinnostava, neuvottelut eivät välittömästi katkea, mutta niistä tulee monimutkaisempia. Lisäksi Cumming ym. (2011) ovat aiemmin todenneet, että yrityksen edustajat saattavat tulla valuaatioissaan helpommin vastaan, mikäli kyseessä on maineikas sijoittaja tai suuri rahasto. Samanlaisia tuloksia esiintyi myös tässä tutkimuksessa. Varsinkin ammattimaisesti toimivan pääomasijoitusyhtiön kanssa neuvottelu voi jo itsessään laskea valuaatiota. Yksi haastateltavista kommentoi valuaatioasiaa myös hieman toisesta näkökulmasta neuvotteluun liittyen. Yrityksen ei välttämättä ole tavoiteltavaa saada mahdollisimman korkeaa valuaatiota, vaan sellainen valuaatio, joka houkuttelisi useampia sijoittajia, joista päästäisiin valitsemaan.

Epävarmuuden vähentäminen. Epävarmuuden vähentämisestä startup-yrityksen valuaation muodostamisessa kysyttiin jokaisen haastattelun päätteeksi. Aiheeseen liittyvissä keskusteluissa nousi esiin seuraavia asioita, joita on paljon käsitelty myös edellä käsiteltyjen teemojen kohdalla:

- Neuvotteluihin valmistautuminen
- "Traction"
- Due diligence
- Sijoittajan verkoston ja verkostoasiakkaiden mielipiteet
- Vertailuyritykset
- Tiimiin tutustuminen
- Pääomasijoitusyhtiön defenssimekanismi

Yhtä haastateltavista siteeraten, arvonmäärittäykseen liittyy aina epävarmuutta. Sen vähentäminen olisi edullista molempien osapuolten kannalta. Seuraavaksi lyhyet selitykset luettelon mukaisille eri haastatteluissa saatujen lausuntojen perusteella selvinneille asioille. Neuvotteluihin valmistautumisella tarkoitetaan esittelymateriaalien parantelua ja kehittämistä sekä aina vain parempaa valmiutta sijoittajien kysymyksiin vastaamisessa. "Traction" tarkoittaa sitä, että yritys on pystynyt hankkimaan taakseen esimerkiksi vakuuttavia asiakasmääriä, asiakastyytyväisyyttä tai uskottavia alan asiantuntijatahoja. Due diligence on tarkastus, jonka avulla pyritään selkeyttämään tietoisuutta kohdeyrityksestä ja sen arvosta vähentäen tuntemattomien riskien mahdollisuutta (Blomquist ym. 2001, 18). Tehtäessä due diligencea startup-yritykselle huomioidaan perinteisten laki-, talous- ja verotusasioiden lisäksi esimerkiksi liiketoimintaan, tiimiin, kulttuuriin ja teknologiaan liittyvä due diligence. Sijoittajan verkostolla viitataan tässä tapauksessa verkostosta löytyviin osajiin kohdeyrityksen toimialalta ja verkostoasiakkailta sellaisiin asiakkaisiin, jotka sijoittaja voi testimielessä tarjota yritykselle omasta verkostostaan. Vertailuyrityksillä tarkoitetaan samankaltaista liiketoimintaa samankaltaisella alueella tehneisiin yrityksiin, joiden liiketoiminnan kehitykseen kohdeyritystä voidaan verrata. Tiimiin tutustumisella tarkoitetaan kaikenlaista haastattelua ja yhdessä työskentelyä yrityksen tiimin kanssa, jonka avulla osapuolet tutustuvat toisiinsa

luottamuksen lisäämiseksi tai selvittämiseksi. Pääomasijoitusyhtiön defenssimekanismilla tarkoitetaan sitä, että tällaisiin yhtiöihin on muodostunut rakenteita, jotka pakottavat asioita käsiteltäväksi useampaan otteeseen ja eri henkilöiden toimesta, jotta välttyttäisiin riittämättömästi perustelluilta ratkaisuilta.

7.2 Tutkimuksen arviointi

Tutkimuksen arviointiin liittyvät tekijät reliabiliteetti ja validiteetti. Reliabiliteetilla tarkoitetaan sitä, miten hyvin tutkimuksen tulokset ovat toistettavissa eli miten hyvin tutkimuksen voidaan odottaa antavan ei-sattumanvaraisia tuloksia (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 231). Reliabiliteetin kannalta on otettava huomioon, että haastateltavien subjektiivisilla näkemyksillä on vaikutusta tutkimuksen tuloksiin. Otanta teemahaastattelussa oli kahdeksan henkilöä. Otantaa tulisi ensinnäkin laajentaa, jotta voitaisiin tehdä suurempaa joukkoa koskevia johtopäätöksiä. Lisäksi yhden haastattelunkin perusteella selvisi, että muuttamalla otantaa saataisiin todennäköisesti hieman erilaisia tuloksia. Esimerkiksi haastatteleamalla vain enkelisijoittajia, tutkimus keskittyisi todennäköisesti hieman eri asioihin, kuin jos haastateltaisiin pääomasijoitusyhtiöiden edustajia. Reliabiliteetin parantamiseksi tässä tutkimuksessa haastattelut ja niiden rungot pidettiin samantapaisina.

Tutkimuksen validiteetilla tarkoitetaan tutkimuksen kykyä mitata sitä, mitä sen on tarkoitus mitata (Hirsjärvi ym. 2009, 231). Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää startup-yritysten rahoituksen alan asiantuntijoiden näkemyksiä liittyen startup-yritysten arvonmääritykseen. Koska haastateltavat olivat alan asiantuntijoita, voidaan tutkimuksen validiteettia pitää hyvänä (ks. asiantuntijoiden kuvaukset, luku viisi). Validiteettia parantaa myös se, että kysymykset esitettiin haastattelujen alussa hieman avoimemmin ja lopussa tarkennettiin aiemmin mainittuja aiheita. Tämä vähentää haastateltavien ohjaamista puhumaan tietyistä aiheista. Myös kysymyksiä tarkentaessa edettiin varovaisesti, jotta aiheiden käsittelyä ohjaisi enemmän haastateltavan tärkeäksi kokemat asiat. Viitteitä hyvästä validiteetista antaa myös se, että haastateltavien antamalla vastauksilla on valtavasti yhtymäkohtia aikaisempaan teoriaan.

Tulevan tutkimuksen näkökulmasta olisi mielenkiintoista tutkia edellä mainitulla tavalla startup-yritysten arvonmääritystä ja rahoitusta kohdistuen haastateltavat tiettyyn sijoittajaryhmään eli haastatella esimerkiksi vain enkelisijoittajia. Lisäksi voisi olla mielenkiintoista tutkia startup-yrityksen rahoitusprosessiin liittyviä asioita, varsinkin kun arvonmäärityksessä menetelmien käyttökelpoisuus on varsin rajallista. Voisi olla myös mielenkiintoista tutkia sitä millä tavoin startup-ympäristön silmännähtävä voimakas kehitys vaikuttaa startup-yritysten rahoitukseen. Siirtyykö esimerkkitapausten lisääntyessä startup-yritysten arvonmääritys kohti ennustettavampaa ja strukturoidumpaa suuntaa?

LÄHTEET

- 3J Consulting Oy. 2015. Arvonmäärittäminen. [viitattu 31.10.2019] Saatavilla: <http://www.hameenuusyrittajakeskus.fi/img/file.php?id=20695>.
- Acharya, V.V., & Pedersen, L.H. 2005. Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics* 77(2), 375–410.
- Aho, P. 2019. Miten laskea yrityksen arvo? SSB-solutions for Business and Brains Oy. [viitattu 30.10.2019] Saatavilla: <http://sbb.fi/wp-content/uploads/2016/11/miten-laskea-yrityksen-arvo.pdf>.
- Akerlof, G. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84(3), 488–500.
- Amir, E. & Lev, B. 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting & Economics* 22, 3–30.
- Amis, D. & Stevenson, H. 2001. *Winning angels: the seven fundamentals of early-stage investing*. Pearson Education Limited 2001.
- Anthony, J. & Ramesh, K. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices. *Journal of Accounting & Economics* 15, 203–227.
- Ardichvili, A., Cardozo, R., Tune, K. & Reinach, J. 2002. The role of angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures: conceptual framework and empirical evidence. *Journal of Enterprising Culture* 10(1), 39–65.
- Armstrong, C., Davila, A. & Foster, G. 2006. Venture-backed private equity valuation and financial statement information. *Review of Accounting Studies* 17, 119–154.
- Asquith, R & Mullins Jr, D.W. 1986. Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics* 15, 31–60.
- Auerswald, P.E. & Branscomb, L.M. 2003. Valleys of Death and Darwinian Seas: Financing the Invention to Innovation Transition in the United States. *Journal of Technology Transfer* 28, 227–239.
- Bastin, V., Hübner, G., Michel, P.A. & Servais, M. 2007. Supply and demand of venture capital for biotech firms: The case of the Belgian regions of Wallonia and Brussels. *Venture Capital in Europe*, 249–274.
- Baum, J.A., & Silverman, B.S. 2004. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing* 19(3), 411–436.
- Baum, J.A., Calabrese, T. & Silverman, B.S., 2000. Don't go it alone: alliance networks and startups' performance in Canadian biotechnology. *Strategic Management Journal* 21, 267–294.
- Belleflamme, P., Lambert, P. & Schwienbacher, A. 2013. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* 29, 585–609.

- Berger, A.N. & Udell, G.F. 1998. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22, 613–673.
- Berkus, D. 2016. After 20 Years: Updating the Berkus Method of Valuation. [viitattu 1.11.2019] Saatavilla: <https://www.angelcapitalassociation.org/blog/after-20-years-updating-the-berkus-method-of-valuation/>.
- Bhagat, S. 2014. Why do venture capitalists use such high discount rates?. *The Journal of Risk Finance* 15(1), 94–98.
- Bhojraj, S. & Lee, C.M.C. 2002. Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research* 40(2), 407–439.
- Black, B.S. & Gilson, R.J. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47, 243–277.
- 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.
- Block, J.H., De Vries, G., Schumann, J.H. & Sandner, P. 2014. Trademarks and venture capital valuation. *Journal of Business Venturing* 29, 525–542.
- Blomquist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonsen, L. 2001. Due diligence osana yrityskauppaa. Helsinki: KHT-Media Oy.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. ja Allen F. 2011. *Principles of Corporate Finance*, 10. Painos. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brunninge, O. & Nordqvist, M. 2004. Ownership Structure, Board Composition and Entrepreneurship: Evidence from Family Firms and Venture-Capital Backed Firms. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* 10 (1/2), 85–105.
- Buddelmyer, H., Jensen, P.H. & Webster, E. 2010. Innovation and the determinants of company survival. *Oxford Economic Papers* 62, 261–285.
- Burton, M.D., Sorensen, J.B., & Beckman, C.M. 2002. Coming from good stock: Career histories and new venture formation. *Research in the Sociology of Organizations* 19, 229–262.
- Byrne, J.A. 2000. How a VC does it; Bob Davoli is a hands-on investor, and so far he hasn't picked a loser. Can he keep it up. *Business Week*, 96.
- Chandler, G.N., Honig, B. & Wiklund, J. 2005. Antecedents, Moderators, and Performance Consequences of Membership Change in New Venture Teams. *Journal of Business Venturing* 20(5), 705–725.
- Chesbrough, H.W. 2002. Making sense of corporate venture capital. *Harvard business review* 80(3), 90–99.
- Chung, S., Singh, H. & Lee, K. 2000. Complementarity, status similarity and social capital as drivers of alliance formation. *Strategic management journal* 21(1), 1–22.
- Cochrane, J.H. 2005. The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics* 75, 3–52.

- Coleman, S. & Cohn, R. 2000. Small firms' use of financial leverage: evidence from the 1993 national survey of small business finances. *Journal of Business & Entrepreneurship* 12(3), 81-98.
- Coleman, S. & Robb, A. 2012. Capital structure theory and new technology firms: is there a match?. *Management Research Review* 35(2), 106-120.
- Cooper, R.G. & Edgett, S.J. (2001). Portfolio management for new products.
- Cooper, R.G. & Kleinschmidt, E.J. 1996. Winning businesses in product development: critical success factors. *Research-Technology Management* 39(4), 18-29.
- Cooper, R.G. 1999. The invisible success factors in product innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 16(2), 115-133.
- Cumming, D. & Dai, N. 2011. Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms. *Journal of Empirical Finance* 18, 2-15.
- Cumming, D. 2012. Introduction, teoksessa Cumming, D. (Toim.), *The Oxford Handbook of Venture Capital*. New York: Oxford University Press, 1-12.
- Davidsson, P. & Honig, B. 2003. The role of social and human capital among nascent entrepreneurs. *Journal of business venturing* 18(3), 301-331.
- Delmar, F. & Shane, S. 2006. Does Experience Matter? The Effect of Founding Team Experience on the Survival and Sales of Newly Founded Ventures. *Strategic Organization* 4(3), 215-247.
- Dempwolf, C.S., Auer, J. & D'Ippolito, M. 2014. Innovation accelerators: Defining characteristics among startup assistance organizations. *Small Business Administration*, 1-44.
- Dubiansky, J.E. 2006. An analysis for the valuation of venture capital-funded startup firm patents. *Boston University Journal of Science & Technology Law* 12(2), 170-192.
- Ehrlich, S.B., De Noble, A.F., Moore, T., & Weaver, R.R. 1994. After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing* 9(1), 67-82.
- Erikson, T. & Nerdrum, L. 2001. New venture management valuation: assessing complementary capacities by human capital theory. *Venture Capital* 3(4), 277-290.
- Etula, S. 2015. *Osaamista, Verkostoja, Rahaa. 2. painos*. Helsinki: FiBAN - Finnish Business Angels Network.
- Eurostat, O.E.C.D. (2007). *Eurostat-OECD manual on business demography statistics*. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities.
- Fama, E.F. & French, K.R. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47(2), 427-465.
- Faraj, S. & Sproull, L. 2000. Coordinating Expertise in Software Development Teams. *Management Science* 46(12), 1554-1568.

- Francis, J., Olsson, P. & Oswald D.R. 2000. Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity value estimates. *Journal of Accounting Research* 38(1), 45-70.
- Freear, J., Sohl, J.E. & Wetzel Jr, W.E. 1994. Angels and non-angels: are there differences?. *Journal of Business venturing* 9(2), 109-123.
- Fried, V.H. & Hisrich, R.D. 1994. Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management* 23(3), 28-37.
- Fuerst O., Geiger U. 2012. *From Concept to Wall Street: A Complete Guide to Entrepreneurship and Venture Capital*. New Jersey: Pearson Education Inc.
- Gartner, W.B., Shaver, K.G., Gatewood, E. & Katz, J. 1994. Finding the Entrepreneur in Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice* 18, 5-9.
- Goldenberg, D.H. & Goldenberg, M.D. 2009. Why entrepreneurs and VCs disagree in valuing start-up firms: imputing the target rate of return using DCF vs. option-based approaches. *The Journal of Private Equity* 13(1), 73-79.
- Goldman, M. 2008. Valuation of Startup and Early-Stage Companies. *A Professional Development Journal for the Consulting Disciplines*, 8-16.
- Gorman, M. & Sahlman W.A. 1989. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing* 4, 213-248.
- Hackbarth, D., Hennessy, C.A. & Leland, H.E. 2007. Can the trade-off theory explain debt structure?. *The Review of Financial Studies* 20(5), 1389-1428.
- Hand, J.R. 2005. The value relevance of financial statements in the venture capital market. *The Accounting Review* 80(2), 613-648.
- Harper, DA. 2008. Towards a Theory of Entrepreneurial Teams. *Journal of Business Venturing* 23(6), 613-626.
- Harris, E. & Woolley, R. 2009. Facilitating Innovation Through Cognitive Mapping of Uncertainty. *International Studies of Management & Organization* 39(1), 70-100.
- Harrison, R.T. & Mason, C.M. 2000. The role of the public sector in the development of a regional venture capital industry. *Venture Capital* 2(4), 243-253.
- Hechavarría, D.M., Matthews, C.H. & Reynolds, P.D. 2016. Does start-up financing influence start-up speed? Evidence from the panel study of entrepreneurial dynamics. *Small Business Economics*, 46(1), 137-167.
- Hessels, J. & van Stel, A. 2011. Entrepreneurship, export orientation, and economic growth. *Small business economics* 37(2), 255-268.
- Heughebaert, A. & Manigart, S. 2012. Firm valuation in venture capital financing rounds: The role of investor bargaining power. *Journal of Business Finance & Accounting* 39(3 & 4), 500-530.
- Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2009. *Tutki ja kirjoita*. 15. uud. p. Helsinki: Tammi.
- Hitchner, J.R. 2011. *Financial Valuation: Applications and Models*. 3. painos. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. 2001. The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 36(1), 1–24.
- Hsieh, H. F., & Shannon, S. E. 2005. Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative health research* 15(9), 1277–1288.
- Hsu, D.H., & Ziedonis, R.H. 2008. Patents as quality signals for entrepreneurial ventures. *Academy of Management Proceedings* 1, 1–6).
- Hull, J.C. 2015. *Risk Management and Financial Institutions*. 4. painos. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Hurri, P. & Maliranta, M. 2018. Kasvuyritykset työllisyyden, tuottavuuden ja talouskasvun lähteenä, teoksessa M. Maliranta, M. Pajarinen, & P. Rouvinen (toim.), *Startupit kansantaloudessa* (Luku 4, sivut 45–61). Helsinki: Talous- tieto (ETLA B277). Saatavilla: <https://pub.etla.fi/ETLA-B277.pdf>.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. 2002. Small business finance in Finland: A descriptive study. ETLA Discussion Papers, No. 812, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Helsinki.
- Jalonen, H. 2011. Epävarmuuden ilmeneminen innovaatiotoiminnassa – systemaattinen kirjallisuuskatsaus. *LTA* 4(11), 422–442.
- Kallunki, J. & Niemelä, J. 2007. *Uusi yrityksen arvonnäyttö*. Helsinki: Talentum.
- Kanniainen, V. & Keuschnigg, C. 2003. The optimal portfolio of start-up firms in venture capital finance. *Journal of Corporate Finance* 9(5), 521–534.
- Kaplan, S. & Strömberg, P. 2004. Characteristics, contracts, and actions: evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance* 59(5), 2177–2210.
- Koch, C. 2004. Innovation networking between stability and political dynamics. *Technovation* 24(9), 729–739.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 6. Painos. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Lahti, T. 2008. *Angel Investing in Finland: An analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory*. Väitöskirja, Hanken School of Economics. Saatavilla: <https://helda.helsinki.fi/handle/10227/297>.
- Lainema, M. 2011. *Enkeleitä, onko heitä?*. Tallinna: Tallinna Raamatutrükikoja OÜ.
- Lauriala, J. 2004. *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita Prima Oy.
- Leisen, D. 2012. Valuing common and preferred shares in venture capital financing, teoksessa Cumming, D. (toim.). *The Oxford Handbook of Venture Capital*. New York: Oxford University Press, 423–447.
- Leppiniemi, J. 2002. *Rahoitus*. Helsinki: WSOY.
- Lerner, J. 1995. Patenting in the shadow of competitors. *The Journal of Law and Economics* 38(2), 463–495.
- Lerner, J., Hardyman, F. & Leamon, A. 2012. *Venture capital & Private equity: A casebook*. 5. Painos. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Lintner, J. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics* 47(1), 13–37.
- Lowe, A. 1995. The basic social processes of entrepreneurial innovation. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* 1(2), 54–76.
- Lundholm, R. & O’Keefe, T. 2001. Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model. *Contemporary Accounting Research* 18(2), 311–335.
- Macht, S.A. & Robinson, J. 2009. Do business angels benefit their investee companies?. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research* 15(2), 187–208.
- Madill, J.J., Haines, Jr, G.H. & Riding, A.L. 2005. The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital* 7(2), 107–129.
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K, Desbrières, P., Sapienza, H. & Beekman, A. 2002. Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing* 17, 291–312.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P. & De Waele, K. 1997. Venture Capitalists’ appraisal of investment projects: An empirical European study. *Entrepreneurship Theory and Practice* 21(4), 29–43.
- Markham, S.K., Ward, S.J., Aiman-Smith, L. & Kingon, A.I. 2010. The Valley of Death as Context for Role Theory in Product Innovation. *Journal of Production Innovation Management* 27, 402–417.
- Mason, C. & Stark, M. 2004. What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal* 22(3), 227–248.
- Masulis, R. & Korwar, A. 1986. Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics* 15, 91–118.
- Metrick, A. & Yasuda, A. 2011. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. 2. Painos. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Milanov, H. & Shepherd, D.A. 2013. The Importance of the First Relationship: The Ongoing Influence of Initial Network on Future Status. *Strategic Management Journal* 34(6), 727–750.
- Miloud T., Aspelund, A. & Cabrol, M. 2012. Startup valuation by venture capitalists: An empirical study. *Venture Capital* 14(2-3), 151–174.
- Mitleton-Kelly, E. 2006. A complexity Approach to Co-creating an Innovative Environment. *World Futures* 62(3), 223–239.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 48(3), 261–97.
- Mosakowski, E. 1998. Entrepreneurial Resources, Organizational Choices, and Competitive Outcomes. *Organization Science* 9(6), 625–643.
- Muñoz-Bullon, F., Sanchez-Bueno, M.J. & Vos-Saz, A. 2015. Startup team contributions and new firm creation: the role of founding team experience. *Entrepreneurship & Regional Development* 27(1-2), 80–105.

- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- Myers, S.C. 1984. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* 39(3), 575–592.
- Myers, S.C., 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 575–592.
- Mähönen, J. & Villa, S. 2012. *Osakeyhtiö II, Pääomarakenne ja rahoitus*. 3. painos. Helsinki: Sanoma Pro oy.
- Naranjo-Gil, D. 2009. The influence of environmental and organizational factors on innovation adoptions: Consequences for performance in public sector organizations. *Technovation* 29, 810–818.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M. & Parasuraman, A. 2011. Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management* 22(4), 443–470.
- Ortt, J.R. & Smits, R. 2006. Innovation management: different approaches to cope with the same trends. *International Journal of Technology Management* 34(3/4), 296–318.
- Pagourtzi, E., Assimakopoulos, V., Hatzichristos, T. & French, N. 2003. Real estate appraisal: a review of valuation methods. *Journal of Property Investment & Finance* 21(4), 383–401.
- Paul, S., Whittam, G. & Wyper, J. 2007. The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms? *Journal of Small Business and Enterprise Development* 14(1), 8–21.
- Payne, W. 2007. Valuing Pre-revenue Companies. [viitattu: 1.11.2019] Saatavilla: https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/ACEF_-_Valuing_Pre-revenue_Companies.pdf.
- Payne, W. 2011a. Scorecard Valuation Methodology. Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies. [viitattu 1.11.2019] Saatavilla: <https://pdfs.semanticscholar.org/e977/09f963bf19d548d9e7dc8fdb30610717dae6.pdf>.
- Payne, W. 2011b. Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. [viitattu 4.11.2019] Saatavilla: <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/>.
- Picken, J.C. 2017. From startup to scalable enterprise: Laying the foundation. *Business Horizons* 60(5), 587–595.
- Pisano, G.P. 1990. The R&D boundaries of the firm: an empirical analysis. *Administrative science quarterly* 35(1), 153–176.
- Politis, D. 2008. Business angels and value added: what do we know and where do we go?. *Venture capital* 10(2), 127–147.
- Poskela, J. 2009. *Management control in the front end of innovation*. Väitöskirja, Helsinki University of Technology. Saatavilla: <https://aaltodoc.aalto.fi/handle/123456789/4680>.
- Privanet. 2019. Kotisivut. [online] [viitattu 25.11. 2019] Saatavilla: <http://www.privanetgroup.fi>.

- Puusa, A. & Juuti, P. 2011. Menetelmäviidakon raivaajat: Perusteita laadullisen tutkimuslähestymistavan valintaan. Vantaa: Hansaprint.
- Robb, A.M. & Robinson, D.T. 2014. The capital structure decisions of new firms. *The Review of Financial Studies* 27(1), 153–179.
- Rose-Anderssen, C., Allena, P.M., Tsinopoulos, C. & McCarthy, I. 2005. Innovation in manufacturing as an evolutionary complex system. *Technovation* 25, 1093–1105.
- Ross, S. 1977. The determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics* 8, 23–40.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe J. 2008. *Corporate Finance*. 8. Painos. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Rowell, D. & Connelly, L.B. 2012. *The Journal of Risk and Insurance* 79(4), 1051–1075.
- Saetre, A. 2003. Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 5(1), 71–94.
- Sahlman, W. 1987. The Venture Capital Method. HBS Case, 9–288.
- Sahlman, W.A. 2009. A Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The “Venture Capital Method”. Harvard Business School Cases. (Alkuperäisversio 1987, tarkistettu 2009). Boston, MA: Harvard Business School Publishing.
- Sammut, S.M. 2012. Valuation Methods in Early-Stage Biotechnology Enterprises: The “Venture Capital Method” at Work. *Journal of Commercial Biotechnology* 18(2), 78–82.
- Samuelsson, M. & Davidsson, P. 2009. Does Venture Opportunity Variation Matter? Investigating Systematic Process Differences between Innovative and Imitative New Ventures. *Small Business Economics* 33, 229–255.
- Santala, O. 2019. Pääomasijoittajien arvonnääritysmenetelmät ja niiden vertailu toimialoittain. Pro gradu -tutkielma, Jyväskylän yliopisto. Saatavilla: <https://jyx.jyu.fi/handle/123456789/65659>.
- Sapienza, H.J., Manigart, S. & Vermeir, W. 1996. Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing* 11(6), 439–469.
- Schumann, C.P. 2006. Improving certainty in valuation using the Discounted Cash Flow Method. *Valuation Strategies* 10(1), 4–13.
- Sharpe, W.F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance* 19(3), 425–442.
- Sievers, S., Mokwa, C.F. & Keienburg, G. 2013. The relevance of financial versus non-financial information for the valuation of venture capital-backed firms. *European Accounting Review* 22(3), 467–511.
- Smith, A., 1937. *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. New York: Random House Inc.

- Smith, R. 2012. Required rates of return and financial contracting for entrepreneurial ventures, teoksessa Cumming, D. (toim.). *The Oxford Handbook of Venture Capital*. New York: Oxford University Press, 448–477.
- Spinelli, S. & Adams, R.J. 2012. *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*. 9. painos. NY: McGraw-Hill.
- Stähle, P., Sotarauta, M. & Pöyhönen, A. 2004. Innovatiivisten ympäristöjen ja organisaatioiden johtaminen. *Teknologian arviointeja* 19, Eduskunnan kanslian julkaisu 6/2004. Helsinki: Eduskunnan tulevaisuusvaliokunta.
- Talmor, E. & Vasvari, F. 2011. *International Private Equity*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Titman, S. & Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance* 43, 1–18.
- Tuomi, J. & Sarajärvi, A. 2018. *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Uudistettu laitos. Helsinki: Tammi.
- Tyebjee, T.T. & Bruno, A.V. 1984. A model of venture capitalist investment activity. *Management Science* 30, 1051–1066.
- Viljanmaa, V. 2017. Pääomasijoittaminen ja arvonnärittäminen: alkuvaiheen yritykset. Pro gradu -tutkielma, Jyväskylän yliopisto. Saatavilla: <https://jyx.jyu.fi/handle/123456789/53589>.
- Von Neumann, J. & Morgenstern, O. 1947. *The Theory of Games and Economic Behavior*. 2. Painos. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- West, G.P. 2007. Collective Cognition: When Entrepreneurial Teams, Not Individuals, Make Decisions. *Entrepreneurship Theory and Practice* 31(1), 77–102.
- Xu, B., Magnan, M.L. & André, P.E. 2007. The stock market valuation of R&D information in biotech firms. *Contemporary Accounting Research* 24(4), 1291–1318.
- Yitshaki, R. 2008. Venture capitalist-entrepreneur conflicts: An exploratory study of determinants and possible resolutions. *International Journal of Conflict Management* 19(3), 262–292.
- York, J.G. & Venkatraman, S. 2010. The entrepreneur–environment nexus: Uncertainty, innovation and allocation. *Journal of Business Venturing* 25(5), 449–463.
- Zacharakis, A.L. & Meyer, G.D., 2000. The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing* 15, 323–346.
- Zucker, L.G., Darby, M.R. & Brewer, M.B., 1998. Intellectual human capital and the birth of U.S. biotechnology enterprises. *American Economic Review* 88, 290–306.

LIITE: TEEMAHAASTATELUN KYSYMYSRUNKO

Haastateltavan tausta ja kokemus pääomasijoittamisesta

- Kerro lyhyesti omasta taustastasi. Missä toimit nyt ja erityisesti mikä on kokemuksesi startup-yritysten arvonnäilytyksestä ja rahoituksesta? Miten pitkään olet toiminut?
- Kuinka monella, minkä kokoisilla ja minkä vaiheen rahoituskierroksilla olet ollut mukana? Missä rooleissa?
- Sijoitatko aktiivisesti startup-yrityksiin? Yrityksen kautta (minkälainen yritys) vai suoraan omia varoja?

1. Pääomasijoittaminen ja startup-yritykset yleisesti

- Miten määrittelet startup-yrityksen? Mitä eroa on sijoittamisessa startup-yrityksiin ja muihin yrityksiin?
- Millä perusteella sijoitat startup-yrityksiin, minkä vaiheen startup-yrityksiin?
- Miten arvonnäilytyks tapahtuu ja kehittyy sijoitusprosessin aikana ensitarkastelusta aina sijoituspäätökseen saakka?

2. Arvonnäilytyks ja siihen liittyvät menetelmät

- Käytätkö jotain arvonnäilytyksmenetelmiä tai -sääntöjä? Jos käytät niin miten?
- Millä tavoin määrälliset ja laadulliset arvonnäilytyksmenetelmät tukevat startup-yrityksen arvonnäilytyksä? Mitä haasteita niiden käytössä on?
- Riskit ja tuottovaatimuksen määrittely? Millä tavoin tuottovaatimus näkyy arvonnäilytyksessä?

3. Arvonnäilytykseen ja yrityksen houkuttelevuuteen liittyvät taustatekijät

- Mitä piirteitä tulee tarkastella, että löydetään riskejä, tuottomahdollisuuksia ja potentiaalisia yrityksiä?
- Tiimin arviointi? Mitkä asiat?
- Markkinaympäristön arviointi? Mitkä asiat?
- Tuote/teknologia/skaalautuvuus arviointi? Mitkä asiat?

4. Sijoittajan sopivuus yritykseen ja neuvottelu

- Mitkä ovat tärkeitä tarkastelun kohteita, kun mietitään, onko sijoittaja sopiva yhteistyökumppani yritykselle? Mitkä asiat nostavat juuri pääomasijoituksen esimerkiksi lainarahaa soveltuvammaksi?

- Millä tavoin yrityksen ja sijoittajan välinen neuvottelu etenee? Miten neuvottelu vaikuttaa arvon määrittymiseen? Millä tavoin arvonmääritys kehittyy neuvottelun edetessä? Neuvotteluasemat?
- Mitkä ovat neuvottelun suurimmat haasteet ja neuvottelun tavoitteet?

5. Epävarmuuden vähentäminen

- Miten startup-yrityksen arvonmääritykseen liittyvää epävarmuutta voitaisiin vähentää?