



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

# **Startup-yrityksen arvonmääritys ja siihen vaikuttavat tekijät venture capital -sijoitusprosessissa**

Laskentatoimen ja rahoituksen  
pro gradu -tutkielma

Laatija(t):

Juuli Lehtinen

Ohjaaja(t):

KTT Vesa Partanen

22.3.2023

Turku

Turun yliopiston laatu järjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Pro gradu -tutkielma

**Oppiaine:** Laskentatoimi ja rahoitus

**Tekijä(t):** Juuli Lehtinen

**Otsikko:** Startup-yrityksen arvonmääritys ja siihen vaikuttavat tekijät venture capital -sijoitusprosessissa

**Ohjaaja(t):** KTT Vesa Partanen

**Sivumäärä:** 107 sivua + liitteet 1 sivu

**Päivämäärä:** 22.3.2023

Nykypäivän taloudessa merkittävä osuus yritysten kokonaispääomasta koostuu aineettomista hyödykkeistä, mikä korostuu uusien yritysten kohdalla. Startupit ovat liiketoimintansa alkuvaiheessa olevia yrityksiä, jotka tavoittelevat nopeaa, kansainvälistä kasvua, minkä toteuttamiseksi tarvitaan rahoitusta. Startupit perustuvat ainutlaatuisiin innovaatioihin, jotka voivat parhaimmillaan mullistaa markkinan. Ainutlaatuisuuden kääntöpuolena on liiketoimintaan liittyvä epävarmuus: koska innovaatio on uusi, ei sen toimivuudesta tai kannattavuudesta ole takeita. Rahoituksen saaminen on vaikeaa johtuen liiketoimintaan liittyvistä epävarmuuksista ja vakuudeksi kelpaamattoman aineettoman pääoman suuresta määrästä sekä tiedon epäsymmetriasta, jota aineeton pääoma lisää. Venture capital (VC) -sijoittaminen on korkean riskin sijoitustoimintaa, joka keskittyy startupien rahoitukseen. Riskirahoitukseksikin kutsutulle VC-sijoitustoiminnalle on tyypillistä tuottojen suuri vaihtelevuus, mikä johtuu startupien onnistumistodennäköisyyden arviointiin liittyvistä haasteista. Suurin osa startup-yrityksistä epäonnistuu ja VC-rahaston tuotot perustuvatkin muutamiin timantteihin, joiden ansiosta rahastolle saadaan kilpailukykyinen keskimääräinen tuotto. Tämän tutkielman tarkoitus on analysoida, miten VC-sijoittaja valikoi sijoituskohteensa, miten niiden arvoa pyritään määrittämään ja mitkä tekijät vaikuttavat arvonmääritykseen.

Tutkimus toteutettiin laadullisena tutkimuksena, jonka aineisto kerättiin haastattelemalla viittä suomalaista VC-sijoittajaa teemahaastattelujen muodossa. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys luotiin aiemman kirjallisuuden perusteella ja VC-sijoitusprosessin mallina käytettiin Tyebjeen ja Brunon vuonna 1984 kehittämää mallia. Alkuperäistä mallia täydennettiin abduktiivista päättelyä hyödyntämällä empiiristen tutkimustulosten perusteella. Teemahaastatteluiden tavoitteena oli saada selkeä kuva koko VC-sijoitusprosessista painottuen seulonta- ja arvonmääritysvaiheisiin. Sijoituskohteen arvonmääritystä ja siihen vaikuttavia tekijöitä tutkittiin keskittyen aineettoman pääoman merkitykseen startup-yrityksissä.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että startup-yritysten arvonmääritys on haastavaa, sillä perinteiset arvonmääritysmenetelmät voivat antaa epä johdonmukaisia tuloksia. Venture capital -arvonmääritysmenetelmä koettiin toimivaksi menetelmäksi startupien arvonmäärityksessä, vaikka menetelmän heikkous onkin sen perustuminen ennustettuihin lukuihin. Kertoimien käyttö nimettiin käytetyksi menetelmäksi sijoittajien keskuudessa silloin, kun kohdeyrityksellä on liikevaihtoa. Myös verrokkiyhtiöiden hyödyntämisen nähtiin antavan johdonmukaisia tuloksia, mutta menetelmä vaatii sijoittajalta vankkaa kokemusta ja markkinanormin tuntemusta. Startupin numeerisen arvon määrittämistä tärkeämpänä pidettiin kuitenkin sen onnistumistodennäköisyyden arviointia, sillä vain startupin onnistuessa tuottovaatimus toteutuu.

Aineettomien tekijöiden nähtiin muodostavan kilpailuetu, jonka avulla startup pystyy toteuttamaan kasvutavoitteensa ja palauttamaan VC-sijoittajalle vaaditun tuoton. Tärkeimpänä tuottopotentiaaliin vaikuttavana tekijänä nähtiin startupin perustajatiimi, minkä lisäksi kilpailuedun kannalta merkittäviksi tekijöiksi nimettiin muun muassa innovaatio ja teknologia sekä osoitettava markkina ja sen kasvupotentiaali. Innovaation ja teknologian osalta painotettiin erityisesti niiden ainutlaatuisuutta, jonka myötä niitä on vaikea kopioida tai korvata.

**Avainsanat:** venture capital, aineeton pääoma, arvonmääritys, startup

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>Johdanto</b>	<b>7</b>
1.1	Johdatus tutkielman aihepiiriin	7
1.2	Tutkimusasetelma, tutkielman tavoitteet ja rajaukset	10
1.3	Tutkielman metodologiset lähtökohdat	13
1.4	Tutkielman rakenne	15
<b>2</b>	<b>Venture capital</b>	<b>17</b>
2.1	Venture capital -sijoittaminen	17
2.2	Venture capital -rahoituksen tarve startup-yrityksissä	20
2.3	Sijoitusprosessi	22
2.4	Due diligence -tarkastuksen merkitys sijoitusprosessissa	26
<b>3</b>	<b>Startup-yritys sijoituskohteena</b>	<b>30</b>
3.1	Startup nopean kasvun yrityksenä	30
3.2	Startup-yrityksen menestystekijät	31
3.3	Venture capital -sijoittajan rooli startup-yrityksen kasvussa ja kehityksessä	35
3.4	VC-sijoitustoimintaan liittyvät riskit ja niiden vaikutus sijoitusportfolion tuottoon	39
<b>4</b>	<b>Startup-yrityksen valuaatio ja arvonmääritys</b>	<b>42</b>
4.1	Valuaatio	42
4.2	Venture capital -menetelmä	43
4.3	Kassavirtaperusteinen arvonmääritys (DCF)	48
4.4	Muut arvonmääritysmenetelmät	51
4.5	Sijoituksen tuottovaatimus ja diskonttokorko	53
<b>5</b>	<b>Empiirinen tutkimus</b>	<b>58</b>
5.1	Tutkimusmenetelmä ja -aineisto	58
5.2	Venture capital -sijoitusprosessin kulku	59
5.2.1	Sopimusten löytäminen ja seulonta	60
5.2.2	Keskustelut ja alustava term sheet	63

5.2.3	Due diligence -tarkastus	64
5.2.4	Varsinaiset sopimusneuvottelut	66
<b>5.3</b>	<b>Startupin tuottopotentialiin vaikuttavat tekijät</b>	<b>70</b>
<b>5.4</b>	<b>Startupin arvonmääritys</b>	<b>74</b>
5.4.1	Arvonmääritykseen käytetyt keinot	74
5.4.2	Tuottovaatimus	79
5.4.3	Aineettoman pääoman vaikutus arvonmääritykseen	81
<b>5.5</b>	<b>Toteutuneeseen valuaatioon vaikuttavat tekijät</b>	<b>83</b>
<b>5.6</b>	<b>Aineettoman pääoman vaikutus sopimusneuvotteluihin ja -ehtoihin</b>	<b>87</b>
<b>6</b>	<b>Lopuksi</b>	<b>90</b>
6.1	Yhteenveto ja johtopäätökset	90
6.2	Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimusehdotukset	95
<b>Lähteet</b>		<b>97</b>
<b>Liitteet</b>		<b>108</b>
	<b>Liite 1. Teemahaastattelurunko</b>	<b>108</b>

## **KUVIOLUETTELO**

Kuvio 1 Venture capital -sijoitusprosessin vaiheet (ks. Tyebjee – Bruno 1984, 1053)	12
Kuvio 2 PE-rahoitus ja hedgerahastot (Metrick – Yasuda 2011a, 622)	18
Kuvio 3 Yrityksen kehitysvaiheet ja eri vaiheiden rahoitusmuodot (Cumming – Johan 2014, 7)	21
Kuvio 4 VC-sijoitusprosessin kulku (mukaillen sijoittaja 1)	70
Kuvio 5 Potentiaalisen startupin tunnusmerkit (mukaillen Sijoittaja 1)	73
Kuvio 6 VC-sijoitusprosessi (mukaillen Tyebjee – Bruno 1984)	91

## **TAULUKKOLUETTELO**

Taulukko 1 VC-investointiprosessin mallit (Silva 2004)	23
Taulukko 2 Startupien kilpailuedut ja niiden lähteet (Skawinska - Zalewski 2020)	34
Taulukko 3 Haastattelut	58

# 1 Johdanto

## 1.1 Johdatus tutkielman aihepiiriin

Viime vuosikymmenten aikana maailmantalouden pääpaino on siirtynyt tuotantoaloilta palvelu- ja teknologia-aloille (Flanc 2014, 1). Nykypäivän tietopohjaisessa taloudessa merkittävä ja kasvava osuus yritysten omaisuudesta koostuu aineettomista hyödykkeistä. Tietopohjaisella taloudella tarkoitetaan kehittyneiden talouksien suuntauksia kohti suurempaa riippuvuutta tiedosta, informaatiosta ja korkeasta osaamistasosta sekä kasvavaa tarvetta saada nämä helposti käyttöön sekä yksityisellä että julkisella sektorilla (OECD 2005). Esimerkiksi S&P 500 -yritysten kokonaisarvosta aineettoman pääoman osuus on jopa 84 % (Bloomberg 21.10.2020). Etenkin aloittelevilla yrityksillä on usein vain vähän kiinteää, aineellista omaisuutta (Lim ym. 2020, 1; Zider 1998). Koronapandemian jälkeen nimenomaan aineettoman pääoman odotetaan luovan uusia mahdollisuuksia talouden eheytykselle.

Itami ja Roehl (1987) jakavat omaisuuden tarpeellisuuden kahteen luokkaan. Ensimmäiseen luokkaan kuuluu omaisuus, jota tarvitaan fyysisesti luomaan liiketoimintaoperaatioita. Toiseen luokkaan kuuluu omaisuus, jonka avulla yritys voi saavuttaa kilpailukyvyn. He hahmottavat näiden luokkien eroa esimerkillä: maalauksen luomiseen taiteilija tarvitsee maalit ja siveltimet, mutta pelkästään näillä fyysisillä välineillä maalauksesta ei synny mestariteosta. Aineettomat hyödykkeet voivatkin olla kriittisen tärkeitä yrityksen menestyksen ja arvon kannalta. Esimerkiksi Coca Colan brändi, Pfizerin patentit ja Walmartin ainutlaatuinen toimitusketju ovat vahvistaneet niiden kilpailuetua ja yritysarvoa. (Lim ym. 2020, 1; Lev – Gu 2016.) Huolimatta aineettomien hyödykkeiden kasvavasta merkityksestä, puuttuvat ne suurelta osin taseesta ja muista taloudellisista raporteista. Perinteinen kirjanpitoikäytäntö ei tunnista eikä täten anna kattavaa esitystä aineettomista hyödykkeistä. (Lim ym. 2020, 1.) Aineettoman pääoman puuttuminen taseesta ja muista taloudellisista raporteista vaikeuttaa ulkoisen rahoituksen saantia. Esimerkiksi pankit usein rahoittavat uutta liiketoimintaa vain siinä määrin, kun yrityksellä on antaa lainan vakuudeksi varoja. (Zider 1998.)

Startup-yritykset ovat nuoria, nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtääviä yrityksiä (Business Finland 2021). Potentiaalinen liikeidea ei yksin riitä menestyvän startupin luomiseen, vaan yrityksen perustamiseen ja kasvattamiseen tarvitaan rahaa. Yrittäjät

voivat rahoittaa uutta liiketoimintaa omalla pääomallaan, mutta myös ulkoisen rahoituksen tarve voi tulla kyseeseen. Startupit ovat korkean riskin rahoituskohteita, joten rahoituksen hankkiminen ei ole helppoa ja vaatii usein odotettua kauemmin aikaa. (Harroch – Sullivan 2019.)

Startup-yritykset kohtaavat toimintansa alkuvaiheessa niin kutsutun kuolemanlaakson (*the valley of death*), joka niiden tulee ylittää, jotta liiketoiminta voi jatkua. Kuolemanlaaksoon joutuminen kuvaa pääomasijoituslalla tilannetta, jossa startup-yritys lopettaa liiketoimintansa ennen kuin se on onnistunut saavuttamaan vakaat tulot. (Yasuo ym. 2019.) Kuolemanlaaksoon joutumisen syy on yksinkertaistettuna se, että startupin liiketoimintasuunnitelma ei ole sijoittajan kannalta järkevä: se vaatii liian paljon pääomaa ja sijoituksen kestosta tulee liian pitkä, eikä sijoituksen tuotto prosentti vastaa näitä riskejä (Chang 2011). Suurin osa startup-yrityksistä ei pysty ylittämään kuolemanlaaksoa, ja liiketoiminta loppuu lyhyeen. Yli kaksi kolmasosaa startupeista ei koskaan tuota positiivista tuottoa sijoittajille. (Eisenmann 2021.)

Koska uuteen liiketoimintaan liittyvät riskit ovat yleensä suuria, pankki joutuisi asettamaan lainalle suuremman koron kuin laki sallii. Tämän lisäksi startupeilla on yleensä vain vähän aineellista omaisuutta, jonka voisi asettaa lainan vakuudeksi. Myös informaation epäsymmetrisyys ja agenttikustannukset lisäävät pankkien haluttomuutta rahoittaa startupeja. Usein startupien ainoa sopiva vaihtoehto on etsiä oman pääoman ehtoinen sijoittaja tukemaan yrityksen kasvua. Tällöin puhutaan venture capital -sijoittajasta. (Zider, 1998; Beck ym. 2005.)

Venture capital (VC) -sijoitus on pääomasijoitus, joka kohdistuu alkuvaiheessa olevaan liiketoimintaan, jolla on potentiaalisia pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia. Käytännössä VC-sijoittaja antaa yritykselle rahaa ja saa vaihdossa yrityksen osakkeita. Rahoituksen lisäksi VC-sijoittajat tarjoavat yrityksille muun muassa strategista apua. VC-sijoitus on hyvin riskialtis sen epälikviditeetin takia, mutta sijoituksella on mahdollista saavuttaa myös vaikuttavia tuottoja. Tuotot riippuvat siitä, kuinka ansiokkaasti liiketoiminta kasvaa sijoituksen aikana. (The Economic Times 2021; Sullivan – Harroch 2018; Kamps 2020, 12.)

Kun VC-sijoittaja harkitsee sijoittamista startupiin, nousee ongelmaksi se, miten voidaan luotettavasti selvittää startup-yrityksen todellinen arvo. Suurimpana kysymyksenä tässä vaiheessa on se tapa, miten yrityksen arvo tulisi selvittää. Arvon määrittämistä vaikeuttaa



edelleen aineettoman pääoman kasvava osuus yritysten kokonaispääomasta. Lisäksi on huomioitava, että potentiaaliset VC-sijoittajat voivat arvostaa yrityksen eri tavalla kuin sen omistajat. (Flanc 2014, 1–2.) Arvon määrittämiseksi ei ole yhtä oikeaa ja luotettavaa tapaa, vaan yrityksen arvo on määritettävä tilannekohtaisesti. Mitä korkeammaksi VC-sijoittajat määrittävät yrityksen arvon, sitä vähemmän omistajien osakkeisiin kohdistuu laimentumisvaikutusta. VC-sijoittajan näkökulmasta alhaisempi arvostus tarkoittaa sitä, että sijoituksella on vähemmän riskejä ja korkeampi tuottopotentiaali. Alhaisempi arvostus nostaa tuottopotentiaalia, koska sijoittaja saa samalla rahalla suuremman osuuden startupista ja sen myötä suuremman osuuden mahdollisista tuotoista. (Sullivan – Harroch 2018.)

VC-sijoittajat sijoittavat kohdeyrityksen taseeseen ja infrastruktuuriin, kunnes yritys saavuttaa riittävän koon ja uskottavuuden, jotta liiketoiminta voidaan myydä tai sen likviditeetin lähteenä voivat toimia esimerkiksi osakemarkkinat. (Corporate Finance Institute 31.1.2023.) Cumming ja Johan (2010) esittävät, että sijoituksen pituuteen vaikuttavat muun muassa VC-sijoittajan tuoma lisäarvo yritykselle ja VC-sijoittajan kyky edistää liiketoiminnan kasvua. Mitä enemmän sijoittaja pystyy tuomaan yritykselle lisäarvoa, sitä pidempi on sijoituksen kesto. Toisaalta jos VC-sijoittaja toimii vastoin sijoituksen kohteena olevan yrityksen etuja tai jos sijoittajalla ei ole taitoa kasvattaa liiketoimintaa toivotulla tavalla, on sijoituksen kestokin lyhyempi. Cumming ja Johan (2010) väittävät optimaalisen sijoituksesta luopumisen ajankohdan olevan silloin, kun sijoituksen ylläpidon odotetut rajakustannukset ovat suuremmat kuin odotettu rajahyöty. Täten VC-sijoituksen kestoon vaikuttavat myös muun muassa sijoituksen kohteena olevan yrityksen ominaisuudet, sijoittajan ominaisuudet, kaupalliset ominaisuudet sekä institutionaaliset ja markkinaolosuhteet. Yksinkertaistettuna VC-sijoittaja ostaa osan liikeideasta, vaalii sitä hetken ja sitten luopuu sijoituksesta.

Startup-yritysten merkitys Suomen taloudelle on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana. Kasvukykyisten yritysten merkitys taloudelle korostuu erityisesti talouden ollessa Suomen kaltaisessa kehitysvaiheessa (Maliranta ym. 2018, 10). Venture capital -sijoitukset taas ovat olleet tärkeä rahoituslähde startup-yrityksille viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana. Uudet sijoitusmahdollisuudet sekä VC-rahoituksen saatavuuden parantuminen ovat lisänneet pääomaluokan merkitystä. VC-sijoituksilla on todettu olevan merkittävä vaikutus uuden liiketoiminnan kehittämiseen, sillä ne mahdollistavat uusien ideoiden tuomisen markkinoille. Muun muassa Amazon, Apple, Facebook, Google, Intel

ja Microsoft ovat hyötynet alkuvaiheessa VC-sijoituksen mahdollistamasta kasvusta. Aineettoman pääoman merkityksen kasvu on lisännyt myös VC-sijoittajien merkitystä startupien rahoituslähteenä, kun vakuuskelpoiset aineelliset pääomaerät vähenevät uusissa yrityksissä. (Lerner – Nanda 2020, 242, 237; Popov – Roosenboom 2013; Gomers ym. 2021, 72.)

Vuonna 2015 yritykset, jotka ovat saaneet VC-rahoitusta, muodostivat jopa 20 % yhdysvaltalaisten yritysten markkina-arvosta. Vuonna 2020 lähes puolet markkinoille listautuvista yrityksistä oli VC-rahoitettuja. VC-sijoitusten merkittävydestä huolimatta siitä, mitä VC-sijoittajat oikeasti tekevät, tiedetään vain vähän. VC-sijoitus voi mullistaa koko sijoituskohteen toimialan, mutta sijoittajat pysyttelevät taustaroolissa, ja ulkopuoliset pysyvät tietämättöminä prosessista, joka on mahdollistanut kasvun. (Lerner – Nanda 2020, 242, 237; Popov – Roosenboom 2013; Gomers ym. 2021, 72.)

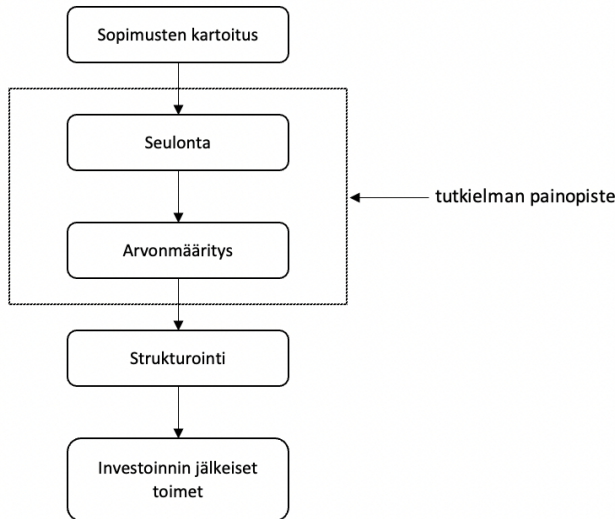
Venture capital -sijoittaminen startupeihin, joiden pääomasta suuri osa on aineetonta, on suhteellisen uusi tutkimusalue. Aiheesta on tehty joitain tutkimuksia, mutta jatkuva tutkimus on tarpeen aiheen kokonaisvaltaiseksi ymmärtämiseksi. Venture capital -markkinat ovat viime vuosina kasvaneet ja rahastot ovat keränneet rahaa huomattavan määrän. Koronaviruspandemian aiheuttama maailmanlaajuinen taantuma ja sen myötä kasvanut epävarmuus on vaikuttanut negatiivisesti useiden yritysten tuloihin ja resursseihin. Vaikka pandemialla oli negatiivisia vaikutuksia myös VC-markkinoihin, on VC-ekosysteemi kasvanut ja kehittynyt viimeisen vuosikymmenen aikana, mikä voi osaltaan vahvistaa sen asemaa talouden myllerryksissä. Globaali pandemia on myös herättänyt arvioimaan eurooppalaisen pääoma- ja riskipääomaekosysteemin kestävyyttä. Riskipääomamarkkinoiden heikkeneminen voisi aiheuttaa kielteisiä seurauksia rahoitusmarkkinoille, erityisesti pienille ja innovatiivisille yrityksille, joissa riskipääoman hyödyntäminen voi olla välttämätöntä selviytymisen kannalta. (Gallo – Verdoliva, 2022, 50–54.) Aiheen ymmärtäminen ja jatkuva tutkimus on tärkeää, jotta VC-markkinoiden potentiaali voidaan hyödyntää etenkin talouden ollessa myllerryksessä.

## **1.2 Tutkimusasetelma, tutkielman tavoitteet ja rajaukset**

Venture capital -pääoman tutkimuskenttä kasvaa ja kehittyy koko ajan ja se on altis erilaisille talouden reaktioille, joista esimerkkeinä voidaan mainita Internet-kupla ja vuoden 2008 finanssikriisi. Jatkuvan tutkimuksen avulla alaa voidaan edistää ja ymmärtää koko ajan paremmin. (Cannice ym. 2016, 3.)

Aiemmat venture capital -tutkimukset voidaan jakaa neljään eri osa-alueeseen: rahoituksen keräämiseen, sijoitusprosessiin, kohdeyritysten hallintaan sekä poistumisstrategioihin. (Cannice ym. 2016, 4.) Tässä tutkielmassa tutkitaan venture capital -sijoitusprosessia, mutta sivutaan myös muita tutkimusalueita siinä määrin kuin se on tutkimuksen tavoitteiden saavuttamisen kannalta oleellista. Tarkoituksena on tutkia VC-sijoitukseen liittyvää prosessia tietopohjaisessa taloudessa, kun suhteellisen suuri osuus yritysten kokonaispääomasta koostuu aineettomasta omaisuudesta. Tutkielman painopiste on sijoitusprosessin seulonta- ja arvonmäärittämissä vaiheissa. Tavoitteena on selvittää, miten venture capital -sijoittajat arvioivat ja määrittävät yritysten arvoa näissä vaiheissa ja mitkä asiat vaikuttavat arvonmäärittämiseen. Nämä kaksi sijoitusprosessin vaihetta valikoituivat tutkimuksen painopisteeksi, sillä ne liittyvät olennaisesti toisiinsa. Vaikka varsinainen arvonmäärittäminen suoritetaan arvonmäärittämissä vaiheissa, on seulontavaihe oleellinen osa potentiaalisten sijoituskohteiden arvioinnissa. Tutkielmassa keskitytään sijoitushankkeisiin, joiden kohteena ovat liiketoimintansa alkuvaiheessa olevat, nopeaa kasvua tavoittelevat startup-yritykset.

Tyebjee ja Bruno (1984, 1052–1054) jakavat venture capital -sijoitusprosessin viiteen eri vaiheeseen. Ensimmäisessä vaiheessa VC-yritys kohtaa suuren joukon rahoituksen tarpeessa olevia yrityksiä. Toisessa vaiheessa tätä suurta yritysten joukkoa seulotaan, jotta voidaan tunnistaa potentiaaliset ja VC-yrityksen sijoituspolitiikkaan sopivat yritykset. Seulontavaiheen jälkeen potentiaalisimmat sijoituskohteet arvioidaan useilla eri tavoilla arvonmäärittämissä vaiheissa. Jos sijoituskohde on lupaava ja täyttää VC-yrityksen kriteerit, tehdään sopimus sijoituksesta strukturointivaiheessa. Viides vaihe on sijoituksen jälkeinen vaihe, jolloin VC-sijoittajien rooli muuttuu rahoittajasta yhteistyökumppaniksi, kunnes sijoittaja päättää luopua sijoituksesta ja yhteistyö päättyy. Kuvio 1 kuvastaa VC-sijoitusprosessin viittä eri vaihetta.



Kuvio 1 Venture capital -sijoitusprosessin vaiheet (ks. Tyebjee – Bruno 1984, 1053)

Tyebjeen ja Brunon (1984) kuvaus VC-sijoitusprosessista valikoitui käytettäväksi tutkielmassa, sillä se on edelleen toimiva ja yksinkertainen kuvaus sijoitusprosessista korostaen sen tärkeimpiä toimintoja vahvistaen kuitenkin eri yritysten sijoitusprosessien heterogeensyyden.

Tutkielmassa vastataan kahteen tutkimuskysymykseen. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen avulla selvitetään, miten VC-sijoittaja arvioi startup-yrityksiä ja valikoi sijoituksen kannalta potentiaaliset yritykset seulontavaiheessa. Toisen tutkimuskysymyksen avulla perehdytään niihin keinoihin, joiden avulla sijoituskohteen arvo voidaan määrittää ja tekijöihin, jotka vaikuttavat startup-yrityksen arvonmääritykseen. Tutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- Miten venture capital -sijoittaja valikoi potentiaaliset startup-yritykset sijoitusprosessin seulontavaiheessa ja miten sijoituskohteen arvon arviointia ja määrittämistä suoritetaan seulontavaiheessa?
- Millä tavalla venture capital -sijoittaja määrittää startup-yrityksen arvon arvonmääritysvaiheessa ja mitkä tekijät vaikuttavat arvonmääritykseen?

Edellä esitetyt tutkimuskysymykset mahdollistavat VC-investointiin liittyvän prosessin tarkastelun painottaen sijoituskohteen arvonmääritystä, kun sijoituksen kohteena olevan startup-yrityksen pääomasta suurin osa on aineetonta pääomaa.

### 1.3 Tutkielman metodologiset lähtökohdat

Tutkielman teoreettinen viitekehys luodaan aiemman kirjallisuuden avulla. Aiempaa kirjallisuutta hyödyntäen muodostetaan yleinen, mutta perusteellinen kuvaus venture capital -sijoitusprosessista sekä prosessin eri vaiheista painottuen arvonmääritys- ja seulontavaiheisiin. VC-sijoitusprosessin mallina käytetään kuviossa 1 esiteltyä rakennetta, joka mukailee Tyebjeen ja Brunon vuonna 1984 esittelemää VC-sijoitusprosessin rakennetta ja sen eri vaiheita.

Eri lähestymistavat tutkimuksen toteuttamiseen, eli tutkimusotteet, voidaan jakaa viiteen vaihtoehtoon: käsiteanalyttiseen, nomoteettiseen, päätöksentekometodologiseen, toiminta-analyttiseen ja konstruktiiiviseen tutkimusotteeseen (Lukka 1991, 166). Tässä tutkielmassa hyödynnetään toiminta-analyttistä tutkimusotetta, joka sisältää deskriptiivisen ja empiirisen tutkimuksen piirteitä. Deskriptiivinen tutkimus on kuvaileva, ennustava ja selittävä tutkimus, jonka tarkoitus on vastata kysymyksiin, miten ja miksi. Empiirisellä tutkimuksella tarkoitetaan tässä tutkimusta, jonka aineisto hankitaan jollakin tavalla joko laboratorion tai tutkimuskentältä. (Lukka 1991, 167.)

Empiirinen osuus toteutetaan laadullisena eli kvalitatiivisena tutkimuksena. Laadullisen tutkimuksen avulla voidaan luoda kattava ymmärrys tutkittavasta ilmiöstä. Rubinin ja Rubinin (2004, 19) mukaan kvalitatiiviset menetelmät sopivat erityisesti monimutkaisen ja vivahteikkaan maailman tutkimiseen. Taylor ym. (2016) määrittelevät kvalitatiivisen metodologian tutkimustavaksi, jonka avulla saadaan kuvailevaa tietoa tutkittavasta asiasta – ihmisten omin sanoin kertomaa tai kirjoittamaa tietoa ja havaittavissa olevaa käytöstä.

Tutkimuksessa käytetään abduktiivista päättelytapaa. Abduktiivinen päättely sisältää sekä deduktiivisen että induktiivisen päättelyn piirteitä. Deduktiivisessa lähestymistavassa kehitetään uusia teorioita olemassa olevan teorian pohjalta ja niitä voidaan testata reaali maailmassa. Induktiivinen lähestymistapa taas perustuu aineistopohjaiseen teoriaan, jossa teoria luodaan systemaattisesti tiedosta. Abduktiivinen lähestymistapa keskittyy olemassa olevan teorian kehittämiseen. Teorian ja empirian systemaattisen yhdistämisen avulla pyritään kehittämään olemassa olevia teorioita sen sijaan, että luotaisiin uusia. (Dubois – Gadde 2002.)

Abduktiivinen lähestymistapa korostaa viitekehyksen roolia. Abduktioon perustuvissa tutkimuksissa alkuperäistä viitekehystä kehitetään jatkuvasti tutkimuksen edetessä sekä odottamattomien empiiristen löydösten että prosessin aikana saatujen teoreettisten oivallusten seurauksena. Abduktiivinen päättely mahdollistaa uusien yhdistelmien kehittämisen vakiintuneiden teoreettisten mallien ja todellisuuden vastakkainasettelusta johdettujen uusien konseptien sekoituksella. (Dubois – Gadde 2002.) Tutkielman teoriaosuudessa luodaan malli VC-sijoitusprosessista ja sen vaiheista aiemman kirjallisuuden avulla, minkä jälkeen tutkielman empiirisessä osiossa mallia testataan käytännössä ja sitä jalostetaan edelleen empiiristen tulosten myötä.

Tutkimuksen empiirinen osuus toteutetaan field-tutkimuksena haastattelemalla suomalaisia venture capital -sijoittajia. Field-tutkimus tehdään tutkielman teoreettisen viitekehyksen puitteissa ja sen avulla selvitetään, millainen VC-sijoitusprosessi on käytännössä, miten riskirahoituksen tarpeessa olevista startup-yrityksistä valitaan potentiaalisimmat sijoituskohteiksi, miten startupien arvo määritetään sekä mitkä tekijät vaikuttavat arvonmäärittämiseen. Field-tutkimuksessa tutkija toimii tutkimuskentällä, jossa hänen tulee ymmärtää omat toimintonsa tutkittavan toimintojen lisäksi, jotta tutkittavasta aiheesta saadaan perusteellinen ja yksityiskohtainen ymmärrys (Burgess 2003, 1–2).

Käsitteillä emic ja etic tarkoitetaan tutkimuskohteena olevan kulttuurin tai yhteisön ja tutkijan erilaisia näkökulmia. Emic-näkökulma viittaa elämään kulttuurin tai yhteisön jäsenten kokemana, ja tutkijan analyyttiset tulkinnat siitä ovat etic-näkökulma. Field-tutkimukseen kuuluu tosielämän tilanteiden tarkkailu ja analysointi sekä toimintojen tutkiminen niiden tapahtuessa. Tutkijan on kuitenkin tärkeää säilyttää ulkopuolinen näkökulma tutkimuksen aikana saadakseen sisäpiirin näkemyksen tilanteista, jolloin tutkimus toteutetaan etic-näkökulmasta. Field-tutkimuksessa tutkija voi havainnoida yksilöitä heidän luonnollisessa ympäristössään. Havainnointitekniikoiden painotus on kuitenkin melko kapea, ja usein tutkijat keräävät aineiston muun muassa epävirallisten/strukturoiden haastattelujen, virallisten haastattelujen, kyselyjen ja henkilökohtaisten asiakirjojen avulla. (Burgess 2003, 1–2; Tieteen termipankki 16.3.2023.) Tässä tutkielmassa aineisto kerätään puolistrukturoitujen haastattelujen avulla.

VC-yrityksiä on monenlaisia, ja eri sijoittajien kriteerit ja intressit vaihtelevat esimerkiksi toimialan tai yrityksen kasvuvaiheen mukaan. Tämän myötä eri VC-sijoittajat voivat

esimerkiksi arvostaa sijoituksen kohteena olevan yrityksen eri tavoin. Lisäksi VC-sijoittajien tavoitteet ja roolit sijoituksen kohteena olevissa yrityksissä vaihtelevat. Field-tutkimuksen avulla saadaan kattava näkemys siitä, miten eri VC-sijoittajat toteuttavat sijoitusprosessinsa ja arvostavat sijoituskohteena olevat startup-yritykset.

Laadulliset haastattelut voidaan luokitella eri tavoin, mutta yleinen luokittelutapa on jaotella ne strukturoimattomiin, puolistrukturoituihin sekä strukturoituihin haastatteluihin (DiCicco-Bloom – Crabtree 2006, 314). Tutkielman empiirinen osuus toteutetaan puolistrukturoituna haastatteluina. Puolistrukturoitu haastattelu rakentuu yleensä ennalta määriteltujen haastattelukysymysten ympärille, mutta tämän lisäksi haastattelukysymyksiä voi syntyä haastattelutilanteessa haastattelijan ja haastateltavan/haastateltavien vuoropuhelussa. Haastattelussa ei siis noudateta tiukkaa, ennalta määrättyä kaavaa. Puolistrukturoitu haastattelu on yleisimmin käytetty haastattelumuoto ja se voidaan toteuttaa sekä yksilö- että ryhmähaastatteluna. (DiCicco-Bloom – Crabtree 2006, 315.) Sen suosio johtuu siitä, että se on monipuolinen ja joustava haastattelumuoto (Kallio ym. 2016). Puolistrukturoidussa haastattelussa kysymykset, työkalut ja resurssit vaihtelevat, jotta tutkija pystyy uppoutumaan mahdollisimman syvästi tutkittavaan aiheeseen (Galletta – Cross 2013, 45). Haastattelumuoto valikoitui tutkimustavaksi sen takia, että sen avulla tutkittavasta ilmiöstä saadaan mahdollisimman kattava ja perusteellinen kuva.

Haastattelua varten laaditaan haastattelurunko (liite 1). Kuten puolistrukturoidulle haastattelulle on tyypillistä, on tässäkin haastattelussa tavoitteena, että ennalta määriteltujen haastattelukysymysten lisäksi kysymyksiä muodostuu myös haastattelutilanteessa. Tämä vaatii tutkijalta huolellisuutta ja nopeaa reagointia vuorovaikutustilanteessa, jotta lisäkysymysten avulla voidaan luoda tutkimukselle lisäarvoa.

#### **1.4 Tutkielman rakenne**

Tutkielma koostuu kuudesta pääluvusta, niiden alaluvuista, lähteistä ja liitteistä. Johdannon jälkeiset luvut 2, 3 ja 4 ovat tutkielman teorialuvut. Luvussa 2 syvennyttään tarkemmin siihen, mitä venture capital -sijoitustoiminta on sekä millaisissa tilanteissa yritykset tarvitsevat riskirahoitusta liiketoiminnan kasvattamiseksi ja kehittämiseksi. Tässä luvussa esitellään tarkemmin myös VC-sijoitusprosessi sekä due diligence -tarkastus ja sen merkitys sijoitusprosessissa. Luvussa 3 käsitellään startup-yrityksiä

sijoituskohteena. Luvussa esitellään startup-yritysten ominaisuuksia ja menestystekijöitä ja lisäksi selvennetään VC-sijoittajan roolia startupin liiketoiminnan edistämässä. Tässä luvussa käsitellään myös VC-sijoittamiseen liittyviä riskejä ja niiden vaikutusta portfolion tuottoon. Luvussa 4 syvennytään startupin arvonmääritykseen sekä valuaation käsitteeseen. Tässä luvussa esitellään tunnetuimpia arvonmääritysmenetelmiä, niiden vahvuuksia ja heikkouksia sekä niille vaihtoehtoisia menetelmiä. Luku 5 käsittää tutkielman empiirisen osuuden, jossa käsitellään VC-sijoitusprosessia ja startup-yrityksen arvonmääritystä käytännössä teemahaastatteluista kerättyyn aineistoon perustuen. Luvussa käsitellään muun muassa ominaisuuksia, joista sijoittajat ovat startupeissa kiinnostuneita, startupin arvonmääritystä ja siihen vaikuttavia tekijöitä sekä aineettoman pääoman vaikutusta sijoitusprosessin eri vaiheisiin. Luvussa 6 esitetään tutkielman yhteenveto ja johtopäätökset sekä jatkotutkimusehdotukset ja arvioidaan tutkimuksen validiteettia ja reliabiliteettia.



## 2 Venture capital

### 2.1 Venture capital -sijoittaminen

Suomen kielessä pääomasijoittamisella voidaan tarkoittaa joko venture capital -sijoittamista tai private equity -sijoittamista. Private equity (PE) -sijoittaminen on ammattimainen sijoitusmuoto, jossa yksityinen taho saa rahoitusta vastaan omistusosuuden yrityksestä, jolloin yritys pysyy yksityisessä omistuksessa, toisin kuin julkisessa pörssissä. Venture capital -sijoittaminen tarkoittaa sijoittamista nuoriin, yrittäjäjohtoisiin, korkean potentiaalın yrityksiin, jotka tyypillisesti perustuvat johonkin teknologiseen innovaatioon. Private equity -termi viittaa siis kaikkeen pääomasijoitustoimintaan, kun taas venture capital -sijoittaminen tarkoittaa aloittelevien ja innovatiivisten yritysten rahoittamista. (Invest Europe 2021; The little book of private equity 2021, 10; Lauriala 2004, 19.) Suomen kielessä venture capital -pääomasta puhutaan myös riskipääomana, joka viittaa siihen, että venture capital -sijoituksia tehdään korkean riskin liiketoimintaan, jolloin sijoituksen tuotot riippuvat sijoituskohteen tuloksesta.

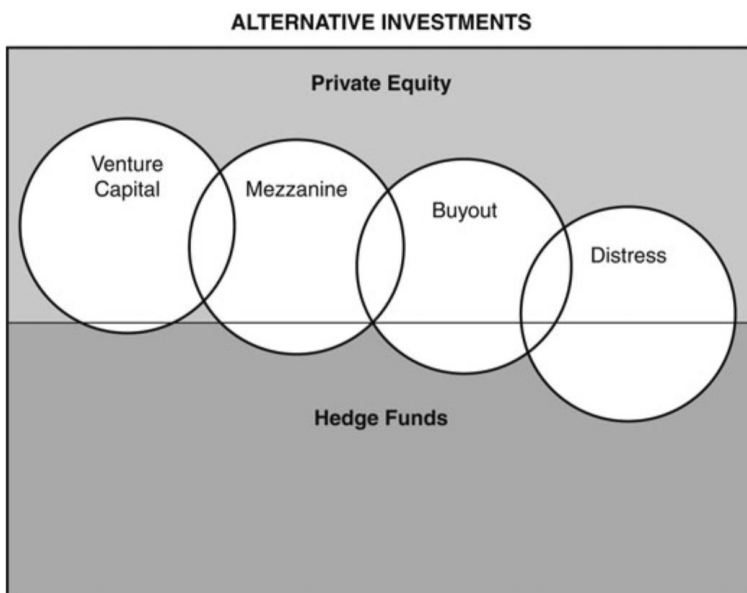
Metrick ja Yasuda (2011a, 621) määrittelevät PE-sijoittamiselle neljä ominaista piirrettä, joiden avulla se voidaan erottaa muun muassa omaa pääomaa käyttävistä enkelisijoittajista, hedgerahastoista ja muista sijoitusrahastoista:

- 1) PE-sijoittaja on rahoituksen välittäjä, joka kerää sijoittajilta pääomaa ja sijoittaa sen suoraan kohdeyrityksiin.
- 2) PE-sijoittaja sijoittaa vain yksityisiin yrityksiin. Tämä tarkoittaa sitä, että kun sijoitus on tehty, yrityksillä ei voida käydä heti kauppaa julkisessa pörssissä.
- 3) PE-sijoittaja ottaa aktiivisen roolin kohdeyritystensä auttamisessa ja valvomisessa.
- 4) PE-sijoittajan ensisijainen tavoite on maksimoida taloudellinen tuotto irtautumalla sijoituksesta joko listautumisannin avulla tai myymällä kohdeyritys.

PE-sijoittaminen voidaan jakaa neljään pääluokkaan, joihin kuuluvat venture capital -sijoittamisen lisäksi mezzanine- eli väli-rahoitus, buyout-sijoittaminen, sekä sijoittaminen taloudellisesti vaikeuksissa olevien yritysten osakkeisiin tai velkakirjoihin

(*distressed investing*). Mezzanine- eli välirahoitus sijoittuu nimensä mukaisesti ominaisuuksiltaan oman ja vieraan pääoman väliin. Buyout-sijoittamisessa lähtökohtana on kannattavien kasvuyritysten kasvattaminen ja kehittäminen. Venture capital- ja buyout-toiminta ovat suurimmat ja tärkeimmät pääomasijoittamisen luokat. (Metrick – Yasuda 2011a, 621–622.)

Kuvio 2 havainnollistaa pääomasijoittamisen neljän pääluokan päällekkäistä rakennetta sekä niiden suhdetta hedgerahastoihin (Metrick – Yasuda 2011a, 622). Hedgerahastot ovat rahastoja, jotka pyrkivät absoluuttiseen tuottoon eli saamaan tuottoja markkinatilanteesta riippumatta. Kun perinteinen rahasto pyrkii ylittämään indeksinsä, hedgerahastojen päätavoite on alentaa sijoitusten volatilitteettia ja kasvattaa niiden arvoa silloin kun kurssit nousevat, mutta myös silloin kun ne laskevat. (Salkunrakentaja 27.4.2017.)



Kuvio 2 PE-rahoitus ja hedgerahastot (Metrick – Yasuda 2011a, 622)

Ympyrät kuviossa 2 osoittavat, miten eri PE-sijoitustyyppien ulottuvuudet menevät päällekkäin. PE-sijoittamisen pääluokista lähimpänä VC-sijoittamista on mezzanine-rahoitus, joka sisältää VC-sijoitukseen liittyvän kasvupääoman, mutta myös buyout-transaktioihin liittyvän toissijaisen velan. (Metrick – Yasuda 2011a, 622.)

VC-sijoittamisen perusyksikkö on rahasto, johon VC-yritys kerää rahoitusta tyypillisesti institutionaalisilta sijoittajilta ja sijoittaa rahastoon kerätyt varat potentiaalisiin startup-yrityksiin. VC-rahasto toimii siis rahoituksen välittäjänä rahoituslähteiden ja nopeasti kasvavien startup-yritysten välillä. VC-rahastot ovat yleensä kommandiittiyhtiöitä, jotka

muodostuvat institutionaalisisista sijoittajista ja vastuunalaisena yhtiömiehenä toimivasta osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä. Institutionaaliset sijoittajat kommandiittiyhtiössä ovat esimerkiksi pankkeja, henkivakuutusyhtiöitä, eläkerahastoja tai muita rahastoja, joiden oikeudet osakkaina rajoittuvat yhtiöön sijoitettuun pääomaan. (Cumming – Johan 2014; PwC – Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2006, 13.)

VC-sijoittajat voivat käyttää sijoituksen tekemiseen useita erilaisia instrumentteja, joiden käyttö riippuu yrityskohtaisista tekijöistä ja sijoittajan omasta riskinsietokyvystä. Yleisimmin käytetyt instrumentit ovat etuoikeutetut osakkeet, vaihtovelkakirjalaina sekä SAFE-velkakirja. Etuoikeutettuja osakkeita käytetään tyypillisesti myöhemmän vaiheen VC-sijoituksissa. Etuoikeutetut osakkeet ovat oma osakeluokkansa startup-yrityksen omassa pääomassa, ja niihin liittyy useita etuja yhtiön kantaosakkeisiin verrattuna. Kaksi pääasiallista syytä etuoikeutettujen osakkeiden käyttöön VC-sijoituksissa ovatkin osakkeisiin liittyvät etuoikeudet kantaosakkeisiin nähden sekä neuvoteltavat ehdot, kuten lisääänioikeudet ja laimentumislausekkeet. Vaihtovelkakirjalainat ovat lyhytaikaisia velkakirjoja, jotka on suunniteltu muuttamaan osakkeiksi ennalta määrättyssä tapahtumassa, kuten listautumisannissa. Velalle tyypillisesti niillä on myös korko ja eräpäivä. Vaihtovelkakirjalainat ovat yksi yleisimmistä VC-sijoittamisessa käytetyistä instrumenteista. SAFE-velkakirjat (*Simple Agreement for Future Equity*) taas ovat arvopapereita, joiden avulla sijoittajat voivat nostaa tietyn määrän osakkeita sovittuun hintaan tulevaisuudessa. Vaihtovelkakirjalainan ja SAFE-lainan suurin ero on se, että SAFE-lainaan ei liity velkakomponenttia, eikä täten eräpäivää tai korkoa. (Corporate Finance Institute 13.10.2022.)

VC-rahaston tekemät sijoitukset kestävät tyypillisesti 2–7 vuotta. Jokaisella sijoituksella on neljä mahdollista lopputulosta: 1) irtautuminen listautumisannin (IPO) kautta, 2) irtautuminen yrityskaupan kautta, 3) toiminnan loppuminen ennen irtautumista sekä 4) startupin säilyminen VC-sijoittajan portfolioissa. Joskus sijoituksen seurauksena voi olla startupin rahoitusrakenteen uudistaminen tai uusi rahoituskierrös joko sen takia, että uskotaan startupin jatkuvaan potentiaaliin tai siksi, että on tarpeen tuoda mukaan uusia osapuolia, joilla on eri osa-alueiden osaamista ja erilaisia näkemyksiä (Gerken 2014, 180).

VC-sijoittajalla on merkittävä ja aktiivinen rooli sijoituksen kohteena olevan yrityksen arvon luonnissa. Rahoituksen lisäksi VC-sijoittaja tarjoaa startupeille muun muassa

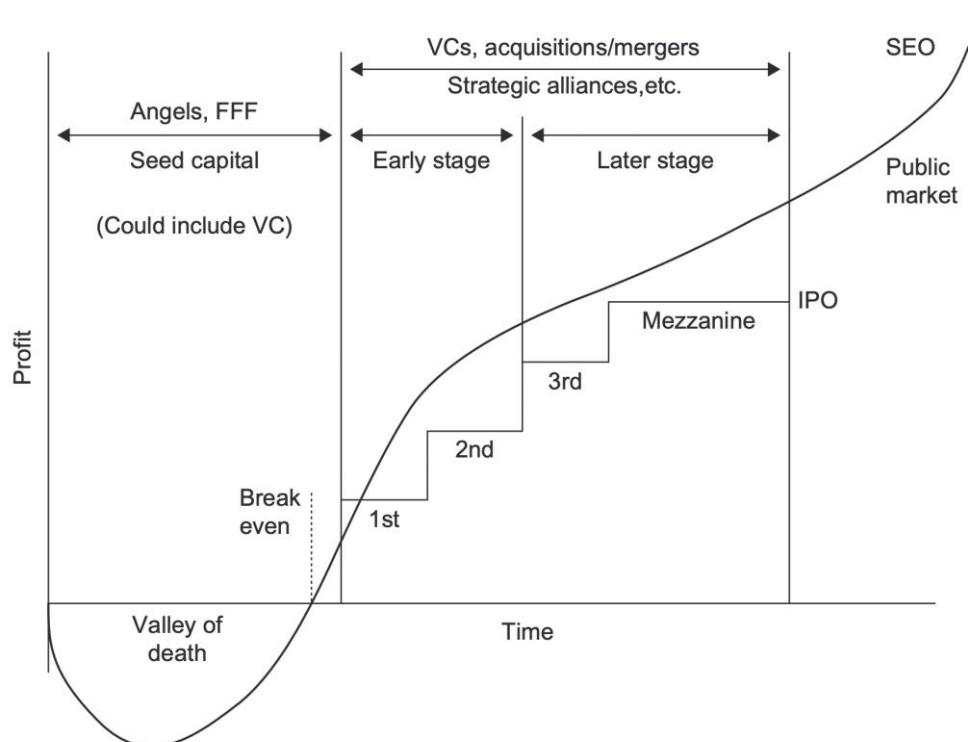
taloudellisia, hallinnollisia ja strategisia neuvoja. Usein VC-sijoittajat asettavat myös sijoituksensa ehdoiksi sopimuksia hallituspaikoista, veto-oikeuksista ja erilaisista määräysvaltaoikeuksista sijoituksen kohteena olevassa startup-yrityksessä. (Cumming – Johan 2014, 5; Metrick – Yasuda 2011a, 623; Song ym. 2014, 182.)

Sijoituksen tuotot pyritään saamaan sijoituksesta irtautumisen yhteydessä, sillä yrittäjäjohtoiset yritykset eivät yleensä pysty maksamaan korkoa velalle tai osinkoja omalle pääomalle (Cumming – Johan 2014, 5). Sijoituksesta irtautuminen eli exit tapahtuu tyypillisesti listautumisannin avulla tai myymällä sijoituksen kohteena oleva yritys (Cumming – Johan 2014, 591, 633). Eurooppalaisista ja yhdysvaltalaisista VC-sijoituksista noin 15–20 % listataan pörssiin, kun taas 35–40 % tapauksista exit tapahtuu myymällä sijoituskohde pörssin ulkopuolella. Jäljelle jäävässä osuudessa tapauksia on usein kyse startupin epäonnistumisesta, VC-sijoittajan epäonnistumisesta irtautua tai tilanteesta, jossa VC-sijoittaja myy sijoituskohteen takaisin sen alkuperäisille omistajille. Jopa puolet VC-sijoituksen kohteena olevista startupeista epäonnistuu. (Cumming 2008, Metrick – Yasuda 2011b, 123–135.) Onnistunut irtautuminen ei kuitenkaan ole tae sijoituksen menestyksestä. Esimerkiksi VC-sijoituksen myyntihinta voi olla tappiollinen. Suhteellisen harvat VC-rahastojen sijoituksista tuottavat suuria voittoja. Rahaston kokonaistuotto riippuukin olennaisesti siitä, onko sillä pieni määrä onnistuneita sijoituksia. (Metrick – Yasuda 2011b, 123–135; Mason – Harrison 2002, 215.)

## **2.2 Venture capital –rahoituksen tarve startup-yrityksissä**

Startup-yritysten on mahdollista hakea ja saada rahoitusta useista eri lähteistä. Rahoituksen hankinnan kannalta startupeille ominaista on rahoitukseen liittyvät suuret riskit, korkeat tuotot, nopea kasvu sekä vakuuksien pieni määrä (Ueda 2004, 601). Rahoitukseen liittyvät suuret riskit, vähäiset vakuudet sekä se tosiasia, ettei liiketoiminnan kannattavuudesta ole takeita, pienentävät kuitenkin startupien mahdollisuuksia saada rahoitusta esimerkiksi pankeilta. Venture capital –sijoittajien avulla startupit saavat mahdollisuuden kehittää liiketoimintaansa sijoittajien mahdollistaman rahoituksen ja muun tuen avulla. Tyypillisesti VC-sijoittajat eivät odota tuottoa sijoitukselleen lyhyellä aikavälillä, eikä heillä yleensä ole vaatimuksia sille, että yrityksen pitäisi kyetä heti tekemään tulosta. VC-rahoitus onkin varsin sopiva rahoitusmuoto alkuvaiheessa olevalle yritykselle, joka tarvitsee mahdollisesti suurenkin rahoituksen kasvua varten. (Puri – Zarutskie 2012.)

Venture capital- ja private equity -termien suurin ero on sijoituksen kohteena olevan yrityksen kehitysvaihe. Eri kehitysvaiheita kuvaavat termit ja venture capital –rahoituksen rooli näissä vaiheissa eroavat hieman eri lähteistä riippuen. Tyypillisesti VC-rahoitus keskittyy kuitenkin alku- ja kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin, joiden liiketoimintaan liittyy suuria riskejä. Cumming ja Johan (2014, 5) jakavat nämä alku- ja kasvuvaiheen yritykset siemenvaiheen (*seed*) yrityksiin ja startupeihin. Private equity -sijoittaminen käsittää myös myöhempien vaiheiden sijoitukset, buyout-sijoitukset ja liiketoiminnan eheyttämistä vaativat sijoituskohteet. Kuvio 3 kuvastaa yrityksen eri kehitysvaiheita ja eri vaiheissa hyödynnettäviä rahoitusmuotoja.



Kuvio 3 Yrityksen kehitysvaiheet ja eri vaiheiden rahoitusmuodot (Cumming – Johan 2014, 7)

Yritykset voivat hakea VC-rahoitusta toimintansa eri vaiheissa eri rahoituskerroksilla. Tyypillisesti rahoituskerroksia on useita, kun rahoitusta haetaan vaiheittain liiketoiminnan kehittyessä. Siemenvaiheessa (*seed*) olevan yrityksen rahoittaminen tarkoittaa alustavan konseptin tutkimiseen, arviointiin ja kehittämiseen tarjottavaa rahoitusta, ennen kuin yritys saavuttaa startup-vaiheen. Startup-vaiheen yritykset ovat perustamisvaiheessa tai saattaneet toimia jo lyhyen aikaa, mutta eivät ole vielä myyneet tuotettaan kaupallisesti. Tällöin rahoitusta tarjotaan tuotekehitykseen ja alkumarkkinointiin. (Cumming – Johan 2014, 5.) Etula (2015) nimeää siemen- ja startup-vaiheiden lisäksi esivaiheen (*pre-seed*), joka on nimensä mukaisesti ennen

siemenvaihetta. Tällöin on olemassa idea ja tiimi, mutta ei välttämättä vielä yritystä (Etula 2015, 12). Hyvin varhaisen vaiheen yritykset voivat hakea rahoitusta VC-sijoittajien lisäksi myös enkelisijoittajilta tai lähipiiriltään, johon viitataan kuviossa 3 lyhenteellä FFF (*friends, family and fools*). Sanalla *fools* viitataan siihen, että varhaisen vaiheen yrityksen rahoittaminen on hyvin riskialtista. (Cumming – Johan 2014, 6.)

Fenn ym. (1997) jaottelevat VC-sijoittajien sijoituskohteet aikaisen vaiheen (*early stage*) ja myöhemmän vaiheen (*later stage*) yrityksiin. Aikaisen vaiheen yrityksillä ei välttämättä ole vielä ollenkaan liikevaihtoa tai valmista tuotetta tai palvelua. Tällöin rahoitusta haetaan muun muassa markkinatutkimukseen ja tuotekehitykseen. Aikaisen vaiheen yrityksillä riskit ovat hyvin suuret, jolloin pankista ei välttämättä ole mahdollista saada rahoitusta. Fennin ym. (1997) määrittelemä aikainen vaihe vastaa Cummingin ja Johanin (2014) siemenvaihetta, jolloin sijoittajina toimivat businessenkelit sekä VC-sijoittajat. Myöhemmän vaiheen yrityksissä toiminta on jo tuottoisaa ja yritys kasvaa. Tällöin VC-rahoitusta tarvitaan lähinnä kasvun ylläpitämiseen ja kiihdyttämiseen. Myöhemmän vaiheen yrityksillä riskit ovat jo pienentyneet niin, että myös pankit voivat myöntää rahoitusta yritykselle. (Fenn ym. 1997.) Myöhemmän vaiheen startupit voivat myös hyötyä esimerkiksi mezzanine-rahoituksesta. Tyypillisesti startupit käyvät läpi useamman rahoituskierroksen, kunnes VC-sijoittaja irtautuu sijoituksesta yleensä listautumisannin tai yrityskaupan kautta. (Cumming – Johan 2014, 7.)

### **2.3 Sijoitusprosessi**

VC-sijoituspäätös on vaikea ja siihen liittyy merkittävä haitallinen valintariski. VC-sijoitus on epälikvidi ja sijoituskohteen menestys riippuu yleensä pienestä joukosta johtajia tai yrittäjiä. Jotta voidaan arvioida, allokoivatko riskipääomamarkkinat resurssit oikein, on tärkeää ymmärtää, miten sijoittajat tekevät sijoituspäätöksiä. (Fried – Hisrich 1994, 28.) Kirjallisuudessa on esitelty useita eri malleja venture capital -sijoitusprosessista. Silva (2004) on koonnut aiemmissa tutkimuksissa esiteltyt VC-sijoitusprosessin eri vaiheet, jotka on kerätty taulukkoon 1. Taulukossa huomioidaan sijoitusprosessin vaiheet sijoituspäätökseen asti.

Taulukko 1 VC-investointiprosessin mallit (Silva 2004)

	Tyebjee & Bruno (1984)	Hall (1989)	Fried & Hisrich (1994)	Boocock & Woods (1997)	Bliss (1999)
Investointi-kohteiden etsiminen	Sopimusten kartoitus	Sopimusvirran generointi	Sopimusten kartoitus	Sopimusvirran generointi	Kartoitus
Ehdotusten seulonta	Seulonta	Ehdotusten seulonta	Yrityskohtainen seulonta	Alkuseulonta	Yleinen seulonta
		Ehdotusten arviointi	Yleinen seulonta	Ensimmäinen tapaaminen	
		Hankkeen arviointi	Ensimmäisen vaiheen arviointi	Toinen tapaaminen	Ensimmäisen vaiheen arviointi
Ehdotusten arviointi	Arvonmääritys	Due diligence	Toisen vaiheen arviointi	Due diligence	Toisen vaiheen arviointi
		-tarkastus		-tarkastus	
	Sopimuksen strukturointi	Sopimuksen strukturointi	Päätös	Sopimuksen strukturointi	Päätös

Kuten taulukosta 1 voidaan havaita, eri tutkijat tunnistavat sijoitusprosessissa eri vaiheita. Hallin ja Hoferin (1993, 29) mukaan tutkijat ovat kuitenkin yhtä mieltä kahdesta asiasta sijoitusprosessiin liittyen: VC-sijoitusprosessi koostuu useasta eri vaiheesta ja hankkeiden arvioinnin vaiheisiin kuuluvat aina vähintään seulonta ja arvonmääritys.

Tyebjeen ja Brunon (1984) esittelemä malli venture capital -sijoitusprosessista sisältää viisi vaihetta: 1) sopimusten kartoitus, 2) seulonta, 3) arvonmääritys, 4) sopimuksen strukturointi sekä 5) investoinnin jälkeiset toimet. Malli on toimiva kuvaus VC-sijoitusprosessista, sillä se on yksinkertainen ja kuvaileva, mutta vahvistaa silti eri yritysten sijoitusprosessien heterogeenisyyden. Malli kuvaa koko sijoitusprosessin kattavasti ja korostaa tärkeimpiä venture capital -toimintoja prosessin jokaisessa vaiheessa. (Klonowski 2007, 363.)

*Vaihe 1 – Sopimusten kartoitus.* VC-sijoittajalle on ratkaisevan tärkeää saada tietää laadukkaista ja potentiaalisista sijoitusmahdollisuuksista. VC-sijoittajat joutuvat etsimään sijoituskohteita ympäristöstä, jossa tyypillisesti startup-yritykset ovat niin pieniä, että niitä on vaikea tunnistaa potentiaalisiksi ehdokkaiksi. VC-yritykset

käyttävätkin suhteitaan välittäjien, investointipankkiirien, lakimiesten ja konsulttien kanssa löytääkseen potentiaalisimmat ehdokkaat sijoitukselle. Lisäksi yritykset, joihin VC-sijoittaja on aiemmin sijoittanut, voivat antaa omia suosituksiaan mahdollisista sijoituskohteista. Rahoitusta etsivät startup-yritykset voivat myös itse tai omien neuvonantajien avulla löytää sopivan VC-sijoittajan. Erilaisilla välittäjillä on kuitenkin suuri rooli VC-markkinoilla sen edesauttamisessa, että rahoituksen tarpeessa olevat startupit ja sijoituskohteita etsivät VC-sijoittajat kohtaavat toisensa. (Tyebjee – Bruno 1984, 1052; Klonowski 2007, 363–364.)

*Vaihe 2 – Seulonta.* Seulottavien startup-yritysten joukko on suuri, ja VC-yrityksillä on tyypillisesti melko vähän henkilökuntaa, joten sijoituskohteiksi valikoituu usein vain murto-osa VC-yrityksen tietoon tulleista mahdollisista sijoituskohteista. VC-sijoittajilla on tyypillisesti yrityskohtaisia kriteereitä sijoituskohteelle koskien esimerkiksi sijoituksen kokoa, toimialaa, sijoituskohteen maantieteellistä sijaintia ja rahoitusastetta. Seulontakriteerit usein rajoittavat sijoitukset alueille, jotka ovat VC-sijoittajalle entuudestaan tuttuja etenkin teknologian, tuotteen tai startup-yrityksen markkina-alueen osalta. Etenkin pienemmät VC-rahastot erikoistuvat yleensä tiettyihin toimialoihin tai maantieteellisiin alueisiin. Suuremmilla rahastoilla taas on usein kriteerejä johdon laadun ja kokemuksen suhteen. Tarkempaan tarkasteluun valitaan startupit, jotka täyttävät VC-sijoittajien yrityskohtaiset kriteerit. Vasta tässä vaiheessa tutustutaan esimerkiksi startupin liiketoimintasuunnitelmaan. Useimmat startupit, jotka täyttävät sijoittajien yrityskohtaiset kriteerit, hylätään tarkemmassa tarkastelussa. Sijoituskohteeksi päätyy vain pieni osa seulottavista yrityksistä. (Tyebjee – Bruno 1984, 1052–1053; Fried – Hisrich 1994, 32; Ribeiro – Tironi 2007, 3.)

*Vaihe 3 – Arvonmääritys.* VC-sijoitusprosessin kolmannessa vaiheessa seulonnan läpäisseet startupit otetaan perusteellisempaan tarkasteluun. Sijoituskohteilla on takanaan vain vähän tai ei ollenkaan liiketoimintahistoriaa, joten sijoittajien on usein turvaututtava subjektiiviseen arviointiin, joka perustuu sijoituskohteena olevan startupin johdon esittämään liiketoimintasuunnitelmaan. Yritykseltä saatavien asiakirjojen ja avainhenkilöiden haastattelujen lisäksi tietoa hankitaan myös startupin ulkopuolisista lähteistä, kuten velkojilta, asiakkailta ja tavarantoimittajilta. Tämän due diligence -tarkastuksen tavoitteena on saada liiketoiminnasta mahdollisimman perusteellinen kuva. (Tyebjee – Bruno 1984, 1052; Fried – Hisrich 1994, 32.) Ribeiron ja Tironin (2007) tutkimuksen mukaan sijoittaessaan yrityksiin, joilla on paljon aineetonta pääomaa, VC-



sijoittajat käyttävät useita lähteitä tarkistaakseen yrityksestä ja markkinoista saatavilla olevat tiedot. Sijoittajat saattavat käyttää esimerkiksi konsultteja arvioimaan markkinanäkymiä, teknologiaa, johtamista, liiketoimintamalleja ja riskejä.

*Vaihe 4 – Sopimuksen strukturointi.* Mikäli startup selviää due diligence -tarkastuksesta, VC-sijoittajat ja startup-yritys jatkavat neuvottelemaan sopimuksesta. VC-sijoittajan kannalta sopimuksella on useita merkityksiä. Se määrittää sijoituksen hinnan eli sen osuuden startup-yrityksestä, josta yrittäjä luopuu VC-rahoitusta vastaan. Sopimuksessa voidaan myös vahvistaa ehtoja, joiden tarkoitus on rajoittaa pääomamenoja ja johdon palkkioita. Sopimuksen ehdot luovat myös perustan, jolla VC-sijoittaja voi vähemmistöasemastaan huolimatta ottaa haltuunsa startup-yrityksen hallituksen, vaihtaa sen johdon tai likvidoida sijoituksen pakottamalla fuusio-, takaisinosto-, yrityskauppa- tai listautumisannin. (Tyebjee – Bruno 1984, 1054.) Sopimus voi siis luoda VC-sijoittajalle aseman, jossa sillä on suhteellisen suuri määräysvalta sijoituskohteena olevassa yrityksessä, vaikka se omistaisi vähemmistöosuuden yrityksen osakkeista. Sopimusta VC-sijoittajan ja startupin välille ei kuitenkaan synny, mikäli sopimuksen ehdoista ei päästä yhteisymmärrykseen. Vaikka molemmat osapuolet käyttävät paljon aikaa sopimuksen strukturointiin, osa tähän vaiheeseen päässeistä sijoituksista jää loppujen lopuksi toteutumatta. (Fried – Hisrich 1994, 34.)

*Vaihe 5 – Sijoituksen jälkeiset toimet.* Kun sopimuksesta on päästy yhteisymmärrykseen ja sijoitus on tehty, VC-sijoittajan rooli muuttuu rahoittajasta yhteistyökumppaniksi. VC-sijoittajan aktiivinen rooli startup-yrityksessä liittyy tiedon epäsymmetriaan ja sijoituksen epälikvidiin luonteeseen. Tiedon epäsymmetria voi aiheuttaa merkittäviä agenttiongelmia, kun taas sijoituksen epälikvidi luonne voi johtaa epäonnistuneeseen irtautumiseen ja heikkoon tuottoon. Aineeton pääoma lisää tiedon epäsymmetriaa ja täten agenttiongelmien riskiä. Sijoituksen jälkeisen toiminnan tärkein vaihe on sijoituksesta irtautuminen, sillä VC-sijoittajien tavoitteena on tuottaa voittoa VC-rahastoon sijoittaneille osapuolille ja kumppaneille. (Tyebjee – Bruno 1984, 1054; Klonowski 2007, 365; Reid 1998, 8.)

VC-sijoittamiseen liittyy olennaisesti tiedon epäsymmetria, joka mahdollistaa johtajille opportunistisen käyttäytymisen sijoituksen tekemisen jälkeen. Tämän takia on entistä tärkeämpää, että alkuperäinen sijoituspäätös on syntynyt huolellisen prosessin seurauksena, jotta päätös on sijoittajan kannalta hyvä ja kannattava. (Fried – Hisrich 1994,

28.) Aineettomien hyödykkeiden merkityksen kasvu yrityksen kilpailukykyyn on lisännyt sijoittajien haasteita valita sopivat sijoituskohteet. Aineeton pääoma lisää tiedon epäsymmetriaa, jonka myötä VC-sijoittajat saattavat asettaa korkeamman hinnan pääomalle tai evätä rahoituksen startupeilta kokonaan. (Osnabrugge 2000, 93; Reid 1998, 8; Ribeiro – Tironi 2007, 1.)

## 2.4 Due diligence -tarkastuksen merkitys sijoitusprosessissa

VC-sijoitusprosessin seulontavaiheessa sijoittajat arvioivat startupin liiketoimintasuunnitelman toimivuutta. Liiketoimintasuunnitelmalla on useita tarkoituksia ja kohdeyleisöjä, mutta useimmat liiketoimintasuunnitelmat luodaan kuitenkin pääosin rahoituksen saamiseksi. Liiketoimintasuunnitelman avulla yrittäjät voivat vakuuttaa mahdolliset sijoittajat ja rahoittajat idean laadusta ja toimivuudesta. Sen lisäksi, että liiketoimintasuunnitelma antaa sijoittajille käsityksen startupin perustajien odotuksista ja tavoitteista, antaa se myös käsityksen mahdollisen sijoituksen koosta. Erityyppiset rahoittajat painottavat eri asioita liiketoimintasuunnitelman arvioinnissa, mutta rahoittajasta riippumatta sen arviointi on tärkeä osa rahoituspäätöstä tehdessä. Tiedon epäsymmetria mahdollistaa liiketoimintasuunnitelman esittämisen subjektiivisesti, jolloin se voi antaa väärän kuvan liiketoiminnasta. Sijoittajan tehtävänä onkin varmistua suunnitelman oikeellisuudesta ja realistisuudesta ennen, kuin se päättää jatkaa mahdollisen sijoituskohteen kanssa pidemmälle sijoitusprosessissa. (Mason – Stark 2004; Karsai ym. 1998.)

Startup-yritysten arvonmäärityksessä huolellisella due diligence –tarkastuksella on suuri rooli, jotta voidaan varmistua startupin arvosta ja kilpailukykyvystä ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Yksinkertaisesti due diligence –prosessin avulla VC-sijoittajat arvioivat onnistumisen ja epäonnistumisen todennäköisyyttä. Due diligence-prosessi tunnetaan yleisesti prosessina, jossa ensimmäinen osapuoli tutkii kaikki yksityiskohdat toisen osapuolen toiminnasta, rakenteesta, omistajuudesta sekä omaisuudesta ja muista vastaavista osa-alueista. Tarkastuksen laajuus riippuu sen tavoitteista, mutta startup-yrityksen arvonmäärityksen yhteydessä tarkastus on yleensä hyvin laaja ja siihen voidaan käyttää monen osa-alueen asiantuntijoita, jotta kaikki yksityiskohdat voidaan käydä luotettavasti läpi. (Zacharakis – Meyer 1998, 59; De Cleyn – Braet 2007, 43.)

Due diligence -tarkastus voidaan jakaa useampaan eri osa-alueeseen. Freedman (2015) jakaa due diligence -tarkastuksen kolmeen osaan: oikeudelliseen, taloudelliseen ja liiketoiminnan tarkastukseen. Oikeudellisen tarkastuksen tarkoitus on varmistua yrityksen toiminnan laillisuudesta. Oikeudellisen tarkastuksen myötä varmistutaan muun muassa siitä, että startupin riskeistä, mahdollisuuksista ja kyvyistä on annettu todenmukainen kuva. Eräs oikeudellisen tarkastuksen tärkeimmistä vaiheista on varmistua siitä, että rekisteröinnit, sopimukset, oikeudet ja asiakirjat ovat tosiasiasa yrityksen omaisuutta. (Freedman 2015, 209–216.)

Due diligence -tarkastuksen taloudellisessa osuudessa keskitytään yrityksen taloudellisiin raportteihin, kuten tilinpäätökseen. Taloudellisen tarkastuksen avulla sijoittajat voivat selvittää yrityksen taloudellisen tilanteen, sen suorituskyvyn sekä kyvyn suoriutua lyhyen aikavälin kuluista ja pitkäaikaisista veloista. Aloittelevan yrityksen tilinpäätös koostuu tyypillisesti kolmesta osasta: tuloslaskelmasta, taseesta ja rahoituslaskelmasta. Startupeilla ei kuitenkaan välttämättä ole tehtynä vielä yhtään tilinpäätöstä, jolloin tarkastus perustuu yrityksen johdon ennustamaan tilinpäätökseen. Ennustettu tilinpäätös muodostetaan erilaisten ennusteiden, arvioiden ja oletusten perusteella. Sen tarkastamisessa tulee olla huolellinen, sillä johdon ennusteet ja arviot saattavat olla turhan optimistisia. Saadakseen objektiivisen kuvan startupin taloudellisesta tilasta sijoittajat voivat hyödyntää yrityksen ulkopuolisia tahoja, kuten velkojia, taloudellisen tilan tarkastelussa. (Freedman 2015, 216–217.)

Liiketoiminnan due diligence -tarkastuksessa keskitytään yrityksen liiketoiminnan toimivuuteen, kuten siihen, onko kyseiselle tuotteelle tai palvelulle kysyntää markkinoilla ja pystytäänkö tuote tai palvelu korvaamaan helposti kilpailijoiden toimesta. Startupin liiketoimintasuunnitelman avulla voidaan tehdä markkina-analyysseja ja arvioida kilpailukykyä. Monet VC-sijoittajat painottavat enemmän startupien perustajista ja muista avainhenkilöistä muodostuvan tiimin merkitystä kilpailukyvyille kuin liiketoimintasuunnitelman, tuotteen tai palvelun. Sijoittajat selvittävät, keitä avainhenkilöt ylipäättään ovat, millainen on kenenkin rooli yrityksessä ja millaiset suhteet tiimin jäsenillä on keskenään. Startup-yrityksen menestyksen ja sijoituksen onnistumisen kannalta on tärkeää ymmärtää, jos jollain tiimin jäsenellä on useita rooleja organisaatiossa. Sillä voi olla suuri vaikutus startupin liiketoimintaan, jos yritys on riippuvainen tietyistä henkilöstä, ja hän lähtee yrityksestä. Myös avainhenkilöiden koulutus, luonteenpiirteet ja yleinen dynamiikka vaikuttavat tiimin ja startupin

suorituskykyyn ja täten sijoituspäätökseen. (Freedman 2015, 221–230.) Liiketoiminnan due diligence –tarkastuksessa arvioidaan myös sijoittajan irtautumismahdollisuuksia. Irtautumisvaihtoehtojen ennustaminen ennen sijoituksen tekemistä on suurelta osin spekulatiota, mutta sijoittajan on silti tärkeää miettiä myös omia tavoitteitaan sijoitukselle. Esimerkiksi sijoituksen kestoon ja tuottoon liittyvien tavoitteiden kannalta on tärkeää pystyä arvioimaan perusteellisesti liiketoiminnan pitkän aikavälin riskejä ja mahdollisuuksia. (Freedman 2015, 221–230.)

Näiden kolmen osa-alueen lisäksi due diligence -tarkastukseen sisällytetään usein myös muita osa-alueita. Startupien tarkastuksessa osa-alueita voi olla useita, jotta varmistutaan siitä, että kaikki sijoituksen kannalta olennaiset asiat ovat tiedossa. Startupien yhteydessä on syytä nostaa esille teknologian due diligence -tarkastus, sillä startupit ovat hyvin usein teknologialähtöisiä yrityksiä. Teknologisessa tarkastuksessa arvioidaan muun muassa yrityksen teknologiariippuvuutta sekä kvantifioidaan riskit ja taloudelliset vaatimukset teknologisille tuotteille ja palveluille (Sisco 2012, 13).

Aineeton pääoma tuo omat haasteensa due diligence –tarkastukseen ja toisaalta lisää sen tärkeyttä. Tuotteen tai prosessin patentointi voi olla itsestään selvää, mutta on olemassa paljon muitakin aineettomia omaisuusluokkia, jotka tulee suojata. Etenkin aloitteleville yrityksille voi olla epäselvää, mitkä omaisuuserät tulee suojata ja miten. (Freedman 2015, 209–216.) Due diligence -tarkastuksessa tulee pyrkiä tunnistamaan ja määrittämään aineettomat hyödykkeet, jotka syntyvät sekä sopimukseen perustuvista tai muista laillisista oikeuksista että sopimukseen perustumattomista, mutta eroteltavissa olevista perusteista. Sopimusperusteinen tai eroteltavissa oleva aineeton omaisuus käsittää yleensä seuraavat erät: 1) avainasiakassopimukset, 2) olemassa olevat tilaukset, 3) leasingsopimukset, 4) lisenssi- ja rojaltilisopimukset, 5) avainhenkilöiden työsopimukset, 6) tavaramerkit, 7) verkkosivustojen yhteisbrändäyssopimukset sekä 8) saastumisen torjuntaan liittyvät hyvitykset. Aineettomasta omaisuudesta tulisi myös tunnistaa ne erät, jotka voidaan myöhemmin myydä, siirtää tai vuokrata. Sopimukseen kuulumattomat, mutta eroteltavissa olevat aineettomat omaisuuserät sisältävät muun muassa patentoidut ja patentoimattomat tekniikat, liikesalaisuudet, laatupalkinnot ja sertifikaatit. (Mullins ym. 2007, 66.) Due diligence -tarkastuksessa sijoittaja varmistaa muun muassa, että tarvittavat omaisuuserät ja oikeudet ovat todellisuudessa startupin omistuksessa ja hallinnassa. Tarkastus tarjoaa mahdollisuuden aineettoman omaisuuden yksityiskohtaiseen analysointiin, ja sen avulla sijoittaja voi varmistua, ettei aineettomaan

omaisuuteen liitty ylimääräisiä riskejä, jotka voivat vaikuttaa negatiivisesti liiketoimintaan ja sitä kautta sijoituksen tuotto-odotukseen.

### 3 Startup-yritys sijoituskohteena

#### 3.1 Startup nopean kasvun yrityksenä

Startup-yritykset ovat nuoria yrityksiä, jotka tähtäävät nopeaan kansainväliseen kasvuun. Startup-yritys määritellään hieman eri tavalla eri lähteissä. Kolosok ja Koniukh (2017) yksinkertaistavat startup-yrityksen toiminnan resurssien keräämiseksi, innovaatioiden kehittämiseksi ja niiden markkinoille tuomiseksi. Kauppakorkeakoulujen eniten hyväksymän startup-yrityksen määritelmän määritteli professori ja sarjayrittäjä Steve Blank, jonka mukaan startup on väliaikainen organisaatio, joka on suunniteltu etsimään liiketoimintamallia, joka on toistettava ja skaalautuva. Liiketoimintamalli tarjoaa yrityksille mahdollisuuksia toimia epävarmassa ja nopeasti muuttuvassa ympäristössä (McGrath 2010, 247). Se havainnollistaa yksinkertaistetusti, mitä resursseja yrityksessä käytetään ja miten nämä resurssit muunnetaan markkinoitavaksi informaatioksi, tuotteeksi ja/tai palveluksi sisäisten prosessien kautta (Wirtz 2020, 3). Blankin määritelmän mukaan yritys taas on pysyvä organisaatio, joka on suunniteltu toteuttamaan liiketoimintamalli, joka on toistettava ja skaalautuva. Startupit siis etsivät houkuttelevaa liiketoimintamallia, kun yrityksillä sellainen on jo olemassa, jonka menestyksekkääseen toteuttamiseen ne keskittyvät. (Areitio 2018; Blank 2010.)

Usein startup-yrityksestä puhutaan arkikielessä kasvuyrityksenä, mutta startupin ja kasvuyrityksen määritelmät on syytä erottaa toisistaan. Kasvuyritys on yritys, joka työllistää vähintään 10 henkilöä ja lisäksi sen keskimääräinen liikevaihdon tai työntekijöiden määrän vuosittaisen kasvun tulee olla vähintään 20 % viimeisenä kolmena vuotena. Kasvuyrityksellä voidaan siis tarkoittaa mitä tahansa kasvavaa yritystä, myös esimerkiksi jo vuosia liiketoimintaa harjoittanutta pörssi-yhtiötä. (Manual on business demography statistics 2007.) Muista aloittelevista yrityksistä startup eroaa innovaation, kasvun ja nopeuden myötä (Forbes 1.4.2021). Innovaatiolla tarkoitetaan keksintöä, joka voidaan kaupallistaa. Startupin yhteydessä innovaatiolla ei välttämättä tarkoiteta teknistä innovaatiota tai keksintöä, vaan innovaatio usein liittyy juuri ainutlaatuisen liiketoimintamalliin. Innovaatioiden avulla kehitetään jatkuvasti uusia, fiksumpia ja parempia tuotteita ja palveluita. (Business Finland 19.7.2019; Areitio 2018.) Innovaatiot ovat startupeille välttämättömiä, jotta ne pystyvät saavuttamaan kansainvälisen kasvun. Innovaatioiden avulla startupit pystyvät kehittämään organisaatorakenteita ja kykyjä

tuottaa tuloja rajallisilla resursseilla epävarmoissa olosuhteissa. (Stamm – Wennberg 2009; Park – Bae 2018, 324.)

Startupit pyrkivät kehittämään jatkuvasti uusia ideoita ja parantamaan tuotteitaan ja palveluitaan palautteen ja käyttäjätietojen perusteella. Nopealla ideoinnilla ja parannuksilla startup-yritys pystyy laajentamaan asiakaskuntaansa tehokkaasti ja täten kasvattamaan markkinaosuuksiaan. Suurempi markkinaosuus mahdollistaa suuremmat tuotot, joiden avulla startup pystyy kehittämään ja laajentamaan toimintaansa entisestään. Nopean kasvun ja innovoinnin taustalla on usein tavoite yhtiön osakkeiden julkisesta kaupankäynnistä, jolloin alkuvaiheen sijoittajat saavat tuottonsa ja osakkeiden vaihdantaa voidaan jatkaa pörssissä. (Forbes 1.4.2021.)

Startup-yritysten nopeiden ja suurten kasvutavoitteiden sekä ainutlaatuisen liiketoimintamallin käänköpuolena on liiketoimintaan liittyvät suuret riskit. Tavallinen pienyritys tavoittelee liiketoimintamallia, joka tuottaa yritykselle tuloa ensimmäisestä päivästä lähtien. Toisaalta tavallisen pienyrityksen myynti on yleensä suhteellisen pientä ja markkinat keskittyvät pienemmille alueille. Startup-yritysten kasvu- ja skaalautumistavoitteet suurille markkinoille vaativat investointeja, jotka eivät välttämättä tuota heti tulosta. Voi kulua vuosia, ennen kuin toiminnasta tulee kannattavaa, eivätkä kaikki startupit saavuta kannattavuutta koskaan. (Forbes 8.12.2017.)

Venture capital –sijoittajat sijoittavat startupeihin epätavallisen suurien tuottojen toivossa. VC-prosessin seulontavaihe on tärkeä vaihe sijoitusprosessissa, sillä tässä vaiheessa löydetty startupit määrittelevät tulevaisuuden tuottoja. Rahoitusta tarvitsevat startup-yritykset voivat olla niin pieniä, että ilman huolellista seulontaa osa korkealaatuisista sopimuksista voi jäädä huomaamatta. Verkostojen merkitys korkealaatuisten sopimusten etsinnässä ja löytymisessä on suuri, sillä jopa 60 % sijoituskohteista löytyy verkostoja hyödyntämällä. Keskimäärin 30 % sopimuksista syntyy niin, että VC-sijoittajat ottavat yhteyttä potentiaaliin startup-yrityksiin ja 10 % siten, että startupit ottavat yhteyttä sijoittajaan. (Gompers ym. 2021.)

### **3.2 Startup-yrityksen menestystekijät**

Vuosittain perustetaan yli 100 miljoonaa uutta yritystä, mutta kolmen vuoden kuluttua perustamisesta jopa 92 % niistä on epäonnistunut ja joutunut lopettamaan toimintansa (Pride 2018, 14). Yli kaksi kolmasosaa startupeista ei koskaan tuota positiivista tuottoa

sijoittajille (Eisenmann 2021). Menestys määritellään kirjallisuudessa 1) yrityksen selviämisenä Kuolemanlaaksosta, 2) yrityksen koon ja liikevaihdon kasvuna sekä 3) yrityksen kannattavuutena (Garnsey 1998). Startupien menestystekijöitä on tutkittu kirjallisuudessa paljon, mutta kuten startup-yritysten epäonnistumisprosentteista voidaan päätellä, ei ole olemassa tekijöitä, jotka varmistaisivat menestyksen tilanteesta ja olosuhteista riippumatta.

1960-luvun lopulta lähtien talouden on nähty muuttuvan kohti nykyistä, tietopohjaista tai tietoon perustuvaa taloutta. Erityisesti kolme ominaisuutta erottavat tietopohjaisen talouden aiemmista talouksista: 1) mahdollisuus luoda ja kerätä tietoa ennennäkemättömällä nopeudella, 2) tiedon tuottamisen vallankumous mukaan lukien tieto- ja viestintäteknologia ja erityisesti Internet, sekä 3) aineettoman pääoman kasvava suhteellinen merkitys. Tietopohjaisen talouden perusajatus on, että uusien, tietointensiivisten hyödykkeiden innovointia on nopeutettava jatkuvasti, jotta taloudet selviävät globaalisti kilpailluilla markkinoilla. Tämän näkemyksen olennainen seuraus on se, että nykyisen ja tulevan työvoiman on sitouduttava jatkuvaan oppimiseen vastatakseen talouden tarpeisiin. Ensisijaisena ratkaisuna tietopohjaisen talouden vaatimuksiin nähdään olevan ”osaamisyhteiskunnan” tai ”tietoyhteiskunnan” kehittäminen, jossa jatkuva oppiminen mahdollistaa jatkuvasti lisää innovaatioita ja tietointensiivisiä hyödykkeitä. (Livingstone – Guile 2012.)

Nykypäivän taloudessa yritykset ovat käsitteellisiä tiedon yhdistämisen instituutioita. Johtajien on tunnistettava yritysten tärkeimmät resurssit, jotka toimivat organisaation suorituskyvyn ja arvon ajureina. Resurssipohjainen näkemys yrityksestä pyrkii selittämään ja ennustamaan, miksi jotkut yritykset pystyvät saavuttamaan kestävän kilpailuedun, joka mahdollistaa ylivoimaiset tuotot. Resurssipohjaisen näkemyksen mukaan yritys on ainutlaatuinen nippu erilaisia kykyjä ja resursseja, ja johtajien tarkoitus on maksimoida arvonluonti yhdistelemällä näitä kykyjä ja resursseja samalla kehittäen yrityksen resurssipohjaa tulevaisuutta varten. Tietopohjainen näkemys yrityksestä näkee tiedon yrityksen strategisesti tärkeimpänä resurssina. (Hejazi ym. 2016, 259; Grant 1996, 110.) Nykypäivän taloudessa tavaroiden, palveluiden ja yritysten arvoa luodaan aineellisen omaisuuden lisäksi ennen kaikkea tietoon perustuvan, aineettoman omaisuuden avulla. Perinteisten tekijöiden, kuten pääoman, avulla saadut tulokset ovat yhä enemmän riippuvaisia tehokkaasta tiedon käytöstä ja hallinnasta. Fyysisten ja taloudellisten resurssien allokointi ei enää riitä, vaan kilpailuetu saavutetaan



aineettomalla pääomalla ja sen strategisella johtamisella. (Volkov – Garanina 2007, 539; Hejazi ym. 2016, 259.)

IAS 38 standardi aineettomista hyödykkeistä määrittelee aineettomat hyödykkeet ei-monetaarisiksi hyödykkeiksi, joilla ei ole fyysistä sisältöä ja jotka ovat yksilöitävissä. Aineettomat hyödykkeet voidaan kategorisoida monella tavalla. Yksi tapa on ryhmitellä ne kolmeen eri kategoriaan: 1) tietokoneistettuun tietoon (kuten ohjelmistot ja tietokannat), 2) innovatiiviseen omaisuuteen (kuten tieteellinen ja ei-tieteellinen T&K, tekijänoikeudet, mallit ja tavaramerkit), sekä 3) taloudelliseen osaamiseen (kuten brändipääoma, inhimillinen pääoma, verkostopääoma sekä organisaatiopääoma) (OECD 2011). Aineettomat hyödykkeet on todettu fundamentaaliksi arvon ja kilpailukyvyn lähteiksi nykyajan yrityksissä. (Volkov – Garanina 2007, 539; Hejazi ym. 2016, 259.) Startupit hyödyntävät pääosin aineettomia resursseja jo toiminnan ensivaiheilta asti (Skawinska – Zalewski 2020).

Startupin alkavan liiketoiminnan tehokkuus ja menestys riippuu tuotteen tai palvelun ideasta, sen nopeasta luomisesta, potentiaalisen kohderyhmän reaktion tarkkailusta, laadun mittaamisesta, johtopäätösten tekemisestä tuotteen tai palvelun kehittämiseksi sekä seuraavaan kehitysvaiheeseen siirtymisestä. Startup-yritysten kilpailukyvyn kehittymisen määrittämiseksi on tärkeää tunnistaa startupien ominaispiirteiden lisäksi ennen kaikkea niiden menestystekijät. (Skawinska – Zalewski 2020.) Skawinska ja Zalewski (2020) tunnistivat tutkimuksensa tuloksena kahdeksan eri kilpailuetua, jotka voidaan todeta olevan startupien menestystekijöitä: resurssit ja osaaminen, tieto, henkinen pääoma, innovaatiot, tiimi, kestävä kehitys, suhdepääoma sekä arvojohtaminen. Taulukko 2 selventää näitä kahdeksaa kilpailuetua ja niiden lähteitä startup-yrityksissä.

Taulukko 2 Startupien kilpailuedut ja niiden lähteet (Skawinska - Zalewski 2020)

<b>1. Resurssit ja osaaminen</b>	<b>2. Tieto</b>
Aineeton pääoma	ICT
Uusien resurssien luominen	Tieto
Kehitysnopeus	Yksilön ja tiimin luovuus
Tieto	
Tuottavuuden kasvu	
<b>3. Henkinen pääoma</b>	<b>4. Innovaatio</b>
Tieto ja taito, jotka sisältyvät	Tieto
- inhimilliseen	Inhimillinen ja sosiaalinen
- sosiaaliseen	pääoma
- rakenteelliseen sekä	Viralliset instituutiot
- suhdepääomaan	Uuden markkinapaikan luominen (Blue ocean strategy)
<b>5. Tiimi</b>	<b>6. Kestävä kehitys</b>
Joustavuus ja reagointinopeus	Toiminnan rationaalisuus
Johtajuus	Laatu
Toiminnan ainutlaatuisuus	Yhteiskunnallinen riippuvuus
Kyky tunnistaa ja käyttää	ja taloudelliset olosuhteet
markkinamahdollisuuksia	Sosiaalinen vastuu
Orientaatio globaaleille	Ympäristön huomioiminen
markkinoille	Johdon etiikka
<b>7. Suhdepääoma</b>	<b>8. Arvojohtaminen</b>
Yhteistyösuhteet	Arvonluonti sidosryhmille
Organisaation sisäiset suhteet	Laatu
Yhteistyö	Kestävä arvojohtaminen
Osallistuminen	Laajentaminen
Koordinaatio	Tulevaisuuden tuloskasvu
	Korkea ROE

Taulukko 2 osoittaa, että nykyiset kilpailuetujen lähteet liittyvät sekä startupeihin että sen toimintaympäristöön. Näiden kahdeksan kilpailuedun lähteet muodostavat perustan startupin menestykselle markkinoilla. Kilpailuetujen ja niiden lähteiden taustalla voidaan nähdä kolme tekijää, joilla on suuri rooli kilpailuedun muodostumisessa: tieto, inhimillinen pääoma sekä teknologian kehitys. Suuri osa aineettomasta omaisuudesta sitoutuu tiimiin ja sen jäseniin yksin ja yhdessä. Näiden tietojen valossa voidaan todeta,

että aineettomalla pääomalla on ylivoimainen rooli kilpailuedun mahdollistamisessa ja muodostamisessa. (Skawinska – Zalewski 2020.)

Sijoittajat pyrkivät ensisijaisesti löytämään sijoituskohteita, joilla on vahva liiketoiminta ja johto, jolloin yrityksellä olisi mahdollisimman paljon potentiaalia kasvaa ja tuottaa suuria voittoja. Tutkimukset ovat osoittaneet, että eri VC-sijoittajat painottavat usein jompaakumpaa tekijää enemmän. Jotkut VC-sijoittajat uskovat, että yrityksen liiketoiminta ja markkinat ovat tärkeimmät kasvun ja menestyksen mahdollistavat tekijät, kun taas toiset sijoittajat uskovat, että avainasemassa on yrityksen johto. (Gompers ym. 2021; Kaplan ym. 2009.) Gompersin ym. (2021) tutkimus osoitti, että 95 % VC-sijoittajista pitää perustajatiimiä tärkeänä tekijänä startupin kasvun ja menestyksen kannalta, kun liiketoimintasuunnitelman nimesivät tärkeäksi 74 % sijoittajista. Lisäksi startupin toimintaympäristöön liittyvistä tekijöistä kohdeyrityksen markkinaa piti tärkeänä 64 % VC-sijoittajista ja 31 % sijoittajista koki kohdeyrityksen toimialan tärkeänä menestykseen vaikuttavana tekijänä.

### **3.3 Venture capital -sijoittajan rooli startup-yrityksen kasvussa ja kehityksessä**

Venture capital -sijoittajien vaikutusta startup-yritysten kasvuun ja kehitykseen on tutkittu paljon ja tulokset osoittavat, että VC-sijoittajilla on positiivinen vaikutus startupien innovaatiotoimintaan, kasvuun ja suorituskykyyn. VC-sijoittajat eivät toimi vain rahoittajina startupeille, vaan he osallistuvat aktiivisesti startup-yrityksen liiketoimintaan. VC-sijoittajan rooli startup-yrityksissä poikkeaa usein merkittävästikin perinteisen rahoittajan, kuten pankin, roolista. Yleinen näkemys on, että rahoituksen lisäksi VC-sijoittajat eivät vain seuraa kohdeyritystensä toimintaa, vaan osallistuvat yrityksen toimintaan laaja-alaisesti tarjoamalla tukeaan liiketoiminnan edistämiseksi ja osallistumalla hallintoon. (Hellmann – Puri 2002, 959.)

Sijoittajat vaikuttavat muun muassa tapaan, jolla heidän portfolioyrityksiään johdetaan, rahoitetaan ja sen henkilöstöä hallitaan (Metrick – Yasuda 2011, 628). Kolme keskeisintä osa-aluetta, joihin VC-sijoittajat osallistuvat startupeissa ovat strateginen neuvonta, johtajien rekrytointi sekä asiakkaiden hankinta (Haislip 2011, 2). Aiempien tutkimusten mukaan sijoittajan roolia startup-yrityksessä voidaan pitää merkittävänä yrityksen tulevaisuuden kannalta. Esimerkiksi vuonna 2020 seitsemän kahdeksasta kansainvälisestä markkina-arvoltaan parhaista julkisesti noteeratuista yhtiöistä oli VC-

rahoitettu ennen listautumistaan. Nämä yhtiöt ovat Facebook, Microsoft, Alphabet, Amazon, Apple, Alibaba ja Tencent. Vaikka VC-rahoitusta saavien yritysten määrä on verrattain pieni, esimerkiksi Yhdysvalloissa vain noin 0,5 % kaikista vuosittain perustettavista yrityksistä, on lähes puolet markkinoille valmistautuvista yrityksistä VC-rahoitettuja. (Lerner – Nanda, 2020, 237.)

VC-rahoitusta pidetään alan ammattilaisten keskuudessa yleisesti tehokkaana keinona parantaa yritysten suorituskykyä sijoittajien ammattitaidon ja osallistuvuuden takia. Sen vahvuuksia ovat muun muassa vahva painotus sijoittajien hallinnointiin vaiheittaisen rahoituksen, sopimusehtojen ja aktiivisen osallistumisen kautta. (Lerner – Nanda, 2020, 237.) Hellmann ja Puri (2002) tutkivat VC-rahoituksen vaikutusta uusien yritysten kehitykseen Piilaaksossa. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että VC-sijoittajien tukemat yritykset ovat ammattimaisempia muihin uusiin yrityksiin verrattuna muun muassa resurssipolitiikan, optio-ohjelmien sekä myynti- ja markkinointijohtajan rekrytoinnin saralla. Lisäksi tulosten mukaan VC-rahoitusta saaneissa startupeissa liiketoiminnan edistämiseksi perustaja korvataan nopeammin ulkopuolisella toimitusjohtajalla, vaikka usein perustajat jäävätkin yritykseen muihin tehtäviin. Bottazzi ym. (2008) tutkivat samaa aihetta Euroopassa. Heidän tuloksensa osoittavat, että VC-sijoittajat, joilla on aiempaa kokemusta liiketoiminnasta, ovat käytännönläheisempiä sijoittajia, jotka muun muassa osallistuvat portfolioryritystensä rekrytointi- ja varainhankintaprosesseihin ja ovat muutenkin enemmän vuorovaikutuksessa kohdeyritystensä kanssa.

Myös VC-rahoituksen ajoituksella on merkitystä kasvun ja ylipäättään startupin onnistumisen kannalta, sillä startupien strategiat perustuvat usein etuihin, jotka voidaan saavuttaa oikea-aikaisella ajoituksella (Davila ym. 2003, 690). Davila ym. (2003) tutkivat signaalointiteorian pohjalta henkilöstömäärän kasvun kehitystä rahoituskierrosten aikana. Tulokset osoittavat, että VC-rahoituskierrosta edeltävinä kuukausina startupien henkilöstöt kasvoivat ja kasvu lisääntyi edelleen kierroksen jälkeisinä kuukausina. Tulokset viittaavat siihen, että VC-rahoituksen myötä startupit pystyvät rekrytoimaan lisää työntekijöitä. Lisäksi suurempien henkilöstömäärän muutosten todettiin vaikuttavan positiivisesti ja merkittävästi myös oman pääoman arvon muutokseen peräkkäisten VC-rahoituskierrosten aikana. Bertoni ym. (2011) saivat vastaavia tuloksia omassa tutkimuksessaan, jonka mukaan VC-rahoitusta saaneen yrityksen henkilöstö on ensimmäisen rahoituskierron lopussa 110 % suurempi kuin yrityksellä, joka ei ole

saanut VC-rahoitusta. Kasvu jatkuu myös rahoituskierron jälkeen verrattuna VC-rahoittamattomaan yritykseen, vaikkakin alenevaa vauhtia.

Bertonin ym. (2011) tutkimustulokset osoittavat myös myynnin kasvavan VC-sijoituksen ansiosta vastaavalla tavalla kuin henkilöstömääränkin. VC-sijoituksen vaikutus myynnin kasvuun lyhyellä ja pitkällä aikavälillä on tilastollisesti ja taloudellisesti merkittävä, vaikka myynti ei kasva yhtä jyrkästi kuin henkilöstömäärä. Myös Jeongin ym. (2020) tutkimus osoittaa signaalointiteorian ja informaation epäsymmetrian perusteella riskipääomasijoittamisen positiivisen vaikutuksen startup-yrityksen kestäväan kasvuun ja suorituskykyyn. Startupien todettiin olevan myös menestyneempiä silloin, kun VC-rahoitusta saatiin liiketoiminnan alkuvaiheessa. Kestävän kasvun ja suorituskyvyn tasoon vaikuttaa se, miten hyvin startup pystyy hyödyntämään VC-sijoittajan tarjoamia resursseja. Ilman oppimiskykyä ja hyvin organisoitua sisäistä järjestelmää startupin hyödyt sijoituksesta voivat jäädä maltillisiksi.

Venture capital –rahoituksen tuomien mahdollisuuksien lisäksi siihen liittyy myös joitain rajoituksia. Lerner ja Nanda (2020) tunnistavat kolme pääasiallista VC-rahoitukseen liittyvää ongelmaa. Ensimmäinen ongelma on se, että tosiasiaissa rahoitus toteutuu vain hyvin pienelle osalle ja kapealle alalle yrityksiä huolimatta VC-alan suuresta kasvusta viime vuosikymmenten aikana. Vuonna 2020 yhdysvaltalaisilla VC-rahastoilla oli pääomaa yhteensä noin 450 miljardia dollaria (NVCA 2020 Yearbook), kun kaikkien pääomasijoituslajien yhteenlaskettu pääoma oli useita biljoonia dollareita. Vain muutama tuhat uutta yritystä hankkii VC-rahoitusta vuosittain Yhdysvalloissa, vaikka uusia yrityksiä perustetaan jopa 600 000. Yksi syy rahoituksen keskittymiselle vain pieneen osaan yrityksiä on se, että sijoittajat tekevät sijoituksen tietylle ajanjaksolle, jonka jälkeen niiden arvo voidaan realisoida irtautumisen kautta. Luonnollisesti sijoittajat etsivät kohteita, joissa ideat voidaan kaupallistaa suhteellisen lyhyessä ajassa. Markkinoiden suhdannevaihtelut, kuten vuonna 2000 ja 2020, voivat lisätä sijoittajien paineita myydä sijoituskohteet markkinaolosuhteiden sen vielä salliessa. Tällöin sijoittaja joutuu luopumaan sijoituksesta ennen kasvumahdollisuuksien toteutumista. Tämän seurauksena VC-sijoittajat hakeutuvat aloille, joilla uusien ideoiden potentiaaliin voi liittyä suurta epävarmuutta, joka on kuitenkin suhteellisen nopeasti ratkaistavissa. Kaikista aloista VC-sijoitukset keskittyvät pääosin biofarmaseuttisiin valmisteisiin ja lääketieteellisiin laitteisiin, tietoliikenteeseen, tietoverkkoihin, tietokoneiden laitteistoihin, materiaaleihin ja energiaan, kuluttaja- ja yritystuotteisiin sekä ohjelmistoihin. (Lerner – Nanda 2020.)

Toinen Lernerin ja Nandan (2020) tunnistama ongelma VC-rahoitukseen liittyen on suurten sijoittajien suhteettoman suuri rooli venture capital –markkinoilla. Vuonna 2019 Yhdysvalloissa oli vähän yli 1000 VC-rahastoa (NVCA 2020 Yearbook). Suurin osa pääomasta on kuitenkin keskittynyt suurimpiin rahastoihin. Vuonna 2018 yli puolet koko riskirahoituspääomasta oli sijoittunut 50 VC-rahastoon, mikä vastaa vain viittä prosenttia kaikista Yhdysvaltain VC-rahastoista samana vuonna. Tämän lisäksi näillä suurilla sijoittajilla voi olla suhteettoman suuri rooli siinä, mihin muut sijoittajat laittavat rahansa. Rahastot, joilla on vähemmän pääomaa hallussaan sijoittavat startupeihin yleensä hyvin varhaisessa vaiheessa, paljon ennen kuin startup on kannattava. Startupin kasvaessa näillä pienemmällä sijoittajilla ei useinkaan ole varaa sijoittaa yritykseen seuraavilla kierroksilla, jotta startup voisi kasvaa ja sijoittaja saada irtautumisen yhteydessä kohteesta hyvät tuotot. Pienemmät sijoittajat ovat riippuvaisia siitä, mihin suuret sijoittajat sijoittavat myöhäisemmässä vaiheessa. Täten suuret VC-sijoittajat pystyvät omilla mieltymyksillään vaikuttamaan siihen, mihin pienemmät sijoittajat sijoittavat. (Lerner – Nanda 2020.)

Vaikka yleisesti VC-sijoittajat osallistuvat sijoituskohteidensa hallintoon, voidaan kolmantena ongelmana nähdä mahdollinen hallinnon painotuksen väheneminen sijoituskohteissa. Perinteisesti neuvotteluvoima sijoitustilanteessa on ollut VC-sijoittajalla, jolloin sopimusehdot ovat suosineet sijoittajaa ja sijoittajan valtaa kohdeyrityksessä. Alan kasvaessa kilpailu VC-markkinoilla on kuitenkin kiristynyt ja startupien neuvotteluvoima kasvanut, jolloin myös sopimusehdot ovat yrittäjille suotuisammat. Lisäksi, koska VC-rahastot saavat suuret tuottoensa vain muutamista parhaimmista portfolioyrityksistään, on potentiaalisimpien startupien kysyntä suurta. Kolmas ongelma on arvoituksellinen: miksi yrittäjät haluaisivat luopua VC-sijoittajien tarjoamasta hallinnollisesta tuesta, kun on useiden tutkimusten tuloksena todettu, että tuki on hyödyllistä startupeille? On myös mahdollista, että sijoittajat eivät koe tarpeelliseksi osallistua kohdeyrityksen hallintoon, jos sijoitus on verrattain pieni. Toisaalta VC-sijoittajilla voi olla portfoliossaan niin monia startupeja, ettei sen ole edes mahdollista osallistua jokaisen kohdeyrityksen hallintoon. Kyse voi myös olla sijoittajien tuen aliarvioimisesta, mikä voi olla haitallista startupeille. Startupien kannalta järkevämpi ratkaisu VC-sijoittajien hallinnollisesta tuesta luopumisen sijaan olisi vaatia sijoittajilta korkeampia arvostuksia ja pienempää laimenemisvaikutusta alkuperäisten omistajien osakepääomaan. (Lerner – Nanda 2020.)

VC-rahoitukseen liittyvistä puutteista huolimatta sijoittajalla on yleisesti suuri positiivinen vaikutus kohdeyrityksen suorituskykyyn ja menestykseen. Aiemmat tutkimukset korostavat myös VC-sijoittajan tarjoaman aineettoman pääoman merkitystä startupeissa. Tulokset osoittavat, että VC-sijoittajat tuovat startupeihin rahoituksen lisäksi myös paljon aineettomia resursseja, joiden avulla startupit voivat kasvaa ja kehittyä. Tyypillisesti rahoitusta hakiessa startupeja kiinnostaakin, mitä muuta sijoittajat voivat tarjota rahoituksen lisäksi. Startupin vastuulle jää se, kuinka hyvin sijoittajan tarjoamia resursseja pystytään hyödyntämään.

### **3.4 VC-sijoitustoimintaan liittyvät riskit ja niiden vaikutus sijoitusportfolion tuottoon**

VC-sijoittaminen on korkean riskin sijoitustoimintaa, sillä sijoitukset tehdään yrityksiin, joilla on korkean kasvupotentiaalin lisäksi korkea riskipotentiaali. VC-sijoittamisen riskit ovat merkittävät, koska suurin osa startup-yrityksistä epäonnistuu ja sijoittaja saa tuottoensa vasta silloin, kun startup on onnistunut kehittämään toimintansa kannattavaksi ja kasvattamaan markkinaosuuttaan. VC-rahastojen portfoliot ovat luonnostaan riskialttiita, sillä sijoitukset tehdään uuteen teknologiaan, muuttuviin markkinoihin ja kokemattomiin toimitusjohtajiin. Epäonnistumisriskin lisäksi VC-sijoittamisessa haasteita muodostuu sijoituskohteen arvostusepävarmuudesta irtautumisen yhteydessä sekä sijoittajan ja startupin eroavaisuuksista hallussa oleviin tietoihin ja kiinnostuksenkohteisiin liittyen. Startup-yrittäjien myydessä ideaansa sijoittajille, sijoittajat mitoittavat kaikki startupiin liittyvät riskit ja epäonnistumismahdollisuudet. Riskien arviointi VC-sijoittamisessa on kuitenkin osoittautunut vaikeaksi tehtäväksi. (Ramsinghani 2014, 6–7; Korteweg – Nagel 2016, 1437; Pandher 2021.)

Riski voidaan määritellä haittavaikutusten todennäköisyydeksi ja vakavuudeksi (Aven 2011). VC-sijoittamiseen liittyviä riskejä ovat muun muassa rahoitus- eli likviditeettiriski, henkilöstöriski, teknologiariski, markkinariski, kansainvälistymisriski sekä makroriski (Proksch ym. 2016). Rahoitus- ja likviditeettiriski ovat toistensa synonyymeja. Rahoitus- eli likviditeettiriskillä tarkoitetaan VC-sijoituksesta irtautumiseen liittyvää riskiä, joka toteutuu silloin, kun irtautuminen syystä tai toisesta epäonnistuu ja sijoituksesta tulee epälikvidi tai pahimmassa tapauksessa sijoituskohde menee konkurssiin. Henkilöstöriskillä tarkoitetaan yrityksen johtamisen laatuun ja johtajien kykyihin liittyvää riskiä. Riski realisoituu, jos johtajilla ei ole kykyä johdattaa

startupia tavoiteltuun kasvuun. Teknologiariski taas on tuotteeseen tai teknologiaan liittyvä riski, joka johtuu siitä, että tyypillisesti startup-yritysten tuotteet ja teknologiat eivät ole markkinavalmiita, eikä niiden kannattavuudesta ole näyttöä. (LiPuma – Park 2014; Ning ym. 2015; Proksch ym. 2016; Wang ym. 2012.)

Startupin kaupallistamiseen liittyy muun muassa markkinariski, joka syntyy, kun yritykseltä puuttuu valmiudet viedä uusi teknologia markkinoille. Kansainvälistyminen tarjoaa tyypillisesti suuremmat tuottomahdollisuudet kotimaan markkinaan verrattuna, mutta lisää myös riskejä. Esimerkiksi fyysiset, institutionaaliset ja kulttuuriset etäisyydet voivat aiheuttaa riskejä sijoittajalle. Makroriskit pitävät sisällään muun muassa inflaatoriskin, suhdanneriskin, valuuttakurssiriskin ja korkoriskin. Suuren makroriskin aikana sijoittajat voivat mukauttaa sijoitusstrategioitaan esimerkiksi sijoittamalla pienempiä summia harvempiin kohteisiin tai jaksottamalla sijoituksiaan. (LiPuma – Park 2014; Ning ym. 2015; Proksch ym. 2016; Wang ym. 2012.)

VC-sijoittamisen yhteydessä esiin nousee tyypillisesti myös sijoitustoimintaan liittyvä agenttiriski. Agenttiriskillä tarkoitetaan päämiehen ja agentin, tässä tapauksessa VC-sijoittajan ja startupin, välillä olevasta eturistiriidasta johtuvaa riskiä. Agentin tulisi toimia päämiehen etu huomioiden, mutta agenttiteorian mukaan rationaalisina toimijoina päämies ja agentti ajavat pohjimmiltaan omaa etuaan. Agenttiriski johtuu sijoittajan ja startupin välisestä tiedon epäsymmetriasta. Startup-yrittäjät eivät välttämättä jaa kaikkea sijoittajan kannalta tarpeellista tietoa sijoittajan kanssa, mikäli jakaminen vaikuttaa negatiivisesti heidän omiin etuihinsa. (Proksch ym. 2016; Fama ja Jensen, 1983; Jensen ja Meckling, 1976.) Pienentääkseen agenttiriskiä VC-sijoittajat voivat käyttää erilaisia mekanismeja, kuten sopimuksia, virstanpylväitä, asteittaista pääoman tarjoamista ja hallitukseen osallistumista, joiden avulla tiedon epäsymmetriaa sijoittajan ja startupin välillä voidaan vähentää. (Bengtsson – Sensoy 2011; Lu ym. 2006; Tan ym. 2008.)

VC-sijoittamisessa tekijät, jotka mahdollistavat epätavallisen suuret voitot kulkevat tyypillisesti korkean riskin kanssa käsi kädessä. Battersonin ja Freemanin (2017, 15) mukaan venture capital -sijoitusten keskimääräinen historiallinen tuotto on 12 % vuodessa. Gregorioun ym. (2007) tutkimuksen mukaan eurooppalaisten VC-sijoitusten keskimääräinen sisäinen korko eli IRR (*Internal Rate of Return*) oli 14 % vuosina 1983–2004, kun IRR:n mediaani oli -2 %. Tutkimuksen aikana IRR:n minimin raportointiin olevan -100 % maksimin ollessa jopa 4 214 %. VC-sijoitusten tuotoissa esiintyy siis



suurta hajontaa, vaikka keskimääräinen tuotto onkin houkutteleva. Lopulta VC-sijoittajan portfolio koostuu poikkeuksetta muutamasta sijoituksesta, jotka tuovat valtavat tuotot sijoittajalle, joistain sijoituksista, jotka tuovat jonkin verran tuottoja, sekä useista sijoituksista, jotka eivät tuota mitään. Tyypillinen nyrkkisääntö on, että kolmasosa sijoitussalkusta tuottaa 5–10 kertaa sijoitetun pääoman, kolmasosa 1–3 kertaa ja loput sijoituksista ovat tappiollisia. Silti sijoittaja tavoittelee sijoitushetkellä noin 10-kertaista tuottoa 3–5 vuoden kuluessa. (Ramsinghani 2014, 6–7.) VC-sijoitusten tuotoista tyypillisesti noin 20–30 % menee VC-rahastolle, kun loput jaetaan sijoittajien kesken (Metrick – Yasuda 2011a, 640; Cochrane 2005, 4).

## 4 Startup-yrityksen valuaatio ja arvonmääritys

### 4.1 Valuaatio

Kohdeyrityksen valuaatio on keskeinen asia sijoituspäätöstä tehdessä sekä yrittäjän että sijoittajan kannalta. Startup-yrityksissä valuaatio ja sijoituskierroksen koko kulkevat jossain määrin käsi kädessä, sillä tyypillisesti pääomasijoittajat haluavat yrityksestä vähemmistöosuuden, yleensä 10–30 prosenttia. Etenkin aloittelevan yrityksen valuaation määrittäminen voi olla haastavaa, sillä liiketoimintahistoriaa tai liikevaihtoa ei välttämättä ole olemassa vielä ollenkaan, vaan valuaatio perustuu tulevaisuuden ennustamiseen. Valuaatiossa huomioidaan yrityksen mahdollinen onnistuminen ja sitä seuraavat tuotot sekä riski sille, että yritys ei onnistukaan. (Pääomasijoittajat ry 15.5.2018.)

Valuaatiolla voidaan tarkoittaa joko pre-money- tai post-money-valuaatiota. Pre-money-valuaatiolla tarkoitetaan sijoituskohteen valuaatiota ennen sijoitusta, kun post-money-valuaatiolla viitataan sijoituksen jälkeiseen valuaatioon. Post-money-valuaatio voidaan laskea seuraavasti:

$$\text{Post-money-valuaatio} = \text{sijoitus} \div \text{omistusosuus} \quad (1)$$

Pre-money-valuaatio voidaan laskea yksinkertaisesti vähentämällä sijoituksen määrä post-money-valuaatiosta:

$$\text{Pre-money-valuaatio} = \text{post-money-valuaatio} - \text{sijoitus} \quad (2)$$

Esimerkiksi miljoonan euron sijoitus yritykseen ja sitä vastaan saatu 25 % omistusosuus antavat post-money-valuaatioksi  $1\,000\,000 / 0,25 = 4$  miljoonaa euroa. Tällöin pre-money-valuaatioksi saadaan  $4\,000\,000 - 1\,000\,000 = 3$  miljoonaa euroa. (Metrick – Yasuda 2011b, 149–150.)

Yleisesti post-money-valuaation voidaan ajatella vastaavan julkisesti noteeratun yhtiön markkina-arvoa. Monissa VC-transaktioissa pre-money- ja post-money-valuaatiot ovat kuitenkin osapuolten sopimia avainehtoja. Ehdot voivat olla harhaanjohtavia, sillä pääomasijoittajien osakkeet voivat olla etuoikeutettuja verrattuna alkuperäisten omistajien omistamiin osakkeisiin. Koska pre-money- ja post-money-valuaatioissa ei huomioida osakkeiden erilaisuutta, eivät näiden laskelmien tulokset välttämättä kerro

mitään yrityksen todellisesta markkina-arvosta. Mikäli osakkeisiin liittyy erityisehtoja, käytetään laskennassa tyypillisesti erilaisia optioyökaluja, joiden avulla voidaan laskea startupin tarkka markkina-arvo. (Metrick – Yasuda 2011b, 149–150.)

Valuaatio tarkoittaa siis yrityksen markkina-arvoa, eikä siitä voi suoraan päätellä yrityksen tai sen oman pääoman todellista arvoa. Ennen sijoituspäätöstä sijoittaja tyypillisesti haluaa määrittää yrityksen todellisen arvon, jotta voidaan arvioida, onko annettu valuaatio perusteltu. Yrityksen arvomääritykseen on olemassa useita eri tapoja ja malleja. Perinteiset arvomääritysmallit perustuvat yrityksen taloudellisiin tunnuslukuihin ja tulevaisuuden ennustamiseen. Startup-yritysten arvomääritys on ongelmallista, sillä taloudellisia lukuja on usein käytössä vähän, jos ollenkaan. Suuri osa startupeista ovat alussa tappiollisia tai niillä ei välttämättä ole liikevaihtoa ollenkaan, joten taloudellisten lukujen käyttäminen arvomäärityksessä ei aina ole hyödyllistä. Startupien arvomääritys perustuukin yleensä tulevaisuuden kassavirtojen ennustamiseen, mikä sekin on haastavaa ja laskelmien luotettavuus voi olla heikkoa. Tunnuslukujen sijaan startup-yrityksiä arvioidaan usein saavutettujen tulosten ja nykytilan perusteella. (Parviainen 2017, 124.) Startupien arvomääritykseen voidaan käyttää muun muassa venture capital -menetelmää, kassavirtaperusteista arvomääritysmenetelmää ja joitain muita menetelmiä, joiden avulla arvomääritys onnistuu myös ilman taloudellisia tunnuslukuja.

## **4.2 Venture capital -menetelmä**

Venture capital -menetelmä on laajasti käytetty menetelmä alkuvaiheen yritysten arvomäärityksessä. Se on alun perin Bill Sahlmanin Harvard Business Schoolissa vuonna 1987 esittelemä menetelmä, jonka avulla voidaan arvioida yrityksen sijoituksen jälkeinen arvo ja sijoittajan omistusosuus yrityksestä, johon sijoittaja haluaa mahdollisesti sijoittaa seuraavallakin sijoituskierröksellä saavuttaakseen riskiin sopeutetun tuottovaatimuksensa. (Santo – Puca 2020.) Venture capital -menetelmän toteuttamiseen on useita eri tapoja, mutta eri toteutustavoilla on samat pääelementit. Suurimmat erot toteutusten välillä liittyvät menetelmän vaiheiden järjestykseen ja yksityiskohtiin. (Metrick – Yasuda 2011b, 178.) Metrickin ja Yasudan (2011b, 178–179) mukaan menetelmän pääelementit ovat:

- 1) Arvio yrityksen exit-arvosta. Edustaa yrityksen odotettua arvoa irtautumishetkellä, kun irtautuminen tapahtuu listautumisannin tai muun vastaavan arvoisen myyntitapahtuman muodossa.
- 2) Arvio riskipääoman tavoitekertoimesta onnistuneessa irtautumisessa. Tavoitekerroin voidaan ilmoittaa suoraan sijoituskohdetta etsiessä tai se voidaan muodostaa onnistuneen irtautumisen IRR:n (*internal rate of return*) vuotuisesta tuottotavoitteesta.
- 3) Arvio odotetusta omistuksen laimenemisesta nykyisen sijoituksen ja onnistuneen irtautumisen välillä. Kun nykyinen sijoitus ja yhtiön tulevat kassavirrat eivät riitä rahoittamaan onnistuneen irtautumisen edellyttämää kasvua, on laskettava liikkeeseen uusia osakkeita. Nykyinen sijoittaja voi osallistua tuleville rahoituskierroksille, mutta nykyisen sijoituksen arvioitu arvonalentuminen halutaan silti tietää.
- 4) Sijoitussuositus, jossa vaadittua sijoitusta verrataan ehdotettuun omistusosuuteen kokonaisarvosta. Kokonaisarvo määritetään exit-arvoksi, joka kerrotaan odotetulla säilytysprosentilla ja jaetaan rahan tavoitekertoimella.

*Exit-arvo.* Exit-arvon arviointiin voidaan käyttää useita tekniikoita. Metrick ja Yasuda (2011b, 179) esittelevät kaksi pääasiallista keinoa exit-arvon määrittämiseen: suhteellinen arvostus ja absoluuttinen arvostus. Suhteelliset menetelmät perustuvat exit-vaiheessa vertailukelpoisten yritysten hyödyntämiseen arvonmäärittämisessä. Vertailukelpoiset yhtiöt määritetään tyypillisesti toimialan ja kasvupotentiaalin yhtäläisyyksien mukaan. Yrityksille lasketaan suhdelukuja tyypillisesti suhteuttamalla valittujen muuttujien markkina-arvoja kirjanpidon eriin. Saatua arvoja verrataan verrokkiyritysten toteutuneisiin arvoihin, minkä avulla voidaan arvioida yrityksen exit-hetken arvot. Sääntöä parhaasta käytettävästä kertoimesta ei ole, vaan tyypillisesti käytetään kertoimia, jotka antavat kyseiselle yritykselle johdonmukaisimpia lukuja. (Metrick – Yasuda 2011b, 179, 215.) Esimerkiksi Metrick ja Yasuda (2011b, 215–217) esittelevät kertoimiksi, joita exit-arvion arvioinnissa voidaan käyttää: EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/liikevaihto, osakkeen hinta/nettotulos, osakkeen hinta/oman pääoman tasearvo sekä EV/työntekijöiden lukumäärä. Edellä EV = yrityksen kokonaisarvo, EBITDA = käyttökate ja EBIT = liikevoitto.

Kun suhteellinen arvostus perustuu kertoimiin ja vertailuun, absoluuttinen arvostus hyödyntää diskontatun kassavirran (DCF) mallia exit-arvon arvioinnissa. Myös DCF-analyysin toteuttamiseen voidaan käyttää useita eri tekniikoita, mutta analyysin peruseriaate on ennustaa tulevat kassavirrat ja diskontata ne nykyhetkeen sopivalla diskonttokorolla. (Metrick – Yasuda 2011b, 180.) DCF-mallin hyödyntäminen arvonmäärityksessä esitellään tarkemmin luvussa 4.3.

Sekä suhteellisten arvonmääritysmenetelmien että diskontatun kassavirran mallin ongelma on se, että niistä saadut luvut perustuvat ennusteisiin, kun arvioidaan yrityksen arvoa exit-hetkellä. Suhdeluvusta riippuen suhteellisia menetelmiä käyttämällä ennustetaan esimerkiksi yrityksen kokonaisarvo tai osakkeen hinta, DCF-mallissa yrityksen tulevat kassavirrat. Ennusteet ovat alttiita virheille ja täten heikentävät arvonmääritysmenetelmien luotettavuutta. (Metrick – Yasuda 2011b, 180; Santo – Puca 2020.)

Suhteellisten ja absoluuttisen menetelmän lisäksi Metrick ja Yasuda (2011b, 180) esittelevät kolmannen menetelmän määrittää exit-arvo. Yksinkertaistettuna tässä mallissa exit-arvo määritetään saman toimialan onnistuneiden irtautumisten keskiarvoksi. Koska keskiarvo lasketaan onnistuneista irtautumisista, on tässä mallissa tärkein tehtävä ennustaa onnistuneen irtautumisen todennäköisyys. Mallia käytetään erityisesti siemenvaiheen yritysten exit-arvon arvioinnissa, sillä siemenvaiheen yrityksille ei välttämättä voida ennustaa luotettavasti tulo- ja kassavirtaennusteita, jolloin absoluuttisen ja suhteellisten menetelmien käyttö ei anna luotettavaa tietoa sijoittajalle. (Santo – Puca 2020.)

*Diskonttokorko.* Exit-arvo on arvio yrityksen arvosta tulevaisuudessa. Tulevaisuuden arvo voidaan muuntaa nykyhetken rahaksi diskonttaamalla se nykyhetkeen sopivalla diskonttokorolla. Diskonttokorko edustaa sijoituksen vuosittaista tuottotasoa irtautumisen jälkeen. Diskonttokoron määrittäminen lähtee siitä oletuksesta, että irtautuminen on onnistunut ja yritys saavuttaa exit-arvon arvioinnissa ennustetun liikevaihtotason sekä operatiiviset mittarit. Todellisuudessa alkuvaiheen yrityksillä, etenkin siemenvaiheessa, on kuitenkin suuri todennäköisyys epäonnistua. Sijoittajan vaatima tuotto ei riipu pelkästään arvioidusta exit-arvosta, vaan myös epäonnistumisen todennäköisyydestä. (Santo – Puca, 2020; Metrick – Yasuda 2011b, 180.)

Venture capital -menetelmässä huomioidaan vain onnistuneet irtautumiset, jolloin epäonnistuneiden tapausten arvo on 0. Kun onnistuneen irtautumisen todennäköisyyttä kuvataan muuttujalla  $p$ , voidaan odotettu exit-arvo laskea kaavalla:

$$\text{Odotettu exit-arvo} = \text{exit-arvo} * p \quad (3)$$

Jos oletetaan, että irtautuminen tapahtuu  $T$  vuoden kuluttua ilman uusia investointeja, on irtautumisen diskontattu nykyarvo:

$$\text{Diskontattu exit-arvo} = \text{exit-arvo} * \frac{p}{(1+r_{vc})^T}, \quad (4)$$

missä  $r_{vc}$  on riskipääoman hinta. Lauseke  $p/(1+r_{vc})^T$  edustaa yhtälössä exit-arvon tehokasta diskonttoteijää. Diskonttoteijän käänteisarvo on pääoman tavoitekerroin, jota merkitään muuttujalla  $M$ . Muuttamalla tavoitekerroin tavoitetuotoksi, saadaan tavoitetuotto kaavasta:

$$\frac{p}{(1+r_{vc})^T} = \frac{1}{M} = \frac{1}{(1+TR)^T}, \quad (5)$$

missä  $TR$  = tavoitetuotto. Edellä esitellyt vaiheet vaativat lukujen ennustamista, mikä heikentää laskettujen arvojen luotettavuutta. Sijoittajat pystyvät kuitenkin hyödyntämään ennustamisessa omia kokemuksiaan ja historiallisia tietoja, joiden perusteella ennusteet on mahdollista luoda. (Metrick – Yasuda 2011b, 180–182.)

*Omistuksen laimentuminen.* Tähänastisissa laskelmissa oletusarvo on ollut se, ettei sijoittajan omistusosuus muutu, vaikka sijoittaja ei antaisikaan lisärahoitusta yritykselle. Venture capital -metodin kolmas vaihe käsittelee laimentumisen vaikutusta sijoittajan omistusosuuteen ja yrityksen post-money-valuaatioon. Aikaisen vaiheen sijoittamisessa jokaisella uudella rahoituskierroksella lasketaan liikkeelle uusia osakkeita, jonka myötä tyypillisesti vanhojen omistajien omistusosuus yrityksestä laimenee. Myös mahdolliset optiot yrityksen perustajille voivat laimentaa sijoittajien omistusta. Laimentumisvaikutuksen merkitys on erityisen suuri siemenvaiheen yrityksissä, kun rahoituskierroksia on yleensä useita ja valuaatiot nousevat kierros kierrokselta ennen irtautumista. Laimentumisvaikutusta voidaan kuvata niin kutsutulla säilymissuhteella, joka saadaan jakamalla sijoittajan omistusosuus exit-vaiheessa omistusosuudella, joka sijoittajalla oli ensimmäisen kierroksen jälkeen. (Santo – Puca 2020.) Esimerkiksi, jos sijoittaja omistaa siemenkierroksen jälkeen yrityksestä 30 % ja exit-vaiheessa 6 %, saadaan säilymissuhteeksi 20 %.

Säilymissuhteen matematiikka on yksinkertaista, mutta haasteeksi muodostuu jälleen taustalla olevien oletusten ennustaminen. Sijoittajat muodostavat arvioidun säilymissuhteen aikaisempien kokemusten, onnistuneista irtautumisista saatujen tietojen sekä erilaisten mallien perusteella. Säilymissuhteen määrittäminen aloitetaan laskemalla nykyisen rahoituskierron jälkeen ulkona olevat osakkeet. Lukumäärä sisältää kaikki perustajaosuudet ja osakeoptiot mukaan lukien ne, joihin ei vielä ole oikeutta. Seuraavaksi arvioidaan osakemäärä, joka vaaditaan onnistuneeseen irtautumiseen. Tähän arvioon sisällytetään kaikki listautumisannissa liikkeeseen lasketut uudet osakkeet olettaen, että listautumista voidaan pitää onnistuneena irtautumisena. Nykyisten ja lopullisten osakkeiden suhde on arvioitu säilymissuhde. (Metrick – Yasuda 2011b, 182.)

*Sijoitussuositus.* VC-menetelmän viimeinen vaihe on sijoitussuosituksen antaminen. Sijoitussuositus muodostetaan vertailemalla sijoittajan hyötyjä ja kustannuksia. Sijoittajan hyödyillä tarkoitetaan tässä yhteydessä hänen osuuttaan yrityksen kokonaisarvosta, jota varten tarvitaan arvio yrityksen arvosta. Kokonaisarvo voidaan laskea diskonttaamalla irtautumisarvo nykyhetkeen ja lisäämällä saatuun tulokseen säilymissuhdetta kuvaava oikaisu. Kun tiedetään yrityksen kokonaisarvo ja sijoittajan tuottotavoite, voidaan laskea vaadittu omistusosuus kokonaisarvosta, jonka avulla tuottotavoite voidaan saavuttaa. Käytännössä sijoitussuositus tarkoittaa sitä omistusosuutta, jonka sijoittaja tarvitsee irtautumishetkellä, jotta hän voi saavuttaa tuottotavoitteensa. (Santo – Puca 2020; Metrick – Yasuda 2011b, 183.)

Venture capital -menetelmä tarjoaa yleisesti hyväksytyyn tavan startupien arvonmääritykseen. Se on myös VC-sijoittajien keskuudessa eniten käytetty arvonmääritysmenetelmä. VC-menetelmä edellyttää kuitenkin arvioita muun muassa yrityksen liikevaihdosta irtautumishetkellä, epäonnistumisen todennäköisyydestä ja omistukseen kohdistuvasta laimentumisvaikutuksesta, joihin kaikkiin voi kohdistua merkittävää epävarmuutta. Malli hyödyntää arvonmäärityksessä tietoja markkinoista ja tuloista, joiden käyttöön liittyy rajoituksia etenkin siemenvaiheen yrityksillä. Erityisen korkea ennusteriski liittyy liikevaihto- ja nettotulosennusteisiin. Lisäksi malli olettaa, että kaikilla osakkeenomistajilla on samat vaatimukset yrityksen arvolle ja samanarvoiset osakkeet. (Santo – Puca 2020; Metrick – Yasuda, 192.)

VC-menetelmän eräs merkittävä rajoitus on se, että onnistumisen todennäköisyys mallinnetaan implisiittisesti tuottotavoitteessa, jota käytetään diskonttokorkona

laskettaessa irtautumisen nykyarvoa. Onnistumisen todennäköisyyteen voivat vaikuttaa myös systemaattiset tekijät, kuten yleinen taloudellinen kehitys tai kilpailuympäristön trendit, joita ei voida hajauttaa. Usein myös samaa tuottotavoitetta käytetään eri sijoituskohteille ottamatta huomioon yritysten erilaisia riskiprofiileja. Tuottotavoitteen määrittämisessä ei huomioida sijoituksen aikahorisonttia eikä tuottotavoitteen ja tuottovaatimuksen välistä suhdetta, joka loppujen lopuksi määrittää sijoittajan saaman tuoton. Lopputuloksena liian yksinkertaistetulla lähestymistavalla on taipumus yliarvioida yrityksiä, joilla on suurempi todennäköisyys epäonnistua ja pidempi aika irtautumiseen, ja aliarvioida yrityksiä, joilla on pienempi todennäköisyys epäonnistua ja lyhyempi aika irtautumiseen. (Santo – Puca 2020.)

### 4.3 Kassavirtaperusteinen arvonmääritys (DCF)

Exit-arvo on venture capital -menetelmän tärkein panos. Exit-arvo voidaan arvioida joko suhteellisen tai absoluuttisen menetelmän avulla, joista absoluuttinen menetelmä tarkoittaa kassavirtaperusteista arvonmääritysmenetelmää (DCF). DCF-menetelmä on dynaaminen malli, joka perustuu tulevaisuuden kassavirtojen ennustamiseen ja niiden diskonttaamiseen nykyhetken diskonttokorolla, joka kuvastaa kassavirtojen riskiä. Menetelmän mukaan yrityksen käypä arvo on yhtä suuri kuin sen nettonykyarvo (NPV), joka puolestaan on kaikkien tulevien kassavirtojen summa diskontattuna keskimääräisellä pääoman kustannuksella (WACC). Käytännössä yrityksen arvo on siis suoraan sidottu tuleviin tuottoihin ja kuluihin tietyn ajanjakson aikana. (Jackman – Puca 2020; Metrick – Yasuda 2011b, 195; Flanc 2014, 43.)

DCF-menetelmässä on kolme pääasiallista elementtiä:

- 1) arvioitu kassavirta osakkeenomistajille (oman pääoman vapaa kassavirta FCFE) tai kaikille sijoittajille (vapaa kassavirta FCF)
- 2) aikahorisontti, jonka aikana kassavirrat toteutuvat, sekä
- 3) diskonttokorko, joka kuvastaa kassavirtojen riskiä.

Koska startupien arvosta suurimman osan odotetaan tulevan kasvusta, liittyy kaikkien edellä esiteltyjen elementtien ennustamiseen epävarmuutta. DCF-menetelmän luotettavuuden perusta kuitenkin ovat laadukkaat kassavirtaennusteet ja diskonttokorot. (Flanc 2014, 43; Jackman – Puca 2020.)



DCF-menetelmän ensimmäinen vaihe on ennakoida tulevaisuuden tulot ja menot. Yrityksen johdolla on tyypillisesti hallussaan paljon enemmän tietoa liiketoiminnastaan kuin ulkopuolisilla analyytikoilla ja sijoittajilla, joten tulojen ja menojen ennustaminen pohjautuu johdon tekemään tai johdon valvonnassa laadittuun prospektiiviseen taloudelliseen informaatioon (PFI). Luotettavien ennusteiden tekemiseksi VC-sijoittajan olisi mielekästä saada taloudelliset ennusteet 3–5 vuoden ajalle sisältäen kassavirtaennusteiden lisäksi ennusteet myös yrityksen taloudellisesta asemasta ja toiminnan tuloksesta. PFI voi koostua tilinpäätöksestä tai yksittäisistä taloudellisista eristä. PFI sisältää muun muassa ennusteet pääoman uudelleeninvestointitarpeista ja yrityksen markkinaosuudesta tietyn ajanjakson kuluessa sekä resurssien, tuotantokapasiteetin ja kassatarpeiden vaikutuksesta tuloihin ja menoihin. Varhaisessa vaiheessa oleville yrityksille taloudellisten lukujen saaminen voi olla hankalaa, jonka seurauksena ennuste voidaan tehdä yli viiden vuoden ajalle, kunnes irtautumisen odotetaan tapahtuvan tai yrityksen saavuttavan vakaan kasvun vaiheen. Startup-yritysten arvosta suuren osan odotetaan muodostuvan tulevasta kasvusta, joten kassavirtojen ennakkoinnissa arvioidaan myös yrityksen markkinapotentiaali, sillä se voi olennaisesti vaikuttaa tulevaisuuden kassavirtoihin. (Jackman – Puca 2020.)

Sijoittaja arvioi, onko johdon laatima PFI luotettava käytettäväksi yrityksen arvonmäärittämiseen. Sijoittajan on ymmärrettävä, miten johto on laatinut PFI:n ja mitä lähestymistapaa sen kehittämisessä on käytetty. Luotettavuuden arvioimiseksi sijoittajan on ymmärrettävä ajurit lukujen takana ja osattava arvioida niiden luotettavuus ja vaikutukset yrityksen arvoon. Sijoittajalta vaaditaan erityistä tarkkuutta pitkän aikavälin ennusteita arvioidessa, sillä niihin liittyy merkittäviä arviointiriskejä. (Jackman – Puca 2020.)

Kun tulevat tuotot ja kulut on ennakoitu, voidaan laskea vapaa kassavirta (FCF), joka tarkoittaa käytettävissä olevaa kassavirtaa, joka voidaan jakaa vapaasti sijoittajille. (Flanc 2014, 43; Jackman – Puca 2020.) Vapaa kassavirta voidaan laskea seuraavasti:

$$FCF = EBIT(1 - t) + poistot\ ja\ arvonalentumiset - CAPEX - \Delta NWC, \quad (6)$$

missä EBIT = liikevoitto,  $t$  = yrityksen veroprosentti, CAPEX = investointeihin käytetty pääoma ja  $\Delta NWC$  = nettokäyttöpääoman muutos. Nettokäyttöpääoman muutos saadaan vähentämällä lyhytaikaisesta nettomääräisestä omaisuudesta lyhytaikaiset nettovelat. (Flanc 2014, 44; Jackman – Puca 2020; Metrick – Yasuda 2011b, 200.)

Vapaan kassavirran laskemisen jälkeen kassavirrat diskontataan nykyhetkeen. Tyypillisesti diskonttokorkona käytetään keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). WACC on käytännössä vieraan pääoman kustannuksen, oman pääoman kustannuksen sekä etuoikeutettujen osakkeiden kustannuksen painotettu keskiarvo. Etuoikeutettujen osakkeiden kustannus on se korko, joka yrityksen on maksettava sijoittajalle saadakseen hänet sijoittamaan yrityksen etuoikeutettuihin osakkeisiin. (Flanc 2014, 44.) WACC voidaan laskea seuraavasti:

$$\begin{aligned}
 WACC = & (\text{vieraan pääoman osuus pääomasta} \times K_d) + \\
 & (\text{etuoikeutettujen osakkeiden osuus pääomasta} \times K_p) + \\
 & (\text{oman pääoman osuus pääomasta} \times K_e),
 \end{aligned} \tag{7}$$

missä  $K_d$  = vieraan pääoman kustannus,  $K_p$  = etuoikeutettujen osakkeiden kustannus ja  $K_e$  = oman pääoman kustannus (Flanc 2014, 44).

Kassavirtaennustetta varten sijoittajan on myös luotava arvio niin kutsutusta terminaaliarvosta, jolla tarkoitetaan yrityksen arvoa ennustejakson lopussa. Startupeille terminaaliarvon arviointi on tärkeää, sillä terminaaliarvo edustaa tyypillisesti hyvin suurta osaa yrityksen kokonaisarvosta. Terminaaliarvo voidaan määrittää joko pitkän aikavälin kasvumenetelmällä tai käyttämällä tulo- tai liikevaihtokertoimia (muun muassa nettotulo, EBIT ja EBITDA). Pitkän aikavälin kasvumenetelmässä terminaaliarvo arvioidaan tulevien ennustettujen kassavirtojen nykyarvon perusteella olettaen, että yritys jatkaa toimintaansa arviointijakson jälkeen. Diskreetin ennustejakson jälkeen kassavirrat kasvavat tasaisesti pitkällä aikavälillä tai ikuisesti ja myös pääoman kustannus on vakio. Pitkän aikavälin kasvumenetelmän yleisin muunnos on Gordonin kasvumalli (*Gordon Growth Model*, GGM), jonka avulla terminaaliarvo (TV) voidaan laskea seuraavasti:

$$TV = \frac{(1+g)CF_t}{(k-g)}, \tag{8}$$

missä CF = vapaa kassavirta vuonna t, t = terminaali-jakso eksplisiittisellä ennustejaksolla, k = diskonttokorko ja g = pitkän aikavälin kasvuvauhti. Yrityksen pitkän aikavälin kasvuvauhti voi olla myös negatiivinen, jos yrityksen odotetaan lopulta lopettavan toimintansa. (Jackman – Puca 2020.)

Tulo- tai liikevaihtokertoimia käyttäen terminaaliarvo määritetään verrokkiyhtiöiden markkinoilla havaittujen kertoimien perusteella. Terminaaliarvon määrittäminen kertoimien perusteella startupille on yleensä kuitenkin haastavaa ja voi johtaa terminaaliarvon yliarviointiin, joten menetelmä ei ole ensisijaisesti suositeltu käytettäväksi startupeille. Startupien kasvun oletetaan olevan hyvin voimakasta lähitulevaisuudessa, mutta tasoittuvan myöhemmin normaalille tasolle. Kun terminaaliarvon laskemiseen käytetään kertoimia, on vaarana, että arvo yliarvioidaan, sillä voimakas kasvu sisältyy laskelmiin sekä kassavirtoja ennustaessa että terminaaliarvon laskemiseen käytetyissä kertoimissa. (Jackman – Puca 2020.)

Lopuksi voidaan muodostaa yrityksen nettonykyarvo diskonttaamalla tulevaisuuden kassavirrat nykyhetkeen:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{TV}{(1+r)^i}, \quad (9)$$

missä NPV = kassavirtojen nykyarvo,  $CF_i$  = vapaat kassavirrat vuonna  $i$ ,  $r$  = diskonttokorko ja TV = terminaaliarvo. (Metrick – Yasuda 2011b, 201.)

DCF-menetelmän edut staattisiin menetelmiin verrattuna startupeja arvioidessa liittyvät tulevaisuuden huomioimiseen arvonmäärittämisessä. DCF-menetelmä huomioi arvonmäärittämisessä startupien oletetun kasvun ja aineettoman pääoman potentiaalin, joista startupien arvo suurimmalta osin koostuu. DCF-menetelmän puutteet liittyvät ennusteiden luotettavuuden laatuun, kuten monien muidenkin startupien arvonmäärittäykseen käytettävien menetelmien kohdalla. Koska startupeilla ei ole historiaa, on lähes mahdotonta ennustaa täysin oikein tietyn startupin tuloja ja menoja. Ennusteet ovat hyvin alttiita virheille, mikä heikentää arvonmäärittämismenetelmän luotettavuutta. Toinen DCF-menetelmän heikkouksista on sen herkkyyks muuttoksille. Ennusteet todennäköisesti muuttuvat, kun uutta tietoa tulee saataville, jolloin ennusteet ovat epävakaita. Esimerkiksi diskonttokoron muuttaminen voi vaikuttaa merkittävästikin nettonykyarvoon. (Flanc 2014, 46–47.)

#### 4.4 Muut arvonmäärittämismenetelmät

Venture capital -menetelmän ja kassavirtaperusteisen arvonmäärittämismenetelmän lisäksi startupin arvonmäärittäykseen on olemassa myös joitain muita menetelmiä.

First Chicago -menetelmä on venture capital -menetelmän muunnos, joka keskittyy arvonmäärittämisessä postmoney-valuaatioon. First Chicago -menetelmässä exit-arvo määritetään skenaariopohjaisella lähestymistavalla, jolloin yrityksen suorituskyvyn arviointia varten muodostetaan kolme skenaariota: menestyskkenaario, selviytymiskkenaario ja epäonnistumiskkenaario. Menestyskkenaariossa yritys saavuttaa poikkeuksellisen suorituskyvyn toteuttaen johdon ennusteet tai ylittäen ne, selviytymiskkenaariossa yritys pystyy jatkamaan liiketoimintaansa, mutta viiveet tietyissä prosesseissa voivat johtaa kustannusten kasvuun tai markkinoille tulon viivästytykseen, ja epäonnistumiskkenaariossa liiketoiminnan jatkaminen nähdään heikkona vaihtoehtona, joka johtaa pääomatappioihin tai liiketoiminnan epäonnistumiseen. Eri skenaarioille määritetään exit-arvot, ja startupin odotettu exit-arvo voidaan laskea lopulta painottamalla eri skenaarioiden exit-arvoja niiden toteutumistodennäköisyyksillä. Koska mallissa muodostetaan kolmelle eri skenaariolle exit-arvot ja toteutumistodennäköisyydet, irrotetaan epäonnistumisen todennäköisyys diskonttokorosta, jolloin diskonttokorko on matalampi kuin venture capital -menetelmässä. (Santo – Puca 2020.)

Markkinalähestymistavalla on etuoikeutettu rooli yritysten arvonmäärittämisessä, sillä se keskittyy markkinapohjaisiin lukuihin. Markkinalähestymistavan mukaan yrityksen arvo arvioidaan alkaen yksittäisten osakeosuuksien arvosta. Julkisen yhtiön, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena, oman pääoman arvo voidaan määrittää kertomalla yrityksen ulkona olevat osakkeet niiden markkinahinnalla. Yksityisille yrityksille, joilla ei ole noteerattuja arvopapereita, yrityksen osakkeen liikkeeseenlaskuhinta yksityisessä osakeannissa on usein olennaisin markkinapohjainen havainnoitavissa oleva data yrityksen osakkeen arvosta. Yksityisillä yrityksillä on kuitenkin tyypillisesti useita arvopaperilajeja ja -sarjoja, joilla on erilaisia oikeuksia ja etuoikeuksia, joten yrityksen arvostus perustuen kaikille arvopapereille annettuun samaan arvoon ei ole mielekästä. Backsolve-menetelmää voidaan käyttää markkinalähtöisenä menetelmänä, kun yrityksellä on usean osakelajin tai -sarjan osakkeita. Backsolve-menetelmä lähtee liikkeelle viimeisimmän yrityksen osakkeilla tehdyn kaupan havaitusta hinnasta, tyypillisesti viimeisimmän rahoituskierron hinnasta, ja kehittää sitten yrityksen omalle pääomalle arvon, joka on yhdenmukainen kyseisen hinnan kanssa. Yrityksen oman pääoman arvo voidaan allokoida pääomarakenteen kautta huomioiden eri arvopaperilajien tai -sarjojen oikeudet ja etuoikeudet. (Beaton – Puca 2020.)

Todennäköisyyksiin perustuviin menetelmiin kuuluvat päätöspuut sekä Monte Carlo -simulaatiot. Päätöspuuanalyyseja käytetään parhaimman vaihtoehdon löytämiseen päätöstä tehtäessä. Menetelmän avulla voidaan arvioida vaihtoehtoja ja niiden seurauksia, kun päätöksentekijä kohtaa epävarmuutta. Vaihtoehtoisille lopputuloksille annetaan todennäköisyydet ja niitä vertailemalla voidaan arvioida, mikä päätös tulisi tehdä suotuisimman lopputuloksen saavuttamiseksi. (Flanc 2014, 51.)

Monte Carlo -simulaatiot perustuvat satunnaisvalintaan, jonka tulokset ovat todennäköisyystilastoja, joiden perusteella arvioija voi vertailla eri skenaarioita. Tämä menetelmä edellyttää simulaatioiden toistamista useita kertoja, jotta arviointiin saadaan useita eri mahdollisuuksia, joista jotkut ovat todennäköisempiä kuin toiset. Jokainen simulaatio huomioi yhden tai useamman eri parametrin, esimerkiksi odotetun kasvunopeuden, jotka vaikuttavat yrityksen taloudelliseen arvostukseen. Eri skenaarioiden analysointi antaa asiantuntijalle mahdollisuuden johtaa arvon jakautumisen startupin eri komponenteille, joiden perusteella voidaan määrittää koko yrityksen arvo. (Flanc 2014, 52.)

Yhdysvaltalaisen Dave Berkusin kehittämä Berkus-menetelmä mahdollistaa myös sellaisten startupien arvonnäilytyksen, joilla ei vielä ole liikevaihtoa. Berkus-menetelmässä arvioidaan viittä startupin keskeistä menestystekijää: 1) perusarvoa, 2) teknologiaa, 3) johtoa, 4) strategisia suhteita startupin pääasiallisilla markkinoilla sekä 5) tuotantoa ja sen myötä tapahtuvaa myyntiä. Näiden menestystekijöiden yksityiskohtaisen arvioinnin perusteella voidaan määrittää koko startup-yrityksen arvo. Jokaiselle menestystekijälle määritetään rahallinen arvo, ja laskemalla nämä arvot yhteen, saadaan yrityksen exit-arvo. (Corporate Finance Institute 21.12.2022.)

#### **4.5 Sijoituksen tuottovaatimus ja diskonttokorko**

Varhaisen vaiheen startupien arvostusmenetelmiä voidaan joskus kutsua ennemmin taiteeksi kuin tieteeksi. Objektiiivinen ja käytännöllinen arvonnäilytyks antaa kuitenkin kriittisiä ja tärkeitä tietoja sijoittajalle, joka haluaa tehdä mahdollisimman järkeviä sijoituspäätöksiä. (Wessendorf ym. 2020.) Tuottovaatimuksen määrittämiseen käytettäviä menetelmiä on kehitetty joitain, jotka sisältävät rajoituksia liittyen muun muassa VC-sijoitustoimintaan sisältyvään epävarmuuteen ja mahdollisiin epänormaaleihin tuottoihin, mutta antavat myös suuntaa vaaditusta tuotosta.

Sijoituksen tuottovaatimus voidaan laskea capital asset pricing -mallin eli CAPM:n avulla, joka jakaa sijoitukseen sisältyvän riskin systemaattiseen ja epäsystemaattiseen riskiin. Malli perustuu omaisuuserän betan, riskittömän koron ja markkinariskipreemion väliseen suhteeseen. CAPM:ia hyödyntäen sijoituksen tuottovaatimus voidaan laskea seuraavasti:

$$r_i = R_i = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (10)$$

missä  $r_i$  on omaisuuserän  $i$  kustannus,  $R_i$  on omaisuuserän  $i$  odotettu tuotto,  $R_f$  on riskitön korko,  $R_m$  on markkinasalkun tuotto ja  $\beta$  on omaisuuserän  $i$  riskitaso. Erotus ( $R_m - R_f$ ) on markkinariskipreemio. CAPM:n perusidea on, että beta heijastaa omaisuuserän tuoton ja markkinoiden tuoton kovarianssia. Beta edustaa systemaattista riskiä, jota voidaan kutsua myös markkinariskiksi. Mitä korkeampi beta on, sitä suurempi on odotettu tuotto. CAPM olettaa, että beta-riski on ainoa sijoituksen odotettuun tuottoon vaikuttava riski. (Metrick – Yasuda 2011b, 66.)

Jotta yhtälöstä saadaan toimiva, pitää muuttujat estimoida. Muuttujana  $R_i$  voidaan käyttää omaisuuserän  $i$  toteutunutta tuottoa, muuttujana  $R_m$  voidaan käyttää julkisia osakkeita sisältävän portfolion toteutunutta tuottoa ja muuttujana  $R_f$  valtion lyhytaikaisten velkakirjojen toteutunutta tuottoa. Betan arvioinnissa voidaan käyttää tilastollista pienimmän neliösumman regression menetelmää. Tällöin yhtälö saa muodon:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta(R_{mt} - R_{ft}) + e_{it}, \quad (11)$$

missä  $\alpha$  kuvastaa regressiovakiota ja  $e_{it}$  regressiovirhetermiä. Muuttujat  $R_{it}$ ,  $R_{ft}$ ,  $R_{mt}$  ja  $\beta$  määritellään samalla tavalla kuin edeltävässä kaavassa paitsi, että tässä muuttujat kuvastavat toteutuneita tuottoja hetkellä  $t$ , kun edeltävässä kaavassa muuttujat edustivat odotettua tuottoa. Yhtälöä voidaan muokata lisäämällä siihen alfa, jonka avulla yhtälössä voidaan sallia omaisuuserän  $i$  realisoituneen tuoton olevan korkeampi kuin pääoman kustannus. Jos pääomaerä on hallinnoitu omaisuus, kuten VC-rahasto, voidaan alfa tulkita epänormaaliksi tuotoksi. Jos alfa on positiivinen, on tuotto pääoman kustannusta korkeampi ja jos alfa on negatiivinen, on tuotto matalampi kuin pääoman kustannus. Alfa ollessa positiivinen, on kyse ”epänormaalista positiivisesta tuotosta”, kun alfan ollessa negatiivinen, on kyseessä ”epänormaali negatiivinen tuotto”. (Metrick – Yasuda 2011b, 66–67.)

CAPM:iin liittyy joitain rajoitteita, jotka heikentävät saadun tuottovaatimuksen luotettavuutta. Yhtälössä esimerkiksi arvioidaan markkinariskipremio käyttämällä historiallisia tietoja markkinaportfoliosta, jonka ihannetilanteessa tulisi sisältää kaikki riskialttiit omaisuuserät kaikkialla maailmassa. Todellisuudessa näitä tietoja ei ole mahdollista kerätä, mikä tekee CAPM:n testaamisen oikealla riskipremiolla mahdottomaksi. Lisäksi CAPM ei pysty riittävästi selittämään eri sijoitustyylien tuottoa. Esimerkiksi VC-sijoittamisessa epänormaalit tuotot ovat liian suuria laitettavaksi sattuman piikkiin, joten ei voida enää sanoa, että CAPM:n yhtälö pätee keskimäärin. (Metrick – Yasuda 2011b, 75.)

CAPM:n liittyvien rajoitteiden takia tutkijat Eugene Fama ja Ken French päättivät kehittää mallin, joka korjaisi CAPM:n rajoituksia. Heidän kehittämänsä Fama-French-malli (FFM) on laajasti käytetty pääoman kustannuksen arvioinnissa. FFM on kolmen faktorin malli, jossa huomioidaan CAPM:n markkinatekijän lisäksi arvotekijä sekä kokotekijä. FFM:n yhtälöksi saadaan tällöin:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta^{SIZE} \times SIZE_t + \beta^{VALUE} \times VALUE_t + e_{it}, \quad (12)$$

missä muuttujat ovat samat kuin CAPM:ssa, mutta yhtälöön on lisätty  $SIZE_t$  ja  $VALUE_t$ , jotka ovat tuottoja portfolioille, jotka on suunniteltu korreloimaan voimakkaasti vastaavien sijoitustyyliensä kanssa.  $\beta^{SIZE}$  ja  $\beta^{VALUE}$  ovat regressiokertoimia näille tuotoille. (Metrick – Yasuda 2011b, 75–76; Connor ym. 2012, 713.)

Pástor ja Stambaugh (2003) kehittivät FFM:ia eteenpäin lisäten siihen likviditeettifaktorin, jolloin mallissa voidaan huomioida myös se, että sijoittajan tuottovaatimus on korkeampi, kun sijoitus on epälikvidi. Kuten FFM:n arvo- ja kokotekijät, myös likviditeettitekijä perustuu kuluttoman portfolion tuottoon, sillä kyseisen portfolion tuotot kuvastavat tuottoa, jota sijoittajat vaativat epälikvidien arvopaperien hallussapidosta. PSM:n yhtälö on seuraava:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta^{SIZE} \times SIZE_t + \beta^{VALUE} \times VALUE_t + \beta^{liq} \times LIQ_t + e_{it}, \quad (13)$$

missä  $LIQ_t$  on uusi likviditeettifaktori ja  $\beta^{liq}$  sen kerroin muiden muuttujien pysyessä ennallaan. Myös PSM:iin liittyy rajoituksia, sillä arvot ovat tyypillisesti vanhentuneita,

eivätkä kuvaa markkinoiden tämänhetkistä tilannetta. Menetelmän luotettavuutta voidaan parantaa ottamalla yhtälöön mukaan vain uusimmat luvut. (Metrick – Yasuda 2011b, 78.)

Perinteisen rahoitusteorian mukaan täydellisillä markkinoilla rationaalisen sijoittajan tuottovaatimus määräytyy sijoituksen riskisyyden ja vaihtoehtoisten riskittömien sijoitusten tuoton perusteella (Brealey – Myers 1996). Venture capital –rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin hyvin kaukana täydellisistä markkinoista muutamastakin eri syystä. Ensinnäkin VC-sijoitukset tehdään yksityisiin, noteeraamattomiin yrityksiin, jolloin sijoittajalla on saatavilla paljon vähemmän tietoa yrityksestä kuin tilanteessa, jossa yritys on julkisesti noteerattu. Sijoittajan ja yrityksen perustajien välisen tiedon epäsymmetrian lisäksi kaikilla sijoittajilla ei tyypillisesti ole samoja tietoja yrityksestä samaan aikaan. Toisaalta VC-sijoittajalla on tyypillisesti hyvin aktiivinen rooli sijoituskohteena olevan startupin liiketoiminnassa, joten sijoituksen tekemisen jälkeen VC-sijoittajalla on todennäköisesti paljon perusteellisempi ymmärrys yrityksen toiminnasta kuin sijoittajalla normaalisti. (Manigart ym. 2002, 293.)

Toiseksi riskipääomasijoitukset ovat erittäin epälikvidejä sijoituksia, eikä niitä voida myydä helposti ajasta riippumatta. Koska noteeraamattomien yritysten osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena, on potentiaalisia ostajia etsittävä ja päästävä ostajan kanssa sopuun yrityksen hinnasta, joka ei määräydy markkinoilla, kuten julkisten yhtiöiden kohdalla. Tämä tekee yksityisten osakkeiden kaupankäynnistä kalliin ja pitkän prosessin. Lisäksi riskipääomasijoitukset ovat suhteellisen pitkäaikaisia sijoituksia, sillä etenkin alkuvaiheen sijoituksissa kestää yleensä useita vuosia ennen kuin startup on kasvanut siihen vaiheeseen, että se kannattaa myydä ja sijoittaja saa tuottonsa. Tyypillisesti tämän vaiheen saavuttaminen vaatii myös useamman rahoituskierröksen. (Sahlman 1990.)

Kolmanneksi noteeraamattomien yhtiöiden portfoliota on huomattavan paljon vaikeampi hajauttaa kuin portfoliota, jonka yritykset ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Korkeat tiedonhankinta- ja transaktiokustannukset ovat taloudellisesti kannattavia vain silloin, kun investoinnin mahdolliset hyödyt ovat huomattavia, mikä johtaa suuriin sijoituksiin. VC-sijoittajan startupiin tekemät sijoitukset ovat tyypillisesti suhteellisen suuria verrattuna VC-rahaston kokoon, mikä rajoittaa sijoittajan hajauttamismahdollisuuksia. (Robinson, 1987.) Toisaalta VC-sijoittajan aktiivisen roolin takia taloudellisen



näkökulman lisäksi ei välttämättä muutkaan resurssit riitä ylläpitämään laajalle hajautettua portfolioa.

Näiden tekijöiden lisäksi VC-sijoitukset ovat ylipäättään riskialttiimpia kuin sijoitukset noteerattuihin yhtiöihin startupien liiketoimintaan liittyvien riskien vuoksi. Tiedonsaannin vaikeudet, sijoitusten suuret koot ja startupien liiketoimintaan sisältyvät riskit aiheuttavat sen, että VC-sijoittajat vaativat korkeampaa kokonaistuottoa kuin noteerattuihin yhtiöihin sijoittavat. Markkinoiden epätäydellisyydet viittaavat siihen, että sijoittamiseen liittyy erityisiä riskejä ja muita ominaisuuksia, jotka voivat olla markkinariskin kanssa yhtä tärkeässä roolissa tuottovaatimusta määritettäessä (Rea 1989).

VC-sijoittaja tavoittelee sijoitushetkellä tyypillisesti 10-kertaista tuottoa 3–5 vuoden kuluessa (Ramsinghani 2014, 6–7). Tuottojen suuren hajonnan vuoksi VC-sijoittamisessa keskimääräinen tuotto on kuitenkin vain noin 15 %:n luokkaa (Metrick – Yasuda 2011b, 79; Bhagat 2014, 94). Diskonttokorkona sijoittajat käyttävät tuottovaatimusta huomattavasti suurempia korkoja. Koska tuottojen hajonta on hyvin suurta ja vain pieni osa portfolion yrityksistä tuo rahastolle sijoittajan vaatiman tuoton, päästäkseen haluttuun tuottovaatimukseen koko rahaston osalta tulee sijoittajan käyttää laskelmissaan hyvin suuria diskonttokorkoja. Sijoittajat käyttävät tyypillisesti 30–70 %:n diskonttokorkoja ja startupin käynnistysvaiheessa jopa 50–70 %:n diskonttokorot ovat yleisiä. Näin korkeat diskonttokorot eivät ole selitettävissä perinteisillä pääoman hinnoittelumalleilla, vaan ne perustuvat VC-sijoitustoiminnan korkeisiin riskeihin ja startupien liiketoiminnan epävarmuuteen. (Bhagat 2014, 94.)

## 5 Empiirinen tutkimus

### 5.1 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto

Tutkielman empiirinen osuus toteutettiin field-tutkimuksena haastattelemalla suomalaisia venture capital -sijoittajia. Haastatteluihin osallistui yhteensä viisi VC-yritystä. VC-sijoittajat valittiin sen perusteella, missä vaiheessa he tekevät sijoituksen kohdeyritykseen. Tavoitteena oli valita haastateltavaksi sijoittajia, jotka tekevät sijoituksen mahdollisimman aikaisessa vaiheessa kohdeyrityksen liiketoimintaa. Kaikki sijoittajat keskittyivät sijoituksiinsa aikaisen vaiheen yrityksiin. Haastateltavista sijoittajista sijoittajat 1 ja 5 vaativat sijoituskohteiltaan pääsääntöisesti olemassa olevan tuotteen, kun sijoittajat 2, 3 ja 4 sijoittavat myös pre-seed- ja seed-vaiheen startupeihin. Tutkimuksen aineistonkeruumenetelmänä käytettiin teemahaastattelua, joissa haastattelun aihepiirit ja haastattelukysymykset olivat ennalta määritettyjä antaen kuitenkin mahdollisuuden lisäkysymysten esittämiselle haastattelutilanteessa (liite 1).

Haastateltavat olivat kaikki joko edustamansa organisaation toimitusjohtajia tai partnereita. Kaikki heistä olivat toimineet jo pitkään VC-sijoitustoiminnan parissa erilaisissa tehtävissä. Haastattelut toteutettiin Zoom-ohjelmiston avulla ja ne kestivät reilusta 40 minuutista tuntiin. Taulukkoon 3 on kerätty yhteenveto haastateltavien rooleista yrityksissään, haastatteluiden ajankohdat sekä kestot.

Taulukko 3 Haastattelut

Haastateltava	Haastateltavan rooli yrityksessä	Ajankohta	Haastattelun kesto
Sijoittaja 1	General partner	1.3.2022	44 min
Sijoittaja 2	Co-founder & partner	1.3.2022	45 min
Sijoittaja 3	CEO	2.3.2022	52 min
Sijoittaja 4	Founding partner	2.3.2022	54 min
Sijoittaja 5	CEO	3.3.2022	45 min

Tutkimuseettisen neuvottelukunnan (2019, 8) ohjeen mukaan tutkittavalla henkilöllä on oikeus saada tietoa muun muassa tutkimuksen sisällöstä, henkilötietojen käsittelystä ja tutkimuksen käytännön toteutuksesta. Haastattelukutsujen lähettämisen yhteydessä haastateltaville kerrottiin kirjallisesti tutkielman tarkoitus ja sisältö pääpiirteittäin sekä toteutustavat ja se, mitä tutkimukseen osallistuminen käytännössä vaatii haastateltavalta.

Haastateltaville myös selvennettiin, ettei tutkielmassa esitetä tietoja, joista haastateltavat henkilöt tai heidän edustamansa yritykset voitaisiin tunnistaa.

Kaikki haastattelut nauhoitettiin ja litteroitiin. Nauhoitukseen pyydettiin lupa jokaiselta haastateltavalta ja heille tehtiin selväksi, että nauhoitteiden ja litteroitujen tekstien käsittelyssä ja säilytyksessä noudatetaan Turun yliopiston tietoturvaohjeistuksia. Nauhoitteet tuhoetaan ohjeistuksen mukaisesti tutkimuksen valmistuttua ja litteroitua aineistoa säilytetään tietoturvallisesti, kunnes se voidaan ohjeistuksen mukaan hävittää. Turun yliopisto suosittelee viiden vuoden säilytysaikaa litteroidulle aineistolle.

Haastattelukysymykset lähetettiin haastateltaville etukäteen, sillä kysymykset on luotu tutkimuksessa käytettävän Tyebjeen ja Brunon (1984) VC-sijoitusprosessin mallin näkökulmasta. Haastattelujen laadun kannalta koettiin tärkeäksi, että haastateltavilla on mahdollisuus tarkastella oman yrityksensä toimintaa valitun mallin näkökulmasta luotujen kysymysten avulla jo ennen haastattelua. Tällä tavalla uskottiin saatavan mahdollisimman laajat ja yksityiskohtaiset vastaukset haastattelukysymyksiin. Malli on suhteellisen yksinkertainen kuvaus VC-sijoitusprosessista, joten sen koettiin antavan riittävästi tilaa myös prosessin vaiheiden eroavaisuuksille eri yrityksissä, jolloin mallin ei koettu ohjaavan haastateltavien vastauksia liikaa.

Haastatteluiden aihepiirit keskittyivät teoriaosuudessa käsiteltyihin aiheisiin. Haastatteluissa keskityttiin VC-sijoitusprosessin kuvaukseen sekä prosessin seulonta- ja arvonmäärittämisvaiheeseen. Lisäksi käsiteltiin toteutuneeseen valuaatioon vaikuttavia tekijöitä sekä aineettoman pääoman vaikutusta näihin kaikkiin aihealueisiin. Haastatteluissa käsiteltiin kattavasti VC-yrityksen toimintaa, sijoitusprosessia ja erilaisia menetelmiä, joiden avulla sijoituskohteita arvioidaan ja sijoituspäätöksiä tehdään.

## **5.2 Venture capital -sijoitusprosessin kulku**

Venture capital -sijoitusprosessin yksityiskohtainen kulku voi vaihdella hieman sijoittajasta riippuen. Pääpiirteet prosessissa kuitenkin toistuivat jokaisen haastateltavan kuvauksissa. Sijoitusprosessin kulku on muodostettu tähän lukuun haastateltavien kuvausten perusteella. Alaluvun 5.2.4 lopussa esitellään kuvio, joka on muodostettu mukaillen sijoittajan 1 esittelemää kaaviota hänen edustamansa VC-yrityksen sijoitusprosessista, joka toimii havainnollistavana esimerkkinä mahdollisesta sijoitusprosessista ja sen eri vaiheista.

### 5.2.1 Sopimusten löytäminen ja seulonta

Venture capital -sijoitusprosessi alkaa potentiaalisten sopimusten kartoittamisella ja seulonnalla. Seulontavaihe on tärkeä osa VC-sijoitusprosessia. Mitä enemmän yrityksiä sijoittajat seulovat, sitä suurempi mahdollisuus heillä on löytää heille sopivat sijoituskohteet. Haastatteluista nousi esiin kolme pääasiallista keinoa, joiden avulla VC-sijoittajat löytävät potentiaalisia sijoituskohteita seulottavien startupien joukosta:

1. Rahoituksen tarpeessa oleva startup ottaa yhteyttä VC-sijoittajaan
2. VC-sijoittaja ottaa yhteyttä potentiaalisiksi katsomaansa startup-yritykseen
3. VC-sijoittaja saa vinkin verkostoltaan potentiaalisesta startup-yrityksestä

Sijoittajat saavat tyypillisesti hyvin paljon yhteydenottoja rahoituksen tarpeessa olevilta startupeilta. Gomersin ym. (2021) tutkimuksen mukaan lähes 30 % sopimuksiin johtavista tapauksista startup on se, joka ottaa aluksi yhteyttä VC-sijoittajaan rahoituksen toivossa. Startupit voivat löytää VC-sijoittajia useista eri kanavista, esimerkiksi oman verkostonsa tai yhdistyksen, kuten Pääomasijoittajat ry:n kautta. Rahoituksen tarpeessa olevia startup-yrityksiä on paljon ja seulotuista yrityksistä vain murto-osa saa VC-rahoitusta, mutta myös sijoittajan kannalta on tärkeää, että mahdollisimman moni startup löytää heidät. Brändin rakentaminen on tärkeää myös siksi, että startupeja luonnollisesti kiinnostaa rahoituksen lisäksi se, mitä muuta VC-sijoittajalla on tarjota.

*Tärkeä osa on diilien sourcaus eli se, että ylipäättään nähdään caseja markkinalta. Parempaa casea ei voi tehdä tietenkään kuin mikä on deal flow. Se on iso osa sitä, että me pyritään löytämään ja rakentamaan omaa brändiä sellaiseksi, että oltaisiin ensimmäisenä mielessä startup-yrittäjille, kun lähdetään hakemaan rahoitusta. Että mahdollisimman paljon näkisi niitä diilejä. (Sijoittaja 4.)*

*Me yritetään rakentaa sitä meidän omaa brändiä ja näkyvyyttä ja tavallaan, että me ollaan kiinnostava sijoittaja, että kaikkihan siinä sitten kisaa hyvistä caseista. Useimmiten ensimmäinen kysymys monelta on, että mitä muuta kuin rahaa teillä olisi tarjota varsinkin tähän alkuvaiheen sijoittamiseen. (Sijoittaja 4.)*

VC-sijoittaja voi myös itse ottaa yhteyttä mielenkiintoisiin startup-yrityksiin. Gomersin ym. (2021) mukaan noin 10 % sopimuksista syntyy niin, että VC-sijoittaja ottaa yhteyttä mielenkiintoiseen startup-yritykseen. Yhteydenotot voivat tapahtua esimerkiksi perinteisten kylmäpuheluiden avulla. Sijoittaja 5 totesi kylmäpuheluiden muodostavan

merkittävän osan heihin kohdistuvasta sopimusvirrasta, sillä yhtiö uudistettiin täysin joitain vuosia sitten, joten se on vielä suhteellisen tuntematon VC-markkinoilla.

*Me ollaan tosi paljon aktiivisesti itse yhteydessä yhtiöihin, että varmaan 70–80 % tulee meidän omien kontaktien kautta, että ollaan itse yhteydessä ja ehkä 20 % siitä, että meihin ollaan yhteydessä. Me ollaan kyllä yritetty nostaa sitä, että ollaan tekemässä parhaillaan nettinäkyvyyttä ja sen tyyppisiä asioita, mutta kyllä se runko on siinä meidän omassa aktiivisessa kontaktoinnissa. Se on tietyllä tavalla myyntityötä, mutta se on aika palkitsevaakin. Kasvuyhtiöillä on aina rahat loppu, että se on siinä mielessä kiitollista hommaa, että jos rahoittaja on kiinnostunut yhtiöstä. Aika kivasti saa kyllä keskusteluyhteyksiä auki. (Sijoittaja 5.)*

VC-sijoittajat voivat löytää sijoituskohteita myös erilaisten startup-ohjelmien kautta. Yrityskiihdyttämöiksi kutsutut organisaatiot järjestävät rajoitetun keston ohjelmia, jotka auttavat startup-yrityksiä kasvamaan. Yleisesti ottaen kiihdyttämöt auttavat startupeja kehittämään tuotteitaan tai palveluitaan, tunnistamaan asiakassegmentit ja turvaamaan resurssit. Lisäksi ne tarjoavat verkostoitumismahdollisuuksia muiden startupien sekä mentoreiden, kuten venture capital -sijoittajien kanssa. (Cohen 2013, 19.) Myös yliopistot ja tutkimuslaitokset järjestävät hankkeita, joista voidaan löytää hyvin aikaisessa vaiheessa olevia caseja. Nämä caset eivät välttämättä ole vielä tämän hetken sijoituskohteita tai edes yrityksiä, mutta voivat tulla relevanteiksi lähitulevaisuudessa.

*...Itse aktiivisesti etsitään kohdeyrityksiä tai mielenkiintoisia startupeja esimerkiksi erilaisista kiihdyttämö-ohjelmista, vaikka esimerkiksi Suomessa Kiuas, Ruotsissa Fastec tai Sting, minkä lisäksi katsotaan myös läpi erinäköisiä yliopistojen tällaisia kehitys-, ei varmaan kehitysprojekteja, mutta tavallaan tällaisia vaikka innovation to business -tyyppisiä patheja käydään läpi. (Sijoittaja 3.)*

*...Me tehdään myös aktiivisesti tämmöistä, lähinnä yliopistojen kanssa ja tutkimuslaitosten kanssa, että käydään siellä ihan heitä tapaamassa ja pyritään sieltä löytämään aikaisessa vaiheessa näitä mahdollisia tiedelähtöisiä hankkeita, jotka tyypillisesti ei ole vielä edes yrityksiä tai saattaa olla, että vuoden tai kahden päästä on vasta tarkoitus tämmöinen yritys perustaa... Että käydään näissä yliopistoissa ja tutkimuslaitoksissa jo, vaikka ne ei ole vielä siinä vaiheessa, että siellä olisi mitään tiimiä tai yritystä perustettu. Tämä on tavallaan sitä aikaisinta vaihetta. Ne on semmoisia, jotka mahdollisesti tulee meille relevanteiksi vuoden tai parin päästä vasta. (Sijoittaja 2.)*

Kolmantena pääasiallisena keinona löytää potentiaalisia startup-yrityksiä sijoittajat nostivat esille oman verkostonsa merkityksen. Esimerkiksi verkostoon kuuluva kollega, enkelisijoittaja tai yritys voi suositella startupeja, joiden uskoo sopivan VC-sijoittajan

portfolioon. Myös VC-rahaston sijoittajat voivat olla tärkeitä tekijöitä verkostossa uusien mahdollisuuksien löytämiseksi. Gerkenin (2014) mukaan 40 % VC-sijoituksiin sitoutuneesta pääomasta koostuu julkisyhteisöjen, yksityisten yritysten tai voittoa tavoittelemattomien järjestöjen eläkejärjestelyistä. 18 % pääomasta koostuu rahoituslaitosten, kuten pankkien ja vakuutusyhtiöiden, tarjoamasta pääomasta ja yliopistojen lahjoitusten sekä hyväntekeväisyssäätiöiden osuus on noin 17 %. Yksityishenkilöt ja perheet tarjoavat pääomasta noin 11 % ja yritysten osuus on 9 % kaikesta VC-toimintaan sitoutuneesta pääomasta. VC-rahaston passiivisten sijoittajien, kuten eläkelaitosten, lisäksi joukossa voi olla sijoittajia, joilla on aktiivisempi rooli uusien sijoituskohteiden löytämisessä. Verkosto on merkittävin lähde uusien sijoituskohteiden löytämiseen, sillä karkeasti 60 % sijoituskohteista löytyy hyödyntämällä verkostoa: suurin osa kollegoiden tai työtuttujen kautta, mutta merkittäviä lähteitä ovat myös muut VC-sijoittajat ja kohdeyritykset (Gompers ym. 2021).

*Me ollaan paljon panostettu siihen, että meidän fundin sijoittajina on paljon menestyksekkäitä startup-yrittäjiä. Me ollaan ehkä siitä poikkeuksellinen fundi, että usein sijoittajat on aika passiivisia, esimerkiksi eläkevakuutusrahastoja, mutta meillä on sitten lista henkilöitä, jotka on tehnyt hyvän exitin ja me ollaan niitä koitettu saada meidän fundin sijoittajiksi. Se toimii myös hyvänä lähteenä, kun monethan sitten kyselee näiltä ihmisiltä, että mitä pitäisi tehdä ja sinähän olet tämän jo kerran tehnyt. Ja ne saattaa tehdä itse enkelisijoituksia, mutta sitten saattaa olla sellaisia toimialoja, että ne ei itse ymmärrä tai niitä ei kiinnosta, niin sitten ne voi sanoa, että hei mä olen [VC-yrityksen nimi] mukana, että lähesty heitä. (Sijoittaja 4.)*

Seulottujen yritysten määrä vaihtelee VC-yrityksen kapasiteetin ja sen mukaan, miten paljon VC-yritys löytää startupeja. Keskimäärin VC-sijoittajat arvioivat, että seulottujen startupien joukosta sijoitus tehtiin noin 1 %:iin yrityksistä. Esimerkiksi sijoittaja 2 arvioi yhtiönsä seulovan noin 500 startupia vuodessa, joista sijoitus tehdään noin viiteen. Vastaavasti sijoittaja 4 arvio yhtiönsä käyneen läpi kaiken kaikkiaan noin 4000 startupia, joista sijoitus tehtiin 40 yhtiöön. Luvut vastaavat Gompersin ym. (2021) tutkimustuloksia, joiden mukaan yhtä sijoitusta kohden VC-sijoittaja seuloi keskimäärin 101 sijoitusmahdollisuutta. Näistä mahdollisuuksista 28 johtavat tapaamiseen startupin johdon kanssa, 10 yritystä tarkastellaan tarkemmin kokouksessa partnereiden kanssa, 4,8 yritystä etenee due diligence -tarkastukseen, joista sopimusneuvotteluihin etenee 1,7 yritystä. Loppujen lopuksi sijoitus tehdään vain yhteen yritykseen 101 mahdollisuudesta.

## 5.2.2 Keskustelut ja alustava term sheet

Seulotuista yrityksistä sijoittajan kannalta mielenkiintoisimmat startupit pääsevät etenemään VC-prosessissa seuraavaan vaiheeseen. Tyypillisesti seuraavassa vaiheessa VC-sijoittaja ja kohdeyritys tapaavat ja käyvät ensimmäisen keskustelun mahdollisesta sijoituksesta. Tässä vaiheessa startupista tehdään ensimmäinen analyysi. Ensimmäinen analyysi on tyypillisesti melko nopea ja sen tarkoitus on varmistua lähinnä siitä, sopiiko kyseinen yritys sijoittajan portfolioon. Sopivuudella voidaan tarkoittaa esimerkiksi sijoituksen ja sen myötä valuaation suuruutta. Joskus voi käydä niin, että ensimmäisen keskustelun jälkeen sijoitus päätetään jättää tekemättä, mutta sijoittaja jää seuraamaan startupia ja sijoitusprosessissa edetään jonain myöhempänä ajankohtana. Tällainen tilanne voi olla kyseessä esimerkiksi silloin, jos VC-sijoittaja vaatii tietyn suuruista liikevaihtoa startupilta ennen sijoitusta.

*Meillä voi olla niin, että ensimmäisessä keskustelussa on luvut olleet sellaiset, että me ollaan päätetty, että ei lähdetä, mutta sitten ollaan jääty seurailemaan ja aina aika ajoin kysellään, että miten menee ja mitä kuuluu ja sitten asiat kypsyvät ja lähtee lokahtelemaan paikoilleen. Tässä aika monesti on niin, että jos on suunniteltu joku kasvu tai muu, niin aika harvoin menee kyllä niiden ennusteiden mukaan. Mutta meille on tärkeää nähdä se, että se on lähtenyt kasvuun, että oikeasti kasvua on saatu jo aikaiseksi. (Sijoittaja 5.)*

VC-sijoittajat arvioivat startupia huolellisen tutkimuksen avulla, tutustumalla startupin ja sen perustajien taustoihin sekä tekemällä referenssitarkistuksia (Gerken 2014, 167–168). Referenssitarkistuksilla tarkoitetaan esimerkiksi puheluita startupin asiakkaille ja ulkopuolisille asiantuntijoille. Keskustelujen aikana käydään läpi muun muassa osapuolille heränneet kysymykset ja puheenaiheet ja neuvotellaan mahdollisen sijoituksen ehdoista, kuten valuaatiosta.

Keskusteluja käydään tyypillisesti useampia ja myös niiden aikana startupeja karsiutuu. VC-sijoittamisessa keskustelut ovat kaksisuuntaisia ja karsiutuminen voi tapahtua myös startupin aloitteesta: VC-sijoittajan lisäksi myös startup analysoi, olisiko kyseinen sijoittaja sopiva juuri heidän yritykselleen. Startupin ja sijoittajan välisen suhteen merkitys on suuri, kun yhteistyötä tehdään keskimäärin 7–10 vuotta (Gerken 2014, 171). Keskusteluiden aikana kumpi tahansa tai molemmat osapuolet voivat todeta löytävänsä itselleen sopivamman yhteistyökumppanin muualta.

*...Pitää muistaa, että tämä keskusteluvaihe on kaksipuolinen arviointi, että kaikki VC:t ei ole oikeita sijoittajia joka firmaan. Ja joskus on siitä kiinni,*

*että mihin on erikoistunut, mutta joskus vaan ei ajatella samalla tavalla ja silloin se on molempien edun mukaista todeta... Ja ainahan se kyllä käy näin startupeissa, että jonkun kanssa synkkaa, jonkun kanssa synkkaa vähemmän ja vika ei ole välttämättä startupissa eikä VC:ssä, vaan joskus vaan löytyy nopeammin tämä yhteinen sävel, joskus täytyy vähän olla enemmän ja joskus jompikumpi toteaa, että tämä ei välttämättä ole hyvä. (Sijoittaja 1.)*

Keskusteluiden perusteella VC-sijoittajat tekevät alustavan sijoituspäätöksen. Kun sijoituspäätös on tehty, tehdään alustava term sheet, joka sisältää alustavat rahoitusehdot. Term sheet -asiakirjassa määritellään muun muassa sijoittajansuojalausekkeita, jotka sisältävät veto-oikeuksia yhtiön toimiin, jotka vaikuttavat haitallisesti sijoittajan asemaan. Tällaisia toimia ovat esimerkiksi yrityksen myyminen, osakkeiden lisääminen tai lisärahoituksen hankkiminen. Muita tyypillisesti term sheetiin sisällytettäviä ehtoja ovat muun muassa osinkoihin liittyvät oikeudet, etuosto-oikeudet, lunastusoikeudet ja rekisteröintioikeudet. Lisäksi term sheetissä kerrotaan tyypillisesti aina eri osakesarjojen äänioikeudet sekä hallituksen kokoonpano. (Gerken 2014, 206–213.)

*Sitten siinä ehkä neuvotellaan sitä valuaatiota vielä, että siellä on erilaisia instrumentteja... Saattaa olla sillä tavalla, että se on eri osakesarja, kun foundereilla ja tämäntyyppisiä asioita. Sitten siellä puhutaan siitä, että minkälaisia veto-oikeuksia, vähemmistösuojaa, sijoittajilla on, että kaikki tärkeät päätökset edellyttää sijoittajien hyväksyntää... Halutaanko me minkälainen optio-pooli eli siellä saattaa foundereilla olla hyvä omistus, mutta siellä voi olla tiettyjä rekrytointitarpeita tai muita avainhenkilöitä, jotka halutaan sitouttaa siihen osakkeenomistuksen kautta optioilla... Niin nämä keskeiset asiat pyritään siinä term sheetissä tuomaan esiin. (Sijoittaja 2.)*

VC-sijoittajat kertoivat arvioivansa kohdeyritystä hyvin käytännönläheisesti. Keskusteluissa voidaan käsitellä esimerkiksi sitä, miten startup aikoo rekrytoida tarvittavat henkilöt tai millä keinoin startup aikoo päästä tietylle markkinalle. Eri aiheista keskustellaan niin startup-yrittäjien kuin esimerkiksi asiakkaiden tai ulkopuolisten asiantuntijoidenkin kanssa, jotta saadaan mahdollisimman hyvä kuva yrityksen toiminnasta, sen vahvuuksista ja heikkouksista, jotta alustava term sheet voidaan luoda.

### 5.2.3 Due diligence -tarkastus

Ennen term sheetiä VC-sijoittaja voi tehdä kevyen due diligence (DD) -tarkastuksen itse. Varsinainen DD-tarkastus tehdään tyypillisesti kuitenkin vasta sen jälkeen, kun startup on hyväksynyt term sheetin. DD-tarkastus tehdään yleensä joko kokonaan tai osittain ulkopuolisten ammattilaisten toimesta. DD-tarkastuksen tarkoitus on varmistua siitä, että



asiat ovat niin kuin ne on esitetty, eikä esiin nouse seikkoja, jotka tekisivät sijoituksesta kannattamattoman ja saisivat sijoittajan kumoamaan alustavan sijoituspäätöksen. DD-tarkastuksen laajuus riippuu tyypillisesti suoritettavan liiketoimen luonteesta. Osana DD-tarkastusta arvioidaan myös kohdeyrityksen aineetonta omaisuutta. (The Economic Times 2022.) Oikeudellisen, taloudellisen ja liiketoiminnan due diligence -tarkastuksen lisäksi sijoittajat tyypillisesti laajentavat tarkastuksen myös muille osa-alueille, kuten teknologiaan tai startupin perustajatiimiin.

*...Me tehdään tavallaan tuota due diligenceä ensin itse eli voisi sanoa, että me tehdään sisäisesti itse. Me monesti tehdään esimerkiksi referenssipuheluita alan eksperteille, kysytään heidän mielipidettään, että onko se teknologia kiinnostava... Sitten jos heillä [startupilla] on asiakkaita tai jotain tämän tyyppisiä jo, niin tehdään asiakashaastatteluja, että saadaan sitä kautta myös sitten tiimin ulkopuolelta ongittua tietoa siitä ja oikeastaan se on meidän tämmöistä sisäistä, mitä me tehdään omin resurssein... (Sijoittaja 2.)*

*...Sitten jos me saadaan se term sheet hyväksytettyä, niin sen jälkeen me voidaan käynnistää tämmöinen due diligence -prosessi, missä sitten käytetään ulkopuolisia asiantuntijoita. Siellä on tyypillisesti sitten legal due diligence, jossa katsotaan asiakassopimukset, työntekijäsopimukset, muut kaikki tämmöiset, että asiat on kunnossa ja sitten tehdään lisää markkinaselvitystä, lisähaastatteluja mahdollisista asiakkaista, kilpailijoista, tämäntyyppistä. Saatetaan teettää ulkopuolella patenttijuristeilla arvio siitä, että kuinka hyviä heidän IP-suojapatenttinsa [intellectual property] on ja miten niitä pystyisi kehittämään... (Sijoittaja 2.)*

*Ulkopuolista apua tarvitaan siihen, että tehdään taloudellinen financial [tarkastus] ja legal [tarkastus] ja sitten eri tavalla tehdään business ja tekniikka [tarkastukset] ja myöskin hr-tiimin [tarkastus] hoidetaan itse. Että osin itse osin ulkopuolisen [toimesta]. Useimmiten tehdään business-analyysi ja hr-analyysi tai tiimin analyysi itse. Usein meillä on siinä teknillisessä DD-osiossa myöskin ulkopuolisia mukana ja legal- ja financial-osioissa on aina ulkopuolisia mukana. (Sijoittaja 1.)*

Due diligence -tarkastuksen jälkeen eteneminen sijoitusprosessissa riippuu siitä, mitä tarkastuksessa on selvinnyt. Jos tarkastuksessa ei ilmene sijoituksen kannalta hälyttäviä asioita, voidaan prosessissa edetä term sheetissä laadittujen ehtojen mukaan. DD-tarkastuksessa voi kuitenkin nousta esiin asioita, jotka muuttavat sijoituksen ehtoja. Pahimmillaan tarkastus tuo ilmi asioita, joiden myötä sijoittajan on kannattavaa jättää sijoitus kokonaan tekemättä. Tällainen tilanne on kuitenkin suhteellisen harvinainen, sillä usein mahdolliset huolestuttavat asiat nousevat esiin jo keskusteluvaiheessa. Kevyin perustein sijoituspäätöstä ei tässä vaiheessa kuitenkaan kumota, sillä se vaikuttaisi myös

VC-sijoittajan maineeseen negatiivisesti ja mahdollisesti tuleviin sijoitusmahdollisuuksiin.

*Monesti sieltä löytyy sellainen to do -lista, että mitä pitää laittaa kuntoon, jos me sijoitus tehdään. Aika harvoin tulee, olisiko kerran käynyt niin, että DD:n jälkeen ollaan päädytty siihen, että ei lähdetä tähän. Mutta enemmän se on sellainen leima, että kaikki on ok. Harvemmin sieltä tulee mitään, koska kyllä me pyritään jo verifioimaan vähän siinä keskustelussa muutenkin, että onko ne luotettavan oloisia ne ihmiset ja puhuuko ne ristiin ja muuta, että me kuitenkin käydään sen verran paljon niitä keskusteluja. (Sijoittaja 5.)*

*Hyvin harvinaista. Sanotaan, että ehkä myöhemmän vaiheen sijoituksissa voi tulla helpommin, mutta alkuvaiheen yrityksissä siellä voi tulla niitä asioita, joita ei ole vielä hoidettu tai tehty. Mutta toki siihenkin pitää varautua. Mutta hyvin kevyelläkään perusteella sitä ei voi tehdä, koska se on sille yrittäjällekin ikävä tilanne, kun he on meidät valinneet. Niin aika huonon maineen saisi markkinalla, jos jotenkin kevyin perustein katkaisisi sen prosessin, että kyllä siinä pitää olla painavat syyt siinä kohtaa. Eli ei ole tyypillistä toisin sanoen, että näin käy, mutta on mahdollista. (Sijoittaja 4.)*

Haastatellut VC-sijoittajat korostivat, että due diligence -tarkastuksen tarkoitus on varmistua siitä, että kaikki on startupissa sijoituksen kannalta kunnossa. Sijoittajat totesivat, että tärkein asia, mitä DD-tarkastuksella varmistetaan, on, että startupin aineeton pääoma on tosiasiaassa startup-yrityksen omistuksessa. Usein tarkastuksessa selviää asioita, jotka pitää korjata, mutta sijoittajat korostivat, että se on täysin normaalia nuoren yrityksen kohdalla, eikä se estä sijoituksen tekemistä. Keskusteluiden aikana sijoittajan ja kohdeyrityksen välille syntyy luottamus, joten DD-tarkastuksesta ei oleteta selviävän asioita, jotka voisivat kumota sijoituspäätöksen. Tarkastuksen tarkoitus on saada virallinen varmistus siitä, että asiat todella ovat niin kuin ne on keskusteluissa esitetty.

#### 5.2.4 Varsinaiset sopimusneuvottelut

Due diligence -tarkastuksen jälkeen edetään varsinaisiin sopimusneuvotteluihin. Sijoituksen kannalta tärkeimmät ehdot on sisällytetty term sheetiin, mutta varsinaisissa sopimusneuvotteluissa käydään läpi muut esiin tulevat asiat ja mahdolliset hienosäädöt. Tyypillisesti sijoittajan ja startupin väliset sopimukset ovat melko standardoituja. VC-sijoittajilla on usein tiettyjä vaatimuksia, mutta niitä varten tarvitaan harvoin monimutkaisia sopimuksia. Sijoittajan vaatimukset liittyvät usein sijoittajansuojaa koskeviin kysymyksiin. Gomersin ym. (2021) mukaan sijoittajat eivät usein jousta suhteellisten sijoitusoikeuksien, likvidaatioetuksien ja laimentumisenesto-oikeuksien

suhteen. Lisäksi sijoittajat ovat suhteellisen joustamattomia startupin perustajien oman pääoman siirtämisen, yrityksen arvostuksen sekä hallituksen määräysvallan suhteen. Sijoittajan kannalta tärkeimpiä sijoitusehtoja ovat suhteelliset oikeudet, joiden avulla VC-yritykset voivat hankkia lisäosuuden startupista, sillä VC-sijoitusten suurin tuottojen lähde on kyky tuplata voitot. Ehdot, joissa VC-yritykset joustivat eniten, koskivat optiopoolia, osallistumisoikeuksia, sijoituksen määrää, lunastusoikeuksia ja erityisesti osinkoja. (Gomers ym, 2021.)

Useampi haastatelluista VC-sijoittajista mainitsi seriesseed.fi-nettisivustosta, joka tarjoaa valmiita sopimus pohjia esimerkiksi enkelisijoittajille tai venture capital -sijoittajille. Kyseinen sivusto on suomalainen, mutta vastaavia sivustoja löytyy myös muille maille. Sijoittajat suosivat sivuston tarjoamia sopimus pohjia sijoittaessaan startupeihin, sillä pohjissa on pyritty tasapainottamaan sekä sijoittajan että startupin perustajien oikeudet. Valmiit sopimus pohjat toimivat erityisen hyvin, kun sijoitus tehdään korkean riskin sijoituskohteeseen: jos startup epäonnistuu, sijoittajalle aiheutuu väistämätön tappio, jota ei voi sopimusehdoilla estää.

*Meillä on joitain tiettyjä pieniä asioita, joista me ollaan itse poikettu, joista sitten yleensä neuvotellaan. Mutta lähtökohtaisesti ollaan pyritty siihen, että kun firmoihin ei sijoiteta tässä vaiheessa vielä merkittäviä summia, niin ei siinä haluta hirveän paljon lakifirmoille siirtää, vaan me pyritään minimoimaan se kustannus, mikä siihen menee. Mitä enemmän sulla on tällaisia erikoisjuttuja ja neuvoteltavia asioita, niin sitä isommaksi ne kustannukset nousee. Mutta me ymmärretään tämä balanssi ja kun on lähtökohtaisesti sanottu, että tässä on tällaiset ehdot, jotka on kattanut vähän kaikki osapuolet, niin tukeudutaan niihin... Mutta loppujen lopuksi enemmän aika käytännön tason asioita kuin isoja juttuja, ne monimutkaistuvat sitten myöhemmässä vaiheessa. Sitten tulee enemmän kustomoituja sopimuksia ja erityisiä ehtoja, mutta ainakin meillä on ollut sellainen lähestymistapa, että ei lähdetä rakentamaan sinne mitään hirveän tiukkoja esimerkiksi likvidation preference -asioita tai antidilutaatioasioita tai jotain muuta, koska niistä yleensä kerrotaan vasta myöhemmässä vaiheessa. Ja sitten kun meille se riski on niin iso, että vaikka me laitettaisiin sinne joku downside protection, niin se on käytännössä konkurssissa se firma, jos se ei onnistu, niin se ei oikein auta yhtään mitään, että siellä sopimuksessa on tosi isoja ehtoja neuvoteltu ja määritelty. (Sijoittaja 4.)*

Joissain tapauksissa startupilla voi olla useampia sijoittajia rahoituskierröksellä, jolloin sijoitus niin sanotusti syndikoidaan eri rahoittajien kesken. Syndikoidussa sijoituksessa useat VC-sijoittajat tekevät sijoituksen samaan kohdeyritykseen samanaikaisesti. Riskipääoma-alalla rahoituksen syndikointi on melko yleinen käytäntö, sillä

syndikoimalla voidaan jakaa sijoitukseen sisältyviä riskejä muiden rahoittajien kesken. Deli ja Santhanakrishnan (2010) tutkimuksen mukaan VC-yrietykset syndikoivat sijoituksia lieventääkseen yksittäisen VC-yrietyksen inhimillisen pääoman ja taloudellisten resurssien rajoituksia ja vähentääkseen yrityksen arvoon kohdistuvaa epävarmuutta. Heidän mukaansa syndikaatio on todennäköisempää silloin, kun sijoituskohteena oleva yritys on hyvin varhaisessa kehitysvaiheessa tai viimeisessä kehitysvaiheessa ennen listautumista, koska tällöin sijoitukset inhimilliseen pääomaan ovat suurimmat. Syndikaatio on todennäköisempää myös silloin, kun kohdeyrityksen pääoman tarve ja kasvumahdollisuudet ovat suuret, sillä niiden arvon määrittäminen on vaikeaa. (Deli – Santhanakrishnan 2010, 557.) Sopimusneuvotteluiden aikana syndikaatiossa olevat sijoittajat sopivat myös keskenään sijoitukseen liittyvistä ehdoista.

*...Ja sitten joissain tapauksissa saattaa olla niin, että se case syndikoidaan eli siinä saattaa olla enemmän kuin yksi sijoittaja, niin sitten tietysti sijoittajien välillä jutellaan tiettyjä asioita, esimerkiksi miten hoidetaan hallituspaikat ja muut vastaavat asiat. (Sijoittaja 4.)*

*...Ja sitten neuvotellaan siitä [sopimuksesta] ja joskus me ollaan ainoa sijoittaja ja joskus, tai hyvin usein syndikoidaan eli ei olla ainoita sijoittajia casessa, vaan neuvotellaan niiden muiden sijoittajien kuin startupin kanssa, kunnes jossain vaiheessa tehdään lopullinen term sheet, joka sitten on tällä startupilla, jonka ne sitten joko ottaa tai ei ota. (Sijoittaja 1.)*

VC-sijoittajan rooli startup-yrietyksen toiminnassa on tyypillisesti hyvin aktiivinen. Aktiivisen roolin helpottamiseksi käytännössä sopimusehtoihin voi kuulua esimerkiksi VC-sijoittajan vaatimus hallituspaikasta, jonka useampi haastateltu sijoittaja mainitsi mahdollistavan aktiivisen osallistumisen startupin toimintaan. Gomersin ym. (2021) tutkimuksen mukaan VC-sijoittajat ovat suhteellisen joustamattomia hallituspaikkavaatimuksensa suhteen, sillä sitä pidetään usein tehokkaimpana valvontamekanismina, jonka avulla voidaan vaikuttaa sijoittajan tuottoon.

*VC:llähän on kyllä yleensä tiettyjä vaatimuksia, esimerkiksi me halutaan aina hallituksen jäsenyys. Me halutaan olla aktiivinen sijoittaja ja ellemme ole hallituksessa, niin on kyllä hankalaa olla aktiivinen sijoittaja. (Sijoittaja 1.)*

*Me ollaan lead-sijoittajana mukana ja vaikka se pääosa työstä, mitä tehdään startupien kanssa, ei ole siellä hallituksessa, niin kyllä me silti ollaan nähty, että se helpottaa asioita, kun me ollaan hallitusvastuussa ja ollaan tekemässä niitä asioita. Meillä on riippumatta siitä, että onko meillä hallituspaikkaa tai ei, niin sopimusehdoissa on aina tiettyjä äänestysoikeuksia sijoittajille. Eli me ollaan jo siellä määritelty asioita, jotka suojaa meidän asemaa siinä*

*vähemmistöomistajana. Siellä on lista asioista, joista ollaan sovittu, että ilman meidän hyväksyntää niistä ei voi päättää, esimerkiksi uusien osakkeiden myöntäminen tai uuden rahoituksen hakeminen tai avainihmisten palkkaukset tai niiden palkka-asiat. Siellä on lista tällaisista ja se ei vaadi meiltä, että me välttämättä oltaisiin siellä hallituksessa, vaan nämä vaativat joka tapauksessa meidän suostumuksen, mutta ollaan nähty, että on käytännössä parempi, että kun me halutaan olla sen firman kehityksessä aktiivisesti mukana, niin tyypillisesti meillä on hallituspaikka sijoitusyhtiöissä. Poikkeuksiakin meillä kyllä on. (Sijoittaja 4.)*

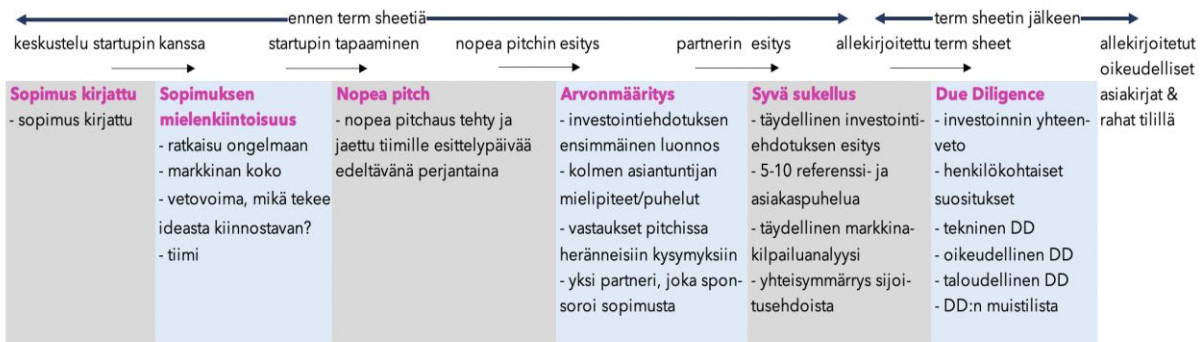
Hallituspaikan lisääminen sopimusehtoihin voi liittyä myös tiedonsaannin varmistamiseen. VC-sijoituksen tekemiseen on myös muita tapoja kuin se, että sijoittaja ostaa osuuden startupista. Sijoitus voidaan tehdä esimerkiksi vaihtovelkakirjalainan muodossa. Vaihtovelkakirjalainan hyötyihin lukeutuu muun muassa sekä sijoittajaa että startupia palveleva kannustinmekanismi. Vaihtovelkakirjan muodossa sijoitus toimii niin, että sijoittaja sijoittaa vain, jos hän käyttää optio-oikeuttaan, ja hän käyttää optio-oikeuttaan vain, jos startup-yrittäjät ovat osoittaneet liiketoiminnan potentiaalin, mikä taas motivoi yrittäjiä työskentelemään tehokkaasti. Malli mahdollistaa myös erityisesti uudelleen neuvottelut sekä investointien ja tietovirtojen ajoitusten muutokset. (Schmidt 2003.) Jos VC-sijoitus tehdään vaihtovelkakirjalainan muodossa, ei sijoittajalla kuitenkaan ole samanlaista tiedonsaantioikeutta kuin yhtiön osakkeenomistajilla. Tällöin hallituspaikka luo sijoittajalle turvaa päästä käsiksi kaikkeen tarvittavaan, sijoituksen ja startupin kannalta olennaiseen tietoon.

*Yleensä me ehdotetaan, että me saataisiin hallitus- tai hallitustarkkailijapaikka. Kuitenkaan se ei ole ehdoton meille. Siinä meillä on lähinnä taustalla se, että se on hyvä strukturoitu tapa luoda vähän formaalimpaa yhteistyötä firman kanssa yleensä. Jos me tehdään vaihtovelkakirjalainan kautta sijoitus, niin meillä ei ole varsinaista tiedonsaantioikeutta, mikä meillä olisi osakkeenomistajana, jos me olisimme sijoittaneet oman pääoman ehtoisesti. Niin se on meille turvallisempi tiedonsaantivollisuus, et me saadaa selville, mitä siellä on. Kuitenkin melko usein näissä sopimusneuvotteluissa on oppinut tuntemaan ne founderit ja luotetaan heihin, joten siten se ei ole meille ehdoton se hallituspaikka. (Sijoittaja 3.)*

Sopimusneuvotteluiden lopputulos on valmis sopimus, jonka sijoituksen osapuolet allekirjoittavat muiden tarvittavien asiakirjojen, kuten osakassopimuksen, lisäksi. Tämän jälkeen sijoitus etenee sopimusehtojen mukaisesti ja raha siirtyy startupille.

Kuvio 4 havainnollistaa mahdollista sijoitusprosessin kulkua. Kuviossa esitelty prosessi kuvastaa sijoittajan 1 edustaman VC-yrityksen sijoitusprosessia. Kyseinen VC-yritys on

toinen haastatelluista sijoittajista, jotka vaativat kohdeyrityksiltään olemassa olevan tuotteen ennen sijoitusta.



Kuvio 4 VC-sijoitusprosessin kulku (mukaihen sijoittaja 1)

VC-sijoitusprosessi etenee vaihe vaiheelta startupin yksityiskohtaisemmaksi arvioinniksi. Sijoitusprosessin alkuvaiheilla arvioidaan erityisesti startupin tiimiä, markkinaa ja innovaatiota. Startupin kokonaisvaltaista arviointia varten käydään useita keskusteluja eri tahojen kanssa, jotta saadaan vastaukset kaikkiin heränneisiin kysymyksiin. Startup-yritysten arviointiin hyödynnetään myös referenssipuheluita, joita tehdään sekä asiantuntijoille että asiakkaille. Asiakkailta halutaan kuulla, onko tietty tuote tai palvelu tarpeellinen vai onko kiinnostus ohimenevää. Sijoittajat kuitenkin painottivat, että etenkin referenssipuhelut asiakkaille pitää toteuttaa hienotunteisesti, sillä asiakkaat voivat ärsyntyä, jos heitä pommitetaan puheluilla. Ennen due diligence -tarkastusta esitetään täydellinen investointiehdotus ja varmistetaan siitä, että VC-sijoittajalla ja startupilla on yhteisymmärrys sijoitusehdoista. Due diligence -tarkastus toteutetaan sijoitusprosessin loppupuolella ja tarkastus onkin eräänlainen virallinen varmistus sille, että sijoittaja ja startup ovat samalla viivalla. Tarkastuksen jälkeen sijoitus voidaan panna täytäntöön.

### 5.3 Startupin tuottopotentiaaliin vaikuttavat tekijät

VC-sijoittajat pyrkivät löytämään potentiaalisia startupeja, jotka voivat mahdollistaa suuret tuotot. Mikä tekee startupista potentiaalisen sijoituskohteen VC-sijoittajan silmissä? Taulukossa 2 on esitelty Skawinskan ja Zalewskin (2020) tutkimustulostensa perusteella tunnistamat kahdeksan kilpailuetua, jotka voidaan todeta olevan startupien menestystekijöitä: resurssit ja osaaminen, tieto, henkinen pääoma, innovaatiot, tiimi, kestävä kehitys, suhdepääoma sekä arvojohtaminen. Samat tekijät nousivat esiin myös haastatteluissa. VC-sijoittajat nimesivät erityisesti innovaatiot ja teknologian, markkinan,

kasvupotentiaalin sekä tiimin tekijöiksi, jotka heitä startupeissa kiinnostavat. Nämä tekijät mahdollistavat suuren arvonluonnin, joka on VC-sijoittamisessa keskiössä.

Innovaatiot ja ainutlaatuinen teknologia ovat keskeisessä roolissa VC-sijoittajan arvioidessa startupin potentiaalia. Innovatiiviset startup-yritykset ovat avaintekijöitä uusien tuotteiden, palveluiden ja ideoiden luomisessa olemassa olevilla toimialoilla (Dushnitsky – Lenox, 2005; Schumpeter, 1934.) Korkealuokkaisten, ainutlaatuisten ja uusien innovaatioiden avulla startupin on mahdollista saavuttaa kilpailuetu markkinoilla.

*...Tämän lisäksi toinen on idea, että se on uusi idea, jolloin on kilpailuetu jollakin aikavälillä. Mielellään toki pitkällä aikavälillä... (Sijoittaja 3.)*

*...Ennen kaikkea nimenomaan aineeton pääoma, se innovaatio, se tekninen innovaatio ja sen suojaaminen on olennaista, koska silloin me nähdään, että me voidaan mahdollisesti osoittaa se, saada sinne muutamia asiakkaita ja osoittaa, että se ratkaisu on todella hyvä... (Sijoittaja 2.)*

VC-sijoittajat etsivät startupeja, joilla on kansainvälisesti korkealaatuista teknologiaa, jonka avulla arvonluonti on mahdollista. Teknologian tulisi olla uutta ja erilaista. Jos teknologia on samankaltaista olemassa olevien yritysten kanssa, on startupin hyvin epätodennäköistä erottua joukosta. (Corporate Finance Institute 25.12.2022.) Parhaimmassa tapauksessa teknologia voi mullistaa koko markkinan. Sijoittajan 1 edustaman yhtiön kriteereihin kuuluu, että kohdeyrityksellä tulee olla jo valmis tuote ja jonkin verran liikevaihtoa. Sijoittaja 1 korosti kuitenkin, että korkealaatuksella teknologialla on mahdollista joustaa tästä kriteeristä ja saada heidän kiinnostuksensa jo ennen valmista tuotetta.

*...Mutta kyllä me myös yritämme seurata tiettyjä osa-alueita [AI-alue] ja jos tulee yhtiö, jolla on juuri jotain teknologiaa, mikä meitä kiinnostaa, niin silloin on mahdollisuus saada meidän kiinnostuksemmekin. Mutta tällä hetkellä meillä on vain yksi sijoitus, jossa me olemme sijoittaneet ideaan ja se on tämä kvanttitietokone. Siihen me sijoitimme, koska me tiedämme, että sillä puolella tulee tapahtumaan ja koko softamaailma tulee muuttumaan. Me haluaisimme olla mukana katsomassa, että miltä tämä uusi maailma tulee sillä puolella näyttämään. (Sijoittaja 1.)*

Arvonluonnin mahdollistajaksi haastatteluissa korostui myös olemassa olevan markkinan ja sen kasvupotentiaalin tärkeys VC-sijoittamisessa. VC-sijoittaminen perustuu hyvin suuriin tuottoihin, joihin ei päästä ainutlaatuisellakaan innovaatiolla tai teknologialla ilman suurta olemassa olevaa markkinaa. Käytännössä tämä tarkoittaa suuria kansainvälisiä markkinoita, jotka mahdollistavat liiketoiminnan skaalautumisen.

*...Isona on myös se, että kuinka iso markkina se on, kuinka iso mahdollisuus se on, jos siinä onnistuu. Tietenkin voi olla tosi hyviä innovaatioita, mutta jos se applikaatio on niin pieni, että siitä nähdään, että se yrityksen arvo voi olla kymmeniä miljoonia, mutta ei satoja miljoonia euroja, niin silloin se ei välttämättä ole venture capitalille, meille, riittävän mielenkiintoinen case. Sen pitää olla sen opportunityn globaalisti riittävän suuri, että puhutaan, jos ei nyt ihan unicornesta, mutta että nähdään, että se on mieluummin yli 100 miljoonan euron valuaatio mahdollinen, jos asiat menee hyvin tai 300 miljoonaa, mutta ei kymmeniä miljoonia. Silloin se ei ole riittävän iso opportunity. (Sijoittaja 2.)*

*...Ylipäättään aina se lähtee siitä, että sen arvonluonti pitää olla riittävän isoa tässä VC:n mittakaavassa. Eli me katsotaan, että se markkina on riittävän iso, mihin sitä lähdetään tekemään, uskotaan siihen potentiaaliin ja visioon, mitä se tiimi on rakentamassa siihen, että ne pystyy voittamaan markkinaosuutta. (Sijoittaja 4.)*

Markkinan kasvupotentiaalin lisäksi myös startup-yrityksen kasvupotentiaali ja skaalautuvuus on merkittävä tekijä sijoituksen tuottopotentiaalin kannalta. Startupit ovat yrityksiä, jotka pyrkivät nopeaan kansainväliseen kasvuun ja kasvupotentiaali ja skaalautuvuus mahdollistavat osaltaan VC-sijoittajien tavoittelemat suuret tuotot. Kasvupotentiaalin suuruus riippuu osittain markkinasta ja toimialasta, mutta yleisesti sijoittajat toivovat startupeilta pitkän aikavälin kasvupotentiaalia. Markkinan kasvu ei kuitenkaan aina ole välttämätöntä, jos olemassa oleva markkina on suuri ja startupin innovaatio ja teknologia mahdollistavat koko markkinan uudistamisen. Esimerkkinä tällaisesta yrityksestä voidaan pitää suomalaista Spinnovaa, joka valmistaa tekstiilikuituja puusta ja jätevirroista. Spinnovan valmistava tekstiilikuitu voisi periaatteessa korvata puuvillan kokonaan, jolloin markkinakasvu ei ole välttämätön, kun olemassa oleva markkina on suuri.

Menestynyt startup on monen tekijän summa, mutta lähes jokainen haastateltu VC-sijoittaja nosti tärkeimmäksi startup-yrityksen ominaisuudeksi tiimin: ilman korkealaatuista osaamista ei parhainkaan idea saavuta potentiaaliaan. Gerkenin (2014) mukaan ensimmäinen ja tärkein ominaisuus, jota sijoittajat startupissa arvioivat, on kyky ja taito johtaa tiimiä. Se voi ilmetä investointi- ja toimintakokemuksessa, toimialaosaamisessa, alueellisissa ja poliittisissa yhteyksissä sekä tiimin tehokkuudessa. Tiimin tehokkuus on seurausta selkeästi määritellyistä rooleista ja vastuista, taloudellisten kannustimien kohdistamisesta ja hyvistä päätöksentekotaidoista. (Gerken 2014, 182.) Tiimin ominaisuuksissa korostui aiempi kokemus startup-maailmasta, kehittymishalu ja se, että tiimillä on selkeä visio sekä potentiaali saavuttaa se.



*...Tärkeintä, mitä me katsomme, on tiimi ja tiimin laatu, tiimin kokemus, tausta ja näin, että uskomme, että tämä porukka on skaalautuvaa vai pitääkö heti ruveta palkkaamaan toimitusjohtaja ja myyntijohtaja ja sitä sun tätä, että sillähän on merkitystä. (Sijoittaja 1.)*

*Siinä varmaan tärkeimpänä on ensinnäkin se tiimi, että kuinka hyvä se johto on, onko se tehnyt sitä aikaisemmin. Varsinkin, kun me tullaan tiedelähtöisiin hankkeisiin, niin onko se tieteellisesti ja teknisesti todella maailmalla korkealuokkaista tiedettä ja keksinnöllisyyttä siinä taustalla... (Sijoittaja 2.)*

*...Ennen kaikkea meillä on ne perustajat ja se tiimi ja siellä tarkemmin, että jos me nähdään, että ne on sellaisia henkilöitä, joilla on aikaisempaa kokemusta startup-ekosysteemistä joko yrittäjänä tai on ollut aktiivinen jossain muussa projektissa tai heillä on muuten tosi vahva työskentelyhistoria... (Sijoittaja 3.)*

*...Keskiössä on aina se tiimi, että uskotaan, että heillä on se kyky tehdä se eksekuutio sillä puolella. (Sijoittaja 4.)*

Kiinnostava ja potentiaaliseksi sijoituskohteeksi katsottu startup on monen tekijän summa. Kuvio 5 kuvastaa tekijöitä, jotka Sijoittaja 1 nimesi tärkeiksi tekijöiksi potentiaalisissa startupeissa. Vaikka startupin arvioinnissa voi olla sijoittajakohtaisia eroavaisuuksia, kiteyttää kuvio hyvin yhteen potentiaalisen startupin tunnusmerkit.

#### Mitä etsimme?

<b>Tiimi</b>	- kunnianhimoinen asiantuntijatiimi - teknisesti vahva, toisiaan täydentävät taidot, avoin jatkokehitykselle
<b>Markkina</b>	- massiivinen, osoitettava markkina - markkinakilpailu
<b>Tuote</b>	- "herkullinen", helposti rakastettava softatuote - selkeä, korkean teknologian tuote - tietojen innovatiivinen käyttö "vallihaudan" rakentamiseksi
<b>Kaupallistaminen</b>	- selkeä hinnoittelustrategia - kyky saada asiakkaita murto-osalla elinkaariarvosta
<b>Kasvusuunnitelma</b>	- korkea vertailukelpoisuus lisää viraalisuutta - uskottava kasvusuunnitelma, joka mahdollistaa kahden vuoden liikevaihdon kasvun - enemmän käyttäjiä = arvokkaampi tuote

Kuvio 5 Potentiaalisen startupin tunnusmerkit (mukaillen Sijoittaja 1)

Ainutlaatuinen innovaatio ja teknologia, massiiviset ja osoitettavat markkinat, olemassa oleva kasvupotentiaali ja mahdollisuus skaalautua sekä asiantunteva, monipuolinen ja kehityskelpoinen tiimi ovat tekijöitä, jotka VC-sijoittajat nimesivät merkittävinä startupin

ominaisuuksina haastattelussa. Näiden lisäksi VC-sijoittajat nostivat esiin myös muita ominaisuuksia, jotka vaikuttavat sijoituspäätökseen. Sijoittaja 4 korosti, että tiettyä VC-sijoittajaa kiinnostavat startup-yrityksen ominaisuudet voivat vaihdella esimerkiksi toimialan tai startup-yrityksen kehityskaaren mukaan. Esimerkiksi hyvin varhaisen vaiheen sijoittajat eivät välttämättä vaadi startupilta olemassa olevaa tuotetta tai suunnitelmaa sen kaupallistamiseksi. Sijoittajien 1 ja 5 sijoituskriteereihin taas kuuluu se, että sijoituskohteena olevalla startupilla on jo olemassa oleva tuote. Heitä kiinnostaa startupeissa tulevaisuuden kasvupotentiaalin lisäksi jo toteutunut kasvu. Lisäksi heitä kiinnostaa mahdollisissa sijoituskohteissa se, miten tuote on otettu vastaan asiakkaiden keskuudessa ja nähdäänkö sillä olevan myös tulevaisuudessa käyttäjiä. Sijoittaja 2 taas totesi edustamansa yrityksen keskittyvän tiedelähtöisiin hankkeisiin, jolloin heille on tärkeää, että startupin liiketoiminta perustuu kansainvälisesti korkealaatuiseen tieteseen.

## **5.4 Startupin arvonmääritys**

### **5.4.1 Arvonmääritykseen käytetyt keinot**

Perinteiset yrityksen arvonmääritykseen käytettävät menetelmät hyödyntävät yrityksen kirjanpidosta saatavia tietoja arvonmäärityksessä. Startup-yritysten arvonmääritys on haastavaa, sillä taloudellisia lukuja arvonmäärityksen perustaksi on usein vähän, jos ollenkaan. Täten perinteisiä menetelmiä käyttäen tehty startupin arvonmääritys voi antaa epä johdonmukaisia tuloksia. (Miloud ym. 2012, 151.)

VC-sijoitusprosessin seulontavaihetta on tutkittu jonkin verran, mutta kvantitatiivisia johtopäätöksiä ei ole pystytty tekemään saatavilla olevasta tiedosta. Haastatteleamalla VC-sijoittajia on kuitenkin pystytty kehittämään kaksi laadullista menetelmää, joita sijoittajat hyödyntävät seulontavaiheessa. Metrick ja Yasuda (2011b) kutsuvat näitä menetelmiä markkinatestiksi ja johdon testiksi. Markkinatestin avulla arvioidaan, onko startupille olemassa suuret, osoitettava markkinat. Markkinatesti keskittyy siihen, voiko sijoitus päättyä suureen, onnistuneeseen ja tuottoisaan irtautumiseen. Useimmat VC-sijoittajat tarkoittavat suurilla markkinoilla markkinoita, jotka voivat ylläpitää julkista yhtiötä, jonka mahdollinen arvo on useita satoja miljoonia noin viiden vuoden sisällä. Osoitettavilla markkinoilla tarkoitetaan sitä, että uudella yrityksellä on mahdollisuus tulla markkinoille ja menestyä siellä. Jos tuote on esimerkiksi tietokoneen käyttöjärjestelmä,

on potentiaalinen markkina hyvin suuri, mutta Microsoftia vastaan kilpailu osoittautuu todennäköisesti mahdottomaksi. (Metrick – Yasuda 2011b, 136–137.)

Tutkimusta varten haastatelluista VC-sijoittajista suurimman osan sijoituskriteereihin kuuluu se, että startup on kansainvälinen ja tähtää suurille kansainvälisille markkinoille. Sijoittaja 5 mainitsi, ettei hänen edustamallaan yrityksellä ole ehdotonta kriteeriä siitä, toimiiko startup kansainvälisellä vai kotimaisella markkinalla. Hän kuitenkin huomautti, että usein muut sijoituskriteerit, kuten tuottovaatimus, eivät täyty, mikäli startup toimii vain kotimaisella markkinalla. Toisaalta hän kertoi myös suomalaisista teknologiayrityksistä, joilla on toimiva innovaatio ja potentiaalia pärjätä kansainvälisillä markkinoilla, mutta kansainvälistymisriski on liian suuri: taloudellisesti tuotteen vieminen kansainvälisille markkinoille ei ole mahdollista. Markkinoiden arviointi on avainasemassa VC-sijoittamisessa, kun tavoitellaan epätavallisen suuria tuottoja.

*Me ei olla rajattu, että se voi olla suomalainen yritys ja Suomeen bisnestä tekevä, mutta kyllä meitä kiehtoo enemmän se, jos se on kansainvälinen mahdollisuus ja monesti se, että se tarve ja tarjonta kohtaa. Monesti on luotu maailman luokan teknologiaa, Suomessakin on tosi hienoja toimialoja, missä ollaan maailman parhaimmistoa, mutta se on aika rankka juttu, kun ensin käytetään rahat siihen, että saadaan tuote kehitettyä ja sitten kun se pitäisi kaupallistaa maailmalle, niin se maksaa ainakin saman verran jos ei moninkertaisesti. Niin kyllä me sitä [kansainvälisyyttä] katsotaan... (Sijoittaja 5.)*

Suurten, kansainvälisten markkinoiden lisäksi myös markkinoiden kasvupotentiaali on merkittävä tekijä startupin menestyksessä. Toisaalta aina markkinoiden kasvu ei ole välttämätöntä, sillä uusi ja ainutlaatuinen tuote voi korvata koko olemassa olevan markkinan, kuten tapahtui suomalaisen Spinnovan tapauksessa. Joskus startup voi olla kehittänyt tuotteen, jolle ei ole olemassa olevia markkinoita ollenkaan, mutta tuote voi parhaimmillaan luoda kokonaan uuden markkinan. Esimerkki tällaisesta tapauksesta on eBay. Spinnovan ja eBayn kaltaisia tapauksia on hyvin vaikea ennustaa siinä vaiheessa, kun VC-sijoittaja arvioi markkinoita, sillä silloin startup ei todennäköisesti ole vielä kannattava. Tässäkin tapauksessa korostuu startupin arvonmäärityksen haasteellisuus: on haastavaa ennustaa arvoa, kun innovaatio on uusi, eikä kannattavuudesta ei ole näyttöä. (Metrick – Yasuda 2011b, 136–137.)

Johdon testin avulla arvioidaan perustajatiimin kykyä harjoittaa startupin liiketoimintaa. Tutkimusta varten haastateltujen sijoittajien lausunnot vastaavat aiemman kirjallisuuden väitteitä siitä, että tiimillä on tärkeä rooli startupin menestyksessä. Monet VC-sijoittajat

sanovat ihmisten arvioinnin olevan heidän työnsä tärkein osa, sillä he uskovat, että menestys ja epäonnistuminen perustuvat ensisijaisesti tiimin vahvuuteen. Tiimin jäseniä arvioidaan sekä yhdessä että erikseen laadullisin menetelmin. Tiimin arvioinnissa haasteeksi muodostuu se, että useista tutkimuksista huolimatta ei ole yksimielisyyttä siitä, mistä ominaisuuksista tunnistaa menestyvän johtajan. (Metric – Yasuda 2011b, 136–137.) Haastatteluissa nousi esille tiimin merkitys tärkeänä osana startupin odotettua potentiaalia, vaikka VC-sijoittajat huomauttivatkin, että joskus tiimiin palkataan myös uusia asiantuntijoita. Sijoittajat nostivat esille myös tiimin kehityskelpoisuuden merkittävänä tekijänä startupissa, sillä sen avulla startup pystyy tavoittelemaan voimakasta kasvua.

Pääasiassa VC-sijoittajat määrittävät startup-yrityksen arvoa seulontavaiheessa suhteellisen vähän. Seulontavaiheessa sijoittajat tarkastelevat sitä, sopiiko kyseinen startup ylipäättään sijoittajan kriteereihin. Startup-yritysten arvonmääritys perustuu pääosin kvalitatiivisiin tekijöihin etenkin sijoitusprosessin seulontavaiheessa. Tiimin ja markkinoiden lisäksi voidaan arvioida esimerkiksi tuotetta, mikäli startupilla on sellainen olemassa.

*Seulontavaiheessa me määritetään sen startupin arvoa karkeasti katsoen niin, että missä ympäristössä se on. Esimerkiksi, että jos se on osa jotain acceleratoria [kiihdytin], niin se antaa melko hyvin kuvaa, että millaisista paloista puhutaan karkeasti. Sitten tällaisia binäärisiä tekijöitä, että onko niillä olemassa oleva tuote, onko niillä olemassa olevia asiakkaita, minkä kokoinen tiimi niillä on, onko niillä palkallisia työntekijöitä... (Sijoittaja 3.)*

Kvalitatiivisten tekijöiden lisäksi VC-sijoittajat korostivat kysytyn rahamäärän merkitystä startupin arvonmäärityksessä. Vaikka valuaatiosta ei suoraan käytäisi keskustelua startupin ja VC-sijoittajan välillä sijoitusprosessin alkuvaiheissa, tyypillisesti rahoituskierroksen koko ja valuaatio korreloivat jossain määrin keskenään. VC-sijoittajat kokevat pre-money- ja post-money-valuaatiot toimivina menetelminä alkuvaiheen sijoituksissa, ja ne ovatkin hyvin käytettyjä menetelmiä riskisijoituslalla. Metric ja Yasuda (2011b) korostavat, että nämä menetelmät voivat olla tietyissä tilanteissa harhaanjohtavia, sillä valuaatio voi poiketa startupin todellisesta arvosta.

*Useimmiten kaikilla firmoilla on tai ainakin pitäisi olla jonkunnäköinen käsitys siitä, että minkälaista rahoitussummaa he tarvitsevat siihen kasvusuunnitelmaan. Toivotaan, että sieltä tulee selkeä indikaatio, että näin paljon rahaa ollaan hakemassa. Harvemmin kukaan sanoo valuaatiota siinä kohtaa, mutta kyllä nämä yleensä kulkevat alkuvaiheen sijoituksissa aika*

*lailla käsi kädessä, että se kierroksen koko indikoi sitä valuaatio-odotusta. Kun tehdään vähemmistösisjoituksia, niin tyypillisesti VC-kierroksella on 15-25 % laimentuminen, sanotaan 20 % keskiarvona. Jos joku on miljoonaa hakemassa, niin silloin oletetaan, että se on neljä miljoonaa se pre-money-valuaatio ja viisi miljoonaa post-money-valuaatio, mitä se startup-yrittäjä miettii taustalla. (Sijoittaja 4.)*

*Kun me aletaan keskustella, että kuinka paljon ne tarvitsevat pääomaa. On yks tällainen tapa, mikä on aika helppo nyrkkisääntö, että tyypillisesti, jos katsotaan niiden pääoman tarve, niin yleensä VC-rundilla dilutoidutaan noin 10–20 %, niin se on helppo [laskea]. Sanotaan, että joku firma nostaa satatuhatta euroa, niin kun yleensä dilutoidutaan 10–20%, niin silloin se valuaatio on siinä puolen miljoonan ja miljoonan välillä. (Sijoittaja 3.)*

Arvonmääritysvaiheessa startupin arvonmääritystä tehdään enemmän. Arvonmääritykseen käytettävät keinot riippuvat pitkälti startupin kehitysvaiheesta. Taloudellisten lukujen hyödyntäminen on mahdollista, jos startupilla on jo liiketoimintaa ja liikevaihtoa. Sijoittajat 1 ja 5 sijoittavat myöhemmän vaiheen yrityksiin muihin sijoittajiin verrattuna. He kertoivat käyttävänsä arvonmäärityksessä numeerisia arvoja ja erilaisia kertoimia. Liikevaihdosta saatavat luvut nousivat esille usein käytettyinä menetelminä startupin arvonmäärityksessä silloin, kun startupilla on liikevaihtoa. Haastatteluissa nousi esille esimerkiksi MRR-kerroin (*Monthly Recurring Revenue*), joka kuvaa keskimääristä kuukausittaista toistuvaa tuloa, joka voidaan ennakoida tilausperusteisen hinnoittelun perusteella (Corporate Finance Institute 15.1.2023). Sen sijaan teoriaosuudessa esitellyt kertoimet perustuen EBITDA:an eivät ole käytettyjä menetelmiä arvonmäärityksessä. Myöskään kassavirtaperusteinen arvonmääritysmenetelmä ei ole käytetty haastateltavien sijoittajien keskuudessa, sillä sen katsotaan antavan epäjohdonmukaisia tuloksia. Myös Gompersin ym. 2021 tutkimustulokset osoittavat, että kassavirtaperusteinen arvonmääritysmenetelmä on itse asiassa suosittu suurissa yrityksissä, mutta VC-sijoittamisessa se on suhteellisen harvoin käytetty menetelmä.

*Kyllä tämä aika paljon kerroinpeiliä on. Me pelataan kertoimilla aika paljon vähän riippuen liiketoimintamallista, että pelataanko käyttökatekertoimella vai liikevaihtokertoimella. Me ei tehdä kassavirtaperusteista arvonmääritystä, kun ne antaa yleensä niin kovat lukemat, että siinä ei ole mitään järkeä. Enemmän me pelataan siihen kokemukseen ja näkemykseen ja alalla tapahtuviin ker toimiin ja kyllä se, että jos on hyvä kasvu näkyvissä ja mahdollisuus kannattavaan liiketoimintaan niin ne kertoimet kasvaa. Varmaan tuollainen stabiili, jos halvalla jotain hakee, niin stabiili, ei kovin kasvava yritys, voi olla käyttökatekerroin 4–5 vähennettynä nettovelat, mutta sitten jos on joku softabusiness, missä on hyvä kannattavuus ja kova kasvu ja*

*muuta, niin se voi olla kymmenen kertaa liikevaihto. Siinä on range, missä mennään. Mutta kyllä me katsotaan sen yhtiön ennusteisiin verrattuna sitä, että miten me nähdään heidän arvokehitys ja niihin peilataan ja otetaan varmuusmarginaalia aika lailla. (Sijoittaja 5.)*

*Se mitä eniten käytetään, on jonkinlaista multippeleiden katsomista. Kun olin yliopistossa, niin ne oli kaikennäköisiä niin kuin EBITDA kertaa 7 ja elinkaarikuvauksia [kassavirtaperusteinen arvonmääritysmenetelmä DCF] ja betaa ja muuta laskettiin, mutta aika harvoin kyllä tulee vastaan näin reaalielämässä. Että kyllä joku MRR-multippeli on ehkä se mitä me käytämme eniten... (Sijoittaja 1.)*

Toisaalta pre-seed- ja seed-vaiheen yrityksiin sijoittavat VC-sijoittajat kertoivat, että kertoimien tai kassavirtalaskelmien käyttö ei onnistu silloin, kun liikevaihtoa ei ole olemassa. Heidän keskuudessaan näitä menetelmiä ei yksinkertaisesti pysty käyttämään arvonmäärityksessä todenmukaisen lopputuloksen saamiseksi.

*VC-puolella ei käytetä alkuvaiheessa mitään cash flow- tai multippelilaskelmia, koska lähtökohtaisesti multippelit vaatisivat, että on liiketoimintaa olemassa. Me tehdään pre-seed ja seed-sijoituksia, joten kun me lähdetään sijoittamaan, niin ne on yleensä pre-revenue-firmit tai se liikevaihto on hyvin pientä, jolloin tällaisia arvonmäärityksiä ei pysty käyttämään. (Sijoittaja 4.)*

Toimivaksi arvonmääritysmenetelmäksi pre-seed- ja seed-vaiheen VC-sijoittajat nimesivät venture capital -menetelmän, joka onkin käytetty arvonmääritysmenetelmä venture capital -sijoittajien keskuudessa. VC-menetelmän avulla sijoittajat arvioivat sijoituskohteen potentiaalia onnistua exitissä ja palauttaa sijoittajalle vaadittu tuottovaatimus. Haasteita VC-menetelmän käytölle aiheuttaa kuitenkin lukujen perustuminen ennusteisiin, mikä heikentää menetelmän luotettavuutta.

VC-sijoittajat hyödyntävät myös suhteellisia menetelmiä arvonmäärityksessä. Vertailukelpoisten startupien exit-tapahtumia verrataan mahdolliseen sijoituskohteeseen, jolloin voidaan arvioida sen menestymismahdollisuuksia ja sen myötä valuaatiota.

*Normaali tapa on tällainen venture capital -metodi, joka tarkoittaa, että mietitään vaan sitä, että saadaanko me se meidän tuottokerroin sille. Eli me nähdään, että siinä on se exit-potentiaali olemassa, että se case palauttaisi koko fundin siitä exitin aikana ja se, että uskotaanko me siihen. Vastaus on ehkä se, että se ei ole niin kuin eksaktia tiedettä, vaan enemmän, että mikä on se syntynyt markkinanormi kierrosten kokoihin perustuen. Toki siellä on asioita, jotka vaikuttaa enemmän, esimerkiksi mikä on se valmius tällä hetkellä, onko niillä esimerkiksi joku tuote, onko jotain vahvaa IP:tä [intellectual property] mukana, tiimin senioriteetti. Nämä asiat taustalla vaikuttaa siihen, että onko tämä meidän mielestä ja meidän kannalta*

*järkevää. Mutta hyvin pitkälti se tulee sitä kautta, että ne on kohtuullisen samantyyppisiä caseja ja se, miten kaikki menee alkuvaiheessa. (Sijoittaja 4.)*

Startupien toiminnan ainutlaatuisuus tekee useiden arvonmääritysmenetelmien käytöstä mahdotonta tai ainakin vähentää menetelmien luotettavuutta, joten VC-sijoittajien on keksittävä muita keinoja startupin arviointiin. Mitä pidemmälle VC-sijoitusprosessissa edetään, sitä enemmän tietoa sijoittajat saavat yrityksestä ja sen tarkemmin he voivat arvioida sen arvoa. VC-sijoittajat korostivat haastatteluissa, ettei startupin arvonmääritys ole eksaktia tiedettä, vaan se perustuu enemmän sijoittajan kokemukseen ja markkinanormiin. Itse asiassa startupin arvonmäärittämisessä konkreettisten lukujen sijaan VC-sijoittajaa kiinnostaa enemmän se, onko startupilla mahdollisuus saavuttaa merkittävät tuotot. Esimerkiksi Gompersin ym. (2021) tutkimuksen mukaan yrityksen rahallinen arvo oli vasta viidenneksi tärkein tekijä määrittämään, mihin sijoittaja päättää sijoittaa. Saman tutkimuksen mukaan 9 % sijoittajista ei käytä mitään kvantitatiivista mittaria sijoitusten arvioinnissa ja 31 % alkuvaiheen yrityksiin sijoittavista sijoittajista ei ennusta lainkaan yrityksen tulevia kassavirtoja. Tulosten taustalla on se tosiasia, että VC-sijoittaja saa todelliset tuottonsa kaikkein menestyneimmistä listautumisanneista tai yrityskaupoista, jotka voivat tuottaa sijoitetulle pääomalle esimerkiksi 100-kertaisen tuoton. Täten sijoittajat keskittyvät löytämään yritysten joukosta ne startupit, joilla on potentiaalia suuriin ja onnistuneisiin irtautumiseen sen sijaan, että he arvioisivat lähitulevaisuuden kassavirtoja. (Gompers ym. 2021.)

#### 5.4.2 Tuottovaatimus

VC-sijoittajien tuottovaatimus venture capital -sijoittamisessa on yleensä epätavallisen suuri, mikä johtuu startupien korkeasta epäonnistumisprosentista. Sijoittajan on asetettava korkea tuottovaatimus yksittäisille sijoituksille saadakseen rahastolleen kilpailukykyisen tuoton. Nyrkkisääntö on, että VC-sijoittajan portfolioista kolmasosa tuottaa 5–10 kertaa sijoitetun pääoman, kolmasosa 1–3 kertaa ja kolmasosa sijoituksista on tappiollisia (Ramsinghani 2014, 7). VC-sijoitustoiminnan kannattavuus perustuu kuitenkin niihin muutamiin yrityksiin, jotka mahdollistavat valtavat tuotot.

VC-sijoituksen tuotto-odotus voi vaihdella esimerkiksi VC-rahaston koon mukaan. Usein VC-sijoittajat lähtevät jokaisen sijoituksen kohdalla liikkeelle siitä odotuksesta, että sillä on mahdollisuus palauttaa sijoittajalle koko VC-rahaston arvo. Kaikille näin suuri tuotto-odotus ei kuitenkaan ole mielekäs, ja jotkut VC-sijoittajat asettavat tuotto-odotukseksi

esimerkiksi 5–10-kertaisen tuoton sijoitetulle pääomalle. VC-sijoittajat korostivat, että tuottovaatimuksessa tulee huomioida myös jatkorahoituskierrokset ja niiden myötä tapahtuva omistuksen laimeneminen. Tuottovaatimuksen avulla voidaan laskea startupin post-money-valuaatio, jonka ajatellaan yleisesti vastaavan julkisesti noteeratun yhtiön markkina-arvoa. Vaikka tyypillisesti valuaatiot ovat sijoituksen osapuolten sopimia ehtoja, voidaan tuottovaatimuksen perusteella lasketun post-money-valuaation avulla arvioida, onko kyseisellä startupilla mahdollisuus onnistuessaan palauttaa sijoittajan tuottovaatimus. (Metrick – Yasuda 2011b, 149–150.) Jos esimerkiksi todetaan, että startupin kohdemarkkinalla ei ole mahdollista päästä sijoittajan tuottovaatimuksella laskettuun post-money-valuaatioon, ei sijoitus todennäköisesti kannata.

*...Vähän riippuu miten suuret on rahastot, mutta meidän kokoluokassa pitää olla mahdollista, että saa koko rahaston takaisin yhdellä sijoituksella. Jos meillä on 100 miljoonan suuruusluokkaa rahasto, niin silloin pitää olla mahdollista saada 100 miljoonaa rahaa. Ja me olemme oppineet, että se on mahdollista ja siihen pitää tähdätä, mutta se tarkoittaa sitten sitä, että ne startupit, joihin me sijoitamme, niin me uskomme, että niillä on mahdollista päästä miljardin valuaatioon. Sehän on sitten toinen asia, että käykö näin, mutta kunhan yhdessä tai kahdessa firmassa per rahasto niin käy, niin ollaan kuivilla. (Sijoittaja 1.)*

*Se malli, miten venture capital toimii, on se, että me haetaan tosi hyviä homerun-caseja ja tyypillisesti niitä ei tule kauhean montaa. Jos katsotaan, että me tehtiin ykkösfundista 26 ensisijoitusta 26:teen firmaan, niin siitä löytyy paljon tilastoja että miten se menee fundien yli, mutta niistä noin puolet ei palauta mitään käytännössä. Silloin sen hyvän casen pitää käytännössä palauttaa se koko rahasto. Jos yksinkertaisesti pyöritetään sitä matematiikkaa, niin meidän kakkosfundi on 100 miljoonan fundi, niin jos me tehdään ensisijoitus firmaan ja otetaan 20 % osuus siitä firmasta ja ajatellaan, että siihen haetaan jatkorahoituksia, joissa me pyritään olemaan mukana puolustamassa sitä meidän osuutta, joka kyllä laimenee joka tapauksessa jossain matkan varrella, jolloin voidaan olla exitin hetkellä jopa 10 % omistusosuudessa, niin se tarkoittaa 100 miljoonan fundissa, että sen pitäisi olla miljardin exit, että se meidän 10 % on sen 100 miljoonan arvoinen. (Sijoittaja 4.)*

Sijoittajat odottavat keskimäärin kolminkertaista tuottoa koko VC-rahastolle. Tähän päästäkseen on tyypillisesti muutaman sijoituskohteen tuotava merkittävän suuri tuotto sijoitukselle. Esimerkiksi sijoittaja 2 arvioi, että 30 yrityksen rahastosta kolme yritystä saattaa tuoda yli puolet rahaston arvosta takaisin. Hän arvioi, että tuottovaatimuksen toteutumiseksi noin 10 % sijoitusportfolion yrityksistä pitää tuoda sijoitettu raha takaisin noin 10-kertaisena ja tämän lisäksi osa yrityksistä tuo hillitymmän tuoton. Tällöin VC-sijoittajan on mahdollista saada tuottovaatimuksen mukainen tuotto huolimatta siitä, että



portfoliossa on yrityksiä, jotka eivät tuota mitään. Sijoittaja 4 taas kertoi, että tuottovaatimukseen päästään 100 miljoonan rahastolla esimerkiksi niin, että kaksi yritystä tuo koko rahaston arvon takaisin ja portfolion loput yritykset tuovat viimeisen 100 miljoonaa, jolloin päästään rahaston kolminkertaiseen tuottoon. Sijoittaja 1 muistutti, että tuottovaatimus voi vaihdella rahaston koosta riippuen. Esimerkiksi kaikkien VC-sijoittajien ei ole välttämättä mielekästä asettaa yksittäisen sijoituksen tuottovaatimukseksi koko rahaston arvoa, vaan tuottovaatimus voi olla esimerkiksi 5–10 kertaa sijoitettu pääoma. Se tosiasia haastatteluissa kuitenkin korostui, että VC-rahaston tuotto perustuu portfolioyritysten tasaisen tuoton sijaan yksittäisiin helmiin, jotka tuovat suurimman osan VC-rahaston tuotosta.

#### 5.4.3 Aineettoman pääoman vaikutus arvonmääritykseen

Nykypäivänä yrityksiänsä pääomasta suurin osa on aineetonta, mikä korostuu startupeilla, joilla aineellisen pääoman osuus kokonaispääomasta on hyvin pieni (Lim ym. 2020, 1; Zider 1998). Haastatellut sijoittajat kertoivat aineettomalla pääomalla olevan hyvin merkittävä vaikutus arvonmääritykseen, sillä se vaikuttaa sekä startupin tuottopotentiaaliin että riskeihin.

*Ehkä ison kuvan vastauksena meille nämä aineettomat tekijät on oikeastaan pääasiassa ne ainoat tekijät, joiden pohjalta me tehdään se sijoituspäätös. Harvemmin portfoliofirmalla on hirveästi muuta. (Sijoittaja 3.)*

Ylivoimaisesti eniten haastatellut VC-sijoittajat painottivat startupin perustajatiimin merkitystä yrityksen menestyksessä. Tiimiä ja sen laatua pidetäänkin tärkeimpänä yksittäisenä tekijänä startup-yrityksen menestyksen ja kasvun kannalta (Tyebjee – Bruno 1984; Gompers ym. 2021; Kamps 2020; Miloud ym. 2012). Perustajatiimin heterogeisuus kokemuksen, koulutuksen ja toimien suhteen kiinnostaa sijoittajia ja liittyy korkeampaan pääoman kertymiseen erityisesti listautumisannin aikana (Zimmermann 2008). Tiimin lisäksi innovaatio, teknologia ja niiden suojaaminen ovat yrityksen arvoa nostavia tekijöitä. Startupin arvo ei kuitenkaan perustu tämän hetken taloudellisiin lukuihin, vaan erityisesti sen potentiaaliin ja mahdollisuuteen saavuttaa merkittävät tuotot.

*Ennen kaikkea nimenomaan aineeton pääoma, se innovaatio, se tekninen innovaatio ja sen suojaaminen on olennaista, koska silloin me nähdään, että me voidaan saada sinne muutamia asiakkaita ja osoittaa, että se ratkaisu on todella hyvä ja sen jälkeen siitä voi olla kiinnostunut sitten isommat yritykset*

*ostamaan sen teknologian. Silloin arvonmääritys ei perustu siihen, että mikä välttämättä sillä on liikevaihto tai kannattavuus, vaan se voi olla niille todella merkittävä strategisesti ostaa semmoinen [yritys] ja saada hyvä kilpailuetu muihin isoihin toimijoihin nähden. Ja se voi olla nopeampi myös, että se yritys on vielä aika pieni, mutta jos sillä on vahva ja hyvä IP-salkku [intellectual property] ja muutama hyvä asiakasreferenssi, niin se voi olla jo kiinnostava ison yrityksen ostettavaksi, jolloin se on olennainen osa arvonmäärityksessä. Eli ei jouduta myymään tämmöisillä enemmän perinteisillä talousluvuilla tätä yhtiötä, vaan se perustuu nimenomaan siihen teknologiaan ja siihen erityisosaamiseen. (Sijoittaja 2.)*

Innovaation ja teknologian osalta merkittävää on erityisesti niiden ainutlaatuisuus ja suojattavuus. Patentit voivat nostaa startupin kokonaisarvoa, mutta yksinään niille ei anneta usein paljoakaan arvoa. Sijoittaja 1 esimerkiksi kertoi nähneensä tapauksia, joissa patenteja on pystytty kiertämään ja toteuttamaan samankaltainen teknologia jotain toista kautta. Suojattavuus perustuukin innovaation tai teknologian ainutlaatuisuuteen: ainutlaatuinen teknologia on vaikeampi kopioida tai korvata. Toisaalta huonossa tilanteessa, jossa startup itse ei pysty kehittämään liiketoimintaa halutulla tavalla, voidaan patentit ajatella kauppatavarana. Tällöin niillä on arvoa korottava vaikutus, vaikka sijoittaja ei saakaan sijoituksesta tavoittelemaansa tuottoa.

*...Kyllä me koitamme sitä teknologiaa arvioida, että miten uniikki se on ja miten suojattava. Aika harvassa firmassa on patenttisalkulla keskeinen rooli... ...kyllä me ollaan opittu, että jos joku haluaa kopioida teknologian, niin yleensä se kuudessa kuukaudessa onnistuu. Ei ehkä käyttäen samoja ratkaisumalleja kuin mihin tämä startup on päätenyt mutta käyttää jotain muuta. Joten enemmän se teknologia kokonaisuudessaan kuin se, että kuinka iso patenttiportfolio on olemassa. (Sijoittaja 1.)*

*Kyllä se tuo siihen arvonmääritykseen sellaista perusvarmuutta, että jos on vaikka hyvä patenttisalkku tai jotain ainutlaatuista, mikä on suojattu, niin sitä voi myös ajatella kauppatavarana. Ja jos se case tai se yritys, jos siellä on haastetta, että ne ei vaikka osaa viedä sitä liiketoimintaa eteenpäin tai muuta, niin ne patentit on kuitenkin jäljellä ja ne voi olla kauppatavaraa. Ne on tietyllä tavalla sellainen suoja siellä, että jos menee vähän huonosti, niin ne patentit antaa jotain. Eli kyllä ne yleensä korottavasti vaikuttaa, mutta harvoin niille yksittäisenä elementtinä annetaan hirveästi arvoa. (Sijoittaja 5.)*

Aineeton pääoma vaikuttaa myös sijoituksen riskeihin, jotka taas vaikuttavat sijoituksen onnistumistodennäköisyyteen ja täten yrityksen arvonmääritykseen. VC-sijoittajat arvioivat aineettomaan pääomaan liittyviä riskejä muun muassa due diligence-tarkastuksen avulla. Aineetonta pääomaa on tyypillisesti paljon startupissa, jolloin sijoittajat käyttävät useita lähteitä tarkistaakseen yrityksestä ja makkinoista saatavilla

olevat tiedot (Ribeiro – Tiron, 2007). Esimerkiksi patentit voivat vähentää riskejä ja täten lisätä onnistumistodennäköisyyttä, vaikka niillä ei välttämättä ole startupin kilpailuetuun tai sijoituksen tuottoon suurta vaikutusta. Riskejä voidaan myös kompensoida startupin vahvuuksilla. Esimerkiksi erinomaisen tiimin, innovaation ja markkinamahdollisuuden kanssa voidaan uskaltaa ottaa hieman suurempi teknologiariski. Lähtökohtaisesti kuitenkin tiimi on aina arvokkain tekijä, joka luo kilpailuedun ja mahdollistaa startupin menestyksen, joten sen suhteen riskejä ei haluta ottaa.

*Enemmän me katsotaan, että onko siellä kuitenkin sellainen innovaatio taustalla, joka luo uutta markkinaa tai mullistaa markkinaa. Usein me puhutaan tällaisista 10x parannuksista johonkin, että mitä on tapahtunut. Toki silloin, kun me nähdään, että on tuollainen alue, niin totta kai se nostaa sitä firman arvoa. Patentit sinänsä on hyviä asioita, ehkä enemmän siinä, että me tiedetään, että ei ole riskiä, että joku muu tulee haastamaan. Mutta luoko ne kilpailuetua tai suojaako ne sitä firmaa, niin sitä on meidän vaikea sanoa. Useimmiten se kilpailuetu kuitenkin syntyy siinä, että sillä firmalla on hyvä tiimi, joka koko ajan johtaa sitä joukkuetta ja muut tulee perässä. Isona erona on, että jos katsotaan riskejä siinä sijoituksessa, niin me ei tietysti haluta ottaa riskejä monessa dimensiossa. Tiimiriskiä me ei haluta lähtökohtaisesti ottaa ollenkaan ja yritetään, että se olisi mahdollisimman pieni. Sitten voi olla semmoinen kevyempi case, että on esimerkiksi helppo tehdä se tuote, mutta siinä on se riski, että onko sillä markkinaa eli markkinariski. Sitten näissä syväteknologiacaseissa on teknologiariski isompi eli esimerkiksi kun me investoitiin kvanttietokoneeseen, niin siinä on se riski, että saadaanko sitä tuotetta ylipäättään valmiiksi. Siinä markkina on iso ja heti saat myytyä, kun on oikea tuote, että markkinariski on pieni mutta teknologiariski on iso. (Sijoittaja 4.)*

Haastatteluissa korostui aineettoman pääoman merkitys startupeissa ja VC-sijoittajat totesivatkin, että tyypillisesti aineeton pääoma on ainoa asia, jonka perusteella yritystä arvioidaan ja sijoituspäätös tehdään. VC-sijoittamisessa haetaan merkittäviä tuottoja, jotka perustuvat yrityksen voimakkaaseen kasvuun ja kehitykseen, jotka ovat mahdollisia erityisen innovaation, laadukkaan tiimin ja ainutlaatuisen teknologian avulla. Aineellisella pääomalla voi olla arvoa korottava vaikutus, mutta tuottovaatimuksen saavuttamisessa aineellinen pääoma ei pelasta, jos startup muuten epäonnistuu.

## **5.5 Toteutuneeseen valuaatioon vaikuttavat tekijät**

Tyypillisesti valuaatio on startupin ja VC-sijoittajan sopima sijoituksen avainehto, eikä sen perusteella voida päätellä startupin tarkkaa, todellista arvoa. Yleensä valuaatio korreloi rahoituskierroksen koon kanssa ainakin jollain tasolla, jolloin VC-sijoittaja voi arvioida startup-yrityksen valuaation haetun rahamäärän perusteella. (Metrick – Yasuda

2011b, 149–150; Parviainen 2017, 124; Pääomasijoittajat ry 15.5.2018.) Usein startupin nykyisten osakkeenomistajien ja sijoittajan näkemykset valuaatiosta eroavat jonkin verran. Nykyiset osakkeenomistajat asettavat yleensä korkeamman valuaation, jotta heidän osakkeisiinsa kohdistuisi vähemmän laimenemisvaikutusta, mikäli sijoitus tehdään osakekaupalla. Sijoittajat taas suosivat alhaista arvostusta, jotta he voivat maksimoida oman omistussuutensa. (Entrepreneur 22.8.2018.)

Hyvin usein startupeilla on jokin ajatus valuaatiosta ennen sijoitusta. Jos näin ei ole, VC-sijoittajat arvioivat pre-money-valuaation rahoituskierröksen koon perusteella. Yleisesti sijoittajat kokevat, että korrelaatio valuaation ja rahoituskierröksen koon kanssa on suuri. Pre-money-valuaation selvityksen jälkeen VC-sijoittajat arvioivat startupin todennäköisyyttä ja mahdollisuuksia tavoittaa pre-money-valuaation avulla laskettu post-money-valuaatio. Hyvät ja kokeneet tiimit osaavat asettaa realistisen ja perusteellisen valuaation startupille. Mikäli post-money-valuaatio ei vastaa VC-sijoittajan arvioimaa startupin exit-arvoa, voi sijoittaja yrittää neuvotella valuaatiosta uudelleen. Haastatellut VC-sijoittajat painottivat, että kovin yliarvostettu valuaatio ei ole startupin kannaltakaan hyvä asia: se voi karkottaa sijoittajia ja toisaalta vaikeuttaa valuaation nostamista seuraavilla rahoituskierröksillä. Toisaalta VC-sijoittajat ovat valmiita maksamaan potentiaalisesta yrityksestä, joten korkeampi valuaatio on paikallaan, jos se on perusteltu ja nähdään, että se vastaa startupin tuottopotentiaalia. Tyypillisesti sijoittajat eivät kuitenkaan oma-aloitteisesti lähde nostamaan startupin määrittämää valuaatiota oma-aloitteisesti.

*Me yleensä kysytään, että onko heillä mitään alustavaa valuaatiota tiedossa ja jos heillä on, niin sitten se on meille starting point, vähän peilataan, voisimmeko me tehdä tämän. Melko usein se on siinä meidän haarukassa, ja jos se on selkeästi yli haarukan, jos se on esimerkiksi 30 % yli meidän haarukan, niin meidän ei ole järkeä edes lähteä neuvottelemaan, koska me tiedetään, että siitä ei tulisi mielekästä yhteistyötä. Pieni heitto yleensä me hyväksytään sellaisenaan. Toisaalta joillain foundereilla ei ole suoraa näkemystä, että mikä voisi olla se oikea valuaatio, jolloin me ehdotetaan perustuen meidän omiin näkemyksiin, mikä se voisi olla. Ja omat näkemykset on, että jos me tiedetään, kuinka paljon halutaan nostaa tai ollaan nähty vastaavia firmoja, niin ne on sellaisia keskeisiä mitä käytetään. (Sijoittaja 3.)*

*...Jossain vaiheessa se reaali maailma tulee vastaan, että jos ottaa rahaa tosi korkealla valuaatiolla, niin silloin ne tavoitteet, mitä pitää itselleen laittaa, on suurin piirtein sitten sellaisia, että olemme miljardivaluaatiossa viiden vuoden sisällä ja monelle startupille se tarkoittaa kuolemaa. Ja jos ei siihen päästä, kun on otettu rahaa niin korkealla valuaatiolla, niin sitten on vihainen*

*sijoittajapuoli ja se nyt ei aina välttämättä ole hauska homma, että parastahan on, jos ollaan samassa veneessä. (Sijoittaja 1.)*

*On ollut myös caseja, missä joku on hakenut tiettyä summaa, mutta sitten me ollaan käyty se suunnitelma läpi ja todettu, että tähän tarvitsee ottaa vähän enemmän rahaa heti alkuun. Kyllä nämä saattaa sitten kulkea käsi kädessä, koska ei mekään haluta sitten sellaiseen profiiliin, että me laimennetaan liian paljon siinä ensimmäisessä vaiheessa. Että kyllä sillä kierroksen koolla ja valuaatiolla on todella iso korrelaatio keskenään. (Sijoittaja 4.)*

Tyypillisesti valuaatiosta sovitaan jo term sheetin muodostamisen yhteydessä, eikä sitä usein muuteta sen jälkeen, ellei esimerkiksi due diligence -tarkastuksessa selviä jotakin merkittävää. Tämä johtuu siitä, että valuaatiolla ei ole loppujen lopuksi sijoituksen kannalta kovin suurta merkitystä, vaan olennaista on, onnistuuko startup vai ei. Joitain ehtoja sijoitetun rahan suhteen voidaan kuitenkin tehdä. Sijoitettu rahamäärä voidaan esimerkiksi sijoittaa erissä sen mukaan, kun startup saavuttaa sijoittajan sille asettamat tavoitteet.

*Lähtökohtaisesti kun meillä on se term sheet, niin meillä on siellä se arvonmääritys jo tehty ja neuvottelujen aikana se ei ole ihan tyypillistä. Sieltä pitäisi jotain löydöksiä tulla sitten DD:stä varmaan, että nyt joku asia ei ole ihan niin hyvin, että sitten me haluttaisiin siitä alkaa muuttamaan niitä ehtoja, mutta lähtökohtaisesti kun me ollaan se term sheet tehty, niin siinä se arvon määrittäminen on jo tehty ja yleensä se menee sitten sillä. Enemmän on ollut sitten sillä tavalla, että on vetäydytty siitä, että on tullut jonkinlaisia red flageja sieltä, että ei olla haluttu tehdä sitä sijoitusta kuin se, että joo tämä on muuten hyvä, mutta me halutaan, että tämä on nyt 20 % halvempi. Ei ehkä semmoista iltalypsyä ole harrastettu siinä neuvottelussa enää. Koska se valuaatio ei ole niin olennainen sitten kuitenkaan siinä, että se, että kannattaako se tehdä vai eikö, niin se on enemmän kyllä-ei-päätös kuin se, että me alettaisiin sitä hintaa vielä hirveästi alentamaan. Semmoisia asioita, mitä ehkä voi ajatella, että voidaan tehdä esimerkiksi sillä tavalla, että me sijoitetaan nyt ensin vaan vaikka vähemmän ja sitten meillä on tietyt milestone, jotka täytyy saavuttaa niin sitten sen jälkeen sijoitetaan se loppu. Semmoinen ehto sinne voisi tulla sopimusneuvotteluissa. Jos olisi joku epävarmuus, että siellä olisi esimerkiksi joku asiakasprojekti vielä vaiheessa ja ollaan vähän epävarmoja, että onnistuukohan se vai ei, niin me saatettaisiin olla niin, että tehdään sillä ehdolla mitä me on sovittu, mutta meillä on ehdollinen sillä tavalla, että me annetaan ensin osa rahasta ja sitten se toinen osa rahasta tuleekin vasta jos se on mennyt niin kuin on suunniteltu. (Sijoittaja 2.)*

Koska valuaatio on enemmänkin startupin markkina-arvo kuin todellinen arvo, vaikuttaa sen suuruuteen arvonmääritykseen vaikuttavien asioiden lisäksi myös esimerkiksi kysyntä. Jos useammat VC-sijoittajat kokevat tietyn startupin kiinnostavana sijoituskohteena, voi startup saada nostettua valuaatiota kysynnän takia. Toisaalta

tilanteessa, jossa useampi sijoittaja on kiinnostunut tietystä startupista, voidaan sijoitus syndikoida VC-sijoittajien kesken. Tällöin VC-sijoittajat voivat myös keskenään ja yhdessä startupin kanssa neuvotella sopivasta valuaatiosta. Tyypillisesti kilpailutilanteessa valuaatio voi nousta jonkun verran, mutta varsinaiseen huutokauppaan sijoituksen kanssa ei lähdetä, sillä tiimien toivotaan arvioivan sitä, millaisen yhteistyökumppanin sijoittajasta saisi sen sijaan, että valitaan sijoittaja, joka on valmis sijoittamaan korkeimmalla valuaatiolla.

*Ei me niitä [valuaatioita] niin kiveen hakata, mutta siitä me ei tykätä, että me laitettaisi joku term sheet ulos ja sitten joku sanoo, että joo me saatiin vähän parempi tarjous, että nostatteko te teidän tarjousta ja muuta. Siinä kohtaa me halutaan käydä se keskustelu ainakin, että onko tämä nyt se tärkein asia tässä. Kuitenkin puhutaan sellaisesta 5–10 vuoden yhteistyöstä mitä näiden tiimien kanssa tehdään, että ei se ole samanlaista kuin joku talokauppa, että myyt sen ja voit unohtaa sen ostajan, vaan tässä tilanteessa joku muuttaa asumaan sinne sun kanssa, niin täytyy vähän miettiä, että mitkä asiat siinä on tärkeimpiä. Kyllä me yritetään kääntää se keskustelu siihen suuntaan. (Sijoittaja 4.)*

Toteutuneeseen valuaatioon vaikuttaa myös yleinen markkinatilanne. VC-sijoittajat kertoivat tällä hetkellä startupien saavan rahoitusta yleisesti melko korkealla valuaatiolla. Rahoituskierrosten kokojen ja sen myötä valuaatioiden kerrottiin nousseen selvästi viime vuosikymmenien aikana. Valuaatioissa on myös toimialakohtaisia, mutta erityisesti maantieteellisiä eroja. Esimerkiksi Yhdysvalloissa VC-markkinoilla tavataan huomattavasti korkeampia valuaatioita kuin Euroopassa, vaikka tämän trendin onkin todettu saapuvan myös Euroopan markkinoille.

Rahoituskierrosten kasvulla koetaan olevan sekä hyviä että huonoja puolia. Positiivinen asia on, että startupeilla on mahdollisuus saada rahoitusta ja liiketoimintaa voidaan kehittää pidemmälle. Kierrosten kokojen kasvusta ongelmallisen tekee se, että startupit eivät välttämättä osaa ajatella rahoitusta tarpeeksi pitkällä aikavälillä. Perustajatiimin kannalta on hyvä asia, jos startup saa rahoitusta ensimmäisellä rahoituskierroksella korkealla valuaatiolla, mutta siihen sisältyy riski: mahdollisella seuraavalla rahoituskierroksella startupin sijoitushetken arvo voi olla alempi kuin edellisellä kierroksella. Tämä voi olla startupille kohtalokasta. VC-sijoittajat huomauttivat, että on parempi ottaa rahoitusta vastaan pienemmällä valuaatiolla kasvattaen valuaatiota rahoituskierroksesta toiseen kuin ottaa riski, että ensimmäisen rahoituskierroksen valuaatio saadaan optimoitua sillä seurauksella, että liiketoiminta kaatuu, kun valuaatiota

ei pystytä seuraavalla kierroksella nostamaan. Isossa kuvassa startupin onnistuessa sillä ei loppupeleissä ole väliä, millä valuaatiolla yritystä on alun perin rahoitettu. Tämän takia VC-sijoittajat pitävät valuaation sijaan tärkeämpinä tekijöinä sijoitukselle tiimin kykyä kehittää liiketoimintaa, VC-sijoittajan kykyä tukea sitä ja varmistaa, että startup on jatkorahoitettava, jolloin toimintaa voidaan viedä edelleen eteenpäin aina irtautumiseen asti.

## 5.6 Aineettoman pääoman vaikutus sopimusneuvotteluihin ja -ehtoihin

Aineettomalla pääomalla on suuri merkitys arvonluonnissa. Se mahdollistaa kilpailuedun, jota VC-sijoittamisessa tarvitaan merkittävien tuottojen tavoittelussa. Aineettoman pääoman merkitystä startupeille kuvastaa hyvin se, että yleisesti aineeton pääoma on syy sille, että sijoitusprosessissa edetään sopimusneuvotteluihin asti. Haastatteluiden perusteella ne ominaisuudet, jotka tekevät startupista sijoittajan näkökulmasta potentiaalisen ja mielenkiintoisen sijoituskohteen, kulminoituvat aineettomaan pääomaan.

*Me nähdään se aineeton pääoma tavallaan enemmän semmoisena, että se pitää olla. Se on merkittävä osa sitä stooria, että siitä voi tulla tosi arvokas. Eli se ei ole semmoinen vapaa kilpailu, että kuka vaan voi tulla siihen tontille, vaan sen pitäisi olla semmoinen asia, joka asettaa tämän yhtiön etulyöntiasemaan tietystä jutusta ja se voi olla sen takia erittäin houkutteleva se teknologia ja että se on suojattu. Jos se on semmoinen teknologia, missä ei ole alalle tulon kynnystä, että sinne voi kuka vaan tehdä vähän vastaavan jutun, niin ne ei ole ehkä sitten semmoisia, jotka olisi ainakaan meille niin kiinnostavia. (Sijoittaja 2.)*

VC-sijoittajat käyttävät suhteellisen standardeja sopimus pohjia VC-sijoituksissa. Koska aineettomalla pääomalla on suuri rooli yrityksissä, on se yleensä jo huomioitu hyvin sopimus pohjissa. Esimerkiksi sijoittaja 1 kertoi, että valmiissa sopimus pohjissa on määritelty lausekkeita liittyen muun muassa aineettoman pääoman omistukseen, minkä tarkoitus on estää tilanne, jossa perustajatiimi riitaantuu ja osa alkuperäisistä perustajista perustaa kilpailevan yrityksen perustuen samaan ideaan ja innovaatioon. Myös sijoittajat 4 ja 5 kertoivat, että tärkein asia, mitä sopimusneuvotteluissa varmistetaan, on se, että aineeton pääoma ylipäätään on startupin omistuksessa, eikä esimerkiksi kopioitu. Lisäksi halutaan varmistaa, että mahdolliset tulevat keksinnöt kuuluvat startupin omistukseen. Tyypillisesti tämänkaltaiset asiat tulevat kuitenkin esiin due diligence -tarkastuksessa.

*Ehkä DD-vaiheessa enemmän [vaikutusta], että katsotaan, onko se suojattu se IP [intellectual property] ja kuinka vahvasti. Mutta sitten kun se on DD:ssä verifioitu, että mitkä ne tilanteet on siellä, niin ei se välttämättä ihan siihen osakassopimukseen vaikuta hirveästi. Yleensä ne on yrityksellä ne IP:t [intellectual property] ja sitten työsopimuksessa on, että jos se on muutenkin tällainen tietovaltainen ja siellä voi tulla uutta IP:tä, niin se tietysti varmistetaan, että kaikki työsuhdekeksinnöt on määritelty työsopimuksessa kuuluvan yritykselle. (Sijoittaja 5.)*

Koska startupin perustajatiimillä nähdään olevan merkittävä rooli startupin menestyksessä, asettavat VC-sijoittajat usein joitain ehtoja startupin perustajajäsenille. Esimerkiksi perustajatiimin jäsenet voidaan velvoittaa jäämään startupiin sovituksi ajaksi, kuten muutamaksi vuodeksi sijoituksen jälkeen. Tiimin sitouttamiseksi voidaan asettaa myös muita ehtoja, joiden avulla voidaan varmistaa, että perustajajäsenet ovat todellisuudessa sitoutuneet startupin kehitykseen pidemmälläkin ajanjaksolla. Näin voidaan varmistaa se, ettei startupin kilpailukyvyyn ja sijoituksen onnistumisen kannalta tärkeintä tekijää menetetä.

*Meidän tapauksessa yhdellä päätävällä, joka on se, että melko pitkälti sijoitetaan tiimiin ja me halutaan pystyä näkemään, että se tiimi sitoutuu sen startupin rakentamiseen vähintään keskipitkällä aikavälillä ja ihan käytännössä se tarkoittaa sitä, että jos meillä esimerkiksi toinen niistä perustajista saattaa olla jossain muualla töissä tai koulussa, että laitetaan rahoituksen ehdoksi, että teidän pitää kaikkien olla full timeja kolmen kuukauden kuluessa tästä. Se on ehkä se heti mieleen tuleva käytännön esimerkki siinä. (Sijoittaja 3, 2.3.2022.)*

Muun muassa tiedon epäsymmetriaa vähentääkseen ja tiedonsaantia parantaakseen useampi VC-sijoittajista mainitsi tyypillisesti haluavansa hallituspaikan sijoituksen kohteena olevasta startupista. Osalle sijoittajista hallituspaikka on välttämätön sopimusehto, mutta kaikki eivät pidä sitä pakollisena. VC-sijoitusprosessissa merkittävää on molemminpuolinen luottamus, joka vähentää tiedon epäsymmetriasta aiheutuvaa epävarmuutta, jota aineeton pääoma lisää. Tärkeämpänä perusteluna hallituspaikalle on se, että sen kautta sijoittaja pystyy osallistumaan yrityksen toimintaan paremmin ja toimimaan aktiivisena yhteistyökumppanina. Haastatellut sijoitu

Haastatteluiden perusteella perusoletus on, että startupien kilpailukyky perustuu aineettomaan pääomaan, jolloin se on huomioitu sijoitusprosessin alkumetreiltä asti ja sisällytetty jo vakiintuneisiin sopimuspohjiin. Epäkohtiin puututaan sijoitusprosessin eri vaiheissa, etenkin due diligence –tarkastuksen yhteydessä. Täten sopimusneuvotteluihin



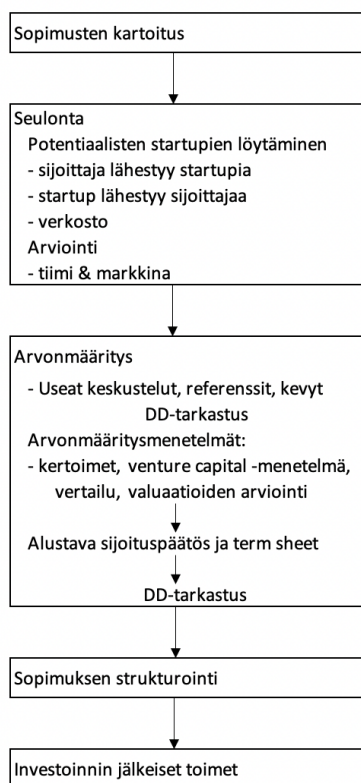
mennessä asiat tyypillisesti ovat jo melko selkeät kummallekin osapuolelle, eikä sopimukseen tarvitse kirjata monimutkaisia aineetonta pääomaa erikseen koskevia ehtoja.

## 6 Lopuksi

### 6.1 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella venture capital -sijoitusprosessia ja erityisesti sen seulonta- ja arvonmääritysvaiheita venture capital -sijoittajan näkökulmasta. Tarkoituksena oli selvittää, miten VC-sijoittajat valikoivat potentiaaliset startup-yritykset sijoituskohteiksi ja arvioivat niiden arvoa sekä mitkä tekijät vaikuttavat arvonmääritykseen. Tavoitteena oli tarkastella erityisesti aineettoman pääoman merkitystä startupeissa sekä sen vaikutusta sijoitusprosessiin ja arvonmääritykseen.

Tutkielman teoriaosuus toteutettiin kirjallisuuskatsauksena perustuen aiempaan aihetta käsittelevään tutkimukseen ja kirjallisuuteen. Teoreettinen viitekehys luotiin aiemman kirjallisuuden avulla ja sijoitusprosessin mallina käytettiin Tyebjeen ja Brunon (1984) kehittämää mallia venture capital -sijoitusprosessista, jonka avulla teoriaosuus saatiin kytkettyä empiiriseen tutkimukseen. Empiirinen tutkimus toteutettiin teemahaastatteluiden muodossa haastatteleamalla viittä suomalaista VC-sijoittajaa. Haastatteluiden teemat muodostettiin teoreettiseen viitekehykseen perustuen painottaen aineettoman pääoman merkitystä startupeissa sekä keskittyen sijoitusprosessin seulonta- ja arvonmääritysvaiheisiin. Haastatteluiden tavoitteena oli luoda perusteellinen kuva VC-sijoitusprosessista, seulonta- ja arvonmääritysvaiheista sekä niissä käytetyistä menetelmistä ja tunnistaa tekijät, joita VC-sijoittajat pitävät sijoituksen onnistumisen kannalta merkittävinä. Seulonta- ja arvonmääritysvaiheiden ymmärtämiseksi oli tarpeen luoda kattava kuvaus koko VC-sijoitusprosessista. Abduktiivisen päättelytavan mukaisesti Tyebjeen ja Brunon (1984) mallia voidaan täydentää empiirisessä tutkimuksessa tehtyjen havaintojen perusteella kuvion 6 mukaiseen muotoon.



Kuvio 6 VC-sijoitusprosessi (mukaillen Tyebjee – Bruno 1984)

Empiirisen tutkimuksen perusteella sijoitusprosessia täydennettiin seulonta- ja arvonmääritysvaiheiden osalta, jotka toimivat tutkimuksen painopisteenä. Empiirisen tutkimuksen avulla tarkennettiin sijoitusprosessin toimintoja. Seulontavaiheessa keskitytään potentiaalisten startupien löytämiseen ja tiimin ja markkinan arviointiin. Varsinainen arvonmääritys jää seulontavaiheessa vähäiseksi. Arvonmääritysvaihe voidaan jakaa edelleen kolmeen vaiheeseen: arvonmääritykseen, alustavan sijoituspäätöksen ja term sheetin tekemiseen sekä due diligence –tarkastukseen.

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen avulla oli tarkoitus selvittää, miten VC-sijoittaja valikoi potentiaaliset startup-yritykset seulontavaiheessa ja miten sijoituskohteen arvon arviointia ja määrittämistä suoritetaan seulontavaiheessa. VC-sijoittajat löytävät sijoituskohteita pääasiassa kolmella eri tavalla: etsimällä ja ottamalla itse yhteyttä startupiin, startupin ottaessa yhteyttä sijoittajaan sekä verkoston avustuksella. Käytetyin tapa sijoituskohteiden löytämiseksi on verkoston hyödyntäminen. Gompersin (2021) mukaan suurin osa verkostoja hyödyntäen löytyneistä sijoituskohteista löytyy kollegoiden ja työtuttujen kautta, mutta myös muut VC-sijoittajat ja kohdeyritykset ovat merkittäviä lähteitä. Haastatteluiden tulokset vastaavat Gompersin väittämää ja yleisimmäksi tavaksi löytää mahdollisia sijoituskohteita nimettiin tuttujen suositukset.

Myös hyvän verkoston rakentamisen ja ylläpitämisen merkitys korostuu VC-toiminnassa, sillä tuottoisien sijoitusten tekemiseksi on tärkeää löytää ja seuloa mahdollisimman paljon potentiaalisia sijoituskohteita.

VC-sijoittajat määrittävät kohdeyrityksen arvoa seulontavaiheessa suhteellisen vähän. Startupin arvon arviointi ja määrittäminen seulontavaiheessa perustuu kvalitatiivisiin tekijöihin, pääasiassa sijoituskriteereihin ja niiden toteutumiseen. Seulontavaiheessa voidaan sulkea pois esimerkiksi sijoituskohteet, jotka eivät ole kokoluokaltaan tai kehityskaarensa vaiheelta sopivia sijoittajalle. Esimerkiksi haetun rahasumman avulla laskettu valuaatio paljastaa tyypillisesti sen, minkä kokoluokan hankkeesta on kyse. Seulontavaiheessa VC-sijoittajat tekevät myös ensimmäiset arvionsa startupin perustajatiimistä ja markkinasta saadakseen jonkinlaisen käsityksen startupin tuottopotentiaalista ja mahdollisuudesta suureen exitiin. Seulontavaiheessa startupeja arvioidaan kuitenkin vähän ja melko yksinkertaisilla menetelmillä, ja suurin osa seulotuista yrityksistä karsiutuu sijoitusprosessin edetessä (Fried – Hisrich 1994, 32).

Toisen tutkimuskysymyksen avulla oli tarkoitus selvittää, millä tavalla venture capital – sijoittaja määrittää startup-yrityksen arvon arvonmäärittämissä vaiheissa ja mitkä tekijät vaikuttavat arvonmäärittämiseen. Startup-yrityksen arvonmäärittäminen perinteisin menetelmin on ongelmallista tai jopa mahdotonta, jos yritys on liiketoimintansa alkuvaiheessa, eikä arvoa pystytä määrittämään taloudellisiin lukuihin perustuen. Perinteiset arvonmäärittämenetelmät voivat antaa epä johdonmukaisia tuloksia, mikäli niitä sovelletaan startupin arvonmäärittämiseen. (Miloud ym. 2012, 151.) VC-sijoittajat, jotka sijoittavat jo hieman kehittyneempiin startupeihin, hyödyntävät arvonmäärittämissä numeerisia arvoja ja erilaisia kertoimia. Erityisesti liikevaihdosta saatuja lukuja käytetään arvonmäärittämissä silloin, kun startupilla on olemassa olevaa liikevaihtoa. Sen sijaan tyypillisesti VC-sijoitustoiminnan yhteydessä esiin nouseva kassavirtaperusteinen arvonmäärittämenetelmä (DCF) ei ole suosittu haastateltujen sijoittajien keskuudessa. Menetelmän koetaan antavan epä johdonmukaisia ja turhan optimistisia lukuja startupin arvosta. Tulokset vastaavat myös muun muassa Gompersin (2021) tutkimusta, jonka tulosten valossa voidaan todeta kassavirtaperusteisen arvonmäärittämenetelmän olevan hyödyllisempi suurten yritysten arvonmäärittämissä startup-yritysten sijaan, eikä se todellisuudessa ole VC-sijoittajien keskuudessa kovinkaan käytetty menetelmä epä johdonmukaisten tulosten takia. Menetelmän epä johdonmukaisuus johtuu

ennusteisiin perustuvista kassavirroista, joiden on todettu antavan liian optimaalinen kuva liiketoiminnasta ja sen kehityksestä.

Suosittu arvonmäärittäminen menetelmä sekä pre-seed- ja seed-vaiheiden sijoittajien että myöhemmän vaiheen sijoittajien keskuudessa on venture capital -menetelmä, joka onkin yleisesti hyvin käytetty menetelmä VC-rahoitusalueella (Santo – Puca 2020). Menetelmän avulla VC-sijoittajat arvioivat startupin potentiaalia onnistua exitissä ja palauttaa sijoittajalle tuottovaatimuksen mukainen tuotto. Venture capital -menetelmässä exit-arvon määritetään tyypillisesti suhteellisen arvostuksen avulla hyödyntäen verrokkiyhtiöitä. Yleisesti vertailu koetaan hyväksi menetelmäksi haastateltujen VC-sijoittajien keskuudessa ja se onkin käytetty startupin potentiaalini arvioinnissa, sillä menestyneillä startupeilla on paljon samoja ominaisuuksia. Startupin onnistumismahdollisuuksia arvioidaan vertaamalla startupin ominaisuuksia muihin, jo exitin tehneisiin startupeihin. Vertailussa korostuvat VC-sijoittajan kokemus ja markkinanormi, jotka antavat lähtökohdat luotettavalle arvioinnille verrokkiyhtiöitä hyödyntäen.

Gompersin (2021) tutkimustulokset kuvastavat arvonmäärittäksen merkittävyyttä VC-sijoittamisessa: startupin rahallinen arvo on vasta viidenneksi tärkein tekijä määrittämään sen, mihin sijoittaja päättää sijoittaa. Tutkimuksen tuloksiin vaikuttavat luultavasti startupien arvonmäärittäykseen liittyvät haasteet, mutta myös se tosiasia, että VC-sijoittaja saa tuottonsa kaikkein menestyneimmistä exit-tapahtumista, jolloin lähitulevaisuuden kassavirroilla ei ole suurta merkitystä sijoituksen lopullisen tuoton kannalta. Konkreettisten lukujen sijaan, jotka tyypillisesti perustuvat ennusteisiin, sijoittajia kiinnostaa se, onko startupilla mahdollisuus saavuttaa epätavallisen suuret tuotot. Arvonmäärittäminen voidaan nähdä enemmän kyllä-ei-kysymyksenä kuin startupin tarkkana numeerisena arvona: startup joko on arvokas tai sitten ei ole.

Aineettoman pääoman merkitys nykypäivän yrityksissä on kasvanut, mikä korostuu startupien kohdalla, joilla aineellisen pääoman osuus kokonaispääomasta on hyvin pieni (Lim ym. 2020, 1; Zider 1998). Aineettomalla pääomalla on suuri vaikutus yrityksen arvoon ja arvonmäärittäykseen, ja haastatteluiden perusteella voidaan todeta, että aineeton pääoma on ainoa asia, jonka perusteella startupia arvioidaan. Kaplanin ym. (2009) mukaan VC-sijoittajat painottavat sijoituspäätöksessään eniten joko perustajatiimin tai liiketoiminnan ja markkinan merkitystä. Haastatellut sijoittajat pitivät merkittävimpänä

tekijänä sijoituksen tuottopotentiaalin kannalta startupin perustajatiimiä. Tiimin laatu, kokemus ja kehityskelpoisuus nähdään asioina, jotka auttavat startupia saavuttamaan nopean kasvun. Liiketoiminnan ja markkinan merkitystä tuottopotentiaaliin ei voi kuitenkaan vähätellä. Tiimin lisäksi ainutlaatuinen innovaatio tai teknologia, johon liiketoiminta perustuu, on menestyksen kannalta merkittävä tekijä. Patenteilla koetaan olevan yrityksen arvoa jonkin verran nostattava vaikutus, mutta ainutlaatuisuuden koetaan olevan avainasemassa teknologian tai innovaation suojaamisessa: patenteja voi olla vaikea saada tai niitä voidaan kiertää kehittämällä korvaava innovaatio tai teknologia, mutta ainutlaatuisuutta on käytännössä hyvin vaikea jäljitellä tai korvata. Lisäksi menestyksen kannalta välttämätön on olemassa oleva, tunnistettava ja suuri markkina, jossa startupilla on mahdollisuus skaalautua. Menestynytkään yritys pienellä markkinalla ei tuota sijoittajalle epätavallisen suuria voittoja, joita VC-sijoittamisessa tavoitellaan.

VC-sijoittamisessa epätavallisten suurien voittojen vastapainona sijoituksiin liittyy korkeat riskit. Aineettomaan pääomaan sisältyy omat riskinsä, jotka vaikuttavat startupin onnistumistodennäköisyyteen ja sitä kautta tuottoihin. VC-sijoitustoiminnassa riskeiltä ei voida kokonaan välttyä, mutta niitä voidaan hallita esimerkiksi ajallisella hajauttamisella, syndikoimalla sijoitus muiden VC-sijoittajien kanssa tai kompensoimalla tietyn osa-alueen riskiä jonkun toisen osa-alueen riskittömyydellä. Vaikka riskit vaikuttavat startupin onnistumistodennäköisyyteen, ei niillä nähdä olevan suurta merkitystä arvonmäärityksen kannalta. Jos riskit toteutuvat ja startup epäonnistuu, ei sijoittaja saa tuottojaan. Jos riskeistä huolimatta startup onnistuu exitissä, on sijoitus tuottoisa. Riskien arvioinnissa tärkeämpää onkin arvioida sitä, mikä vaikutus niillä on startupin onnistumistodennäköisyyteen sen sijaan, että arvioitaisiin niiden vaikutusta startupin numeeriseen arvoon.

Haastatteluissa korostui VC-sijoitustoimintaa käsittelevässä kirjallisuudessaakin usein mainittu ajatus siitä, onko VC-sijoittaminen oikeastaan tiedettä vai enemmänkin taidetta. VC-sijoittajat tekevät mahdollisimman hyvän taustatutkimuksen startupista saatavilla olevan tiedon valossa, mutta startupeihin liittyvät epävarmuudet ja ennusteisiin perustuvat laskelmat tekevät onnistumisesta vaikeaa. VC-toiminnan luonne on haastava, sillä tuotto perustuu siihen kasvuun ja kehitykseen, jonka startup voi saavuttaa sijoituksen aikana; tavoite on, että sijoitushetkellä startup on vain murto-osan siitä, mitä se tulee olemaan exitin toteutuessa. Kun tieteelliset menetelmät ovat vaikeasti sovellettavissa, korostuu VC-sijoittajan kokemus, jonka perusteella voidaan jollain tasolla ennakoita,

mitä mahdollisesti tapahtuu. Lopputuloksena on useita epäonnistuneita sijoituksia, mutta myös joitain menestystarinoita, jotka tekevät toiminnasta tuottoisan.

## 6.2 Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimusehdotukset

Tutkimusta voidaan arvioida sen validiteetin ja reliabiliteetin perusteella. Tutkimuksen validiteetti voidaan jakaa sisäiseen ja ulkoiseen validiteettiin. Sisäinen validiteetti arvioi, voidaanko tulosten perusteella tehdä päteviä johtopäätöksiä, kun huomioidaan tutkimuksessa hyödynnetyt tutkimusmenetelmät (Ihantola – Kihn 2011). Teemahaastattelu laadullisena tutkimusmenetelmänä antaa haastateltavalle mahdollisuuden tarkastella aiheita laajasti omasta näkökulmastaan. Haastattelukysymysten tarkoituksena oli toimia tietynlaisena runkona haastattelulle, mutta niiden tarkoitus ei ollut rajata aiheita liikaa. Teemahaastattelu antaa mahdollisuuden myös lisäkysymyksille, joita haastatteluissa hyödynnettiin aiheiden perusteelliseksi ymmärtämiseksi. Empiirisen osuuden valmistuttua se lähetettiin hyväksyttäväksi haastatelluille sijoittajille ja hyväksyntä myös saatiin kaikilta sijoittajilta. Tällä pyrittiin lisäämään tutkimuksen luotettavuutta. Sisäistä validiteettia parantavana tekijänä voidaan pitää myös haastattelujen avulla saatujen tulosten johdonmukaisuutta.

Tutkimuksen ulkoinen validiteetti määrittää, voidaanko tutkimuksen perusteella tehdä yleistyksiä (Ihantola – Kihn 2011). Tutkimusaineisto kerättiin haastattelemalla viittä suomalaista VC-sijoittajaa. Ulkoista validiteettia olisi voinut parantaa haastatteluiden suurempi määrä. Viiden haastattelun perusteella sijoitusprosessista saatiin kuitenkin perusteellinen kuva ja sijoittajien kuvaukset prosessista vastasivat suhteellisen paljon toisiaan huolimatta siitä, että he edustavat eri VC-yrityksiä. Ulkoisen validiteetin arvioinnissa tulee myös huomioida, että tutkimuksen tarkoitus oli keskittyä alkuvaiheen VC-sijoittamiseen, eivätkä tulokset välttämättä ole yleistettävissä myöhempien kierrosten VC-sijoituksiin.

Tutkimuksen validiteetin kannalta olennaista on myös siihen liittyvän kontekstin ymmärtäminen. Kontekstuaalisen yleistämisen lähestymistavassa retoriikan voimalle välttämätöntä on perusteellinen ymmärrys tapauksesta ja sen uskottava raportointi. Jotta retoriikka toimisi, tutkijan on ymmärrettävä ja kommunikoitava todellinen liiketoimintakonteksti ja löydettävä yleiset rakenteelliset suhteet. Kontekstuaalista yleistämistä voidaan pitää välttämättömänä elementtinä tutkimuksissa tulosten yleisyyden vakuuttamiseksi. (Lukka – Kasanen 1995, 83–84.) Haastattelujen perusteella

voitiin muodostaa jokaisen haastateltavan edustaman yrityksen VC-sijoitusprosessista perusteellinen kuva. Haastattelujen aikana esiin nousseet lisäkysymykset lisäsivät ymmärrystä sijoitusprosessien toiminnoista. Tietoja yhdistelemällä luotiin tarkennettu kuvaus VC-sijoitusprosessista. Haastateltujen kuvaukset edustamiensa yhtiöiden sijoitusprosesseista mukailivat hyvin paljon toisiaan, ja tuloksia voidaan pitää ainakin jollain tasolla yleistettävänä.

Tutkimuksen reliabiliteetilla tarkoitetaan sitä, kuinka luotettavasti valitulla tutkimusmenetelmällä kerätty aineisto kuvaa tutkittavaa ilmiötä (Ihantola – Kihn 2011). Tutkimuksen luotettavuutta olisi voitu parantaa haastattelemalla useampia VC-sijoittajia. Tuloksia voidaan kuitenkin pitää jossain määrin luotettavina, sillä viiden teemahaastattelun avulla saatiin johdonmukaisia tuloksia. Reliabiliteettia pyrittiin parantamaan myös tutustuttamalla haastateltavat tutkimuksessa käytettyyn VC-sijoitusprosessin malliin jo ennen haastatteluja, jolloin muun muassa kyseisen mallin termistö oli ennalta tuttua. Tällä pyrittiin välttämään sekaannuksia esimerkiksi sijoitusprosessin eri vaiheiden nimityksiin liittyen sekä selventämään tutkimuksen painopistettä. Haastateltavia pyydettiin kuitenkin kuvaamaan VC-sijoitusprosessin kulku omin sanoin niin kuin se heidän edustamissaan yrityksissä toteutuu. Tyebejen ja Brunon (1984) VC-sijoitusprosessin malli on yksinkertainen kuvaus prosessista sisältäen sen päävaiheet, mutta mahdollistaen myös sijoitusprosessien eroavaisuudet, minkä takia sen ei koettu ohjaavan haastateltujen sijoittajien vastauksia liikaa. Lisäksi tutkielmassa ei esitetty haastateltavista tietoja, joiden perusteella haastateltavat henkilöt tai heidän edustamansa yritykset voitaisiin tunnistaa. Tällä pyrittiin osaltaan lisäämään vastausten avoimuutta ja tutkimuksen luotettavuutta.

Tutkimus rajattiin suomalaisiin VC-sijoittajiin. Aiheen jatkotutkimusta varten olisi mielekästä tutkia VC-sijoittajien maantieteellisten erojen vaikutusta tutkimustuloksiin. Vaikka sijoittajat tähtäävät sijoituskohteidensa kanssa kansainvälisille markkinoille, ilmeni haastatteluissa kuitenkin VC-markkinoiden välisiä eroavaisuuksia. Esimerkiksi Yhdysvalloissa VC-markkinat ovat kehittyneemmät Eurooppaan verrattuna, joten aihetta olisi mielenkiintoista tutkia haastattelemalla yhdysvaltalaisia sijoittajia. Lisäksi jatkotutkimuksia voisi toteuttaa myös myöhemmän vaiheen VC-rahoituskierröksille, jolloin voitaisiin verrata aikaisemman ja myöhemmän vaiheen eroavaisuuksia.



## Lähteet

- Areitio, A. (2018) What is a startup and how is it different from other companies (new and old)? TheVentureCity 13.12.2018.  
 <<https://medium.com/theventurecity/what-is-a-startup-and-how-is-it-different-from-other-companies-new-and-old-428875c27c29>>, haettu 4.2.2022.
- Aven T. (2011) On some recent definitions and analysis frameworks for risk, vulnerability, and resilience. *Risk Analysis*, Vol. 31 (4), 515–522.
- Batterson, L. A. – Freeman, K. M. (2017) *Building wealth through venture capital: A practical guide for investors and entrepreneurs they fund*. Wiley, Hoboken.
- Beaton, N. – Puca, A. (2020) The backsolve method. Teoksessa: *Early stage valuation: A fair value perspective*, toim. Antonella Puca, 111–139. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Bengtsson O. – Sensoy B.A. (2011) Investor abilities and financial contracting: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 20 (4), 477–502.
- Bertoni, F. – Colombo, M. G. – Grilli, L. (2011) Venture capital financing and the growth of high-tech startups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy*, Vol. 40 (7), 1028–1043.
- Bhagat, S. (2014) Why do venture capitalists use such high discount rates? *Journal of Risk Finance*, Vol. 15 (1), 94–98.
- Blank, S. (2010) What’s a startup? First principles.  
 <<https://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles/>>, haettu 4.2.2022.
- Beck, T – Demirgüç-Kunt, A. – Laeven, L. – Levine, R. (2008) Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? *The Journal of Finance*, Vol. 60 (1), 137–177.
- Bloomberg 21.10.2020 Markets: Epic S&P rally is powered by assets you can’t see or touch. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-21/epic-s-p-500-rally-is-powered-by-assets-you-can-t-see-or-touch>>, haettu 20.10.2021
- Bottazzi, L. - Da Rin, M. - Hellmann, T. (2008) Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89 (3), 488–512.
- Brealey, R. A. - Myers, S.C. (1996) *Principles of corporate finance*. 5. uud. p. McGraw-Hill International Edition, New York.

- Burgess, R. G. (2003) *Field research: A sourcebook and field manual*. Routledge, London.
- Business Finland 19.7.2019 Mikä ihmeen innovaatio? (...ja mihin ne innovaatiot pitikään työntää?)  
<<https://www.businessfinland.fi/ajankohtaista/blogs/2019/mika-ihmeen-innovaatio>>, haettu 31.1.2022.
- Business Finland (2021) Palvelut startup-yrityksille.  
<<https://www.businessfinland.fi/suomalaisille-asiakkaille/palvelut/startup-yritys/startup-yritys>>, haettu 8.11.2021.
- Cannice, M. V. – Allen, J. P. – Tarrazo, M. (2016) What do venture capitalists think of venture capital research? *Venture Capital*, Vol. 18 (1), 1–20.
- Chang, M. (2011) How can a startup avoid the “valley of death”? *Laser Focus World*, Vol. 47 (5), 37.
- Cochrane, J. H. (2005) The risk and return of venture capital. *Journal of financial economics*, Vol. 75 (1), 3–52.
- Cohen, S. (2013) What do accelerators do? Insights from incubators and angels. *Innovations*, Vol. 8 (3–4), 19–25.
- Connor, G. – Hagmann, M. – Linton, O. (2012) Efficient semiparametric estimation of the Fama-French model and extensions. *Econometrica*, Vol. 80 (2), 713–754.
- Corporate Finance Institute 13.10.2022 Venture capital – types of financing.  
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/wealth-management/venture-capital-financing/>>, haettu 28.11.2022.
- Corporate Finance Institute 21.12.2022 Startup valuation methods.  
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/startup-valuation-methods/>>, haettu 20.1.2023.
- Corporate Finance Institute 25.12.2022 How VC’s look at startups and founders.  
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/how-vcs-look-at-startups-and-founders/>>, haettu 24.1.2023.
- Corporate Finance Institute 15.1.2023 Monthly Recurring Revenue (MRR).  
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/monthly-recurring-revenue-mrr/>>, haettu 20.1.2023.
- Corporate Finance Institute 31.1.2023 Venture capital investing. A type of private equity investing that involves investment in a business that requires capital.

- <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/venture-capital-investing/>>, haettu 4.2.2023.
- Cumming, D. J. – Johan, S. A. (2014) *Venture Capital and Private Equity Contracting: An international perspective*. 2. uud. p. Elsevier, Amsterdam, Boston.
- Cumming, D. – Johan, S. (2010) Venture capital investment duration. *Journal of Small Business Management*, Vol. 28 (2), 228–257.
- Cumming, D. J. (2008) Contracts and exits in venture capital finance. *The Review of Financial Studies*, Vol. 21 (5), 1947–1982.
- Davila, A. – Foster, G. – Gupta, M. (2003) Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 (6), 689–708.
- De Cleyn, S. H. - Braet, J. (2007) The due diligence process-guiding principles for early stage innovative products and venture capital investments. *The journal of private equity*, Vol. 10 (3), 43–51.
- Deli, D. N. – Santhanakrishnan, M. (2010) Syndication in venture capital financing. *The Financial Review*, Vol. 45, 557–578.
- DiCicco-Bloom, B. – Crabtree, B. F. (2006) The qualitative research interview. *Medical Education*, Vol. 40 (4), 314–321.
- Dubois, A. – Gadde, L-E. (2002) Systematic combining: An abductive approach to case research. *Journal of business research*, Vol. 55 (7), 553–560.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J. (2005) When do firms undertake R&D by investing in new ventures? *Strategic Management Journal*, Vol. 26 (10), 947–965.
- Eisenmann, T. (2021) *Why startups fail? A new roadmap for entrepreneurial success*. Crown, New York.
- Entrepreneur 22.8.2018 Pre-money vs. post-money: A guide to these key terms for entrepreneurs. <<https://www.entrepreneur.com/en-ae/growth-strategies/pre-money-vs-post-money-a-guide-to-these-key-terms-for/312333>>, haettu 15.2.2023.
- Etula, S. (2015) *Osaamista, verkostoja, rahaa – opas enkelisijoituksen hakemiseen*. 2. uud. p. Finnish Business Angels Network, Saarijärvi.
- Fama, E. – Jensen, M. C. (1983) Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 327–349.
- Fenn, G. W. – Liang, N. – Prowse, S. (1997) The private equity market: an overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 6 (4), 11–06.

- Flanc, J-B. (2014) *Valuation of internet start-ups: An applied research on how venture capitalists value internet start-ups*. Diplomica Verlag, Hamburg.
- Forbes 8.12.2017 Are you running a startup or small business? What's the difference? <<https://www.forbes.com/sites/jaredhecht/2017/12/08/are-you-running-a-startup-or-small-business-whats-the-difference/?sh=7ed9b62726c5>>, haettu 27.1.2022.
- Forbes 1.4.2021 What is a startup? <<https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-startup/#544a2a9a4c63>>, haettu 21.1.2022.
- Freedman, D. M. (2015) *Equity crowdfunding for investors: A guide to risks, returns, regulations, funding portals, due diligence, and deal terms*. Wiley, Hoboken.
- Fried, V. H. – Hisrich, R. D. (1994) Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, Vol. 23 (3), 28–37.
- Galletta, A. – Cross, W. E. (2013) *Mastering the semi-structured interview and beyond: From research design to analysis and publication*. New York University Press, New York.
- Gallo, S. – Verdoliva, V. (2022) *Private equity and venture capital*. Springer, Switzerland.
- Garnsey, E. (1998) A theory of the early growth of the firm. *Industrial and corporate change*, Vol. 7 (3), 523–556.
- Gerken, L. (2014) *The little book of venture capital investing: empowering economic growth and investment portfolios*. Wiley, Hoboken.
- Gompers, P. – Gornall, W. – Kaplan, S. N. – Strebulaev, I. A. (2021) How venture capitalists make decisions. *Harvard Business Review*, Vol. 2021 (March/April), 1–10.
- Grant, R. M. (1996) Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 17 (Winter Special Issue), 109–122.
- Gregoriou, G. N. – Kooli, M. – Krohmer, P. – Lauterbach, R. (2007) Simple and cross-efficiency of European venture capital firms using data envelopment analysis. Teoksessa: *Venture capital in Europe*, toim. Greg N. Gregoriou – Maher Kooli – Roman Kraeussl, 277–293, Elsevier, Oxford.
- Haislip, A. (2011) *Essentials of venture capital*. John Wiley & Sons, Hoboken.
- Hall, H. J. – Hofer, C. W. (1993) Venture capitalist's decision criteria and new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, Vol. 8, 25–42.

- Harroch, R. D. – Sullivan, M. (2019) Startup financing: 5 key funding options for your company. *Forbes* 22.12.2019.  
<<https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2019/12/22/startup-financing-key-options/?sh=2fdedcd42a84>>, haettu 17.11.2021.
- Hejazi, R. – Ghanbari, M. – Alipour, M. (2016) Intellectual, human and structural capital effects on firm performance as measured by Tobin's Q: Intellectual capital and performance. *Knowledge and process management*, Vol. 23 (4), 259–273.
- Hellmann, T. – Puri, M. (2002) The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, Vol. 13 (4), 959–84.
- Ihantola, E-M. – Kihn, L-A. (2011) Threats to validity and reliability in mixed methods accounting research. *Qualitative research in Accounting & Management*, Vol. 8 (1), 39–58.
- Invest Europe (2021) About Private Equity. <<https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>>, haettu 14.12.2021.
- Itami, H. – Roehl, T. W. (1987) *Mobilizing invisible assets*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Jackman, J. – Puca, A. (2020) Discounted cash flow method. Teoksessa: *Early stage valuation: A fair value perspective*, toim. Antonella Puca, 141–175. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), 305–360.
- Jeong, J. – Kim, J. – Son, H. – Nam, D.-I. (2020) The role of venture capital investment in startups' sustainable growth and performance: Focusing on absorptive capacity and venture capitalists' reputation. *Sustainability*, Vol. 12 (8), 3447.
- Kallio, H. – Pietilä, A. – Johnson, M. – Kangasniemi, M. (2016) Systematic methodological review: Developing a framework for a qualitative semi-structured interview guide. *Journal of Advanced Nursing*, Vol. 72 (12), 2954–2965.
- Kamps, H. J. (2020) *Pitch perfect: Raising capital for your startup*. Apress, Berkeley, California, CA.

- Kaplan, S. – Sensoy, B. A. – Strömberg, B. (2009) Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, Vol. 64 (1), 75–115.
- Karsai, J. – Wright, M. – Dudzinski, Z. – Morovic, J. (1998) Screening and valuing venture capital investments: Evidence from Hungary, Poland and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 10 (3), 203–224.
- Klonowski, D. (2007) The venture capital investment process in emerging markets: Evidence from Central and Eastern Europe. *International journal of emerging markets*, Vol. 2 (4), 361–382.
- Kolosok, A. – Koniukh, I. (2017) Definition of startup projects, main problems and prospects of development. *Economic journal of Lesia Ukrainka Eastern European National University*, Vol.12 (4), 62–67.
- Korteweg, A. - Nagel, S. (2016) Risk-adjusting the returns to venture capital. *The Journal of Finance*, Vol. 71 (3), 1437–1470.
- Lauriala, J. (2004) *Pääomasijoittaminen*. Edita, Helsinki.
- Lerner, J. – Nanda, R. (2020) Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. *The Journal of economic perspectives*, Vol. 34 (3), 237–261.
- Lev, B. – Gu, F. (2016) *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. John Wiley & Sons, Hoboken.
- Lim, S. C. – Macias, A. J. – Moeller, T. (2020) Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 118, 105873.
- LiPuma, J. A. – Park, S. (2014) Venture capitalists' risk mitigation of portfolio company internationalization. *Entrepreneurship theory and practice*, Vol. 38 (5), 1183–1205.
- Livingstone, D. W. – Guile, D. (2012) *The knowledge economy and lifelong learning*. SensePublishers, Rotterdam.
- Lu Q. – Hwang P. – Wang C.K. (2006) Agency risk control through reprisal. *Journal of Business Venturing*, Vol. 21 (3), 369–384.
- Lukka, K. (1991) *Laskentatoimien tutkimuksen epistemologiset perusteet*. Liiketaloudellinen aikakauskirja. Vammalan kirjapaino Oy, Vammala.
- Lukka, K. – Kasanen, E. (1995) The problem of generalizability: anecdotes and evidence in accounting research. *Accounting, auditing & accountability*, Vol. 8 (5), 71–90.

- Maliranta, M. – Pajarinen, M. – Rouvinen, P. (2018) Startup-yrittäjien rooli kansantaloudessa. Teoksessa: *Startupit kansantaloudessa*, toim. Maliranta, M. – Pajarinen, M. – Rouvinen, P., 9–14. Taloustieto, Helsinki.
- Manigart, S. – Waele, K. D. – Wright, M. – Robbie, K. – Desbrières, P. – Sapienza, H. J. – Beekman, A. (2002) Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, Vol. 17 (4), 291–312.
- Manual on business demography statistics (2007) Eurostat & OECD.  
<<https://ec.europa.eu/eurostat/ramon/statmanuals/files/KS-RA-07-010-EN.pdf>>, haettu 27.1.2022.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2002) Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, Vol. 17 (3), 211–236.
- 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*, Vol. 22 (3), 227–248.
- McGrath, R., G. (2010) Business models: A discovery driven approach. *Long range planning*, Vol. 43 (2), 247–261.
- Metrick, A. – Yasuda, A. (2011a) Venture capital and other private equity: A survey. *European Financial Management*, Vol. 17 (4), 619–654.
- Metrick, A. – Yasuda, A. (2011b) *Venture capital and the finance of innovation*. 2. uud. p. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Miloud, T. – Aspelund, A. – Cabrol, M. (2012) Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, Vol. 14 (2–3), 151–174.
- Mullins, T. - Thornton, B. - Adams, M. (2007) The role of due diligence in the business valuation process. *Journal of Business and Economics Research*, Vol. 5 (5), 63–70.
- Ning Y. – Wang W. – Bo Y. (2015) The driving forces of venture capital investments. *Small Business Economics*, Vol. 44 (2), 315–344.
- NVCA 2020 Yearbook (2020) National Venture Capital Association.  
<<https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf>>, haettu 28.6.2022.

- Ocean Tomo (2020) Intangible asset market value study. <<https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>>, haettu 21.3.2022.
- OECD (2005) Glossary of statistical terms. Organisation for Economic Co-operation and Development. <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6864>>, haettu 3.11.2021.
- OECD (2011) New sources of growth: Intangible assets. Organisation for Economic Co-operation and Development. <<https://www.oecd.org/sti/inno/46349020.pdf>>, haettu 20.3.2022.
- Osnabrugge, M., van. (2000) A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, Vol. 2 (2), 91–109.
- Pandher, G. (2021) The performance of venture capital investments: Failure risk, valuation uncertainty & venture characteristics. *Quantitative Finance*, Vol. 21 (6), 929–943.
- Park, J.-H. – Bae, Z.-T. (2018) When are ‘sharks’ beneficial? Corporate venture capital investment and startup innovation performance. *Technology analysis & strategic management*, Vol. 30 (3), 324–336.
- Parviainen, A. (2017) *Startup-sijoittaminen*. Alma Talent, Helsinki.
- Pástor, L. – Stambaugh, R. F. (2003) Liquidity risk and expected stock return. *Journal of Political Economy*, Vol. 111 (3), 642–685.
- Popov, A. – Roosenboom, P. (2013) Venture capital and new business creation. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37 (12), 4695–4710.
- Pride, J. (2018) *Unicorn tears: Why startups fail and how to avoid it?* John Wiley & Sons, Newark.
- Proksch, D. - Stranz, W. - Pinkwart, A. Schefczyk, M. (2016) Risk management in the venture capital industry: Managing risk in portfolio companies. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 18 (2), 1–33.
- Puri, M. – Zarutskie, R. (2012) On the life cycle dynamics of venture-capital- and non-venture-capital-financed firms. *The Journal of Finance*, Vol. 67 (6), 2247–2293.
- PwC – Suomen pääomasijoittajyhdistys ry (2006) Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. <[https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus\\_06.pdf](https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf)>, haettu 29.12.2021.



- Pääomasijoittajat ry 15.5.2018 Mistä startupin hinta koostuu? Valuaatiossa 5 perusasiaa erityisen tärkeitä. <<https://paaomasijoittajat.fi/mista-startupin-hinta-koostuu-valuaatiossa-5-perusasiaa-erityisen-tarkeita/>>, haettu 14.3.2022.
- Pääomasijoittajat ry (2019) Pääomasijoittaminen Suomessa – Buyout 2019. <[https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2020/04/Mediasetti\\_BUYOUT\\_22\\_04\\_2020\\_FINAL.pdf](https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2020/04/Mediasetti_BUYOUT_22_04_2020_FINAL.pdf)>, haettu 21.12.2021.
- Ramsinghani, M. (2014) *The business of venture capital: Insights from leading practitioners on the art of raising a fund, deal structuring, value creation, and exit strategies*. 2. uud. p. John Wiley & Sons, Hoboken.
- Rea, R. H. (1989) Factors affecting success and failure of seed capital/start-up negotiations. *Journal of Business Venturing*, Vol. 4 (2), 149–158.
- Reid, G. (1998) *Venture capital investment: An agency analysis of UK practice*. Routledge, London.
- Ribeiro, L. L. – Tironi, L. F. (2007) The role of venture capitalists in the identification and measurement of intangible assets. *SSRN Electronic Journal* 28.2.2007. <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=965594](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965594)>, haettu 13.1.2022.
- Robinson, R. B. (1987) Emerging strategies in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, Vol. 2 (1), 53–77.
- Rubin, H. J. – Rubin, I. S. (2004) *Qualitative interviewing: The art of hearing data*. 2. uud. p. Sage, London.
- Sahlman, W. A. (1990) The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2), 473–521.
- Salkunrakentaja 27.4.2017 Mikä on hedge-rahasto? – 8 eroa perinteiseen rahastoon verrattuna. <<https://www.salkunrakentaja.fi/2017/04/hedge-rahasto/>>, haettu 21.12.2021.
- Santo, A. – Puca, A. (2020) Seed stage valuation and the venture capital method. Teoksessa: *Early stage valuation: A fair value perspective*, toim. Antonella Puca, 81–110. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Schmidt, K. M. (2003) Convertible securities and venture capital finance. *The Journal of Finance*, Vol. 58 (3), 1139–1166.
- Schumpeter, J. (1934) *The theory of economic development*. Harvard University Press, Cambridge.

- Silva, J. (2004) Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture capital (London)*, Vol. 6 (2-3), 125–145.
- Sisco, M. (2012) *IT due diligence: Merger & acquisition discovery process (Practical IT manager GOLD series book 3)*. 2. uud. p. MDE Enterprises, Columbia.
- Skawinska, E. – Zalewski, R. I. (2020) Success factors of startups in the EU – a comprehensive study. *Sustainability*, Vol. 12 (19), 8200.
- Song, K. – Kim, I. – Chang, Y. K. (2014) A reverse takeover as an exit strategy of venture capital: Korean evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 29, 182–198.
- Stam, E. – Wennberg, K. (2009) The roles of R&D in new firm growth. *Small business economics*, Vol. 33 (1), 77–89.
- Sullivan, M. – Harroch, R. D. (2018) A guide to venture capital financings for startups. *Forbes* 29.3.2018. <<https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2018/03/29/a-guide-to-venture-capital-financings-for-startups/?sh=8fffe1851c9c>>, haettu 21.10.2021.
- Tan J. – Zhang W. – Jun X. (2008) Managing risk in a transitional environment: An exploratory study of control and incentive mechanisms of venture capital firms in China. *Journal of Small Business Management*, Vol. 46 (2), 263–285.
- Taylor, S. J. – Bogdan, R. – DeVault, M. (2016) *Introduction to qualitative research methods: A guidebook and resource*. 4. uud. p. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- The Economic Times (2021) Definition of “Venture Capital”. <<https://economictimes.indiatimes.com/definition/venture-capital>>, haettu 20.10.2021.
- The Economic Times (2022) What is “Due Diligence?”. <<https://economictimes.indiatimes.com/definition/due-diligence>>, haettu 23.11.2022.
- The little book of private equity (2021) Emerging Venture Capitalists Association. <<https://www.investeurope.eu/media/1011/little-book-of-private-equity.pdf>>, haettu 14.12.2021.
- Tieteen termipankki 16.3.2023. Uskontotiede: Emic ja etic. <[https://tieteentermipankki.fi/wiki/Uskontotiede:emic\\_ja\\_eti](https://tieteentermipankki.fi/wiki/Uskontotiede:emic_ja_eti)>, haettu 16.3.2023.

- Tyebjee, T. T. – Bruno, A. V. (1984) A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, Vol. 30 (9), 1051–1066.
- Tutkimuseettinen neuvottelukunta (TENK) (2019) *Tutkimuseettisen neuvottelukunnan ohje*. Tutkimuseettisen neuvottelukunnan julkaisuja 3/2019, Helsinki.
- Ueda, M. (2004) Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *The Journal of Finance (New York)*, Vol. 59 (2), 601–621.
- Volkov, D. – Karanina, T. (2007) Intangible assets: Importance in the knowledge-based economy and the role in value creation of a company. *The Electronic Journal of Knowledge Management*, Vol. 5 (4), 539–550.
- Wang, H. – Wuebker, R. J. – Han, S. – Ensley, M. D. (2012) Strategic alliances by venture capital backed firms: an empirical examination. *Small Business Economics*, Vol. 38 (2), 179–196.
- Wessendorf, C. P. – Schneider, J. – Shen, K. – Terzidis, O. (2020) Valuation of early-stage technology ventures: An approach to derive the discount rate. *The Journal of Alternative Investments*, Vol. 23 (3), 32–44.
- Wirtz, B. W. (2020) *Business model management: Design – process – instruments*. 2. uud. p. Springer, Cham.
- Yasuo, K. – Nobuyuki, K. – Maki, K. – Seiko, S. – Makoto, I. (2019) Proposal of entrepreneur's behavior process for overcoming Japanese type valley of death in startup companies. *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 8, 102–112.
- Zacharakis, A. L. - Meyer, G. D. (1998) A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of business venturing*, Vol. 13 (1), 57–76.
- Zider, B. (1998) How venture capital works. Harvard Business Review 11-12/1998. <<https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>>, haettu 20.10.2021.
- Zimmermann, A. (2008) The influence of top management team heterogeneity on the capital raised through an initial public offering. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32 (3), 391–414.

## Liitteet

### Liite 1. Teemahaastattelurunko

#### Taustatietoja

1. Kerro lyhyesti taustastasi ja tehtävistäsi organisaatiossasi.

#### VC-sijoitusprosessi

2. Kuvaile sijoitusprosessin vaiheet pääpiirteittäin, kun sijoituksen kohteena on startup-yritys.
3. Kuvaile due diligence -tarkastuksen vaiheet pääpiirteittäin ja sen merkitys sijoitusprosessille.

#### Sijoituskohteiden seulonta, arvonmääritys ja sopimusneuvottelut

4. Mitkä tekijät kohdeyrityksessä herättävät kiinnostuksen sijoittaa kyseiseen startupiin?
5. Mitä keinoja startupin arvon määrittämiseen käytetään seulontavaiheessa? Entä arvonmääritysvaiheessa (ennen sopimusneuvotteluita)?
6. Miten startupin aineeton pääoma otetaan huomioon arvonmäärityksessä (ennen sopimusneuvotteluita)?
7. Millaista tuottoa sijoituksilta haetaan ja miten tämä vaikuttaa arvonmääritykseen?
8. Kuvaile sopimusneuvotteluiden vaiheet pääpiirteittäin.
9. Mitä keinoja startupin arvon määrittämiseen käytetään neuvotteluiden aikana?
10. Miten aineeton pääoma vaikuttaa sopimusneuvotteluihin ja -ehtoihin?

#### Toteutunut valuaatio

11. Kuvaile tärkeimmät sijoituksen tuottopotentiaaliin ja riskiin vaikuttavat tekijät (yrityskohtaiset, toimialakohtaiset ja yleiseen taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavat tekijät).
12. Millainen vaikutus startupin aineettomalla pääomalla on sijoituksen tuottopotentiaaliin ja riskiin?
13. Millainen vaikutus edellä mainituilla tekijöillä on startupin toteutuneeseen valuaatioon?
14. Mitkä muut tekijät vaikuttavat toteutuneeseen valuaatioon?
15. Miten kohdeyrityksen arvonmääritykseen ja toteutuneeseen valuaatioon vaikuttaa tilanne, jossa useampi VC-sijoittaja on kiinnostunut saman startupin rahoittamisesta?

#### Muut kysymykset:

16. Miten aikaisemmat VC-sijoitukset ja niiden arvonmääritys ovat vaikuttaneet myöhempien prosessien ja arvonmääritysten luonteeseen?