



Turun yliopisto  
University of Turku

# **EPÄSYMMETRINEN INFORMAATIO JOUK- KORAHOITUSMARKKINOILLA**

Kansantaloustieteen pro gradu -tutkielma

Laatija:

KTK Theodor Kivistö

Ohjaaja:

KTT Juha-Pekka Niinimäki

02.05.2014

Turku



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics



1	JOHDANTO .....	5
1.1	Tutkimuskysymys ja tutkimuksen tärkeys .....	5
1.2	Työn rakenne .....	6
1.3	Työn tulokset .....	7
1.4	Aiheeseen liittyvää kirjallisuutta .....	8
2	EPÄSYMMETRINEN INFORMAATIO YRITYSRAHOITUKSESSA .....	13
2.1	Pankin informaatio-ongelmat yritysrahoituksessa .....	14
2.1.1	Pankin keinot hallita epäsymmetristä informaatiota .....	17
2.2	Pääomasijoittajien informaatio-ongelmat .....	21
2.2.1	PS-rahaston varojenkeruu ja sijoittajat .....	21
3	JOUKKORAHOITUS .....	25
3.1	Joukkorahoituksen taustaa .....	26
3.2	Joukkorahoituksen eri tyypit .....	27
3.3	Joukkorahoitus ja muut rahoitusmuodot .....	29
4	PALKINTOIHIN PERUSTUVA JOUKKORAHOITUS .....	33
4.1	Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen prosessi .....	33
4.1.1	Rahoituksen kerääminen joukkorahoitusalueen kautta .....	34
4.2	Informaatio-ongelmat .....	36
4.2.1	Yrityksen laatu .....	36
4.2.2	Yrityksen valvonta .....	39
4.2.3	Rahoittajien laatu .....	42
5	PÄÄOMITUSPERUSTEINEN JOUKKORAHOITUS .....	45
5.1	Pääomitusperusteisen joukkorahoituksen prosessi .....	46
5.1.1	Rahoituksen kerääminen joukkorahoitusalueen kautta .....	47
5.2	Informaatio-ongelmat .....	50
5.2.1	Yrityksen laatu .....	50
5.2.2	Yrityksen valvonta .....	53
5.2.3	Sijoittajien laatu .....	54
6	JOUKKORAHOITUS JA EPÄSYMMETRISEN INFORMAATION HALLINTA .....	57
6.1	Vakuudet ja asiakkaiden oikeudet .....	57
6.2	Oma pääoma .....	60
6.3	Pitkäaikainen rahoitus ja joukkorahoituksen yhdistäminen .....	61

7	ESIMERKKEJÄ JOUKKORAHOITUSPROJEKTEISTA .....	64
7.1	Tapaus: Ouya-videopelikonsoli .....	64
7.2	Tapaus: The Doom That Came To Atlantic City!.....	68
7.3	Tapaus: Bubble & Balm.....	70
7.4	Tapaus: The Rushmore Group .....	71
8	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	73
	LÄHTEET.....	77

## Kuvioluettelo

Kuva 1	Pankin optimaalinen tallennuskorko $r^*$ (Stiglitz & Weiss 1981, 394)17	
Kuva 2	Ouyan rahoittajien jakautuminen (Kickstarter.com).....	65
Kuva 3	The Doom That Came To Atlantic City!:'n tukijoiden määrät ja jakauma.(www.Kickstarter.com) .....	68

## Taulukkoluetelo

Taulukko 1	Yritysrahoituksen eri mahdollisuudet jaoteltu pääoman ja velan mukaan (mukailtu Larralde & Schwienbacher 2011, 9) .....	30
Taulukko 2	Euroopassa toimivat pääomitusperusteiset joukkorahoitusalusat vuonna 2012 (Mukailtu Collins & Pierrakis 2012, 16).....	49

# 1 JOHDANTO

Joukkorahoitus on viime vuosien aikana suosiotaan kasvattanut rahoitusmuoto, jossa pk-yritykset ja yrittäjät voivat kerätä rahoitusta ideoilleen ja projekteilleen tavallisilta kuluttajilta internetin kautta toimivan välityssivuston kautta.(Mollick 2013; Collins & Pierrakis 2012).Joukkorahoituksen piiriin lasketaan tällä hetkellä noin neljästä viiteen erilaista rahoitusmallia(Gajda & Walton, 2012). Tässä tutkimuksessa käsitellään näistä malleista palkintoihin perustuvaa joukkorahoitusta, joka muistuttaa hieman ennakkomyyntiä, sekä pääomitusperusteista joukkorahoitusta, jossa on paljon elementtejä osakemarkkinoilta ja pääomasijoittamisesta. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen talouspoliittinen kirjallisuus on käsitellyt paljon kasvuyritysten ja pk-yritysten tärkeyttä talouskasvulle ja markkinoiden tasaantumiselle. Näiden yritysten voi tästä kasvaneesta kiinnostuksesta ja merkittävydestä huolimatta olla hyvin vaikeaa saada rahoitusta. Pankit eivät lainaa ilman riittäviä vakuuksia tai omaa pääomaa ja pääomasijoittajat keskittyvät harvoin korkean riskin innovaatioyrityksiin. Joukkorahoituksen argumentoidaan olevan ratkaisu tähän ongelmaan(Best ym. 2012; De Buysere ym. 2013). Pienetkin yritykset voivat hyödyntää internetiä tuodakseen liikeideansa kansan kuuluviin ja tavalliset kuluttajat voivat äänestää varallisuudellaan näiden yritysten onnistumisesta. Näin ollen lupaavat ja kuluttajien kysyntää herättävät liikeideat saavat mahdollisuuden kerätä rahoitusta ja näin ollen syntyä uusia yrityksiä, jotka luovat lisää työpaikkoja ja toimivat talouskasvun moottoreina.

## 1.1 Tutkimuskysymys ja tutkimuksen tärkeys

Lupaavalta vaikuttavista ideaaleista huolimatta joukkorahoitus on vielä nuori ja kehittymätön rahoitusmuoto ja sen eri muotojen markkinat ovat vielä hyvin kehittymättömät. Rahoitusta hakevien yritysten, välittäjä sivustojen ja kuluttajien välillä on paljon kysymyksiä ja kommunikaatiota, jotka voivat vaikuttaa kuluttajien sijoituspäätökseen. Informaation kulku osapuolelta toiselle ja riittävän tarkan valvonnan mahdollistaminen ovat avainroolissa joukkorahoituksen kehittämiseksi varten otettavaksi rahoitusmuodoksi pk-yrityksille. Joukkorahoituksen prosesseihin sisältyy kuitenkin vielä hyvin paljon epäselvyyttä ja epäsymmetrisen informaation mahdollisuus on hyvin suuri joukkorahoituksessa.

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia epäsymmetrisen informaation ongelmaa joukkorahoituksen kontekstissa. Työ on kirjallisuuskatsaus, joka pohjautuu yritysranoi-

tuksen teoriaan epäsymmetrisestä informaatiosta ja sen hallitsemisesta pankkien ja pääomasijoituksen tapauksessa. Näiden samojen ilmiöiden ja ongelmien esiintymistä tutkitaan kahdessa erilaisessa joukkorahoitusmallissa, joita ovat palkintoihin perustuva joukkorahoitus ja pääomitusperusteinen joukkorahoitus. Nämä kaksi joukkorahoitusmuotoa on valittu siksi, että niissä rahoittajat saavat jonkinlaisen vastikkeen rahoilleen, oli se sitten lupaus tulevasta tuotteesta tai mahdollisuus saada osuus yrityksen tuotoista tulevaisuudessa osakkeiden tai voitonjaon muodossa. Kaksi muuta joukkorahoituksen muotoa, mikrolainat ja lahjoitukset, ovat luonteeltaan enemmän hyväntekeväisyyteen taipuvaisia ja siksi näitä kahta mallia ei käsitellä tutkimuksessa kuin muutamalla maininnalla.

Jotkin tutkimukset povaavat joukkorahoitukselle tulevaisuutta mahdollisena kilpailijana ja substituuttina perinteisille yritysrahoituksen muodoille, kuten pankkilainoille ja yksityisille sijoituksille. Joukkorahoitusalojen määrä on kasvanut suuresti niin Euroopassa kuin Yhdysvalloissakin viimeisen viiden vuoden aikana. Vuonna 2009 joukkorahoituksen yhteenlaskettu arvo oli noin puoli miljardia dollaria, kun vuonna 2012 tämä sama luku oli lähes kaksi ja puoli miljardia dollaria (Gajda & Walton 2013, 1). Vuonna 2012 Yhdysvaltojen kongressi hyväksyi pääomitusperusteista joukkorahoitusta myös käsittelevän JOBS-lakiesityksen. Joukkorahoitus on siis yleistymässä vauhdilla, mutta tärkeä kysymys on tajuavatko tavalliset kuluttajat, joiden varallisuutta joukkorahoitus yleisesti houkuttelee, millaisia riskejä sisältyy pienten kasvuyritysten rahoittamiseen? Rahoittajien käyttäytyminen joukkorahoitusmarkkinoilla ja yritysten optimistiset ideat ja kampanjat saattavat antaa ihmisille vääränlaisia signaaleja yrityksen oikeasta laadusta ja tästä syystä joukkorahoituksen tehokkuuteen ja joukkorahoituksen kautta rahoitettujen yritysten laatuun liittyy paljon epävarmuutta. Aiheen uutuusarvosta johtuen on tärkeää, että aiheesta tehdään tutkimusta ja joukkorahoituksen riskejä ja ongelmia tuodaan esille mallin mahdollista jatkokehittämistä varten. Suomenkielistä tutkimusmateriaalia joukkorahoituksesta on vielä hyvin vähän, jos ollenkaan, ja englanniksikin tieteellisen materiaalin määrä on vähäistä.

## **1.2 Työn rakenne**

Toisessa luvussa esitetään pankkien ja PS-rahastojen teoriaa sekä asymmetrisen informaation ongelmaa näiden yritysrahoitusmuotojen kontekstissa. Kolmannessa luvussa esitellään joukkorahoitusta yleisesti, sillä sen uutuudesta johtuen on tärkeää, että lukija

ymmärtää joukkorahoituksen toimintaa. Neljännessä ja viidennessä luvussa käsitellään palkintoihin perustuvan ja pääomitusperusteisen joukkorahoituksen perusluonnetta sekä näiden kahden mallin informaatio-ongelmia. Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen informaatio-ongelmat ovat hyvin samankaltaisia pankin kohtaaman epäsymmetrisen informaation kanssa ja pääomitusperusteisen joukkorahoituksen ongelmat vastaavat PS-rahastojen kohtaamia ongelmia. Kuudes luku tutkii mm. vakuuksien ja pääomavaatimusten mahdollisuutta joukkorahoituksessa ja Seitsemäs luku esittelee neljä joukkorahoitusta käyttänyttä yritystä. Kahdeksas luku päättää työn ja esittää kirjallisuuden pohjalta tehdyt johtopäätökset joukkorahoituksen informaatio-ongelmista ja riskeistä.

### **1.3 Työn tulokset**

Joukkorahoituksesta kertovan kirjallisuuden mukaan joukkorahoituksesta löytyy paljon samoja piirteitä ja käyttäytymismalleja kuin perinteisestä yritysrahoituksesta. Tämän myötä joukkorahoituksessa on vallalla myös samanlaisia epäsymmetrisen informaation ongelmia. Joukkorahoituksessa on tärkeää yritysten laadun arviointi ennen rahoitusta ja yrityksen projektin aikana, jotta voidaan estää yrityksen haitallisen valinnan mahdollisuus. Joukkorahoitukseen osallistuvien kuluttajien määrä ja osaamattomuus tekevät tämän valvonnan harjoittamisen hankalaksi ja potentiaalisesti kalliiksi. Etenkin palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa yksittäisen rahoittajan pieni riski ja rahoittajien päätösvallan vähyys vähentävät kuluttajan halua ja mahdollisuuksia harjoittaa valvontaa, mikä helposti johtaa viivästyksiin, laatuongelmiin ja mahdollisesti petokseen tai konkurssiin. Nämä seikat nostavatkin kysymyksiä palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen tehokkuudesta rahoitusmuotona. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa sijoitussummat ovat suurempia ja sijoittajille on selvempää, että he ovat riskinkantajina. Tätä riskiä vastaan he pystyvät vaikuttamaan yrityksen päätöksentekoon pitkällä tähtäimellä ja yritys pystyy keskittymään ydinliiketoimintansa kehittämiseen ilman, että sen tarvitsisi huolehtia palkintojen toimittamisesta projektin tukijoille. Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on mahdollisesti myös helpommin liitettävissä muihin rahoitusmuotoihin sen osakepohjaisuuden takia.

## 1.4 Aiheeseen liittyvää kirjallisuutta

Joukkorahoitus sen nykyisessä muodossa on vielä verrattain uusi ilmiö. Tästä johtuen siihen keskittyvää tieteellistä ja etenkin taloustieteellistä tutkimusta on julkaistu hyvin vähän, verrattuna muihin tunnetumpiin taloustieteen ja yritysrahoituksen malleihin ja teorioihin. Joukkorahoitukseen liittyvät tutkimukset viittaavat hyvin usein toisiinsa ja muutamat aihetta tutkineista ovat julkaisseet useampia tutkimuksia joukkorahoitukseen liittyen (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher 2013a, 2013b; Berg & Schrader 2012; Berg & Kirschenmann 2012; Agrawal, Catalini & Goldfarb 2011, 2013). Belleflamme, Lambert ja Schwienbacher ovat ehkä ensimmäiset, jotka ovat tehneet laajaa teoreettista tutkimusta joukkorahoituksesta ja ovat pyrkineet luomaan matemaattista optimointiratkaisua joukkorahoituksen käyttämiseksi. Ensimmäisessä tutkimuksessaan he keräsivät tietoa internetin kautta 44 eri yrityksestä, jotka olivat harjoittaneet joukkorahoitusta ilman joukkorahoituksen erikoistuvaa välityssivustoa. He tutkivat näiden yritysten joukkorahoitusta kahden primäärisen parametrin, varojen määrän ja onnistumisen, mukaan. Tutkimuksen mukaan yritykset, jotka tarjosivat jotain vastinetta rahoitukselle, onnistuivat keräämään rahoitusta paremmin, kuin pelkästään lahjoituksiin luottavat projektit. Tutkimuksen mukaan voittoa tavoittelemattomat yritykset onnistuivat keskimäärin paremmin joukkorahoituksessa kuin voittoa tavoittelevat yritykset. Tämän tutkimuksen jälkeen he esittelevät yksinkertaisen teoreettisen mallin, joka kuvaa joukkorahoitusprojektin onnistuneisuutta hyödyntäen empiirisen tutkimuksen löydöksiä mallin parametrien muodostamisessa. Toisessa vuoden 2013 tutkimuksessaan Belleflamme ym. esittelevät teoreettisen mallin joukkorahoituksen tehokkuuden mallintamiseksi palkintoihin perustuvan ja pääomitusperusteisen joukkorahoituksen tapauksessa. Tämän mallin mukaan palkintoihin perustuvalla mallilla on mahdollista harjoittaa hintadiskriminointia markkinoilla, mutta vaaditun pääoman kasvaessa suureksi tämän diskriminaation hyöty pienenee. Isommille pääomille malli ehdottaa pääomitusperusteista joukkorahoitusmallia. Burtch, Ghose ja Wattal (2014) tutkivat journalismin keskittyvää joukkorahoitusalustaa ja pyrkivät mallintamaan rahoittajien käyttäytymistä teoreettisella mallilla, tosin tutkimuksen kohteena on enemmän lahjoituksiin ja sosiaaliseen hyötyyn perustuvan alustan tutkiminen, kuin pääomitusperusteisen tai palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen tutkiminen. Burtch ym. tutkivat yli sataa erilaista journalistista projektia. Tutkimuksen mukaan rahoittajat tunsivat sosiaalisen hyötynsä laskevan, mitä pienempi

vaikutus heillä oli kampanjan menestyksessä. Tämä kuvastaisi joukkorahoituksessa mahdollisesti olevaa ilmiötä, jossa rahoittavat eivät näe tarpeellisena rahoittaa kiinnostavaa projektia, joka näyttää saavuttavan tavoitteensa helposti. Tutkimus löysi myös positiivista korrelaatiota joukkorahoituskampanjan keston ja artikkelin tulevan lukijasuosion välillä. Tämä voisi vahvistaa käsitystä siitä, että suosittu joukkorahoituskampanja on indikaattori markkinoiden kysynnästä.

Mollick(2013) pyrkii ymmärtämään joukkorahoituksen dynamiikkaa ja on eräs harvoista laajaa empiiristä tutkimusta tehneistä tutkijoista. Tutkimus kattoi lähes 50 tuhatta Kickstarter.com-sivuston kautta aloitettua projektia, joiden herättämä rahoituskiinnostus oli lähes 240 miljoonaa dollaria. Näistä projekteista 48 prosenttia onnistui keräämään tavoitellun määrän rahaa. Tavoitteena oli tarkastella mahdollisia indikaattoreita projektien onnistumiselle sekä muodostaa käsitystä joukkorahoitukselle tyypillisistä avainlukuista, kuten onnistumisen todennäköisyys, viivästymisen todennäköisyys ja joukkorahoituksen parissa liikkuvien rahasummien koko. Tutkimuksen mukaan projektin laatua kuvaavat tekijät vaikuttavat onnistumiseen merkittävästi, kuin myös yrittäjän sosiaaliset kytkökset ja verkostoitumisen määrä. Tutkimus väittää myös, että noin 75 prosenttia onnistuneista joukkorahoitusprojekteista toimittaa luvatut palkinnot myöhässä.

Muita tilastollisia tutkimuksia aiheesta ovat tehneet ainakin Agrawal ym.(2011) ja Ahlers, Cumming, Günther ja Schweizer(2012). Tämän lisäksi Cumming ja Johan (2013) sekä Lee ja Weaven (2011) suorittivat kyselytutkimuksia hypoteesiensa pohjalta pääomasijoittajille ja yrittäjille. Agrawal ym. tutkivat Sellaband-sivuston kautta rahoitusta hakeneita yhtyeitä ja heidän tutkimuksensa kattoi 4712 kappaletta yhtyeitä tai artisteja vuodesta 2006 vuoteen 2009, mitkä olivat saaneet vähintään yhden 10 euron kooksen sijoituksen. Tutkimus toteaa 34 yhtyeen nostattaneen lähes 75 prosenttia alustan kautta tehdyistä lahjoituksista. Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia sijoitusten maantieteellistä hajautusta ja sitä, miten joukkorahoituksen eroa perinteisistä rahoitusmuodoista sijoittajien maantieteellisen sijainnin suhteen. Heidän tuloksiensa mukaan rahoittajan ja rahoitettavan artistin välimatka oli keskimäärin hieman vajaa 5000 kilometriä, eli maantieteellistä hajautumista on selvästi havaittavissa joukkorahoituksessa. Tutkimuksen mukaan aikaisin projektiin sijoitaviin henkilöihin eivät myöskään vaikuta joukkorahoitusmarkkinoiden signaalit yhtä vahvasti kuin myöhäisemmässä vaiheessa sijoitaviin

henkilöihin, mikä voi johtua yrittäjän lähipiirin osallistumisesta rahoitukseen. Ahlers ym. tutkivat yrityksiä ja joukkorahoitusta Australialaisella ASSOB-alustalla<sup>1</sup>. ASSOB perustuu pääomitusperusteiseen joukkorahoitukseen ja oli vuonna 2012 eniten rahoitusta välittänyt tämän tyyppin joukkorahoitusalue. Tutkimuksen dataan kuului tiedot yli sadan yrityksen varainkeruusta, joista kerättiin informaatiota kuuden informaatioon liittyvän parametrin mukaisesta ja joiden joukkorahoitusmenestystä tarkasteltiin tilastollisesti. Tutkimuksen mukaan hyvät taloudelliset suunnitelmat, riskikartoitukset ja sisäisen johdon osaaminen vaikuttivat positiivisesti joukkorahoituskampanjan onnistumiseen. Tutkimus osoitti myös, että erilaiset palkinnot ja valtion tukiaiset vaikuttivat joukkorahoituskampanjan menestykseen hyvin vähän, jos ollenkaan.

Lee ja Weaven lähestyivät aktiivisia ja kokeneita pääomasijoittajia, joilla oli riittävän paljon kokemusta pk-yritysten rahoittamisesta. He esittivät näille sijoittajille kyselytutkimuksen ja haastattelivat näitä. Näiden vastausten perusteella tutkimus esittää kymmenen hypoteesia joukkorahoituksen kehittämisestä ja onnistuneelle joukkorahoitukselle tärkeitä ominaisuuksista. Tutkimuksessa korostuu myöhemmin tässä työssä esiteltävät tekijät, kuten rahoittajien osaaminen, signaalit ja yrityksen arviointi ja monitorointi, tärkeinä tekijöinä joukkorahoituksen tulevaisuudelle. Cumming ja Johan taas keräsivät kyselydataa sijoittajilta, yrityksiltä ja joukkorahoitusalueiden edustajilta. Tämä data kerättiin lähinnä Kanadassa toimivilta henkilöiltä. Näiltä henkilöiltä kysyttiin mielipidettä petoksen estämisestä joukkorahoituksessa, sijoittajien kouluttamisesta, informaation tarkastamisesta ja monitoroinnista sekä muista joukkorahoituksen ongelmakohtista. Joukkorahoitusta käyttäneiltä yrityksiltä kysyttiin myös syitä ja kokemuksia joukkorahoituksen käyttämiseen liittyen. Tutkimuksen mukaan yritykset ja joukkorahoitusalueet arvostavat joukkorahoituksen helppoutta ja saatavuutta eivätkä välttämättä haluaisi tiukempia vaatimuksia joukkorahoitusalueille. Sijoittajat taas haluaisivat enemmän tietoa yrityksistä joukkorahoitusalueen kautta ja vaativat tiukempia laadunvalvontamenetelmiä ollakseen valmiita sijoittamaan joukkorahoitukseen.

Muu joukkorahoitukseen liittyvä tutkimus perustuu pitkälti teoriaan ja olemassa olevaan kirjallisuuteen. Aiheen uutuudesta johtuen lähes jokainen tutkimus käyttää paljon aikaa joukkorahoituksen konseptin esittelyyn ja pyrkii tutkimaan joukkorahoituksen vahvuuksia, heikkouksia, riskejä ja mahdollisuuksia. Muutamia näistä ovat valtion virastojen tai suurten yritysten rahoittamia tutkimuksia joukkorahoituksen potentiaalista ja

---

<sup>1</sup> The Australian Small Scale Offerings Board

positiivisista vaikutuksista työllisyyteen (Collins & Pierrakis 2012; Best, Neiss & Jones 2012; De Buysere, Gajda, Kleverlaan & Marom 2012; Gajda & Walton 2013). Näistä Best ym. sekä De Buysere ym. keskittyvät korostamaan joukkorahoituksen potentiaalia ja tutkimuksen kontekstina on vahvasti pk-sektorin vahvistaminen EU:ssa ja maailmalla ja se, miten joukkorahoitus mahdollistaa pk-yritysten varojenkeruun taloutta hyödyttävällä tavalla. Nämä tutkimukset tiedostavat kyllä joukkorahoituksen potentiaaliset ongelmat, mutta ovat yleissävyltään hyvin positiivisia joukkorahoituksen suhteen. Collins ja Pierrakis keskittyvät pääomitusperusteisen joukkorahoituksen esittelyyn, mutta nostavat esille muita tutkimuksia enemmän myös joukkorahoituksen haasteita. Gajda ja Walton tyytyvät esittelemään joukkorahoituksen eri muotoja Massolutions-tutkimusyrittäjien dataa käyttäen, korostaen jokaisen joukkorahoitusmallin avainlukuja, vahvuuksia, heikkouksia ja yrityksiä, joille kyseinen malli sopii parhaiten.

Jotkin tutkimukset esittelevät joukkorahoituksen peruskonseptin lisäksi myös uusia teoreettisia malleja joukkorahoitukseen liittyen. Manchanda ja Muralindhan (2014) luovat yleiskatsauksen joukkorahoituksesta kertovaan kirjallisuuteen tavoitteenaan tutkia miten joukkorahoitus ja ammattimainen pääomasijoitus voisivat toimia komplementäärisinä rahoitusmuotoina toisilleen. Tutkimuksen mukaan pääomasijoittajat voisivat hyödyntää onnistunutta joukkorahoituskampanjaa tehdessään sijoituspäätöstä yritykseen. Näin ollen osaavat sijoittajat saisivat varmistusta yrityksen liikeideasta ja laadusta joukkorahoituskampanjan kautta ja yritys saisi mahdollisuuden rahoittaa toimintaansa osaan pääomasijoittajan avustuksella. Tomczak ja Brem (2013) keskittyvät tutkimaan joukkorahoituksen potentiaalia vaihtoehtona enkelisijoittajille ja PS-rahastojen toiminnalle, kun vuoden 2008 talouskriisin jälkeen näiden toimijoiden sijoitusvolyymi on laskenut ratkaisevasti. Tutkimus esittää myös kuusivaiheisen vuokaavio mallin lukijalle, minkä pohjalle yritys tai sijoittaja voi perustaa päätöksensä käyttää joukkorahoitusta. Ibrahim ja Verliyantina (2012) keskittyvät enemmän mikrolainoihin kehittyvien maiden pk-yritysten rahoittamisessa, mutta esittelee myös joukkorahoitusta yleisesti. Tutkimus ehdottaa yhdeksästä peruskomponentista koostuvaa liikemallia joukkorahoitusta käyttäville pk-yrityksille, mikä pitää sisällään niin erilaisten verkostojen kehittämisen, kuin informaation läpinäkyvyyden korostamisen luottamuksen lisäämiseksi.

Tutkimukset kuten Agrawalin, Catalinin ja Goldfarbin toinen joukkorahoitukseen liittyvä tutkimus sekä Schwienbacherin ja Larralden vuoden 2010 tutkimus ovat luonteeltaan yleiskatsauksia joukkorahoitukseen ja esittelevät sen peruskonsepteja hyvin samalla tavoin kuin aikaisemmatkin tutkimukset. Schwienbacher ja Larralde esittelevät

ranskalaisen Media No Mad -yrityksen joukkorahoitusmenestystä. Agrawal ym. taas keskittyvät enemmän tutkimaan joukkorahoitusta taloustieteen peruskonseptien, kuten signaalien, epäsymmetrisen informaation ja sijoituksen riskin minimoimisen näkökulmasta.

Kuten aiemmin mainittiin, tutkimuksessa esitellään myös neljä esimerkkitapausta joukkorahoituksesta. Tiedot näistä projekteista on kerätty Kickstarter.com- ja Crowdcube.com – sivustojen sekä uutisartikkelien kautta. Kickstarter.com – sivustolla on mahdollista tarkastella päättyneiden projektien tietoja, kuten kerättyä rahamäärää, rahoittajien määrää ja eri rahoitustasoihin osallistuneiden rahoittajien määrää. Crowdcube-sivustolla tiedonsaanti on rajoitetumpaa ja sivusto vaati käyttäjätunnuksen rekisteröintiä ennen kuin joukkorahoituskampanjan tietoja pääsi tarkastelemaan. Bubble & Balmin kampanjan tietoja ei ollut mahdollista tarkastella pelkästään rekisteröitymällä sivustolle, joten tämän yrityksen tapauksessa lähteenä toimivat Financial Timesin raportoimat tiedot. The Rushmore Groupin joukkorahoitusprojekteja taas pääsi tarkastelemaan ilman suurempia ongelmia ja Crowdcube oli nostanut yrityksen esille omassa Case-tutkimuksessaan.

## 2 EPÄSYMMETRINEN INFORMAATIO YRITYSRAHOITUKSESSA

Kun yritys hakee rahoitusta projektilleen, on sillä useita vaihtoehtoja rahoituksen lähteelle. Yritys voi hakea lainaa pankilta, saada pääomasijoittajia sijoittamaan yritykseen tai hakea rahoitusta laskemalla osakkeita liikkeelle markkinoille (Larralde & Schwienbacher 2012, 8–9). Näissä kaikissa tapauksissa yritystä mahdollisesti rahoittavat tahot haluavat harjoittaa jonkinlaista valvontaa ja tarkastelua yritystä kohtaan, sillä pankki tai sijoittaja haluaa tietää onko rahoitettava yhtiö hyvä sijoitus. Tämä tarkoittaisi siis sitä, että yritys onnistuu liiketoiminnassaan ja pystyy maksamaan lainansa takaisin tai tuottamaan sijoittajalle tuottoa. Pankki haluaa tarkastaa yrittäjän luottotiedot, yrittäjähistorian, vakuuksien määrän ja laadun sekä arvioida yrityksen liikeidea jollain tavalla. Mikäli yritys on liian riskipitoinen, pankki tuskin tulee myöntämään lainaa yrittäjälle tai lainan koron olisi oltava niin suuri, ettei yrittäjän kannattaisi ottaa lainaa. (Stiglitz & Weiss 1981, 2–3; Narayan 1998, 1)

Mikäli nämä rahoitusta myöntävät osapuolet pystyvät tarkastelemaan rahoituksen hakijoita hyvin ja saavat yrityksestä oikeata ja tarkkaa informaatiota, vain hyvät yritykset päätyvät rahoitetuiksi ja liian riskialttiit tai huonon liikeidean omaavat yritykset eivät saa rahoitusta ja niitä ei perusteta, ainakaan pankin tai pääomasijoittajan varoilla. Tämä oletus pohjautuu siihen, että mahdollinen sijoittaja tai pankki todella pystyy tarkastelemaan rahoitusta hakevaa yritystä oikealla tavalla. Mikäli yrittäjä pystyy salaamaan jotain tietoja rahoittajilta tai hän tietää jotain markkinoista, mitä rahoittaja ei tiedä, voi syntyä informaatio-ongelma. (Majluf & Myers 1984, 15)

Näitä epätäydellisen ja epäsymmetrisen informaation tilanteita on erilaisia ja tässä luvussa näitä eri skenaarioita käsitellään eri rahoitusmuotojen ja -laitosten näkökulmasta. Nämä asiat ovat tärkeitä ymmärtää kun myöhemmissä kappaleissa tarkastellaan joukkorahoitusta ja joukkorahoituksen informaatio-ongelmia, jotka pohjautuvat hyvin samantilaisiin tilanteisiin kuin ns. perinteisessäkin rahoituksessa. (Akerlof 1970, 489–490)

Yritysrahoituksen informaatio-ongelmista puhuttaessa nousee usein esille kolme termiä. Nämä ovat epäsymmetrisen informaatio, haitallinen valikoituminen ja haitallinen valinta<sup>2</sup>. Nämä kaikki liittyvät vahvasti rahoituspäätöksen osapuolten väliseen kommunikaatioon ja siihen, miten tämän kommunikaation epäsymmetrisyys ja osapuol-

---

<sup>2</sup> engl. asymmetric information, adverse selection ja moral hazard

ten mahdolliset valinnat ja tiedon salaaminen vaikuttavat rahoituspäätöksiin, rahoitusmääriin sekä markkinoiden sijoituspäätöksiin. Monet talusteoreettiset oletukset perustuvat täydelliseen informaatioon ja yritysrahoitusteoriassa oletetaan usein esimerkiksi pankin pystyvän arvioimaan lainanhakijan hyvyttä täydellisesti (Berndt & Gupta 2009, 1). Näin kuitenkin harvemmin on. Jotta näiden informaatio-ongelmien tarkastelu olisi luontevaa joukkorahoituksen tutkimuksen kontekstissa, tarkastellaan informaatio-ongelmia ensin pankin lainanannon näkökulmasta ja sen jälkeen pääomasijoittamisen näkökulmasta. Pankin ja pääomasijoittajan roolit yrityksen rahoituksessa ovat hyvin erilaiset ja pankkilainan tuotto-odotukset sekä maturiteetti ovat hyvin erilaiset kuin esimerkiksi osakkeiden tuotot ja tuoton realisoitumiseen kuluva aika. Pankki odottaa yrityksen maksavan lainalle korkoa ja maksavan lainansa takaisin tietyn määräajan sisällä. Sijoittaja odottaa jonkinlaista tuottoa sijoitukselleen, mutta saa myös osuudellaan tietyn määrän päätösvaltaa yrityksen asioissa. Nämä kaksi rahoitusmuotoa rinnastetaan tässä tutkimuksessa käsiteltäviin kahteen joukkorahoitusmuotoon eli palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen ja pääomitusperusteiseen joukkorahoitukseen. (Larralde & Schwienbacher 2012, 8–9)

Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa rahoittajat tai lahjoittajat odottavat yleensä jonkinlaista takaisinmaksua. Tämä on yleensä rahasummaa vastaava tuote tai palkinto. Näillä joukkorahoittajilla ei ole minkäänlaista päätäntävaltaa yrityksen asioihin, mutta yleensä saavat heille luvatut tuotteet yrityksen konkurssiin mennessäkin, mitä voisi verrata pankin oikeuteen saada velkansa takaisin konkurssitapauksissa. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa rahoittajat sijoittavat yritykseen ja saavat vastineeksi tietyn määrän osakkeita ja ehkä myös päätäntävaltaa. Tuotto-odotukset tässä joukkorahoitusmuodossa vastaavat hyvin paljolti tavallista pääomasijoittamista tai osakesijoittamista, joten on luontevaa tutkia tavallisen pääomasijoittamisen informaatio-ongelmia ja rinnastaa näitä joukkorahoituksen tapaukseen (Belleflamme ym. 2013, 8)

## **2.1 Pankin informaatio-ongelmat yritysrahoituksessa**

Monille kasvuyrityksille ensimmäinen ja suurin rahoituksen lähde on usein pankki. Yrittäjä menee pankkiin ja esittää pankkiirille liikeideansa ja toteaa tarvitsevansa tietyn määrän rahaa saadakseen liiketoimintansa käyntiin tai lanseerattua uuden tuotteen. Tässä vaiheessa pankin tehtävänä on tarkastella laina-asiakkaan laatua arvioimalla sitä to-

dennäköisyyttä, jolla yrittäjä pystyisi maksamaan lainansa takaisin ja tätä informaatiota käyttämällä pankki voi joko kieltäytyä lainaamasta tai lainata yritykselle koko lainasumman tai osan siitä. Pankin pyytämä lainakorko heijastaa tätä todennäköisyyttä, eli mitä riskialttiimpi lainanhakija, sitä korkeampi korko ja tiukemmat lainaehdot (Berger & Udell 1995, 351). Tästä voidaan muodostaa karkea kaava, jossa pankin odotettu tulo on yhtä kuin lainan korkotuotto kerrottuna lainan takaisinmaksun todennäköisyydellä eli sillä todennäköisyydellä, jolla yritys onnistuu liiketoiminnassaan ja tämä toiminta on tarpeeksi kannattavaa, että asiakas pystyy maksamaan lainansa takaisin (Bester 1985, 850). Lainan odotettu tuotto jokaisesta lainasta on siis seuraava, kun  $Y$  kuvastaa pankin tuottoa,  $p$  asiakkaan todennäköisyyttä maksaa lainansa takaisin ja  $Br$  alkuperäistä lainasummaa kerrottuna lainakorolla.

$$Y = pBr$$

Mikäli markkinoilla vallitsee symmetrinen tai täydellinen informaatio, pystyy pankki valvomaan ja tarkistelemaan asiakkaitaan haluamallaan tavalla. Näin pankki pystyy valikoimaan tarkasti ne yritykset lainoitettaviksi, mille on järkevää myöntää lainaa sellaisella lainakorolla, joka on myös yrityksille houkutteleva. Täydellisen informaation vallitessa pankilla on myös mahdollisuudet ja kyky valvoa yrityksen toimintaa lainan myönnettyään, minkä voisi väittää olevan jopa tärkeämpää kuin ennen rahoitusta tapahtuva valikointi.<sup>3</sup> Yritykset lainaavat rahaa usein pitkiksi aikaväleiksi ja vaikka yritys tekisikin hyviä ratkaisuja liiketoiminnassaan, ei pankki voi olla varma yrityksen päätöksien laadusta koko lainan ajaksi. Tästä johtuen jatkuva valvonta on hyvin tärkeää lainan takaisinmaksun kannalta. Mitä sitten tapahtuu, jos markkinoilla vallitseekin epäsymmetrinen informaatio, eli toisin sanoen tämä täydellisen informaation oletus ei toteudukaan? Miten epäsymmetrisen informaation tilanne syntyy ja mitä vaikutuksia tällä on pankin lainanantoon? Tässä tutkimuksessa pankin epäsymmetrisen informaation ongelmaa käsitellään ennen lainaa myöntämistä tapahtuvan valvonnan ja laina-ajan aikana tapahtuvan valvonnan näkökulmasta. Ensimmäisessä tilanteessa pankki ei pysty erottamaan asiakkaitaan toisistaan asiakkaan laadun suhteen ja kun asiakkaan laatu selviää pankille, on jo liian myöhäistä harjoittaa minkäänlaista riskienhallintaa. Toinen skenaario sisältää tilanteen, missä pankki pystyy arvioimaan asiakkaitaan, mutta ei pysty valvomaan asiakkaidensa toimintaa. Esimerkki tämäntyyppisestä tilanteesta olisi sellainen,

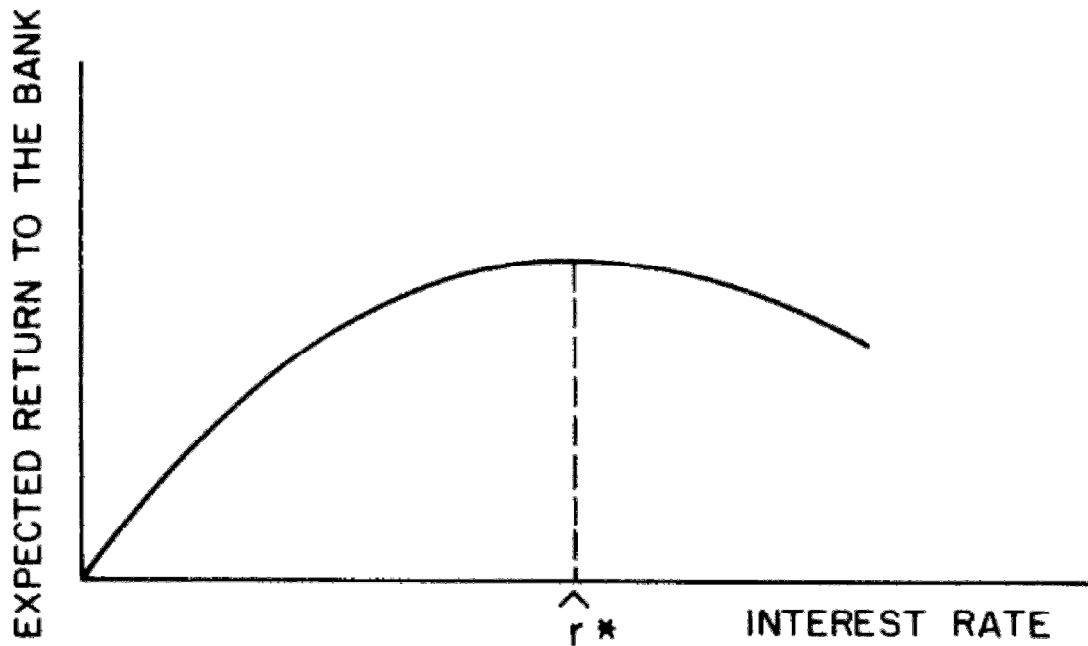
---

<sup>3</sup> engl. screening (Stiglitz & Weiss 1981, s. 393)

missä pankki tietää, että yrittäjällä on valittavanaan useita eri projekteja erilaisilla riskipainoilla. Pankin valvonnan alaisena lainaa saanut yritys valitsisi aina vähiten riskialttiin projektin, mutta mikäli pankilla ei tätä valvontamahdollisuutta ole epäsymmetrisen informaation takia, voi yritys valita riskipitoisemman vaihtoehdon (Bester 1985, 850). Kun pankki ei kykene havaitsemaan laina-asiakkaan laatua lainaa myöntäessään voi riskiyritys saada lainaa vielä itselleen edullisella korolla. Yrityksen riskituotot ovat niin korkeat, että riskiyritys pystyy maksamaan korkean koron takaisin projektin onnistuessa. Jos oletetaan, että tässä mallitapauksessa ei ole oman pääoman tai vakuuksien vaatimusta, riskiyritys voi pelotta hakea lainaa ja pankki tulee todennäköisesti kärsimään luottotappioita. Tämä haitallinen valikoituminen johtaa siis tilanteeseen, missä hyvät asiakkaat eivät hae lainaa sen korkeiden kustannusten takia ja huonot, riskipitoiset yritykset pelaavat suurta riskiään ja hakevat lainaa. Pankille koituu luultavasti suuria luottotappioita ja pankki saattaa kaatua. Mikäli pankki havaitsee tämän informaatio-ongelman, ei pankin ole järkevää myöntää kenellekään lainaa, jolloin lainamarkkinoita ei synny ollenkaan. (Schwienbacher & Larralde 2012, 3; Bester 1985, 850–851; Akerlof 1976, 490; Stiglitz & Weiss 1981, 393–394; Akerlof 1976, 490)

Miten pankki siis hallitsee pankkiasiakkaidensa laatua tämän epäsymmetrisen informaation vallitessa? Pankki voi nostaa korkoaan, mutta pankki voi myös harjoittaa valikoimista ja monitorointia, vaatia yrityksiltä vakuuksia tai omaa pääomaa tai sopia erilaisista lainaehdoista. Kun pankki nostaa korkoa, yritysten kustannukset nousevat ja yritysten voittomarginaali pienenee, toisin sanoen uuden yrityksen perustaminen on entistä kalliimpaa ja mahdollisuudet tehdä hyvää tuottoa yritystoiminnasta pienenevät (Stiglitz & Weiss 1981, 393, Berger & Udell 1995, 351). Joissain tapauksissa tämä koron nousu voi tehdä yrityksen koko liikeideasta täysin kannattamattoman, kun kaikki yrityksen tuotot kuluvat lainan takaisinmaksuun. Tämä tilanne voi johtaa laina-asiakkaiden haitalliseen valikoitumiseen. Turvalliset yritykset, joiden liiketoiminta olisi hyvin varmallalla pohjalla ja tuotto-odotukset olisivat maltilliset, mutta varmat, saattavat jättää yrityksensä perustamatta korkean koron takia. Riskipitoisille yrityksille on taas tyypillistä, että liikeidean tuottopotentiaali saattaa olla korkea, mutta todennäköisyys tälle tuotolle on hyvin pieni. Näin pankin odotettu tulo on hyvin matala ja pankin tulee vaatia tältä yritykseltä niin korkeaa korkoa, ettei yrityksen olisi kannattavaa hakea lainaa. Tämä on yhteiskunnallisesti ongelmallista. Pelkkä lainakoron nostaminen ei siis ole aina optimaalisin ratkaisu, tai sitä ei ainakaan tulisi soveltaa yksinään ilman laadunvalvonnan metodeita. Pankki pyrkii vaatimaan asiakkailtaan optimaalista lainakor-

koa  $r$ , jolloin laina-asiakkaiden määrä ja pankin saama tulo ovat tasapainossa (Stiglitz & Weiss, 1981, 394; Berger & Udell 1995, 351; Bergemann & Hege 1998, 703)



Kuva 1 Pankin optimaalinen tallennuskorko  $r^*$  (Stiglitz & Weiss 1981, 394)

### 2.1.1 Pankin keinot hallita epäsymmetristä informaatiota

Vakuuksien ja oman pääoman vaikutusta pankin optimaaliseen lainakorkoon, asiakasjakaumaan ja lainaehtoihin on tutkittu laajalti. Joukkorahoituksesta puhuttaessa kyseessä ovat yleensä aloittavat ja kooltaan pienet yritykset, joilla harvemmin on omaa pääomaa tai vakuuksia. Tämä voi johtaa rahoituksen tyrehtymiseen tämäntyypisille yrityksille. Tämän lisäksi joukkorahoitusaloilla ei ole tällä hetkellä mahdollista vaatia omaa pääomaa tai vakuuksia. Tämä voi johtua joukkorahoituksen luonteesta, jossa suuren projektin rahoittaa suuri määrä pienen summan sijoittavia sijoittajia ja täten esimerkiksi konkurssipesän tai vakuutena olevan omaisuuden jakaminen olisi hyvin hankalaa (Collins & Pierrakis 2012, 17; De Buysere ym. 2012, 16). Tutkimuksien mukaan vakuuksien tai oman pääoman vaatimus korreloi negatiivisesti yrittäjän riskialttiuden kanssa, eli kun yrittäjällä on jotain arvokasta projektissa menetettävänä, valitsee hän turvallisemman

projektin tai jättää lainan hakematta. Sikäli kun joukkorahoituksen kautta tapahtuva rahoitus koskee usein pk-yrityksiä, on tämä tärkeä seikka näiden rahoitusmuotojen vertailussa. Vakuuksien ja oman pääoman vaatiminen vaikuttaa tällä hetkellä vielä hieman sopimattomalta joukkorahoituksen kulttuuriin, mutta nämä seikat saattavat nousta esille joukkorahoituksen lisääntyvän regulaation ja joukkorahoituksen ympärillä toimivien yritysten lisääntyttyä.(Da Rin ym. 2006, 1703–1704; Berg & Kirschenmann 2012, 15)

Laina-asiakkaiden valikoimisella voidaan parantaa laina-asiakkaiden keskimääräistä laatua. Tämä tarkoittaa siis laina-asiakkaiden tarkempaa ja yksityiskohtaisempaa tarkastelua ennen lainan myöntämistä. Pankki voi tutkia yrityksen tilinpitoa, luottohistoriaa ja yrittäjän menneisyyttä saadakseen kuvan yrityksen riskialttiudesta. Tämä arviointi ei silti aina riitä takaamaan, ettei laina-asiakas sortuisi haitalliseen valintaan lainan saatuaan. Tätä varten pankki voi valvoa laina-asiakastaan rahoitetun projektin aikana harjoittamalla laina-aikaista valvontaa<sup>4</sup>, sekä rahoitetun projektin päätyttyä tarkastamalla projektin lopputuloksen(Berg & Kirschenmann 2012, 6; Gorton & Khan 1993, 2).

Laina-aikaisessa valvonnassa pankki voi asettaa esimerkiksi jonkun tietyn toimihenkilön valvomaan yrityksen toimintaa tai valtuuttaa jonkun henkilön yrityksen sisältä raportoimaan pankille yrityksen toiminnasta. Mikäli pankki tätä kautta havaitsisi haitallista tai riskialtista yritystoimintaa, voisi pankki vaatia rahojaan välittömästi takaisin(Diamond 1991, 694–695). Lopputuloksen tarkistaminen on hyödyllistä niissä tilanteissa, kun yritys väittää projektin esimerkiksi epäonnistuneen ja etteivät yrityksen varat riitä enää lainan takaisinmaksuun. Pankin on hyvä tässä vaiheessa tarkastaa yrityksen tilinpito ja ryhtyä perintätoimenpiteisiin, mikäli yrittäjä vaikuttaisi pimittävän pankilta projektin tuloja. Nämä valvontametodit vaativat pankilta tiettyä osaamista ja asiantuntemusta ja aiheuttavat pankille myös valvontakustannuksia(Williamson 1986, 164). Pankki voi, ja yleensä näin tekeekin, harjoittaa kaikkia näitä valvonnan muotoja laina-asiakkaidensa laadun varmistamisessa. Tämän valvonnan aiheuttamia kustannuksia tarkastelemme myöhemmin.

Pankki voi hallinnoida laina-asiakkaitaan myös lainaehdoilla<sup>5</sup>. Luotonantaja voi kirjata sopimukseen tarkat ehdot ja määrittelyt lainarahojen käytölle, joita rikkomalla asiakas joutuisi maksamaan lainansa takaisin tai mahdollisesti maksamaan lisäkustannuksia. Esimerkkinä tästä voisi toimia henkilöasiakkaan rakennuslaina, jota nostaakseen

---

<sup>4</sup> engl. monitoring

<sup>5</sup> engl. loan covenants

asiakkaan tulee toimittaa kuitit käyttämistään rahoista pankille, jotta pankki voisi varmistua lainarahojen menneen oikeaan tarkoitukseen. Yritysasiakkaiden kohdalla nämä rajoitukset voivat estää asiakasyritystä käyttämästä lainarahojaan liian riskialttiisiin projekteihin tai muuten vain pankin etujen vastaisesti. Ilman näitä lainaehtoja yritys voisi väittää käyttävänsä lainarahat vaikkapa uuden tuotteen lanseeraukseen, kun tosiasiaassa haluaisikin käyttää ne hyvin riskipitoisiin osakesijoituksiin. (Diamond 1991, 690; Demiroglu & James 2010, 3702)

Pankki voi puuttua yrityksen toimintaan, mikäli pankki havaitsee lainaehtojen rikkoutumista. Pankki voi lainaehtojen rikkoutuessa irtisanoa lainan ja vaatia yritystä maksamaan lainansa heti takaisin. Käytännössä näin harvoin on. Pankki voi käyttää lainaehtojen rikkoutumista myös eräänlaisena signaalina laina-asiakkaan laadusta ja neuvotella tämän uuden informaation avulla uuden lainan asiakkaan kanssa. Tämä laina mitä luultavimmin sisältäisi kaikki vanhan lainan ehdot, mutta olisi korkeampikorkoinen ja sisältäisi myös uusia lisäehtoja, jotka rajoittaisivat yrityksen toimintaa. Näillä lisäehdoilla pankki voi esimerkiksi rajoittaa asiakasyrityksen velkaisuutta, eli sitä, kuinka paljon yrityksellä on velkaa suhteutettuna oman pääoman määrään. Pankki voi vaatia myös yritystä toimittamaan pankille tietoa tilinpidostaan ja varmistamaan, ettei yritys piilota tilinpitonsa varoja tai tappioita tai myy pois arvokasta omaisuuttaan siten, että yrityksen toiminta ja lainan takaisinmaksukyky heikentyisi. Lainaehdoilla on täten tärkeä rooli pankin ja laina-asiakkaan välisessä kanssakäymisessä ja näitä toimia käyttämällä pankki pystyy vähentämään epäsymmetrisen informaation ongelmien vaikutusta suuresti. (Gorton & Khan 1993, 5–8; Demiroglu & James 2010, 3734–3735)

Pankki voi halutessaan sopia yritysasiakkaansa kanssa lainarahan myöntämisen jaksottamisesta pitkälle aikavälille. Pitkäaikainen lainasuhde voi ratkaista haitallisen valikoitumisen ja haitallisen valinnan ongelman. Mikäli laina-asiakas olisi huonolaatuinen ja epäonnistuu lainan ensimmäisissä takaisinmaksuerissä, saa pankki tästä selkeän signaalin laina-asiakkaan laadusta. Pankki oppii laina-asiakkaan laadusta lainasuhteen alkuvaiheen aikana ja pystyy reagoimaan oikealla tavalla saadakseen lainasta vielä itselleen tuottoisan. Tämä voidaan saavuttaa lainan irtisanomisella tai kuten edellä mainittiin, lainaehtojen kiristämällä. Haitallisen valinnan ongelma taas estyy siitä johtuen, että asiakas ei halua tehdä riskipitoisia investointeja lainasuhteen alussa, koska tietäisi tämän vaarantavan rahoituksen saamisen jatkossa. Tämä käyttäytyminen jatkuu useiden periodien ajan ja pitkällä aikavälillä laina-asiakas siis pyrkii tekemään vain matalariskiisiä päätöksiä. (Diamond 1991, 690)

Eräs pankin yhteiskunnallisesti tärkeistä rooleista on kuluttajien ja lainaa hakevien entiteettien kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen varmistaminen. Tätä kutsutaan yleensä sijoituksen koonmuokkaukseksi<sup>6</sup>. Tämä tarkoittaa yksinkertaisesti sitä, että pankki pystyy lainaamaan esimerkiksi yritykselle suuren summan rahaa  $x$ , mutta kerätäkseen tämän rahan pankki kerää suuren määrän talletuksia  $n$  määrältä tallettajia. Näin pankki voi myöntää ison lainan kerättyään suuren määrän pieniä sijoituksia tai talletuksia (Gorton & Khan 1993, 1). Tämä pankin skaalaetu on nähtävissä myös pankin harjoittaman valvonnan kustannuksissa. Mikäli yritys hakisi rahoitusta markkinoilta suoraan ja olisi valmis ottamaan pienen määrän lainaa  $n$  määrältä kuluttajia, olisi kuluttajilla varmasti haluja tarkastella yrityksen laatua niin *ex-post*, kuin *ex-ante*, eli siis ennen ja jälkeen sijoituksen. Yrityksen valvominen ja monitorointi sisältää kustannuksia, jotka jokainen valvonnan tekevä tallettaja joutuisi maksamaan. Kun tallettajien määrä markkinoilla on suuri, nousevat valvontakustannukset hyvin suuriksi jokaisen harjoittaessa yrityksen valvontaa. Kun välikätenä toimii pankki, voidaan yrityksen valvonta toteuttaa vain kerran yhden toimijan toimesta ja näin jokainen pankkiin rahaa tallettanut tallettaja voi olla varmistunut pankin laina-asiakkaiden laadusta. Valvonnan aiheuttamat kustannukset voivat aiheuttaa myös haitallisen valinnan ongelmaa. Pankki kerää talletuksia tallettajilta ja lainaa näitä eteenpäin yrityksille, harjoittaen näin sijoituksen koonmuokkausta ja samalla myös monitorointia ja laina-asiakkaiden valvontaa. Edellisissä kappaleissa oletettiin pankin kärsivän mahdolliset luottotappiot konkurssien ja maksuvaikeuksien tapauksissa. Nyt pankin luottotappioista ja konkurssista kärsivät tallennuksia tehneet kuluttajat. Pankin harjoittama valvonta siis suojelee tallettajia, mutta samalla maksaa pankille valvontakustannukset. Pankin voitto olisi suurempi, mikäli se jättäisi yritykset valvomatta, mutta luottotappioiden riski olisi tällöin suurempi. Tästä nähdään, että mikäli pankki tai pankkiiri ei itse vastaa luottotappioista, syntyy pankille kannustin jättää laina-asiakkaidensa valvonta tekemättä suurten valvontakustannusten takia. Tämä huomio rahoitusinstituutin haitallisen valinnan mahdollisuudesta on tärkeää tiedostaa kun asiasta puhutaan joukkorahoituksen kontekstissa. Tosiasiassa pankkien kannattaa harjoittaa valvontaa, sillä pankkien asiakasmäärät ovat yleensä niin suuria, ettei se pystyisi pitkällä aikavälillä selviytymään suuresta määrästä epäonnistuneita riskihankkeita. Valvontaa harjoittaessa hyvien asiakkaiden määrä pysyy suurena ja pankki nostaa tarpeeksi lainatuloja maksaakseen tallettajille talletuskorkoa. Tosin tässä voidaan myös todeta, että

---

<sup>6</sup> engl. size transformation

käytännössä pankit vaativat kaikilta asiakkailtaan myös vakuuksia ja omaa pääomapanostusta projektiin. Tämä vaikuttaa myös pankin laina-asiakkaiden laatuun positiivisesti. Pankeille on myös asetettu säädöksiä ja pääomavaatimuksia jotka vähentävät ja estävät pankkien liiallista riskinottoa. Pankkien informaatio-ongelmista ja optimaalisista lainakoroista, valvomiskustannuksista ja oman pääoman määrästä voisi jatkaa hyvin pitkälle omina tutkimuksinaan, mutta tämän tutkimuksen kannalta aiheen käsittely jää tähän.

## 2.2 Pääomasijoittajien informaatio-ongelmat

Pk-yrityksillä<sup>7</sup> ja kasvuyrityksillä voi olla vaikeata tai liki mahdotonta saada lainaa pankista käynnistäessään yritystoimintaansa. Tämä johtuu näiden yritysten korkeasta riskipitoisuudesta ja yritys- ja luottohistorian puutteellisuudesta. Mikäli pankki olisi valmis rahoittamaan pientä riskiyritystä, vaatisi se vastapainoksi ottamalleen riskille korkeaa lainakorkoa. Tämä on hyvin ongelmallista aloittaville yrityksille, sille yritystoiminnan käynnistyminen voi olla aluksi hyvin hidasta ja tappiollista ensimmäisien toimintavuosien ajan. Tästä johtuen kasvuyritykset hakevat rahoitusta erilaisilta pääomasijoittajilta. Tämä pääomasijoitus voi tulla yksittäiseltä henkilöltä, joukolta ammattimaisia sijoittajia tai jonkin sijoitusyrityksen perustamalta rahastolta. Rahoituksen lähteestä huolimatta pääomasijoituksessa yritys tarjoaa sijoitusta vastaan osakkeita tai osuutta yrityksestä. Tämä oikeuttaa yritykseen sijoittaneen tahon yrityksen tulevaisuudessa tekemiin voittoihin ja antaa myös päätösvaltaa yrityksen liiketoiminnassa. Tässä kappaleessa käsitellään pääomasijoitusrahaston, eli PS-rahaston, toimintaa rahoitusmarkkinoilla ja sen kohtaamia informaatio-ongelmia. Tässä osiossa käsitellyt aiheet ja käsitteet ovat tärkeitä pääomaan perustuvaa joukkorahoitusta ja sen informaatio-ongelmia tutkiessa. (Schwienbacher & Larralde 2012; Berger & Udell 1998; Black & Gilson 1997; Tirole 2006, 90–93)

### 2.2.1 PS-rahaston varojenkeruu ja sijoittajat

PS-rahasto perustetaan usein yrityksenä, joka kerää sijoittajilta varoja ja sijoittaa nämä eteenpäin. Pankit, vakuutusyhtiöt ynnä muut investointi- ja pankkialan toimijat voivat

---

<sup>7</sup> pienet ja keski-suuret yritykset

myös perustaa PS–rahastoja, mutta tässä esimerkissä käsittelemme itsenäisenä entiteettinä toimivaa PS–rahastoa. Itsenäiset PS–rahastot toimivat usein kommandiittiyhtiön muodossa ja sisältävät karkeasti eroteltuna kahdenlaisia toimijoita. Äänettömät yhtiömiehet ovat sijoittajia, jotka sijoittajat rahaa PS–rahastoon. Vastuulliset yhtiömiehet ovat päätöksiä tekevä PS–rahaston johtoryhmä. PS–rahaston johto vastaa rahaston toiminnasta ja sijoituksista ja harjoittavat päätäntävaltaa rahastossa. Sijoittajat vastaavat vain omasta sijoituspanostuksestaan eivätkä osallistu rahaston toimintaan muilla tavoin. Joidenkin arvioiden mukaan noin 99 prosenttia PS–rahaston pääomasta tulee näiltä sijoittajilta ja loput ovat johdon omaa pääomaa. Sijoittajat eivät pelkäästään talleta varojaan rahastoon, vaan tekevät enemmänkin lupauksia rahastoon sijoittamisesta. Kun PS–rahaston johto on löytänyt yhden tai useita yrityksiä, joihin he olisivat valmiita sijoittamaan, kerätään rahat lupaukset tehneiltä sijoittajilta ja siirretään yrityksille. Näin välteetään rahan lojuminen PS–rahaston hallussa toimettona ja tuottamattomana pitkiä aikoja (Prowse 1998, 23–25)

PS–rahaston tavoitteena on sijoittaa yrityksiin rahaa ja toimia yhtenä yrityksen omistajista siihen asti, että yrityksen liiketoiminnasta on tullut tuottoisaa. Kun yritys on päässyt omille jaloilleen, alkanut tuottaa voittoa ja on mahdollisesti valmis listautumaan esimerkiksi pörssiin, PS–rahasto pyrkii irtautumaan yrityksestä ja myymään osuutensa yrityksestä mahdollisimman hyvällä hinnalla alkusijoitukseen nähden. PS–rahasto voi täten vaikuttaa yrityksen päätöksentekoon ja yrittäjä voi konsultoida PS–rahaston johtoa yritystoimintaan liittyvissä asioissa. Näin PS–rahasto voi varmistaa yrityksen liiketoiminnan olevan mahdollisimman laadukasta ja nostaa yrityksen menestymisen todennäköisyyttä (Prowse 1998, 25; Tirole 2006, 90–93) PS–rahastoihin sisältyy paljon riskiä, ne ovat usein pitkäaikaisia ja niihin tehdyt sijoitukset ovat usein hyvin epälikvidejä. Pienet ja kasvavat yritykset ovat usein riskialttiita ja niiden onnistumisen todennäköisyys voi olla hyvin pieni. Tuottoisan yritystoiminnan käynnistyminen voi myös viedä useita vuosia ja sen takia PS–rahastojen sijoitusaika yritykseen onkin noin kymmenen vuotta. Sijoittajan on myös vaikea arvioida sijoituksensa ja rahaston arvoa ennen sijoituksen päättymistä ja PS–rahaston irtautumista yrityksestä, mikä tekee sijoituksesta epälikvidin. PS–rahastoilta odotetaan siksi korkeaa tuottoa. Näitä riskejä saatetaan hallita hajauttamisella, mutta koska PS–rahastojen mielenkiinnon kohteena ovat usein nopean kasvun alat, voi PS–rahaston kapea erikoistuminen ja pieni määrä kyseisellä segmentillä olevia yrityksiä pitää riskin edelleen korkeana (Black & Gilson 1997, 3–4; Tirole 2006, 90–93; Prowse 1998, 23, Best ym. 2012, 8–9). Rahoitusta hakevien yritysten laadun arvioimi-

nen jää siis PS-rahaston johdon hoidettavaksi. Yleisesti ottaen oletuksena on, että PS-rahaston johdossa olisi henkilöitä, jotka tuntevat jonkin tietyn liikealan hyvin ja omaavat kokemusta yritystoiminnasta. Näin ollen he ovat jäävejä arvioimaan yritysten mahdollisuuksia onnistua, yrityksen liike- tai tuoteidean validiutta ja neuvomaan yrittäjiä yritystoiminnassa. (Schwienbacher & Larralde 2012, 8; Tirole 2006, 90)

Mikäli PS-rahaston kohdesegmentti on hyvin laaja, voi sijoittajille syntyä huoli PS-rahaston johdon osaamisesta. On vaikeata olla todellinen asiantuntija monella erilaisella alalla, joten mikäli PS-rahaston asiakaskunta on hyvin hajautunutta ja rahastolla ei ole todella suurta määrää henkilökuntaa, joka omaisi asiantuntemusta näiltä kaikilta aloilta, voidaan olettaa rahaston olevan riskipitoisempi ja sisältävänsä laadullisesti huonompien yritysten osakkeita. Sijoittajien ja PS-rahaston johdon välillä on siis epäsymmetristä informaatiota. PS-rahastoihin sijoittava haluaa tietää onko PS-rahaston johto laadukasta ja osaavaa, sillä on huomattu sillä olevan suurin vaikutus PS-rahaston menestykseen. Mikäli uuden PS-rahaston perustaja on johtanut aikaisempia hyvin menestyneitä PS-rahastoja, ovat hänen johtamansa uudet PS-rahastot haluttavia sekä sijoittajille niiden hyvän laadunvalvonnan vuoksi, että yrityksille niiden houkuttelemien sijoittajien takia. PS-rahaston johdolle kehittyikin helposti haitallisen valinnan ongelmaa. Sijoittajat sijoittavat PS-rahastoon varansa parhaimmillaan kymmeneksi vuodeksi ja luottavat PS-rahaston johdon hoitavan näitä varoja mahdollisimman hyvin. Tästä johtuen PS-rahaston ja sijoittajien välinen sopimus on tärkeitä laatia mahdollisimman tarkasti ja molempien osapuolten oikeudet hyvin määrittelevästi, jotta haitallisen valinnan mahdollisuus minimoidaan. Näillä sopimusehdoilla on tärkeitä hallita sijoituskohteiden valintaa, johdon henkilökohtaista sijoittamista, johdon siirtymistä muihin tehtäviin, yleiset rajoitukset toiminnassa ja johdon vastuun määrittely.

Sijoituskohteiden valitsemisen hallinnoiminen voi tarkoittaa sijoituksen koon rajoittamista, ettei PS-rahasto sijoittaisi liikaa yhteen kohteeseen ja laiminlöisi hajauttamista. Johdolla voisi olla kannustin vähentää työtaakkaansa ja sijoittaa mahdollisimman harvaan yritykseen, mutta tämä nostaisi rahaston riskiä. Yleensä sopimuksissa on tärkeitä rajoittaa myös sijoituskohteet tiettyihin kategorioihin, ettei rahaston johto sijoita varoja vaikkapa yltiöpäisesti muihin riskirahastoihin, todella epäilyttäviin ja toisen alan yrityksiin tai muihin kyseenalaisiin sijoituskohteisiin. Yleensä rajoitetaan myös johdon lainanottoa, voittojen sijoitusta uudelleen, uusien yhtiömiesten tuomista projekteihin ja muita sijoitusteknisiä asioita (Bernile ym. 2007, 565). Johdon henkilökohtaiselle sijoittamiselle on myös tärkeää tehdä rajoituksia. Mikäli johdolla olisi omia sijoituksia rahas-

ton sijoituskohteissa, voisi tämä vaikuttaa PS-rahaston johdon päätöksentekoon ja työpanokseen. Johto voisi neuvotella erilaisia sopimuksia yritysten kanssa, joissa heillä olisi myös omaa panosta. Johdolla olisi myös kannustimia panostaa enemmän niiden yrityksen konsultointiin ja avustamiseen, joissa heillä olisi omia sijoituksia.

### 3 JOUKKORAHOITUS

Joukkorahoitus<sup>8</sup> on viimeisen viiden vuoden aikana yleistynyt rahoitusmuoto, jossa rahoitusta haluava entiteetti pyrkii keräämään rahoitusta suurelta joukolta kuluttajia. Yksittäiset rahoitussummat ovat usein pieniä, mutta joukkorahoituksen ideana on kerätä suuri määrä näitä pieniä sijoituksia ja saavuttaa näillä tarvittu rahoitussumma. (Gajda & Walton 2013, 1)

Gajdan ja Waltonin (2013) tekemän tutkimuksen mukaan joukkorahoitusmarkkinoiden koko on kasvanut suuresti viimeisen viiden vuoden aikana. Vuonna 2009 joukkorahoitusmarkkinoiden maailmanlaajuinen koko oli noin 500 miljoonaa dollaria ja vuonna 2012 tämä sama luku oli noin 2,6 miljardia dollaria. Lähes kaikki joukkorahoituslustoat toimivat internetin välityksellä rahoitusmuodosta riippumatta. Joukkorahoitus tapahtuu näiden joukkorahoituslustojen kautta, joiden määrä on myös kasvanut tasaisesti viime vuosina. Esimerkiksi vuoden 2011 lopussa Euroopassa oli yli 200 erilaista joukkorahoituslustaa ja joidenkin arvioiden mukaan joukkorahoituslustojen määrä on kasvanut useilla kymmenillä prosenteilla viimeisen kahden vuoden aikana (De Buysere 2012, 6). Yleisimmät joukkorahoituksen hakijat ovat pieniä yrityksiä ja yrittäjiä, jotka ovat lanseeraamassa uutta tuotetta tai liikeidea. Joukkorahoituksen piiriin voidaan laskea myös niin kutsutut mikrolainat, jotka ovat yleisiä etenkin kehitysmaiden pienyrittäjien keskuudessa. (Ibrahim & Verliyantina 2012, 390–391)

Joukkorahoitus tapahtuu yleisesti internetin välityksellä toimivien joukkorahoituslustojen kautta. Näillä sivustoilla yrittäjä tai yritys voi esitellä uutta tuotettaan tai liikeideaansa ja ilmoittaa kuinka paljon rahoitusta hän tarvitsee käynnistääkseen tuotannon tai liiketoiminnan. Kickstarter.org, yksi suurimmista joukkorahoituslustoista maailmassa, esimerkiksi vaatii yrityksiä lähettämään joukkorahoituslustalle esittelyvideon tuotteesta tai konseptista, kuvauksen yrityksen toiminnasta ja projektin kulusta, rahoituskampanjan keston, pienimmän mahdollisen rahoitussumman ja tavoitteena olevan kokonaisrahoitussumman. Mikäli nämä tiedot vastaavat joukkorahoituslustan vaatimaa tasoa, julkaistaan yrityksen rahoituskampanja sivustolla. Yrittäjän laitettua ideansa esille voivat sivuston käyttäjät rahoittaa projektia haluamallaan summalla. Summan suuruudesta riippuu kuluttajan saama palkinto, joka on yksinkertaisimmillaan projektissa

---

<sup>8</sup> engl. crowdfunding

valmistettava tuote. Tämä tutkimus käsittelee palkintoihin perustuvaa joukkorahoitusta tarkemmin edempänä.(Gajda & Walton 2013, 2–3; Belleflamme ym. 2013, 1–2)

Joukkorahoituksen konseptina toimiva ajatus suuresta määrästä pieniä rahoituksia ei ole uusi, mutta nykyaikaiset kommunikaatiokanavat ovat mahdollistaneet informaation jakamisen uudella tavalla. Internetin avulla yritys voi esitellä ideansa potentiaalisesti miljoonille ihmisille ilman ajan tai paikan asettamia rajoitteita(Ordanini ym. 2011, 445). Voisikin sanoa joukkorahoituksen tuovan pankkien yleisesti dominoivan rahoituksen koon muokkauksen kuluttajien omiin käsiin(BBVA crowdfunding report 2013, 30–31). Viime vuosien aikana tapahtuneet rahoitusmarkkinakriisit ovat myös nostaneet kysyntää vaihtoehtoisille rahoitusmuodoille. Etenkin pienet yritykset tuntuvat kärsivän tiukentuneesta tarjonnasta rahoitusmarkkinoilla ja uusien projektien ja yritysten luontaisesti sisältämästä riskistä johtuen pankit eivät myönnä rahoitusta kovinkaan helposti. Näistä syistä johtuen joukkorahoitukseen liittyvä kirjallisuus on alkanut nähdä joukkorahoituksessa potentiaalia olla varteenotettava vaihtoehto perinteiselle yritysrahoitukselle.

### 3.1 Joukkorahoituksen taustaa

Joukkorahoituksen idea pohjautuu vahvasti internetin myötä yleistyneeseen ideaan joukkouttamisesta<sup>9</sup>, jossa suuren ja varioidun väkijoukon työpanosta käytetään kehittämään jotain ideaa tai tuotetta. Joukkouttamista tutkineet Poetz ja Schreirer (2012, 245) havainnoillistavat tätä ilmiötä esimerkillä yhtiöstä, joka haluaa kehittää uusia tuotteita ja tarvitsee näihin ideoita. Saako yritys parempia ideoita osaavilta insinööreiltään, markkinoijiltaan ja asiantuntijoiltaan, vai suurelta joukolta potentiaalisia asiakkaita, jotka ilmaisevat yritykselle millaisia ominaisuuksia he arvostaisivat uudessa tuotteessa. Esimerkkejä joukkouttamisesta ovat myös erilaiset avoimen lähdekoodin ohjelmistot ja käyttöjärjestelmät, kuten Linux, joita kuka tahansa voi kehittää omalla tahollaan ja julkaista lopputuloksensa muiden paranneltavaksi ja käytettäväksi.

Tämä joukkouttamisen konsepti perustuu niin kutsuttuun joukon viisauteen. Joukkouttamisen kannattajien mukaan suuressa joukossa ihmisiä tulee olemaan hyvällä todennäköisyydellä hyviä ideoita ja osaamista tarpeeksi, että tämän joukon osaamisen potentiaali on korkeampi, kuin jos ideoita kehittäisi pieni ja sulkeutunut joukko asiantuntijoita(Poetz & Schreirer 2012, 246). Joukkorahoituksessa tätä joukon viisautta esiintyy pääosin kolmella tavalla: yrittäjä voi saada joukolta kehitysideoita tuotteelleen,

---

<sup>9</sup> engl. crowdsourcing

joukkorahoituksen menestys voisi indikoida markkinoiden kysyntää ja mikäli tarpeeksi moni rahoittaja on arvioinut yrityksen laatua, on yrityksen joukkorahoitusmenestys hyvä ja tarkka indikaattori sen laadusta (Collins & Pierrakis 2012).

Kontrastina tälle teorialle on Diamondin (1984) esittelemä teoria keskitetyn monitoroinnin hyödyistä. Diamondin mukaan on kustannustehokkaampaa, kun yksittäiset kuluttajat eivät kaikki harjoita esimerkiksi laina-asiakkaiden valvontaa, vaan että on olemassa esimerkiksi pankki, joka harjoittaa tämän valvonnan vain kerran. Näin ollen valvontakustannukset tarvitsee käyttää vain kerran, verrattuna tilanteeseen, jossa jokainen kuluttaja suorittaisi valvonnan. Keskitetyllä valvonnalla on myös muita hyötyjä. Sen avulla voidaan välttyä vapaamatkustajaongelmalta, jossa tietty määrä kuluttajia ei harjoittaisi valvontaa ollenkaan, sekä laatuongelmalta, jossa kuluttajien pätevyys valvoa pankin laina-asiakkaita on kyseenalaista.

Joukkorahoituksen kontekstissa nämä kaksi teoriaa luovat mielenkiintoisen vastakkainasettelun. Mikäli uskoo joukkouttamisen mahdollisuuksiin ja joukon viisauteen, voi nämä ominaisuudet nähdä joukkorahoituksen vahvuuksina esimerkiksi yritysten laadun arvioinnissa. Perinteisen teorian mukaan esimerkiksi laina-asiakkaiden valvonnassa on parempi, että valvonnan suorittaa yksi tai harva osaava entiteetti. Tämän pohjalta joukkorahoituksessa vallallaan olevan valvontavastuun voisi nähdä mallin selkeänä heikkoutena ja kyseenalaistaa mallin uskottavuuden laadun indikaattorina. Tutkimuksen kannalta on hyvä ymmärtää näiden näkemysten eroavaisuudet.

### **3.2 Joukkorahoituksen eri tyypit**

Joukkorahoitusta on mahdollista kerätä tällä hetkellä neljällä eri tavalla. Joukkorahoitukseen liittyvän kirjallisuuden mukaan nämä neljä tapaa ovat mikrolainojen keräys, hyväntekeväisyyskampanjat, osakkeiden tarjoaminen ja tuotteen ennakkomyynti. Tässä tutkimuksessa keskitytään tarkemmin osakkeita tarjoavaan joukkorahoitukseen, jota kutsutaan jatkossa pääomitusperusteiseksi joukkorahoitukseksi, sekä tuotteen ennakkomyyntiin, jota kirjallisuudessa kutsutaan palkintoihin perustuvaksi joukkorahoitukseksi (Gajda & Walton 2013, 2; Mollic 2013, 2–5)

Mikrolainat ovat pieniä vakuudettomia lainoja, joita hakevat enimmäkseen kehitysmaiden pienet yrittäjät ja maanviljelijät. Kommunikaatio rahoittajien ja lainanhakijoiden välillä tapahtuu mikrolainoille pyhitettyjen verkkosivujen kautta, joissa on tietoja ja kuvia lainaa hakevista yrittäjistä (Ibrahim & Verliyantina 2012, 394). Yksinkertaisimmillaan näillä sivustoilla kuluttaja voi lainata haluamalleen yritykselle tai yrittäjälle summan rahaa yritystoimintaa varten. Näiden lainojen korkotasoa on usein alhainen ja

maksuehdot eivät ole tiukkoja. Voisikin väittää, että näiden lainojen hyöty ja arvo tulevat potentiaalisten tuottojen sijaan enemmän sosiaalisesta arvosta ja hyväntekeväisyydestä (Ordanini ym. 2011, 455; Burtch ym. 2013, 502). Mikrolainoja välittävien sivustojen käyttäjät ovat suurimmaksi osaksi yksityisiä kuluttajia. Vastuu lainanhakijan monitoroinnista jää usein kuluttajalle, joten mikrolainoihin liittyy paljon yrittäjän ja luottotajan välistä luottamusta. (Ghosh & Van Tassel 2013, 8)

Lahjoituksiin perustuvassa joukkorahoituksessa pyrkimyksenä on kerätä rahoitusta lahjoitusten kautta. Neljästä joukkorahoitusmetodista lahjoituksiin perustuvaa joukkorahoitusta käyttävät eniten tieteen, tutkimuksen, kulttuurin ja erilaisten ympäristöaloitteiden projektit (Feder 2013, 23–24). Kuluttajan hyöty näissä projekteissa koostuu enimmäkseen immateriaalisista asioista kuten hyväntekeväisyyden tuomasta mielihyvästä ja muista sosiaalisista hyödyistä. Gajda ja Walton (2012) argumentoivat, että lahjoituksiin perustuvat joukkorahoitushankkeet onnistuvat keräämään enemmän lahjoituksia kuin tavalliset varainkeruukampanjat. Tämä voi johtua mahdollisesti siitä, että jokainen lahjoittaja tietää tarkalleen mihin kohteeseen hänen lahjoituksensa menee osallistuessaan kampanjaan. Näin kuluttaja voi olla varmempi siitä, että hänen lahjoituksensa kohdistuu oikein eikä huku esimerkiksi ison hyväntekeväisyysorganisaation juokseviin kuluihin.

Pääomitusperusteiset joukkorahoitushankkeet muistuttavat luonteeltaan eniten PS-rahoitusta tai perinteistä markkinoilta haettua rahoitusta. Näissä rahoittajat sijoittavat yritykseen tai suoraan projektiin ja yritys tarjoaa heille prosentuaalista osuutta joko tuotteen tuotoista tai rahoitussumman ollessa tarpeeksi suuri, yrityksestä itsestään (Belleflamme ym. 2013; Gajda & Walton 2013; Mollic 2013; Stemler 2013). Osuutta tarjoava joukkorahoitus kuuluu luonteensa vuoksi pääomamarkkinoiden piiriin ja täten sitä koskevat samat lait ja säädökset. Nämä säännöt rajoittavat osuutta tarjoavien joukkorahoitusten luomista ja niiden ympärille luotuja internetalustoja enemmän kuin muita joukkorahoitusmuotoja. Tästä syystä osuuksiin perustuva joukkorahoitus ei välttämättä ole optimaalisin ratkaisu kehitysmaiden rahoitusmarkkinoille paikallisen regulaation puutteiden vuoksi. Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on kuitenkin kasvanut vuoden 2012 jälkeen tasaista tahtia ja esimerkiksi Yhdysvalloissa presidentti Obaman hyväksymässä JOBS-säädöksessä on ensimmäisenä maailmassa kirjattuna lainsäädännöllisiä ohjeita joukkorahoitusta koskien. Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on yksi tämän tutkimuksen pääaiheista ja sen luonnetta ja ongelmia käsitellään myöhemmässä kappaleessa syvällisemmin. (Hemer 2011, 9; De Buysere ym. 2012, 21)

Palkintoihin perustuvat joukkorahoituskampanjat muistuttavat luonteeltaan ennakkomyyntikampanjaa. Yritys tai yrittäjä esittelee yhteisölle tuotteensa tai ideansa, kertoo tuotteesta lisätietoja ja ilmoittaa, kuinka paljon pääomaa hän tulee tarvitsemaan tuotannon aloittamiseksi ja mitkä ovat eri palkintotasot erilaisille rahoitussummille. Yleisesti pienin rahoitustaso oikeuttaa kuluttajaa saamaan itselleen tuotteen ensimmäisten joukossa, joukkorahoituskampanjan ilmoittamalla hinnalla. Enemmän kuin tämän määrän rahoittavat henkilöt voivat saada itselleen muita palkintoja, kuten oheistuotteita, tekijöiden nimikirjoitukset tuotteeseen tai niin kutsutun keräilijän version<sup>10</sup> tuotteesta. Lisäpalkintojen rahallinen arvo voi olla vähäinenkin, mutta yleisesti ottaen joukkorahoituskampanjoita rahoittavat kuluttajat saavat niistä jotain henkilökohtaista lisähyötyä. Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen pääideana on siis kerätä niin rahoitusta, kuin kartoittaa kysyntää. Jos useat ihmiset ovat valmiita tilaamaan tuotetta ennakkoon, ennen kuin se on edes päässyt tuotannon alkuvaiheeseen, voidaan olettaa tuotteen olevan markkinoilla haluttu. Palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen pureudutaan myöhemmässä kappaleessa syvemmin (Belleflamme ym. 2013, 4–5)

### 3.3 Joukkorahoitus ja muut rahoitusmuodot

Perinteisesti yrityksillä ja yrittäjillä on ollut kaksi primääristä lähdettä rahoitukselle niiden harkitessa uutta projektia tai yrityksen perustamista ja nämä ovat tässä tutkimuksessa jo käsitellyt pankkilainausta ja PS-rahoitusta (Ordanini ym. 2010, 453–455). PS-rahoitus kuvastaa pääomasijoittamista ja pankkilainausta lainarahaa. Oma tai vieras pääoma tulee suoraan yrityksen käyttöön ja vastineena pääomalle on yleensä omistusosuus joko tuotteista tai yrityksestä. Pääoman haltija kantaa siis osan riskistä sijoittamansa rahan mukana, mutta voi käyttää päätäntävaltaansa vaikuttaakseen yrityksessä tehtäviin päätöksiin. Rahaa lainaksi antava rahoittaja ei saa päätäntävaltaa yrityksessä, mutta on oikeutettu saamaan rahansa takaisin lainasopimuksen ehtojen mukaisesti. Yleisesti ottaen lainaraha on ylempiarvoisempaa kuin vieras pääoma, joten lainoittaja saa rahansa takaisin ennen vieraita sijoittajia yrityksen mennessä nurin. Joukkorahoituksella on paljon samoja ominaisuuksia näiden rahoitusmuotojen kanssa ja nyt tarkastelemmekin vaihto-

---

<sup>10</sup> engl. collector's edition

ehtoja joukkorahoitusta potentiaalisesti harkitsevalle yritykselle(Larralde & Schwiembacher 2012, 8–9)

Yrittäjät rahoittavat liiketoimintansa usein aluksi itseltään ja lähipiiristään löytyvällä pääomalla. Tämä niin kutsuttu ”bootstrapping”-rahoitus on hyvin lähellä joukkorahoituksen perusideaa, sillä sen ideana on saada itse yrittäjä, lähipiiri ja ystävät niin vakuuttuneeksi yrittäjän liikeideasta, että he ovat valmiita sijoittamaan omaa rahaansa yritykseen. Tämän rahoituksen etuna on se, ettei yrittäjän tarvitse näin ollen luovuttaa päätäntävaltaa pois omista käsistään, mutta yrittäjän riskit voivat kasvaa valtavan suuriksi mikäli hän on sijoittanut kaikki tai lähes kaikki henkilökohtaiset varansa yrityksen alkuvaiheeseen.(Winborg & Landström 2000, 239)

Taulukko 1 Yritysrahoituksen eri mahdollisuudet jaoteltu pääoman ja velan mukaan (mukailtu Larralde & Schwiembacher 2011, 9)

	<b>Sijoittaja</b>	<b>Kuvaus</b>
<b>Pääoma</b>	Yrittäjä ja tiimin jäsenet	Yrittäjän omat varat tai henkilökohtainen laina
	Sukulaiset ja ystävät	Yrittäjän ystävät ja sukulaiset
	Bisnesenkeli	Varakkaita yksityishenkilöitä, jotka ovat valmiita sijoittamaan pieniin projekteihin
	Pääomasijoittajat/sijoitusrahastot	Ammattimaisia sijoittajia, jotka keräävät pieniä sijoituksia ja sijoittavat nämä isoihin projekteihin pitkäksi aikaa
	Muut yritykset/sijoittajat	Strategiset sijoitukset muilta yrityksiltä tai toimijoilta
	Osakemarkkinat	Tavalliset kuluttajat voivat sijoittaa yrityksiin osakemarkkinoiden kautta
<b>Velka</b>	Pankit	Pankkilainat
	Vuokrattavat palvelut ja tilat	Tarvikkeiden, työkalujen ja tilojen vuokraus
	Valtio	Tuet ja helpotukset
	Asiakkaat/toimittajat	Luotolla maksaminen ja ostaminen
	”Bootstrapping”	Useiden eri metodien yhdistäminen rahoituksen keräämiseksi, esimerkiksi henkilökohtaiset luottokortit ja osamaksut

Miten joukkorahoitus siis eroaa tilanteesta, jossa uuden tuotteen tai yrityksen lanseeraava henkilö hakee rahoitusta muista lähteistä? Yleisesti ottaen erojen voisi sanoa olevan niin kutsutusti kronologisia, eli yrityksen tuotannon vaiheet etenevät hieman eri järjestyksessä yrityksen hakiessa rahoitusta pankeilta tai markkinoilta, kuin jos hän hakisi joukkorahoitusta. Joukkorahoituskampanjan tuottama informaatio eroaa myös perinteisten rahoitusmuotojen vaatimuksista (Agrawal & Goldfarb 2013, 6). Pankin halukkuus lainata yritykselle rahaa ei välttämättä kerro mitään siitä, onko markkinoilla ja kuluttajien keskuudessa minkäänlaista kysyntää tuotteelle tai yritykselle. Yleisesti ottaen yritys saa lainaa, jos se on hoitanut talousasiansa nuhteettomasti ja jos sillä on mahdollisuus joko maksaa korkeata korkoa tai antaa lainalle jokin vakuus. Esimerkiksi nykyhetken Suomessa lainakorot ovat matalalla, joten vakuudet ovat yleisiä yritysluotoissa. Yrittäjän saatua lainaa hän päättää käynnistää tuotannon ja tuottaa hyväksi katsomansa määrän tuotetta markkinoille jollain mallilla määritellyllä hinnalla. Kuluttajien kiinnostus ja panostus tuotteeseen realisoituvat vasta tuotannon ja alettua ja ensimmäisten tuotantoerien päädyttyä markkinoille. Jos yrittäjän liikeidea osoittautuu huonoksi tai epähalutuksi, tai jos yrittäjän kulut nousevat liian korkeiksi, päättyy yritys tappiolliseksi ja mitä luultavimmin ei pysty maksamaan lainaansa takaisin. Pankki lunastaa vakuutena olevan omaisuuden ja kirjaa mahdolliset luottotappiot ja yritys menee nurin (Agrawal & Goldfarb 2013, 13).

Joukkorahoituksen tapauksessa yrittäjän on ensimmäiseksi vakuutettava yleisönsä siitä, että hänen tuottamansa tuote on jotain mitä ihmiset tarvitsevat ja haluavat ostaa. Yrittäjä ei saa tarvitsemaansa rahoitusta ellei hän onnistu myymään tuotetta ennakkoon onnistuneesti. Jos tarvittavaa pääomaa ei saada kerättyä, saavat tuotetta ennakkotilanneet kuluttajat rahansa takaisin ja tuotantoa ei käynnistetä, ellei yrittäjä saa rahoitusta jostain toisesta lähteestä (Hemer 2011, 15). Tuotteen ollessa epäsuosittu tai yrittäjän epäonnistuessa tuotteen esittelyssä yrittäjän riski ei siis realisoidu, sillä koko tuotanto ei pääse alkamaan. Voisikin sanoa, että kuluttajien ollessa tietoisia tarpeistaan ja halutaan sekä informaation ollessa symmetristä, joukkorahoituksen käyttämisellä voidaan alentaa uutta projektia aloittavan yrityksen riskiä tai riskiskenaarion syntymistä. Varjopuolena voisi nostaa esille sen, etteivät kuluttajat ole yleensä kykeneväisiä tai osaavaisia yrittäjän luotettavuuden arviointiin samalla tavalla kuin pankit, joten epäsymmetrisen informaation syntyminen joukkorahoitusta hakevan yrityksen ja kuluttajan välille on mahdollista. Yrittäjän arviot omista kuluistaan ja vaadituista tuotanto- ja pääomamääristä voivat myös olla harhaiset, jolloin onnistunutkin joukkorahoituskampanja voi osoit-

tautua epäonnistuneeksi tuotannon alkaessa. Tästä johtuen joukkorahoituksessa on esillä hyvin suuri mahdollisuus epäsymmetriseen informaatioon liittyville ongelmille, joihin tässä tutkimuksessa paneudutaan seuraavaksi tarkemmin.(Marchand 2013, 150)

## 4 PALKINTOIHIN PERUSTUVA JOUKKORAHOITUS

Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen perusideana on kerätä rahoitusta kuluttajilta jonkinlaista palkintoa vastaan. Tämä palkinto voi olla jotain konkreettista, kuten rahoitettavana oleva tuote. Kickstarter.com -verkkosivulla, joka on maailman suurin palkintoihin perustuva joukkorahoitusalue, rahoitusta keräävien yritysten on mahdollista asettaa erilaisia rahoitustasoja rahoittajille, missä suurempi rahoitussumma antaa rahoittajalle enemmän palkintoja. Näissä tapauksissa esimerkiksi 10 euroa lahjoittava kuluttaja saa kyseessä olevan tuotteen ensimmäisten joukossa, kun taas 100 eurolla projektia tukeva kuluttaja saa useamman kappaleen tuotetta, erikoisversion tuotteesta ja vaikkapa tuotteen käyttöön tarkoitetun lisävarusteen. Näiden lisähyötyjen arvoa on vaikea mitata, sillä ne ovat usein luonteeltaan aineettomia ja niiden tuoma hyöty riippuu täysin kyseisen kuluttajan omista preferensseistä. Tämä osiltaan heijastaa joukkorahoituksen suosiota ensimmäisten innokkaiden<sup>11</sup> kuluttajien keskuudessa, jotka ovat tuotteen tai liikeidean faneja ja ovat valmiita rahoittamaan projektia sen tuoman sosiaalisen hyödyn myötä. (Belleflamme ym. 2013, 5–7)

Tämän luvun tarkoituksena on tarkastella tarkemmin palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen prosessia sekä tutkia siihen liittyviä informaatio-ongelmia. Aiheen uutuusarvon takia joukkorahoitusmallin esittelyyn käytetään huomattavan paljon aikaa, mikä on tärkeitä joukkorahoituksen luonteen hyvin ymmärtämiseksi.

### 4.1 Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen prosessi

Lähtökohtana palkintoihin perustuvalla joukkorahoituksella on yrityksen halu tai tarve lanseerata uusi tuote tai palvelu markkinoille. Yrityksellä tai yrittäjällä voi olla historiaa yritystoiminnasta, tai kyseessä voi olla täysin uusi yritys. Suurin osa joukkorahoitukseen liittyvästä kirjallisuudesta käyttää esimerkeissään lähinnä pk- ja kasvuyrityksiä, kuten myös tämäkin tutkimus. Lisäoletuksena on myös se, että joukkorahoitusta hakeva yritys on jo mahdollisesti hakenut rahoitusta muista lähteistä, mutta on epäonnistunut luottamuksen tai mielenkiinnon herättämisessä. Yrityksellä tulisi tässä vaiheessa joukkorahoitusprosessia olla käsitys siitä, kuinka paljon pääomaa yritys tarvitsee käynnis-

---

<sup>11</sup> engl. early adopter.

tääkseen tuotannon tai liiketoiminnan, mitä resursseja tällä pääomalla tarvitsee hankkia, miten yrityksen tuotanto muodostuu ja kuinka paljon yrityksen tarvitsisi saada tuotetta myydyksi saavuttaakseen halutun tuoton lyhyellä tähtämellä. Myöhemmässä kappaleessa näemme miksi näiden kyseisten parametrien määrittely saattaa aiheuttaa vakavia informaatio-ongelmia joukkorahoituksen tapauksessa. Mikäli yritys arvioi väärin esimerkiksi tarvitsemansa pääoman, voi yrittäjä päätyä tilanteeseen, missä hän ei voi tuottaa pientäkään kokeiluerää pyydettyään liikaa pääomaa. Käänteisesti yrittäjä voi myös joutua tilanteeseen, jossa joukkorahoituksen nostama kysyntä ylittää yrittäjän omat estimaatit suuresti ja tuotannollisista syistä yrittäjä ei pystykään vastaamaan suureen kysyntään. Tuloksena tästä voi olla hidastunut toimitus ja mahdolliset lisäkustannukset. Kun yritys on määrittänyt nämä tuotannon aloittamiselle tärkeät tiedot ja parametrit, voi yritys käyttää yhtä monista mahdollisista joukkorahoitusaloista rahoituksen hakemiseen. Näitä alustoja ja verkkosivuja on tänä päivänä satoja ja erilaisten joukkorahoitus-sivustojen määrä on kasvanut viime vuosina vauhdikkaasti. Tässä tutkimuksessa palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen mallina toimii kuitenkin maailman suurimman joukkorahoitussivuston Kickstarter.com–sivuston käyttämä toimintamalli (Belleflamme ym. 2013, 6-8)

#### **4.1.1 Rahoituksen kerääminen joukkorahoitusaloista kautta**

Joukkorahoitukseen tarkoitettuja sivustoja löytyy useita erilaisia ja monilla näistä on oma tapansa toimia ja tarjota rahoituksen keräämistä yrityksille. Maailman suurin ja suosituin joukkorahoitussivusto Kickstarter.com erikoistuu palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen ja suurin osa sitä kautta rahoitusta hakevista yrityksistä pyrkii tuomaan markkinoille jonkinlaisen konkreettisen tuotteen. Suosittuja tuotteita ovat esimerkiksi videopelit, elokuvat, erilaiset elektroniset työkalut ja käsityöt (Gajda & Walton 2013, 9) Etenkin digitaalisesti jaettavissa olevat hyödykkeet ovat olleet suosittuja joukkorahoituksen kohteita, sillä niissä voidaan minimoida rahoittajien ja tuotteen tilaajien maantieteellisen sijainnin tuomia ongelmia (Agrawal & Goldfarb 2013, 34)

Joukkorahoituksen prosessi alkaa rahoituskampanjan esittelyllä ja hakemuksella joukkorahoitusaloistalle. Useimmat joukkorahoitusaloistat vaativat yrityksiltä seuraavia tietoja: videosittelyn tuotteestaan, selkeän liiketoimintasuunnitelman, tavoitellun rahoituksen määrän, eri rahoitussummien palkkiotasot sekä kampanjan keston. Joukkorahoitusaloistan henkilökunta käy nämä hakemukset läpi ja pyrkii suorittamaan jonkinlaista

laadullista tarkkailua ja arviointia tässä vaiheessa. Tarpeeksi hyvältä ja laadukkailta vaikuttavat ideat saavat luvan aloittaa varojenkeruun, joka tapahtuu yrityksen projektille varatun profiilin tai internetsivun kautta. Vakuutettuaan ensin joukkorahoituslupaan, yrittäjän on nyt vakuutettava sivustolla käyvät kuluttajat rahoittamaan kyseessä olevaa tuotetta (Gerber, Hui & Kuo 2012, 3–4)

Saatuun luvan kerätä rahaa, yritys saa siis perustettua tuotteelleen rahankeräyssivun, jossa kuluttajat voivat tarkastella yrityksen projektia. Yritykset lataavat tälle sivustolle videoita tuotteen valmistusprosessista, videoita tuotteen prototyypistä, kuvamateriaalia ja tekstiä projektin etenemisestä. Kuluttajilla on mahdollisuus tukea projektia haluamallaan summalla, joka on yleensä vähintään yksi dollari. Yritys pystyy itse määrittelemään mitä rahoittaja saa vastineeksi lahjoitukselleen ja näissä projekteissa on usein erilaisia palkkioita. Koska monet palkintoja tarjoavat joukkorahoitusprojektit koskevat jotain kulutustuotetta, yksi näistä palkkioista on rahoitettava tuote. Tässä suhteessa palkintoihin perustuva joukkorahoitus muistuttaa hyvin paljon ennakkomyyntikampanjaa, jossa yritys pyrkii myymään tietyn määrän tuotettaan ennen kuin tuotteen markkinoille tuomista. Muut palkkioita tarjoavat rahoittajalle jotain lisäpalveluja tai lisätuotteita kiitokseksi suuremmasta rahoitussummasta (Mollick 2013, 3). Mikäli rahoittaja tukee projektia tuotteen myyntihintaa pienemmällä summalla, saa hän yleensä vain kiitosta yritykseltä, mutta ei mitään konkreettista palkintoa. Korkeammille rahoitussummille tarjotut lisäpalkkiot ovat luonteeltaan vaihtelevia, mutta saattavat sisältää esimerkiksi erikoispainoksia tuotteesta, tapaamisia yrityksen johdon kanssa tai jonkin lisätarvikkeen tuotteelle. Palkintoihin perustuva joukkorahoitus onkin sekoitus ennakkomyyntiä ja hyväntekeväisyyttä. Usein nämä palkinnot ovat suunnattu tuotteen tai yrityksen intohimoisille kannattajille, jotka saavat tuotteen lisäksi paljon sosiaalista lisähyötyä siitä, että ovat auttaneet yritystä tuotteen julkaisussa. Tämä sosiaalinen lisähyöty onkin hyvin yksilöllistä ja suurin osa joukkorahoitusta käsittelevästä kirjallisuudesta pitää oletuksena, että palkintoihin perustuva joukkorahoitus toimii lähinnä ennakkomyyntikampanjan tavoin ja suurin osa rahoitus tulee tuotteen myyntihinnan kokonaisista lahjoituksista (Belleflamme ym. 2013, 8–12)

Joukkorahoituslupaan, tässä tapauksessa esimerkiksi Kickstarterin, rooli on kerätä kuluttajien rahoitukset yhteen ja ainoastaan koko pääomatavoitteen täytyessä välityssivusto maksaa kerätyn rahasumman yrittäjälle. Joukkorahoitussivustot keräävät omat osuutensa kuluttajien rahoituksista ja lopullisesta yrittäjälle maksetusta pääomasta. Mikäli yritys ei onnistu keräämään koko tavoiteltua rahoitussummaa, välityssivusto

palauttaa rahat kuluttajille. Hakemusprosessin jälkeen joukkorahoitusalue ei harjoita minkäänlaista projektinaikaista valvontaa. Kuluttajien on arvioitava yrityksen projektia ja yrittäjää joukkorahoitussivustolla olevan informaation perusteella. Rahoituksen saatuaan yritys käynnistää tuotannon ja lupaa toimittaa tuotteet kuluttajille jonkin ajan kuluessa, mutta kuluttajille ei tässä vaiheessa ole kovin paljon vaikutusvaltaa yrityksen toimintaan. Kuluttajien ja yrityksen välillä on siis hyvin suuria mahdollisuuksia epäsymmetriseen informaatioon ja kuluttajan voi olla hyvin vaikea arvioida yritysten laatua tätä rahoittaessaan. Tätä ongelmaa tullaan käsittelemään myöhemmässä kappaleessa (Collins & Pierrakis 2012, 24)

## **4.2 Informaatio-ongelmat**

Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa on potentiaalia pk-yritysten rahoitusta helpottavaksi rahoitusmalliksi. Joukkorahoitus sisältää silti paljon ongelmia, joita on hyvä tutkia ja joihin olisi hyvä kehittää uusia ratkaisuja ja säätelyä ennen kuin mallin käyttö yleistyy. Kuten perinteisessäkin yritysrahoituksessa, on joukkorahoituksessa toimijoiden välinen kommunikaatio erittäin tärkeää. Täydellisen informaation vallitessa kuluttajat pystyisivät arvioimaan yrittäjien laatua ja ennustamaan hyvällä tarkkuudella yritysten projektien onnistumisen. Näin ei kuitenkaan ole. Kaikkien kolmen joukkorahoituksessa olevien toimijoiden välillä on epäsymmetristä informaatiota, joka voi johtaa yhden tai useamman osapuolen tappioihin. Nämä kolme toimijaa ovat joukkorahoitusta hakeva yritys, joukkorahoitusalue ja kuluttaja. Informaatio-ongelmat syntyvät enimmäkseen yrityksen ja kuluttajien välille, sillä kuluttajilla on suurin riski joukkorahoituksessa kannettavanaan, mutta myös joukkorahoitusalueen ja toimijoiden välillä voi olla informaatio-ongelmia. Tässä ja tulevassa pääomitusperusteista joukkorahoitusta käsittelevässä kappaleessa joukkorahoituksessa ilmenevät ongelmat on jaettu kolmeen kategoriaan. Nämä kategoriat ovat yrityksen laatuun liittyvä epävarmuus, yrityksen valvonta sekä sijoittajien tai rahoittajien laatuun liittyvä epävarmuus.

### **4.2.1 Yrityksen laatu**

Kuten pankkilainojen myöntämisessäkin, on joukkorahoituksessa tärkeää erotella hyvät yritykset huonoista. Vaikka joukkorahoitusalue harjoittaakin jonkinasteista asiakkai-

den monitorointia, on projekteja rahoittavien kuluttajienkin hyvä harjoittaa jonkinlaista arviointia ennen rahoituspäätöstään. Kuluttajalla on palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa lähinnä pelkoa siitä, että tuotteen toimitus viivästyy, tuotteen laatu ei vastaa mainostettua, tai että rahoitusta hakeva yritys tekee petoksen ja kerää rahaa ilman minäänlaista aikomusta valmistaa kyseistä tuotetta. Joukkorahoittajalla ei sinänsä ole huolta yrityksen tulevaisuudesta tai tämä huoli ei ole ainakaan rahallinen, sillä joukkorahoittajalla ei ole osuutta yrityksessä, vaan lahjoituksen vastikkeena on ainoastaan tuote tai palkinto. Täten Joukkorahoittajan laaduntarkkailun tulisi keskittyä yrityksen liikeidean herättämään kiinnostukseen eli sen todennäköisyyteen nostattaa tarvitsemansa rahoitus, yrityksen tuotantoprosessin ja liikesuunnitelman laatuun ja yrityksen mahdolliseen epärehellisuuteen. Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa keskimääräinen rahoitussumma voi olla hyvin pieni, joten tämän joukkorahoituksen sisältämä sijoitusriski on verrattain pieni. Mollickin (2013, 5) tutkimuksen mukaan keskimääräinen rahoitussumma Kickstarter.com -sivustolla on noin 66 Yhdysvaltojen dollaria ja onnistuneen projektin nostattaman rahasumman keskiarvo oli vuosien 2009–2012 hieman vajaa 8000 Yhdysvaltojen dollaria.

Yrittäjän osaamattomuus ja liikeidean huono markkinapotentiaali tuottavat myös ongelmia joukkorahoittajille. Ensimmäinen mahdollisuus vakaville virheille on yrittäjän tuotekehittelyssä. Ennen kuin yrittäjä on edes hakenut rahoitusta, oli se sitten markkinoilta, joukolta tai pankilta, on hänen kehitettävä jonkinlainen tuoteidea sekä selkeä suunnitelma siitä, miten tätä tuotetta valmistetaan. Mikäli yrittäjän ammatilliset taidot omalla alallaan eivät ole tarpeeksi hyvällä tasolla, voi koko tuotteen konsepti olla virheellinen jo syntyessään. Miten tämän ongelman syntyä siis voitaisiin valvoa? Huonosti suunnitellusta tuotteesta on silti mahdollista tehdä näyttävän näköinen mallikappale, jolla voi olla mahdollista vakuuttaa yksittäiset kuluttajat rahoittamaan projektia, joka lopulta paljastuu täysin toimimattomaksi. Tuotteen laatuun sisältyy siis suuria ongelmia, joita yrittäjä saattaa olla valmis pimittämään mahdollisilta rahoittajilta. PS-rahastoilla ja pankeilla on usein jonkinlaista erikoisosaamista tai kokemusta kyseisen alan tuottajien rahoittamisesta, että he pystyvät rahoitusta edeltävällä arvioinnilla määrittämään yrittäjän suunnitelman hyvyden. Miten tätä ongelmaa voisi valvoa joukkorahoitusympäristössä? Tavallisilla kuluttajilla ei välttämättä ole osaamista arvioida yrittäjän tuotannon tehokkuutta tai tuotteen komponenttien laatua, vaikka yrittäjä ne listaisi ja esittelisikin joukkorahoitussivustollaan. Vaikka esimerkiksi Kickstarter.com vaatiikin jonkinlaisen toimivan prototyypin tuotteesta ja selkeän videosittelyn tuotantoprosessista, niin näitä-

kin keinoja on mahdollista manipuloida antamaan yrityksestä ja tuotteesta todellisuutta parempi kuva. Esiin nousee myös kysymys yrittäjän kannustimista valmistaa laadukas tuote. Vaikka mallikappale olisikin huippulaadukas ja onnistuisi vakuuttamaan rahoittajat tuotteen validiudesta, onko yrittäjällä pakotteita ylläpitää tätä samaa laadukasta työtä lopullisessa tuotteessa? Mikäli yritys haluaa perustaa tuotteensa pohjalle pitkäkestoista ja tuottoisaa liiketoimintaa, vastaus on kyllä, mutta mikäli yrittäjän tavoitteena on vain tehdä lyhyen tähtäimen voittoja helppouskoisten joukkorahoittajien kustannuksella, nousee kysymys laadusta väistämättä esiin. (Belleflamme ym. 2013, 13–15; Ley & Weaven 2011, 95)

Yrittäjän ja liikeidean laadun arviointiin liittyy vahvasti myös yrittäjän tilinpidollinen ja kustannuslaskennallinen osaaminen. Joukkorahoituksessa on kyse usein projekteista, joita ei ole vielä valmistettu ja ensimmäisen tarjotun tuotantoerän lasketut kustannukset ovat puhtaasti arvioiden varassa. Tässä tilanteessa yritys voi ajautua tilanteeseen, jossa hän huomaa rahoituksen saatuaan ettei pystykään täyttämään asiakkaiden toiveita ja tarvitsisikin vielä yhden rahoituskierron lisää. Kuluttajat tuskin olisivat tyytyväisiä lisärahoituksen tarpeeseen ja voisivatkin alkaa vaatia rahojaan takaisin. Mitä tietoja ja parametreja tulisi joukkorahoitusta hakevan yrityksen siis määrittää? Millä hinnalla yrityksen tulisi myydä tuotetta ennakkoon herättääkseen mahdollisimman paljon mielenkiintoa tuotetta kohtaan, mutta samalla tehden yksikkökohtaista voittoa? Voiko tämä hinta olla kalliimpi kuin potentiaalinen markkinahinta sen perustelun nojalla, että tuotteen kannattajat ovat halukkaita maksamaan enemmän tuotteesta saadakseen sen ensimmäisten joukossa ja koska he saavat jotain henkilökohtaista hyötyä siitä, että ovat auttaneet yritystä pääsemään alkuun? Entä onko yrityksen kustannuslaskenta riittävän tarkkaa ja mikä määrä tuotetta tulisi yrityksen myydä päästäkseen omilleen ja turvatakseen tuotteen lanseeraamisen markkinoille? (Collins & Pierrakis 2012, 28)

Näiden ongelmien ratkaisemiseksi yritysten tulee olla hyvin avoimia yrityksen sisä rakenteesta, yrityksen kuluista, tuotteen materiaaleista ja valmistuksesta ynnä muista potentiaalisesti arkaluontoisista asioista. Yrityksille tämä voi olla hieman epämiellyttävää ja yritykset eivät välttämättä ole halukkaita julkaisemaan esimerkiksi patentoitavaa informaatiota ja omia prosessejaan, sillä tämä voi potentiaalisesti heikentää yrityksen kilpailuetuja ja mahdolliset raaka-ainetuottajat voivat nostaa hintojaan nähdessään yrityksen tarpeen tärkeille komponenteille. Rahoittajat saattaisivat myös närkästyä mikäli yrityksen kustannuslaskelmista ja muista dokumenteista selviäisi heidän maksavan ylihintaa tuotteesta tai että heidän rahallista panostustaan käytetään epäolennaisiin asioihin.

Siksi joukkorahoitukseen liittyvän avoimuuden hallinta on isossa asemassa mallin kehittämisen ja tulevaisuuden kannalta (Collins & Pierrakis 2012, 28)

#### 4.2.2 *Yrityksen valvonta*

Eräs joukkorahoituksen kohtaamista vastaväitteistä on sen potentiaaliset epärehelliset käyttötarkoitukset. Kuten aiemmin mainittiin, on haastavaa arvioida onko yrityksellä minkäänlaista aikomusta aloittaa liiketoimintaa rahoituksen saatuaan tai tuottaa tuotteita sovitulla laadulla tuotannon käynnistyttyä. Collinsin ja Pierrakiksen (2013) mukaan tämä onkin joukkorahoitukseen skeptisesti suhtautuvien yleisin argumentti joukkorahoitusta vastaan, sillä ovathan joukkorahoitukseen osallistuvat rahoittajat usein tavallisia kuluttajia ilman riittävää osaamista tai kykeneväisyyttä mahdollisen petoksen huomaimiseen. Joukkorahoitusaloitusten vastuullisuus projektien loppuun viemisestä on myös hyvin vähäistä, joten kuluttajien luottamus rahoitusta hakevan yrittäjän rehellisyyttä kohtaan voi olla hataraa. Tutkimus toteaa nämä huomioiden, että monet näistä ongelmista poistuvat rahoittajien määrän myötä. Joukkorahoitushankkeet houkuttelevat yleensä satoja tai tuhansia rahoittajia tukemaan projektia. Jos jokainen näistä rahoittajista suorittaa edes jonkinlaista laadunvalvontaa tai intuitioon pohjautuvaa arviointia yrittäjän rehellisyydestä, on hyvin mahdollista että yrittäjän huonot aikeet tulevat julki. Joukkorahoitusta puoltavien tahojen mielestä juurikin tämä joukon viisaus<sup>12</sup> mahdollistaa erilaisista osaamisalueista ja taustoista olevien ihmisten tuoda yhteen osaamistaan ja täten he pystyvät arvioimaan rahoitusta hakevan yrittäjän osaamista monipuolisemmin kuin yksittäinen taho (De Buysere ym. 2012, 19). Joukkorahoituksessa vahvasti mukana oleva sosiaalinen media mahdollistaa myös entistä paremman kommunikaation rahoittajien välillä, ja mikäli yrittäjän antamista tiedoista tai yrittäjän menneisyydestä paljastuisi jotain epäilyttävää, tulisi tämä rahoittajien tietoon pikaisesti. Joukkorahoitusprojektien luotettavuudesta kertovia mediasivustoja onkin jo julkaistu, missä kuluttajat ja asiantun-

---

<sup>12</sup> engl. wisdom of the crowd, yhdysvaltalaisen James Surowieckin tunnetuksi tekemä termi, joka kuvaa suuresta väkijoukosta ammennettua tietoutta. Hänen teoriansa mukaan suuren joukon sisältämä informaatio ja päätöksenteko voi potentiaalisesti olla parempaa kuin yhden osaan yksilön tekemä päätös, koska tämä suuri joukko sisältää paljon erilaisia ihmisiä, erilaisia kokemuksia ja erilaista informaatiota. Näin ollen tämä viisas joukko pystyy tekemään päätöksiä, jotka pohjautuvat yksilön kapasiteettia laajemmalle osaamisalueelle.

tijat voida arvioida joukkorahoituslupien ja siellä olevien projektien luotettavuutta ja antaa näille suosituksia. Tämän tyyppiset, ulkopuoliset valvonta- ja suositussivustot tulevat varmasti yleistymään joukkorahoituksen kasvaessa ja niiden rooli onkin tärkeä joukkorahoituksen luotettavuutta miettiessä ja sen regulaatiota suunniteltaessa (Belleflamme ym. 2013b, 317)

Eräs petosta estävä seikka on joukkorahoituksen kaikki-tai-ei-mitään -malli, jossa yritys saa rahoitusta vasta kerättyään koko rahoitussumman täyteen. Tämä tarkoittaa, että mikäli yritys on tarpeeksi laadukas kerätäkseen suuren määrän pieniä sijoituksia, on yritys myös arvioitu tarpeeksi monta kertaa ja että yritys todella aikoo aloittaa suunnitellun liiketoimintansa. Tarpeeksi hyvän kampanjan väärentäminen vaatisi myös paljon vaivaa itse yrittäjältä. Ammattimaisen näköinen video, prototyypin valmistaminen, kirjanpidon ja kustannuslaskelmien väärentäminen ja asiakkaiden kanssa kommunikointi olisi yrittäjälle hyvin vaivalloista ja mikäli yksikin rahoittaja huomaisi jotain epäilyttäviä yrityksen toiminnassa, ilmoittaisi hän tästä muille rahoittajille (Collins & Pierrakis 2012, 24)

Petoksen signaaleja voivat olla myös yrityksen hiljaisuus ja vähäinen kommunikaatio joukkorahoituslupien kautta. Mikäli yritys ei kommunikoi rahoittajilleen projektin etenemisestä tai kommentoi rahoituksen edistymistä aktiivisesti joukkorahoituslupien kautta, voi tämä olla merkki petoksesta. Cumming ja Johan (2013, 366). teettivät tutkimuksessaan laajan kyselyn petoksen estämisen tehokeinoista joukkorahoituksessa. Tämä kysely oli suunnattu sijoittajille, yrittäjille sekä potentiaalisille joukkorahoituslupien perustajille. Eräänä ratkaisuna tähän ongelmaan oli jatkuvien päivitysten jatkaminen sijoittajille sekä markkinoinnin rajoittaminen vain joukkorahoituslupien toimivalle rahankeräyssivustolle. Mollickin (2013, 7). tekemän tilastollisen tutkimuksen mukaan yritykset, jotka päivittävät kampanjasivujaan kolmen päivän kuluessa kampanjan aloituksesta ovat suuremmalla todennäköisyydellä sekä laadukkaita, että rehellisiä yrittäjiä. Tämä indikoisi myös jatkuvan kommunikaation tärkeyttä laadun signaalina palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa.

Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa on myös esillä vakava rahoituskampanjan jälkeisen valvonnan puute. Rahoituksen saatuaan yrityksen seuraava tavoite on valmistaa luvattu tuote, toimittaa luvatut palkinnot, eli ennakkotilatut tuotteet, ja saada tuote lanseerattua potentiaalisesti myös yleisille markkinoille. Tutkimusten mukaan tässä kohtaa joukkorahoitusprosessia monet yritykset kohtaavat ongelmia. Toimitusten viivästyminen on hyvin yleistä, varsinkin tapauksissa joissa yrityksen ra-

hoitustavoite on ylittynyt moninkertaisesti ja yrittäjän tarvitsee tuottaa huomattavasti ennakoitua suurempi määrä tuotetta kuluttajille. Yrityksen projektia rahoittaneilla on myös hyvin vähän päätäntävaltaa yrityksen asioissa, joten pettyneiden kuluttajien on hyvin vaikeata tehdä virallisia valituksia yritysten toiminnasta ja joukkorahoituksen lainsäädäntö on vielä hyvin vähäistä tai kokonaan olematonta. Kuluttajat ovat siis tilanteessa, jossa yrityksen onnistuminen ei ole mitenkään selvää siinä vaiheessa, kun rahoitus on kerätty ja projektin toteutus käynnistyy. Kuluttajien on myös hyvin vaikeata arvioida mahdollisia ongelmia tuotantoprosessissa, joita huono budjetointi, ylittyneet tilaukset ja esimerkiksi tavarantoimitus ja tilausten postitus voivat aiheuttaa. Tämä laadunvalvonnan puutos ja rahoittajien päätösvallan olemattomuus on vakava ongelma palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen maineelle ja voi johtaa joukkorahoituksen suosion laskuun mikäli asiaa ei korjata. Mollickin (2013, 12). mukaan vain 25 prosenttia yrityksistä toimittaa palkinnot ajallaan ja yli 50 tuhatta dollaria keränneillä projekteilla kaikki projektit toimittivat palkinnot vähintään kaksi kuukautta myöhässä. Tutkimus myös havaitsi, että petoksia ei ilmennyt kuin hyvin harvoissa tapauksissa. Näistä tapauksista kolmessa kuluttajat olivat saaneet rahansa takaisin ja 11 projektissa yrittäjät olivat lakanneet vastaamasta rahoittajille. Petoksen riski on siis olemassa, mutta tilastollisten tutkimusten mukaan se on vielä hyvin vähäistä. Tämä ei kuitenkaan poista petoksen mahdollisuutta, varsinkin kun ottaa huomioon erilaisten laadunvalvontamekanismien puutteen joukkorahoituksessa.(Mollick 2013, 11–13)

Kuluttaja on myös huolissaan siitä, miten laadukas hänen rahoittamansa tuote tulee olemaan. Usein joukkorahoitusta hakevat yritykset ovat lanseeraamassa innovatiivista tai uudenlaista tuotetta, jollaista ei välttämättä löydy vielä markkinoilta. Kuluttaja ei siis pääse tarkastelemaan tuotetta tai tuotteen prototyyppiä etukäteen ja joutuu luottamaan pelkästään yrityksen lähettämiin kuviin ja videoesittelyihin. Tuotteiden uutuusarvosta johtuen kuluttajan voi olla myös vaikeata löytää markkinoilta substituuotteja, joihin vertailla yrityksen prototyypistä löytyvää materiaalia. Kuluttajat eivät siis voi vaikuttaa tuotteen laatuun vaan joutuvat luottamaan yrityksen sanaan ja luotettavuuteen. Belleflamme ym.(2013, 14–17). tutkivat tätä ongelmaa kahdesta näkökulmasta. Heidän mukaansa tuotteen laatu selviää yrittäjälle eksogeenisesti tuotantoprosessin aikana luoden näin haitallisen valinnan ongelman, tai yrittäjällä on mahdollisuus vaikuttaa tuotteen laatuun tietoisesti luoden näin mahdollisuuden haitalliselle valinnalle. Jos yrittäjällä on mahdollisuus vaikuttaa tuotteen laatuun, luo tämä hänelle kannustimen tuottaa huonolaatuisempi tuote, mikäli tämä olisi yrittäjälle halvempaa tai helpompaa. Yrittäjän

on helppo markkinoida tuotettaan laadukkaana ja antaa tuotteen laadukkuutta indikoivia signaaleja, mikä vaikeuttaa entisestään kuluttajan valintaa. Belleflamme ym. kuitenkin argumentoivat, että pelkkä joukkorahoitusmuodon valinta saattaa olla signaali yrittäjän ja tuotteen laadusta. Koska pääomaa tarjoavassa joukkorahoituksessa sijoittajilla on paljon enemmän oikeuksia ja valtaa yrityksen asioihin, huonolaatuiset yritykset pysyvät poissa niiltä markkinoilta. Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen voidaan olettaa sisältävän enemmän riskiä yrityksen laadun suhteen, mutta kuluttajan henkilökohtainen rahallinen riski on toisaalta pienempi. Näiden kahden joukkorahoitusmuodon riski- ja sijoittajaprofiilien tarkastelu tosin on tämän tutkimuksen skaalan ulkopuolella (Belleflamme 2013, 14–17)

#### **4.2.3 Rahoittajien laatu**

Ennen kuin muut ongelmat voivat edes ilmetä, on joukkorahoituskampanjan kerättävä riittävä määrä rahoitusta. Joukkorahoittajan ensimmäinen huolenaihe on siis joukkorahoituskampanjan onnistumisen todennäköisyys. Rahoittajat ovat enemmän kiinnostuneita yrityksen tuotteesta kuin taloudellisen voiton saavuttamisesta, joten kampanjan läpivienti on rahoittajan prioriteettina. Signaalit joukkorahoituskampanjan herättämästä kiinnostuksesta ovat siis tärkeitä joukkorahoittajille. Nämä signaalit liittyvät joukkorahoituskampanjan eri vaiheisiin. Ordanini ym. (2011, 456–455) tutkivat kolmea eri joukkorahoitusmuotoa ja näiden kautta rahoitusta hakevia varainkeruukampanjoita. Heidän mukaansa joukkorahoituskampanjan varainkeruulle voidaan esittää omaa syklistä mallia, jossa varainkeruulle on eritelty kolme eri vaihetta. Nämä kolme eri vaihetta sisältävät mahdollisesti vilkkaan alkuvaiheen, hidastuvan ja tasoittuvan keskivaiheen ja lähelle onnistumista pääsevien yritysten kohdalla niin kutsutun loppukirin. Vilkkaassa alkuvaiheessa yrittäjä pystyy keräämään kiinnostuneita rahoittajia lähipiiristään ja perheenjäsenistä, jotka suostuvat rahoittamaan projektia pienillä tai keskisuurilla rahasummilla (Collins & Pierrakis 2012, 25–26). Näitä rahoittajia on kuitenkin hyvin rajattu määrä, joten nämä lähipiirin rahoittajat yksistään tuskin tekevät suurta vaikutusta kampanjan onnistumiseen rahallisesti. Näiden ensimmäisten rahoittajien osoittama kiinnostus on kuitenkin usein tarpeeksi herättämään projektiin tietyn alkuinnostuksen, jonka myötä yritykset saavat usein kerättyä noin 50 prosenttia pääomatavoitteestaan suhteellisen lyhyessä ajassa. Ordanini ym. 2011, 456). Tämän jälkeen kampanjan keräämä rahoitus ja

herättämä kiinnostus yleensä laantuu ja rahoituksen kasvu tasoittuu hetkeksi. Ordaninin ym. (2011) mukaan suurin osa epäonnistuneista joukkorahoitusprojekteista jää juurikin tälle tasolle, koska yrittäjä ei kykene tavoittamaan enää uusia kiinnostuneita kuluttajia. Tämän suvantovaiheen jälkeen yrityksellä on enää vähän aikaa jäljellä saavuttaa haluamansa rahasumma. Tässä vaiheessa yrittäjän aktiivisuus kampanjasivustollaan saavuttaa huippunsa ja hän käyttää paljon energiaa levittääkseen sanaa lähellä onnistumista olevasta projektistaan. Jos projekti todella on lähellä onnistumista, johtaa tämä hyvin usein ripeään loppukiriin, jossa monet rahoittajat päättävät tukea hanketta siksi, että näkevät hankkeen toteutumisen jo niin varmana ettei mitään epävarmuutta ostopäätöksestä jää enää jäljelle. Juuri tästä syystä tämä viimeinen vaihe kerääkin toiseksi suurimman osan kokonaispääomasta ensimmäisen vaiheen jälkeen.

Joukkorahoituksessa onkin nähtävissä tietynlainen laumamentaliteetti kuluttajien keskuudessa. Suurin osa rahoittajista osallistuu palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen saadakseen omakseen kyseessä olevan tuotteen ensimmäisten joukossa eikä heillä välttämättä ole rahoitukseen mitään sen suurempaa sosiaalista tai moraalista kannustinta. Tästä johtuen tärkeä signaali rahoittajille on muiden kuluttajien käyttäytyminen. Mikäli ketään ei kiinnosta rahoittaa tuotetta, saattaa tuotteesta todella kiinnostunutkin asiakas jättää tukematta projektia. Mollickin (2013, 5–8) tutkimuksen mukaan tämä laumamentaliteetti on hyvin nähtävissä joukkorahoitusprojektien onnistumisissa ja epäonnistumisissa Kickstarter.com -sivustolla. Yli puolet epäonnistuneista projekteista onnistui nostamaan alle 20 prosenttia halutusta rahamäärästä ja vain kolme prosenttia epäonnistuneista projekteista nostatti yli kolme prosenttia tavoitteestaan. Ley ja Weaven (2011, 94–95) väittävät, että tämä joukkorahoituksen herkkyys tälle laumamentaliteetille ja signaalien vahvoilla vaikutuksille on haitaksi mallin uskottavuudelle. Tämä voi johtua rahoittajien ammattitaidon puutteesta, mikä johtaa siihen, että rahoittajat ajautuvat suosittuihin ja paljon huomiota herättäviin projekteihin, mikä ei välttämättä ole hyvä indikaattori yrityksen laadusta. Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa on myös ollut havaittavissa trendi, että ihmiset käyttävät joukkorahoituspalvelua verkkokaupan tavoin. Tällöin ihmiset vain valitsevat kiinnostamansa tuotteet sen enempiä välittämättä joukkorahoituksen luonteesta tai yrityksen laadusta. Tämä käyttäytyminen voi myös johtaa huonojen tai huonosti suunniteltujen projektien rahoittamiseen, mikä johtaa mahdollisiin petoksiin, viivästyksiin ja laadullisiin ongelmiin. Mollickin (2013) mukaan tosin palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa tämä laumasignaali näyttäisi olevan positiivisesti korreloiva projektin onnistumisen sekä laadun kanssa. Kuluttajien käyttäy-

tymisessä voidaan siis havaita samanlaisia piirteitä kuin enkelisijoittajien ja PS-sijoittajien harjoittamassa laaduntarkkailussa, vaikka kuluttajien osaamattomuuden takia pelko tämän onnistumisesta voi olla oikeutettu.

## 5 PÄÄOMITUSPERUSTEINEN JOUKKORAHOITUS

Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on joukkorahoitusmuodoista uusin ja vielä varhaisessa kehitysvaiheessa. Mikrolainoihin, lahjoituksiin ja palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen verrattuna pääomitusperusteisen joukkorahoituksen kehittymistä ja yleistymistä on hidastanut sen vaatima regulaatio ja säännöstely. Koska pääomitusperusteinen joukkorahoitus on hyvin lähellä osakesijoittamista, sisältyy siihen paljon enemmän taloudellista epävarmuutta, riskiä ja sijoittajien oikeuksia, mitkä kaikki lisäävät regulaation tarvetta. Pääomitusperusteinen joukkorahoitus toimii hyvin samankaltaisesti kuin pääomasijoitus, eli rahoitusta tarvitseva yritys esittelee liikeideaansa tai projektiaan jonkin joukkorahoitusalan kautta ja tarjoaa kuluttajille mahdollisuutta sijoittaa yritykseen. Yritys tarjoaa kuluttajille näitä sijoituksia vastaan joko jonkinlaista etukäteen sovittua tuottoa tai osuutta yrityksestä. Kuten ennakkotilauksiin perustuvassa joukkorahoituksessa, myös pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa yritys saattaa palkita rahoittajiaan jollain lisähyötyä tuottavalla tavalla projektin onnistuessa, mutta oletuksena tätä kautta yritykseen sijoittavat kuluttajat eivät sitoudu ostamaan tuotetta tämän tullessa markkinoille.

Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on vielä verrattain pieni tekijä joukkorahoitusmarkkinoilla. Vuonna 2012 maailmalla 39 kappaletta 452 eri joukkorahoitusalan tarjosivat pääomitusperusteista joukkorahoitusta. Kuusi näistä tarjoaa voitonjakomekanismia sijoittajilleen ja loput tarjoavat osakkeita sijoitusta vastaan. Näiden alustojen nostattama pääoman määrä oli vuonna 2011 noin 90 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria, tosin huhtikuussa 2014 ASSOBB-joukkorahoitusalan sivusto väittää nostaneen jo lähes 140 miljoonan Yhdysvaltojen dollarin edestä rahoitusta. (www.assob.com) Palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen verrattuna pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa sijoittajien määrä on pienempi, mutta sijoitussummat ovat usein isompia. Ahlersin ym. (2012, 38) mukaan ASSOBB-joukkorahoitusalan alustalla keskimääräinen sijoittajien lukumäärä oli noin kahdeksan, kun suurin määrä sijoittajia oli 88. Keskimääräinen rahoitusmäärä näissä samoissa tapauksissa oli noin 318 tuhatta Australian dollaria, mutta 67 onnistuneesta projektista 22 kappaletta onnistuivat keräämään yli 500 tuhatta Australian dollaria. Vaikka tutkimuksen otos olikin ehkä hieman pieni, kertoo tämä kuitenkin hieman pääomitusperusteisen joukkorahoituksen luonteesta, riskistä ja sen parissa liikkuvasta rahoituspotentiaalista.

## 5.1 Pääomitusperusteisen joukkorahoituksen prosessi

Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on joukkorahoituksen eri muodoista lähimpänä perinteistä pääomasijoitusta ja jakaakin samoja ominaisuuksia PS-rahoituksen kanssa. Suurimmat erot pääomitusperusteisen joukkorahoituksen ja muiden ammattimaisempien vaihtoehtojen välillä liittyvät lainsäädäntöön, yritystä ja joukkorahoitusalueita koskeviin säädöksiin ja sijoittajien ammattimaisuuteen. Kuten muissa joukkorahoituksen muodoissa, pääomitusperusteisen joukkorahoituksen tarkoituksena on usein hyödyntää suurta kuluttajien massaa, jotka eivät muissa tapauksissa sijoittaisi rahojaan pk-yrityksiin, joko lainsäädännöllisistä syistä tai pk-yritysten sisältämän suuren riskin takia. (Hazen 2012, 1737–1738)

Osakemarkkinoilla yhtiöt haluavat nostaa rahoitusta laskemalla liikkeelle tietyn määrän osakkeita, jotka vastaavat tiettyä osuutta koko yhtiöstä. Tämä on hyvin samanlainen mekaniikka kuin joukkorahoituksessakin. Joukkorahoitusta hakeva yhtiö määrittää tarvitsemansa summan rahaa ja on valmis tarjoamaan yrityksestään tietyn osuuden tätä summaa vastaan. Tämä summa on verrattavissa palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen pääomatavoitteeseen, mutta usein pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa yritykset pyrkivät nostattamaan suurempia summia ja yksittäisten sijoittajien panokset ovat suurempia (Ordanini ym. 2011, 452). Collins ja Pierrakis (2012, 9–10) kuitenkin huomioivat kolme tapaa, millä heidän tutkimuksiansa mukaan pääomitusperusteinen joukkorahoitus eroaa merkittävästi yleisistä osakemarkkinoista. Osakemarkkinat ovat jo paikkansa vakiinnuttaneita ja hyvin säädeltyjä ja niissä yrityksille on asetettu tiukat ehdot ja kokovaatimukset listautumista varten. Näiltä yrityksiltä vaaditaan paljon liiketoimintaan liittyvää tietoa, mitä joukkorahoitusta hakevalta yritykseltä ei välttämättä vaadita tai mitä tällä yrityksellä ei välttämättä edes ole. Toiseksi, osakemarkkinoilla toimivat yritykset ovat huomattavasti suurempia kuin useimmat joukkorahoitusta hakevat yritykset ja esimerkiksi aloittavien pk-yritysten on hyvin vaikeata tai liki mahdotonta päästä suoraan osakemarkkinoille. Kolmanneksi tutkimus nostaa esille joukkorahoituksessa yleensä mukana olevan sosiaalisen elementin. Joukkorahoittajat pystyvät kommunikoimaan suoraan rahoittamansa yrittäjän ja muiden samassa rahoitusprojektissa olevien sijoittajien kanssa. Rahoitusta hakeva yritys yleensä jakaa informaatiota projektin kuluista sijoittajilleen ja nämä sijoittajat pääsevät usein äänestämään ja kommentoimaan projektiin liittyviä päätöksiä. Osakkeenomistajista hyvin pieni osa pääsee tai haluaa osaksi

yrittäjien päätöksentekoprosessia. Näiden kolmen huomion lisäksi voisi myös argumentoida, että joukkorahoituksen kautta tarjotuille osuuksille ei joukkorahoituslupasta riippuen ole kehittynyt vielä toimivia ja säädeltyjä jälkimarkkinoita. Joukkorahoituksen tuoreudesta johtuen sijoittaja ei välttämättä voi olla varma pystyykö hän kauppaamaan osuutensa toisille sijoittajille, mikä tekee joukkorahoitukseen sijoitetusta rahasta erittäin epälikvidin. (Tirole 2006, 94)

Osa joukkorahoituslustoista pyrkii toimimaan hieman samankaltaisesti kuin perinteiset sijoituskanavat ja houkuttelevat asiakkaitaan enemmän asiantuntevia ja ammattimaisia sijoittajia. Tämentyypin alustan asettamat vaatimukset ja säädökset sijoittajia kohtaan ovat paljon tiukemmat kuin perinteisillä joukkorahoituslustoilla ja nämä alustat ovatkin ehkä enemmän ammattimaisille pääomasijoittajille tarkoitettuja. Näitä alustoja voidaan pitää PS-rahastojen, bisnesenkeliin ja joukkorahoittajien yhdistelmänä, mutta ovat suljetun luonteensa myötä lopulta kaukana perinteisistä joukkorahoituksen konseptista, jossa todella suuri määrä epäammattimaisia sijoittajia rahoittaa yrityksen toimintaa pienillä sijoitussummilla. (Ley & Weaven 2013, 89)

### ***5.1.1 Rahoituksen kerääminen joukkorahoituslupien kautta***

Pääomitusperusteisen joukkorahoituksen prosessi on hyvin samanlainen kuin palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa ja suurimmat erot syntyvätkin rahoittajille syntyvästä hyödystä ja rahoittajien vaikutuksesta yrityksen toimintaan sijoituksen jälkeen. Yritykset voivat siis esitellä yritysideaansa joukkorahoituslustoille. Tämän yritysideoin tulisi kertoa selkeästi, minkälaista yritystoimintaa yritys olisi aloittamassa ja miten se aikoo tässä onnistua. Toisin kuin palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa, pääomitusperusteisessä joukkorahoituksessa yritykset voivat olla myös jonkinlaista palvelua tarjoavia yrityksiä eikä pelkästään jotain konkreettista tuotetta valmistavia. Yrityksen liiketoimintasuunnitelman tulisi myös olla huomattavasti pidemmälle tähtäävä, sillä pääomitusperusteisessä joukkorahoituksessa tavoitteena on voitollisen liiketoiminnan aloittaminen ja ylläpitäminen, eikä pelkästään pienen alkuerän rahoittaminen. pääomitusperusteisen joukkorahoitus onkin tästä syystä huomattavasti pidempiaikainen sijoitus kuin esimerkiksi palkintoprojektin rahoittaminen. Kuten aikaisemmassakin joukkorahoitusmallissa, myös pääomitusperusteisessä joukkorahoituksessa on eroja joukkorahoituslupien ja näiden vaatiman prosessin välillä. Näiden lupien erot ja erikoistumiset tiettyjen alojen yrityksiin luovat erilaisia systeemejä, jotka ovat potentiaalisesti räätä-

löidympiä tietäntyyppisten yritysten rahoitustarpeille. Näistä eroista huolimatta, pääomitusperusteinen joukkorahoitus sisältää yleensä neljä vaihetta: yrityksen liikeidean esittely joukkorahoitusalueelle, vaaditun rahasumman kerääminen tavallisilta kuluttajilta pienten sijoitusten muodossa, rahoitusprojektin onnistuminen tai epäonnistuminen ja lopulta itse projektin jalkautus. (Collins & Pierrakis 2012, 10)

Kuten palkintoihinkin perustuvan joukkorahoituksen tapauksessa myös pääomitusperusteisen joukkorahoituksen ensimmäisessä vaiheessa joukkorahoitusalueelta tarkoin arvioi rahoitusta hakevan yrityksen projektia. Eroa esimerkiksi Kickstarter.comin tapaisiin alustoihin tulee yrityksille asetetuista rajoitteista ja vaatimuksista (Collins & Pierrakis 2012, 13). Joukkorahoitusalueiden toimintatavat vaihtelevat hieman alustasta riippuen, mutta esimerkiksi englantilainen CrowdCube harjoittaa hyvin tarkkaa laadunvalvontaa ennen rahoitusprojektin laittamista sivuilleen ja omien tilastojensa mukaan hylkää noin 75 prosenttia sivustolle tulevista hakemuksista. Alustan henkilökunta arvioi projektin todennäköisyyttä onnistua, yrittäjän mainetta, yrityksen mahdollista taloushistoriaa, yrityksen toiminta-alan sopivuutta joukkorahoitukselle sekä mahdollisuuksia petokseen. Toiset joukkorahoitusalueet saattavat harjoittaa lievempää valvontaa rahoitusprojektin perustamisvaiheessa, mutta tekevät rahoitustavoitteen täytyessä vielä lisätarkastuksia ennen rahojen luovuttamista yritykselle.

Joukkorahoitusalueen rooli näkyy myös sijoittajien äänestysoikeuksien määrittelyssä, yrityksen mahdollisuuksissa tehdä muutoksia osuuksien suuruuteen ja kuluttajien rahojen käsittelyssä. Eräs joukkorahoitusalue perustaa jokaista rahoitettua yritystä varten oman rahoitusinstrumentin tai yrityksen, jonka jäseniksi sijoittajat pääsevät. Tämä instrumentti sitten käyttää äänivaltaansa yrityksessä sijoittajien kollektiivisen tahdon mukaisesti. Toisilla joukkorahoitusalueilla äänestysoikeudet jaetaan suoraan niille sijoittajille, jotka ovat rahoittaneet yritystä tarpeeksi isolla summalla ja joillain alustoilla äänestysoikeus annetaan suoraan kaikille vähintään minimisijoituksen tehneelle. Kuten PS-rahastojen toiminnassa, on pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa tärkeässä roolissa myös joukolta saatava konsultointi ja neuvonanto. Monet yrittäjät hakevat tukea kokeneilta pääomasijoittajilta näiden antaman johdon tuen vuoksi. Joukkorahoituksen tapauksessa tätä neuvonantoa on potentiaalisesti antamassa satoja tai tuhansia ihmisiä. Rahoituskampanjan jälkeisessä vaiheessa onkin tärkeätä, että joukkorahoitusta saanut yrittäjä kommunikoi rahoittajiensa kanssa ja että hän saa hyödynnettyä niin kutsutun 'joukon viisauden' mahdollisimman hyvin. Tämän sijoituksen jälkeisen vaiheen säätelyssä on myös eroja eri joukkorahoitusalueiden välillä. Taulu 1 havainnollistaa eri

joukkorahoitusalojen prosessien eroavaisuuksia.(Tirole 2006, 93; Collins & Pierraksi 2012, 14–16)

Taulukko 2 Euroopassa toimivat pääomitusperusteiset joukkorahoitusaloat vuonna 2012 (Mukailtu Collins & Pierraksi 2012, 16)

	Sijainti	Koko	Kulut	Miten sijoitus tapahtuu	Kohteen tarkastus, Due Diligence	Päätös tarjotun pääoman määrästä	Kampanjan kesto	Sijoittajien päätösvalta
<b>Crowdcb</b>	Iso-Britannia	£3,7 m	5% kerätystä summasta + £1750 lakikulua	Sijoittajista ja yrityksestä tulee Crowd-cuben jäseniä kampanjan ajaksi	Ennen kuin yritys hyväksytään alustalle	Yrittäjä päättää ja voi muuttua kampanjan aikana	oletus 60pv	Yritys päättää äänestys-oikeuksista
<b>Symbid</b>	Hollanti	alle €1m	Yritykset: €250 olemassaoleville yrityksille, ilmainen uusille yrityksille. 5% nostetusta rahasummasta + lakikulut, vain onnistuneet yritykset.	Sijoitus tapahtuu hollantilaisen yhtiön kautta	Kun yritys on onnistunut keräämään haluamansa määrän rahaa	Yrittäjä päättää ja voi muuttua kampanjan aikana	korkeintaan 1 vuosi	Epäsuora äänestys-oikeus kaikilla sijoittajilla välitysyhtiön kautta
<b>My Micro Invest</b>	Belgia	€0,5 m	12% mikäli onnistuu	Rahaston kautta	Ammattisijoittajista koostuva johtoryhmä tarkastaa kohteen ennen kampanjaa	Alustan ja yrityksen neuvottelujen tulos	1 kk	Vain ammatillisille
<b>Wiseed</b>	Ranska	€2,5 m	10%	Rahaston kautta	Ennen kuin yritys hyväksytään alustalle	Alustan ja yrityksen neuvottelujen tulos	3 kk	Alusta päättää äänestys-oikeuksista
<b>Innovestment</b>	Saksa	€0,5 m	10%	Rahaston kautta	Monivaiheinen valintaprosessi	huutokauppamalli	30pv	Ei äänestys-oikeuksia
<b>Seedrs</b>	Iso-Britannia	..	7,5%	Alusta pitää osakkeita hallussaan	Ennen ja jälkeen kampanjan	Yrittäjä päättää	3kk	Valitut henkilöt edustavat sijoittajia
<b>BankToTh</b>	Iso-	..	5% +	Jäsenyys	Ennen kuin	Yrittäjä	90pv	Yrittäjä

eFuture	Britannia	£1750	senyysmalli	yritys hyväksytään alustalle	päätää alustan tuella	päätää millä sijoitusmäärällä saa äänestys-oikeuden		
<b>Crowd Mission</b>	Iso-Britannia	..	5%	Sijoittajasta ja yrityksestä tulee Crowd Missionin jäseniä kampanjan ajaksi	Ennen ja jälkeen kampanjan	Yrittäjä päättää	Määrittelemätön	Määrittelemätön

## 5.2 Informaatio-ongelmat

Pääomitusperustein joukkorahoitus on luonteeltaan hyvin samanlaista kuin PS-rahastojen toiminta. Molemmissa on kolme primääristä osapuolta: rahoituksen hakija, välittäjä ja suuri määrä yritykseen sijoittavia ihmisiä. PS-rahastojen toiminnassa itse rahoittajilla on vähemmän informaatiota rahastossa olevista yrityksistä ja välittäjäorganisaatio on rahoitettujen yritysten toiminnassa mukana todella aktiivisesti. Joukkorahoituksessa taas sijoittajat joutuvat harjoittamaan paljon valvontaa ja riskien arvioimista, mutta pääsevät vastapainona osallistumaan yrityksen toimintaan ja päätösten tekemiseen. Välittäjäorganisaation rooli joukkorahoituksessa on eräänlaisena tuomarina ja valvojana, eikä niinkään aktiivisena toimijana. Näistä eroista ja samankaltaisuuksista johtuu myös se, että pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa voidaan havaita osittain samankaltaisia ongelmia, kuin perinteisessä PS-rahaston rahoituksessa, mutta myös joukkorahoitukselle uniikkeja ongelmia, kuten palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen tapauksessa. Tässä osiossa näitä informaatio-ongelmia tullaan tarkastelemaan pääomitusperusteisen joukkorahoituksen näkökulmasta.

### 5.2.1 Yrityksen laatu

Pääomitusperusteista joukkorahoitusta käyttävät yritykset saattavat sisältää paljon riskiä, johtuen niiden pienestä koosta ja potentiaalisesta innovaatoriskistä. Kuten PS-

rahastojenkin, sijoittajien on siis tärkeää arvioida yrittäjän ja liikeidean laatua ennen kuin hän sijoittaa yritykseen potentiaalisesti useiksi vuosiksi rahaa. Suuri osa uusista yrityksistä ei näistä jaloista lähtökohdista huolimatta pärjää markkinoilla ja yritys koh-  
taa konkurssin. Noin 40 prosenttia yrityksistä on pystyssä kymmenen vuotta perustami-  
sensa jälkeen ja vain 10 prosenttia näistä yrityksistä saavuttaa merkittävää kasvua. Tämä  
kasvu oli mitattu työllistämisaikutuksen perusteella (NESTA 2011, 10). Näin olleen  
voidaan sanoa, että uusiin yrityksiin sijoittaminen on riskialtista. Tässä mallissa sijoitta-  
ja tai rahoittaja hakee hieman erilaista vastinetta rahoilleen, kuin palkintoihin perustu-  
vaan joukkorahoitukseen osallistuva kuluttaja. Palkintoihin perustuvassa mallissa kulut-  
taja ostaa jonkin tietyn tuotteen ennakkoon, jonka hän saa sen valmistuttua tai yrityksen  
mennessä nurin hän saattaa saada rahansa takaisin tai jonkin hyvityksen. Kuluttajaa ei  
näissä tapauksissa välttämättä kiinnosta meneekö yritys nurin tuotteiden toimittamisen  
jälkeen, sillä tällä ei välttämättä ole vaikutusta kuluttajan jo saamaan tuotteeseen. Pää-  
omitusperusteisessa joukkorahoituksessa sijoittaja laittaa rahansa kiinni yritykseen saa-  
dakseen rahoilleen joko kiinteää korkoa tai tuottoa suhteessa yrityksen menestykseen.  
Täten sijoittajalla on huomattavasti tärkeämpää yrityksen pitkän tähtäimen menestys,  
kuin pelkästään yksittäisen projektin onnistuminen. Joillain joukkorahoitusaloilla  
sijoittajien tuotto on sidottu suoraan projektin myyntituloihin eikä yritys tarjoa sijoitta-  
jille osakeosuutta yrityksestä, mutta tämän tutkimuksen kannalta näitä kohdellaan poik-  
keustapauksina. Näistä seikoista johtuen yritykseen sijoittavan kuluttajan olisi hyvä ar-  
vioida yrityksen mahdollisuutta menestyä tarpeeksi pitkälle liikemaailmassa, että yri-  
tyksestä tulisi tuottoisa ja se pystyisi tuottamaan voittoa rahoittajilleen. Täten yrityksen  
arviointiin liittyvät parametrit ja vaadittava osaaminen eroavat esimerkiksi petoksen  
mahdollisuuden arvioimisesta tai yksittäisen tuotantoprojektin onnistumisen tunnistami-  
sesta.

Yrittäjät ovat usein optimistisia liikeideansa potentiaalın suhteen ja tämä mitä luulta-  
vimmin vaikuttaa siihen, miten yritys esittää ideansa hakiessaan rahoitusta. Ammatti-  
mainen pankkiiri tai pääomasijoittaja saattaisi nähdä nämä ongelmat haastatellessaan  
yrittäjää, mutta joukkorahoituksen tapauksessa sijoittajat eivät ehkä osaa arvioida näitä  
asioita tai eivät osaa kysyä oikeita kysymyksiä yrittäjältä täten ostaen yrittäjän myymän  
yliooptimistisen liikeidean. Liikeidean validiuden arvioinnissa tulee ottaa huomioon  
markkinatilanne, kyseisen tuotteen tai palvelun kysyntä ja yrityksen mahdollisuudet  
kasvaa ja laajentaa. Mahdollisilla joukkorahoitussijoittajilla ei välttämättä ole osaamista  
arvioida näitä seikkoja. Joukkorahoitusta hakevien pk-yritysten riskipitoisuus on siis

potentiaalisesti hyvin suuri ja tätä lisää vielä kuluttajien mahdollinen innostuneisuus ja epäammattimainen riskinotto. Tämä voi johtaa tilanteeseen, jossa joukkorahoituksen kautta suuri osa huonoja yrityksiä ja liikeideoita saa rahoitusta. Tästä taas koituisi suuria kustannuksia konkurssien ja sijoitustappioiden muodossa. Joukkorahoituksen tehokkuuden parantamiseksi yritysten arviointi osaavan henkilön toimesta on suuressa roolissa mallin käytettävyyden kannalta. Koska sijoittajat ovat joukkorahoituksessa osaamattomia, nostaa se joukkorahoitusalan vaatimuksia. Voidaankin todeta, että sijoittajien edun vuoksi on tärkeää, että markkinoille päätyisivät pelkästään laadukkaat yritykset, sillä luottamus osaamattomien sijoittajien arviointiin voi tulla kalliiksi. (Ley & Weaven 2013, 95)

Eräs pääomitusperusteisen joukkorahoituksen eroista verrattuna palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen on yrityksen arvon määrittely. Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa yrittäjän on periaatteessa helppoa määrittellä projektin arvo, mikäli hänellä on oikea käsitys esimerkiksi tuotteen valmistamiseen ja julkaisemiseen liittyvistä kuluista. Pääomitusperusteisen joukkorahoituksen tapauksessa yrityksen tulee määrittää oman yrityksensä arvo ja päättää millaista osuutta hän on tarjoamassa yrityksestä markkinoille. Uusien yritysten perustajilla ei välttämättä ole tarvittavaa kokemusta tehdä tarkkaa arviota yrityksensä reaaliarvosta ja mikäli yrityksellä ei ole ollut aikaisempaa liiketoimintaa on markkina-arvon muodostaminen historiallisen datan perusteella vaikeaa. Mikäli yritys ylihinnoittelee tarjoamansa osuuden, voi koko halutun rahoitussumman kerääminen olla hankalaa. Tämä luo myös ongelmia sijoittajille. Mikäli sijoittajat eivät kaikki ole ammattimaisia sijoittajia, voi heiltä puuttua vaadittu osaaminen ja kokemus arvioida yrityksen arvoa joukkorahoituslustoille ilmoitetun informaation myötä. Yrityksen arvioinnin suhteen löytyy eroja myös joukkorahoituslustoista. Eräs joukkorahoituslusto mahdollistaa tarjotun pääoman suuruuden muuttamisen joukkorahoitusprojektin aikana, mikä saattaa mahdollistaa projektin läpiviemisen vaikka yrityksen arvon alkuperäinen määrittely olisikin ollut epätarkka. Toiset joukkorahoituslusto määrittävät yrityksen arvon huutokaupamalleja hyödyntämällä. Yksi sivusto pyytää yrityksiä ilmoittamaan tarvitsemansa pääoman määrän ja kuinka monta osaketta he laskevat liikkeelle. Tämän jälkeen sijoittajat käyvät huutokauppaa osuuksista ja eniten maksavat pääsevät mukaan rahoitukseen. Toinen joukkorahoituslusto käyttää käänteistä huutokaupmallia, jossa sijoittajat alasmittaavat kiinteällä sijoitussummalla haluaansa osuutta ja täten vältetään yrityksen yllirahoitus. Näissä huutokaupamalleissa ongelmana on kuitenkin se, että usein huutokaupmallien tuloksena huutokaupan voit-

tajat päätyvät maksamaan enemmän kuin mitä markkinat olisivat valmiita maksamaan tuotteesta tai tässä tapauksessa, yrityksestä(Thaler 1988). Jotkin joukkorahoituslusetat pyrkivät antamaan konsultointiapua rahoitusta kerääville yrityksille ja tarjoavat avustavia palveluita yrityksen arvon määrittelyssä. Mikä metodi onkaan käytössä, on tämä yksi asia millä erilaiset joukkorahoituslusetat saattavat tehdä eroa muihin kilpaileviin palveluihin ja tämän arvioinnin tarkentaminen ja parantaminen kautta linjan tulee luultavasti auttamaan myös mahdollisten petosyritysten karsimisessa(Collins & Pierrakis 2012, 23)

### 5.2.2 *Yrityksen valvonta*

Joukkorahoituksen tapauksessa sijoittajia on mahdollisesti äärimmäisen suuri määrä ja yksittäisten sijoittajien pääoman määrä saattaa olla keskiarvoltaan hyvin pieni. Joukkorahoitusta keräävä yritys saattaa saada herättämänsä kiinnostuksensa ansiosta arvokasta markkinointipotentiaalia niin kutsutun 'word-to-mouth' -informaation kautta ja yritykseen sijoittaneet kuluttajat voivat ilmaista mielipiteitään myös yrityksen tuotekehityksessä, mutta muuten piensijoittajien äänestysvaltaan ja rahoituskierroksen jälkeiseen tukeen liittyy myös tiettyjä informaatio-ongelmia. Yrittäjän voi olla vaikeaa saada informaatiota sijoittajiensa kokemuksesta mitä tulee yritystoimintaan ja rahoitukseen, täten sijoittajien mielipiteille voi olla vaikeaa asettaa oikeaa painoarvoa. Mikäli yrittäjän käyttämä joukkorahoituslusetat antaa äänestysoikeuksia kaikille sijoittajille tai suurelle osaa heistä, voi yrittäjä saada erittäin epäinformatiivisia mielipiteitä mahdollisissa liiketoimintaa koskevissa äänestyksissä. Sijoittajien mielipiteet saattavat myös olla hyvin eriäviä keskenään, missä tapauksessa tietyn konsensuksen saavuttaminen voi myös osoittautua haastavaksi. Tästä johtuen pääomitusperusteisen joukkorahoituksen arvo verrattuna PS-rahoitukseen voi olla heikko, mikäli joukkorahoittajien profiili ei ole hyvin segmentoitu(Ley & Weaven 2013, 93–95). Tämän informaatio-ongelman ratkaisemiseksi joukkorahoituslusettojen keräämä informaatio sijoittajista ja tämän informaation jakaminen esimerkiksi mahdollisten maineeseen perustuvien systeemien kautta on hyvin tärkeää tämän rahoitusmallin jatkokehitystä varten.

Kuten palkintoihin perustuvaa joukkorahoitusta tutkailevassa kappaleessa jo esitettiin, on petoksen riski olemassa myös pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa. Rocholl, Hildebrand ja Puri (2013) sekä Collins ja Pierrakis (2012) nostavat tämän sei-

kan esille eräänä isoimmista joukkorahoitusmallia kohtaavista ongelmista. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa kyseessä ei aina ole välttämättä konkreettisen tuotteen tuominen markkinoille tai liiketoiminnan käynnistäminen voi kestää paljon kauemmin, mikä voi nostaa osaamattomien sijoittajien altistumisriskiä petokselle. Kuten PS-rahoituksessakin, pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa sijoitukset ovat usein hyvin pitkäaikaisia. Sijoittajat voivat joutua odottamaan tuottoa rahoilleen useita vuosia ja saattaa mennä viidestä kymmeneen vuotta ennen kuin kasvava pk-yritys pystyy todella maksamaan takaisin rahoittajilleen (Black & Gilson 1997, 3–4). Riippuen joukkorahoitusalan käytännöistä ja joukkorahoitusta koskevasta regulaatiosta, yrityksen monitorointi yritystoiminnan käynnistyttyä voi olla hyvin vaikeata siihen sijoittaneille kuluttajille. Yrittäjällä pitää myös olla hyvä kanava sijoittajien kanssa kommunikointiin, sillä sijoittajien määrä voi luoda ongelmia viestien lähettämiseksi. Mikäli jokainen sijoittaja kysyy yksityiskohtaisia kysymyksiä yrittäjältä ja harjoittaa omanlaista monitorointiaan, voi näihin viesteihin vastaaminen viedä paljon aikaa pois yrityksen muusta liiketoiminnasta. Ex-post monitoroinnin ja kommunikaation kehittäminen onkin joukkorahoitusaloille tärkeä kehitysalue rahoitusmallin ongelmien vähentämiseksi (Ley & Weaven 2013, 98)

### **5.2.3 Sijoittajien laatu**

Sijoittajien päätöksiin joukkorahoitusmarkkinoilla voivat vaikuttaa myös erilaiset signaalit. Signaalien vaikutusta käsiteltiin aikaisemmin palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen tapauksessa ja niiden vaikutukset ovatkin hyvin samanlaiset. Samat oletukset laumakäyttäytymisestä, pääomatavoitteen täyttymisestä sekä pelkästään hyvällä todennäköisyydellä rahoituksen keräävien yritysten rahoituksesta pätevät myös pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa nousee kuitenkin esille myös yksittäisten sijoittajaprofiilien tärkeys. Sijoittaja saattaa huomata projektin täyttyvän nopeasti ja pitää tätä laadun takeena tietämättä mitään näiden muiden sijoittajien laadusta ja heidän harjoittamastaan valvonnasta. Näin ollen joukkorahoituksessa sijoittajien laadun tarkastelu on myös tärkeässä roolissa yritysten arvioinnissa. Monilla joukkorahoitusaloilla on nykyään käytössä linkitys sosiaaliseen mediaan ja tätä kautta sijoittajat voivat tarkastella esimerkiksi toisten sijoittajien työkokemusta ja sijoitushistoriaa. Sijoittaja voisi siis saada signaalin projektin laadusta siihen sijoittaneiden

den ihmisten kautta. Mikäli projektia rahoittavat useat aikaisemmin onnistuneet sijoittajat, voisi sijoittaja olettaa tämän olevan tae laadusta. Mikäli taas projekti keräisi rahoitusta tehokkaasti, mutta suurin osa rahoituksesta tulisi uusilta tai tuntemattomilta sijoittajilta, olisi tämä potentiaalisesti hälyttävä signaali. Tämä on hyvin samankaltainen ongelma, kuin PS-rahastoissa oleva informaatio-ongelma rahastonhoitajan maineesta ja menneisyydestä. Mikäli sijoittajien historiaa ei pysty hyvin tarkastelemaan tai se on helposti väärennettävissä olevaa informaatiota, tämän signaloinnin laatu voi olla hyvin kyseenalaista. (Ley & Weaven 2013, 94; Phalippou 2009, 1772)

Tämä epäsymmetrinen informaation ongelma laajenee myös rahoitusta hakevaan yrittäjään. Mikäli yrittäjän historia tai maine olisi huono, olisi tämä myös potentiaalinen signaali yrityksen laadusta. Myös tässä asiassa voisi joukkorahoitusalan ja sosiaalisen median hyödyntäminen helpottaa sijoittajien päätöksentekoa. Agrawal ja Goldfarb (2013) ottavat esimerkiksi internetissä suureen suosioon nousseen huutokauppasivuston Ebayn ja majoitusta tarjoavan sosiaalisen median AirBnB:n, joissa suuren tapahtumafrekvenssin vuoksi alan toimijoille kertyy suuria määriä tapahtumia ja mikäli selviäisi jonkin toimijan olevan epärehellinen, sivustolle sisäänrakennettu mainejärjestelmä käännäisi ihmiset pois näiden toimijoiden luota. Joukkorahoituksessakin joillain alustoilla sijoittajat voivat hyödyntää yksittäisten sijoittajien korkeaa sijoitusfrekvenssiä arvioidessaan joidenkin projektien kelpoisuutta. Mikäli jokin sijoittaja on sijoittanut rahojaan useisiin onnistuneisiin projekteihin, on mahdollista olettaa, että projektista on kiinnostunut useita onnistuneita rahoittajia, voidaan tätä pitää hyvänä indikaattorina projektin laadusta. Rahoitusta hakevien yritysten kohdalla ei löydy tämänlaista mainesysteemiä tai vaikka löytyisikin, harvat yritykset ovat ehtineet käyttää joukkorahoitusaloja useiden erilaisten projektien rahoittamiseen. Sijoittajien pääsy yrittäjän henkilökohtaiseen historiaan voisi silti olla jonkinlainen signaali yrittäjän laadusta ja tämän informaation jakaminen joukkorahoitusalan kautta voisi vähentää joukkorahoittajan riskiä. Harvalla tavallisella kuluttajalla on mahdollisuutta tarkkailla esimerkiksi yksityishenkilön luotto- tai työhistoriaa samalla tavalla kuin pankeilla tai ammattimaisilla sijoittajilla. Joukkorahoitusalan ja joukkorahoitusta käsittelevän lainsäädännön rooli onkin tämän informaatio-ongelman ratkaisemisessa tärkeässä roolissa. (Hazen 2012, 1769; Cumming & Johan 2013, 365)

Toimijoiden motiivit voivat olla myös eräs epäsymmetrisen informaation kohde pääomitusperusteisessä joukkorahoituksessa. Rocholl, Hilderbrand ja Puri (2013) huomasivat tutkimuksessaan, että tiettyjä epärehellisiä motiiveja omaavat agentit voivat

markkinoida ja suositella joukkorahoitusprojekteja muille sijoittajille, vaikka kyseessä saattaisi olla huonolaatuinen yritys. Tämä voisi siis käytännössä tarkoittaa, että joukkorahoitusta hakeva yritys voisi käyttää hyväkseen muutamia korkean profiilin sijoittajia esimerkiksi petoksen mahdollistamiseksi. Mikäli näillä sijoittajilla ei olisi hirveän suurta rahallista sijoitusta kiinni yrityksessä, nostaa tämä mahdollisen haitallisen valinnan ongelmaa. Aikaisempien signalointiongelmien lisäksi sijoittajien tulisi tarkastella myös erilaisten sijoittajien osuutta ja rahallista panosta yrityksessä. Mikäli tämä on pieni, voi epärehellisellä sijoittajalla olla motiivi kehua ja mainostaa huonoa yritystä, mikäli hänellä olisi jotain hyötyä yrityksen rahoitustavoitteen täyttymisestä.

## 6 JOUKKORAHOITUS JA EPÄSYMMETRISEN INFORMAATION HALLINTA

Luvussa kaksi käsiteltiin erilaisia metodeja epäsymmetrisen informaation hallitsemiseen. Joukkorahoituksessa joukkorahoitusluset ja sijoittajat harjoittavat erilaista laadunvalvontaa ja monitorointia, mutta nämä tapahtuvat yleensä subjektiivisin metodein ja perustuvat vahvasti signaaleihin, valvojien osaamiseen sekä yrittäjän tarjoamaan informaatioon. Tässä luvussa on tarkoituksena tarkastella yritysrahoituksesta tuttuja käytäntöjen, kuten pääoma- ja vakuusvaatimusten, mahdollista soveltamista joukkorahoituksessa ja esitellä jo olemassa olevien joukkorahoituslusetöjen käyttämiä prosesseja yritysten laadun varmistamiseksi.

### 6.1 Vakuudet ja asiakkaiden oikeudet

Luvussa kaksi kerrottiin pankkien vaativan usein asiakkailtaan erilaisia takuita pankkilainaa vastaan vähentääkseen lainanhakijoiden riskiä. Pankit voivat vaatia yritykseltä jonkinlaista omaisuutta, esimerkiksi kiinteistöä, lainan vakuudeksi, jonka pankki saisi haltuunsa maksuongelmien tapauksessa tai lainaehtojen rikkoutuessa. Takaisinmaksun epäonnistuessa pankki saa haltuunsa vakuuden ja pyrkii likvidoimaan sen parhaalla mahdollisella tavalla, mistä luonnollisesti kertyy kuluja likvidoinnin vaatiman työn ja mahdollisen arvonmenetyksen muodossa. Näistä kuluista huolimatta tiettyä vakuutena olevaa omaisuutta on yleensä perimässä vain yksi taho kerrallaan. Miten vakuuksien konteksti voisi toimia palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen tapauksessa? Pääomitusperusteiseen joukkorahoitukseen vakuuden konsepti ei ole sopiva, sillä pääomasijoittajat saavat vastineeksi sijoitukselleen osuuksia yrityksestä ja ovat täten riskinkantajan roolissa ja heidän tulisi olla tietoisia sijoituksensa mahdollisista riskeistä. Palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksen tapauksessa taas voisi olettaa rahoittajilla olevan oikeus luvattuun palkintoon myös yrityksen joutuessa vaikeuksiin. Onko palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa tällä hetkellä minkäänlaisia takuita tai kuluttajansuojaa projektien viivästyminen tai epäonnistuminen varten ja jos ei, miten vakuuksien konseptiä voisi hyödyntää joukkorahoituksessa?

Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen kaksi isointa toimijaa ovat yritykset Kickstarter ja Indiegogo. Uusia joukkorahoitusaloja tulee lisää jatkuvasti, mutta näiden kahden lisäksi yritys RocketHub on mainittu isona joukkorahoitusaloilistana monissa tutkimuksissa. Näiden kolmen alustan hakemusprosessissa ei ole vaatimuksia vakuuksille. Näiden yritysten ohjeistuksessa korostetaan vahvasti joukkorahoituksen olevan epävarmaa ja toimitusaikojen paikkansapitävyys on usein vain arvio eikä tarkka luku. Nämä alustat eivät itse vastaa rahojen palautuksesta tai kannan mitään riskiä projekteista, mutta rahoitusta saavien yritysten tarvitsee toimittaa tukijoilleen luvattu palkinto tai palauttaa rahoittajan rahat ([www.Kickstarter.com](http://www.Kickstarter.com); [www.IndieGoGo.com](http://www.IndieGoGo.com); [www.RocketHub.com](http://www.RocketHub.com)). Tässä on tosin ongelmana se, että toimitusaikaa ei ole rajoitettu ja yrittäjän lupaama toimitusaika ei sido yritystä vielä mihinkään. Missä vaiheessa joukkorahoitusprojektin toimitus on siis riittävän myöhässä, että kuluttajat ovat oikeutettuja vaatimaan rahojaan takaisin? Tämä on vielä joukkorahoituksen tapauksessa epäselvää.

Hankalaksi asian tekee myös joukkorahoituksen maantieteellinen hajautuminen. Agrawalin ym. (2011, 26) tutkimuksen mukaan heidän tutkimiansa joukkorahoitusprojektien tapauksessa noin 20 prosenttia rahoituksesta tuli 500–3000 kilometrin päässä olevilta rahoittajilta ja lähes 40 prosenttia rahoituksesta tuli yli 3000 kilometrin päässä olevilta.

Joukkorahoitusaloista ei myöskään hallinnoi rahojen palautusta näissä tapauksissa, joten pahimmassa tapauksessa yrityksen tulee selvittää tuhansien rahoittajien yhteystiedot ja suosima maksutapa. Yritykselle voi kertyä suuria kuluja työn ja erilaisten prosessien kautta rahojen palautuksessa. Nämä ongelmat ovat saaneet Yhdysvaltalaisen elektronisia rahansiirtoja tarjoavan PayPal-yrityksen ottamaan kantaa joukkorahoitukseen. Paypalia käyttävien joukkorahoitusprojektien on tehtävä rahoittajilleen selväksi, että tuotteen toimittamisesta ei ole mitään takuita ja että kuluttaja rahoittaa spekulatiivista projektia, joka ei välttämättä tule päätymään markkinoille (Barel, 2014). Vaikka joillain joukkorahoitusaloilla on vaatimuksena rahojen palautus ja kuluttajilla on oikeus saada rahoituksensa takaisin, tämä ei selvästikään ole yhtä yksinkertainen tapaus kuin pankki, joka perii saataviaan takaisin. Kuluttajien suuri määrä, rahoitussummien pienuus, joka tekee palautuksesta koituvista kuluista yksittäisen rahoitussumman tapauksessa suhteellisen suuret, sekä prosessien vähäinen sääntely tekevät epäonnistuneiden joukkorahoitusprojektien likvidoimisesta hyvin vaikean. Yksittäinen kuluttaja ei välttämättä ole valmis oikeustoimiin, mutta joukkokanteen mahdollisuus on aina olemassa.

Joukkorahoituksen juridista puolta ei käsitellä tässä tutkimuksessa sen enempää, mutta myöhemmin esiteltävässä epäonnistuneessa joukkorahoitustapauksessa tulee esiin vastaavanlainen tilanne.

Joukkorahoituksen vahvuuksina pidetään yleisesti sen edullisuutta (Agrawal ym. 2013, 6) ja matalia vaatimuksia pk-yrityksille (Manchanda & Muralidharan 2014, 370). Tämän edullisuuden perusteena on yleensä pidetty internetin käytön tuomia säästöjä, joukkorahoituksesta koituvaa markkinointia ja joukkorahoituksen hyvää kohdistumista projektista kiinnostuneille tahoille. Matalia vaatimuksia tuodaan taas usein esille kun pyritään validoimaan joukkorahoitusta rahoitusmuotona ja halutaan korostaa sen tärkeyttä pk-sektorin kasvun nopeuttamiselle (Agrawal ym. 2013, 6–7; Best ym. 2012, 9). Mitä näille vahvuuksina pidetyille ominaisuuksille tapahtuu kun joukkorahoitusalueet ja joukkorahoitusta käsittelevä lainsäädäntö tiukentavat vaatimuksiaan? Pankit pystyvät määräämään konkurssitapauksissa osaavan henkilön valvomaan konkurssipesän likvi-doimista (Da Rin ym. 2006, 1703–1704; Berg & Kirschenmann 2012, 15). Miten tämä toimisi joukkorahoituksessa? Voisiko joukkorahoitusalueesta määrätä työntekijän likvi-doimaan epäonnistuneen yrityksen omaisuutta ja vastata tämän osittamisesta ja jakamisesta projektia rahoittaneille kuluttajille? Tämä lisäisi joukkorahoitusalueen kustannuk-sia ja työtä huomattavasti ja nämä kustannukset tulisivat mitä luultavimmin joko kulut-tajien, yrityksen tai molempien maksettavaksi. Vakuuksien ja konkurssipesän hallin-noimisessa pankkirahoituksella on siis selkeä kustannusetu luvussa kaksi mainitun koonmuokkauksen takia. Vakuuksien tuomat lisäkustannukset tosin nostaisivat joukko-rahoituksen hintaa, jolloin joukkorahoituksen kustannusetu saattaisi vähentyä tai poistua kokonaan.

Pankkirahoituksessa vakuuksien oletetaan parantavan lainaa hakevien asiakkaiden laatua. Koska joukkorahoituksen kontekstissa asiasta ei ole tutkimusta, on vaikeaa tarkastella mitä tiukennetut vakuus- tai palautusehdot tekisivät joukkorahoituksen piiriin hakeutuvien yritysten laadulle. Tiukempien vakuuksien vaatiminen ei ole joukkorahoituksessa vielä yleisessä käytössä, mutta teorian ja joukkorahoituksen oletettujen hyötyjen perusteella voidaan arvioida miten nämä muutokset voisivat vaikuttaa joukkorahoitukseen. Pankkirahoituksessa korkeammat vaatimustasot nostavat asiakkaiden laatua ja laskevat asiakkaiden riskipitoisuutta, mutta saattavat laskea pankin tuloja vähentyvän asiakasmäärän muodossa. Joukkorahoituksen tapauksessa joukkorahoitusalueesta saa tulo-nsa onnistuneiden projektien kautta. Joukkorahoitusalueella ei siis välttämättä halua rajoittaa asiakaskuntaansa liiaksi, sillä jos oletetaan korkeamman vaatimustason laske-

van rahoitusta hakevien yritysten määrää yksittäisen yrityksen laadun kasvaessa, voisi tämä silti johtaa joukkorahoitusalan tulojen vähenemiseen. Tiukentuvat hakuehdot ja paremmin määritellyt oikeudet kuluttajille nostaisivat siis joukkorahoituksen hintaa ja nostaisivat kynnystä hakea joukkorahoitusta. Mikäli yritys olisi tarpeeksi vahvassa asemassa täyttääkseen nämä tiukennetut ehdot, voisi olettaa tämän yrityksen olevan riittävän terve hakemaan myös pankkilainaa. Belleflamme ym. (2013a, 26 ) toteavat teoreettisessa analyysissään joukkorahoituksen olevan validi rahoitusmuoto alkupääoman ja rahoittajamäärien ollessa riittävän pieniä, että riskit ja kustannukset eivät nouse turhan suuriksi. Joukkorahoituksessa valloillaan olevat matalat vaatimustasot ja vakuusvaatimuksen implementoinnin haasteet tuntuvat tukevan tätä teoriaa.

## 6.2 Oma pääoma

Joukkorahoituksessa ei ole käytössä konkreettisia pääomavaatimuksia, toisin kuin usein lainarahoituksessa. Yritykset määrittävät hakemansa pääoman määrän, mutta heidän ei tarvitse osoittaa käyttäneensä projektiin jo tiettyä suhteellista rahasummaa tai nostattaneensa rahoitusta muilta tahoilta riittävän suuren osan kokonaistavoitteesta. Belleflammen ym. (2013b, 321) teettämän kyselyn mukaan 25 prosenttia vastanneista yrityksistä oli käyttänyt omaa rahaansa projektiin ja 43 prosenttia kertoi käyttäneensä muita, määrittelemättömiä rahoituskanavia projektin rahoittamiseksi. Kukaan vastanneista ei ollut käyttänyt pankkilainaa joukkorahoituksen tukena. Tästä hyvänä esimerkkinä on Pebble – älykello, yksi menestyneimmistä joukkorahoitusta käyttäneistä yrityksistä. Yhdysvaltalainen Eric Migicovsky oli nostattanut 375 tuhatta Yhdysvaltojen dollaria kehittämäänsä älykelloa varten, mutta tarvitsi vielä sata tuhatta dollaria viimeistelläkseen projektinsa. Tämän satatuhatta Migicovsky onnistui keräämään joukkorahoituslunasta Kickstarterin kautta noin kymmenkertaisena (Agrawal ym. 2013, 2). Joukkorahoituslunat vaativat prototyyppisiä rahoitettavasta tuotteesta tai muuta valmista materiaalia ennen kuin yritystä hyväksytään joukkorahoituksen piiriin. Uskottavan ja laadukkaan joukkorahoitusprojektin käynnistäminen vaatii siis panostusta yritykseltä. Joukkorahoitukseen on siis sisäänrakennettuna tietty vaatimus jo käytetylle pääomalle ja vaivalle, minkä merkitystä voisi olla hyvä korostaa joukkorahoituskampanjan esittelyssä. Mikäli rahoittajat pystyisivät luotettavasti tarkastelemaan yrittäjän projektiin jo käyttämää ai-

kaa ja rahaa voisivat he muodostaa paremman kuvan yrittäjän aikomuksista ja osaamisesta. Tämä vaatii joukkorahoituslupaa läpinäkyvyyttä, sillä rahoittajien tulisi nähdä selkeästi onko yrittäjä käyttänyt varansa tehokkaasti ja viisaasti.

Tässä tilanteessa tulisi joukkorahoituksen tulevaisuutta ajatellen miettiä joukkorahoituksen sisältämää riskiä ja sitä, kuka sen kantaa. Mikäli joukkorahoituksessa projektia rahoittaneella kuluttajalla on oikeus ja mahdollisuus vaatia rahojaan takaisin epäonnistuneen projektin tapauksessa, riski tulee yrityksen kannettavaksi. Jos palkintoihin perustuvan joukkorahoitus pysyy enemmän lahjoitusmuotoisena rahoitusmallina, jossa kuluttajilla on kuitenkin mahdollisuus saada rahoilleen vastinetta, jää yrittäjän riskiksi lähinnä yrittäjän oma sijoitus. Aikaisemmin luvussa 2 käsiteltiin sitä, miten perinteisen pankkiteorian mukaan haitallisen valinnan ongelma ajaa yritykset riskipitoisiin valintoihin. Mikäli joukkorahoituksessa mukana olevat välittäjät ja kuluttajat ylläpitävät korkeita vaatimuksia yrityksen laadun suhteen, voisi tätä omalla tavallaan pitää joukkorahoituksen omana sijoitusvaatimuksena. Mikäli joukko on vaativa ja osaava, on projektin oltava riittävän uskottava ja pitkällä oleva saadakseen rahoitusta. Hyvin konseptuaalisten ja esimerkiksi digitaalisten projektien tapauksessa tämän pääomasijoituksen määrittäminen voi olla hankalaa. Tästä syystä eräs joukkorahoituksen suurimmista kehitysalueista on rahoittajien informoiminen riskeistä ja ohjeistaminen riskin arvioimisessa (Lee & Weaven 2011, 94; Cumming & Johan 2013, 366)

### **6.3 Pitkäaikainen rahoitus ja joukkorahoituksen yhdistäminen**

Luvussa 2 käsiteltiin asteittaista rahoitusta ja pitkäaikaisia lainasuhteita. Näiden kahden ideana on mahdollistaa yrityksen laadun havaitseminen ensimmäisen rahoitusjakson aikana. Yrittäjällä on myös kannustin vastuulliseen liiketoimintaan tietäessään rahoituksen tyrehtyvän, mikäli hän tekisi haitallisia valintoja. Epäonnistuvien yritysten tapauksessa luottotappiot jäävät pienemmiksi rahoitusmäärän jakautuessa pienemmiksi eriksi. Joukkorahoituksessa yritys yleensä saa rahat kerrallaan ja vain siinä tapauksessa, että on onnistunut keräämään koko halutun summan täyteen. Collins ja Pierrakis (2012, 24) mainitsevat rahoituksen asteittaisen myöntämisen mahdollisuutena petosten estämiseksi. Tässä tapauksessa joukkorahoituslupaa voisi tehdä määräaikaista tarkistuksia yrityksen edistymiselle ja antaa seuraava tarvittava rahasumma yrityksen käyttöön vain jos yritys

olisi edennyt luvatussa aikataulussa. Tämä tosin saattaisi kohdata lainsäädännöllisiä vaikeuksia, sillä joukkorahoitusalan tai jonkin ulkopuolisen tarvitsisi pitää rahoja hallussaan rahoitussuhteen ajan. Tämä lisäisi joukkorahoituksen kustannuksia ja joukkorahoitusalojen rooli muuttuisi enemmän pankin, kuin välittäjän kaltaiseksi. Ei ole myöskään tehokasta, että rahat vain lojuisivat varastossa pitkiä aikoja ilman tuottoa (Prowse 1998, 23–25). Mikäli joukkorahoitusala ei tekisi näitä tarkistuksia, palaisi ongelma jälleen pankin rooliin sijoitusten koonmuokkaajana. Miten suuri määrä rahoittajia pystyisi arvioimaan yrityksen merkkipaaluja ja koituisiko tästä paljon valvontakustannuksia? Palkintoihin perustuvassa joukkorahoitusmallissa useiden lyhytkestoisten rahoituskierrosten konsepti voisi olla haastava toteuttaa ja se saattaisi kumota joukkorahoituksen edullisuuden tuoman hyödyn. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa tilanne on erilainen, sillä sijoittajat eivät ennakkotilaa valmista tuotetta vaan sijoittavat yritykseen tuottojen toivossa. Mikäli sijoittajien määrä olisi pienempi ja sijoitussummat suurempia, voisi yritys antaa sijoittajilleen mahdollisuuden kasvattaa osuuttaan yrityksessä. Ahlersin (2011, 16) mukaan Australialainen ASSOBA mahdollistaa yritysten varojenkeruun jaksottamisen. Pienin määrä rahoituskierroksia on yksi ja maksimimäärä on kolme. Tutkimus toteaa tämän jaksottamisen auttavan yritystä herättämään luottamusta sijoittajissa ja olevan indikaattori laadukkuudesta.

Collins ja Pierrakis (2012, 26) nostavat esille tutkimuksessaan mahdollisuuden käyttää joukkorahoitusta yhteistyössä muiden rahoituskanavien kanssa. Monissa tutkimuksissa on usein oletuksena, että yritykset hakevat rahoitusta vain yhdestä lähteestä (Belleflamme ym. 2013a; Agrawal ym. 2013). ja joukkorahoituksen tarkoituksena on olla substituutti perinteisemmille yritysrahoituksen muodoille. Tämä oletus ei kuitenkaan tosielämässä pidä usein paikkaansa. Belleflamme ym. (2013b, 321) raportoivat tutkimuksessaan monien yritysten käyttävän joukkorahoituksen lisäksi omia varojaan, valtion tukia ja sijoituksia pääomasijoittajilta. Lee ja Weaven (2011) kysyivät pääomasijoittajilta kehitysideoita joukkorahoitukselle ja heidän tulostensa mukaan monet halusivat joukkorahoitukseen mukaan ammattimaisuutta ja osaamista, mitä yritys voisi saada esimerkiksi kokeneelta pääomasijoittajalta. Nämä tulokset näyttäisivät puoltavan mallia, jossa pk-yritys voisi hyödyntää joukkorahoituksen edullisuutta, saatavuutta ja informaatiota, mutta voisi myös käyttää onnistunutta joukkorahoituskampanjaa kerätäkseen rahoitusta myös muilta tahoilta. Onnistunut ja hyvin hoidettu joukkorahoituskampanja on mahdollisesti signaali yrityksen liikeidean markkinapotentiaalista, yrityksen

panostuksesta liikeideaan ja mahdollisesti myös indikaattori yrittäjän laadusta, sillä oletuksella että joukko on harjoittanut jonkinlaista laadunvalvontaa.

## 7 ESIMERKKEJÄ JOUKKORAHOITUSPROJEKTEISTA

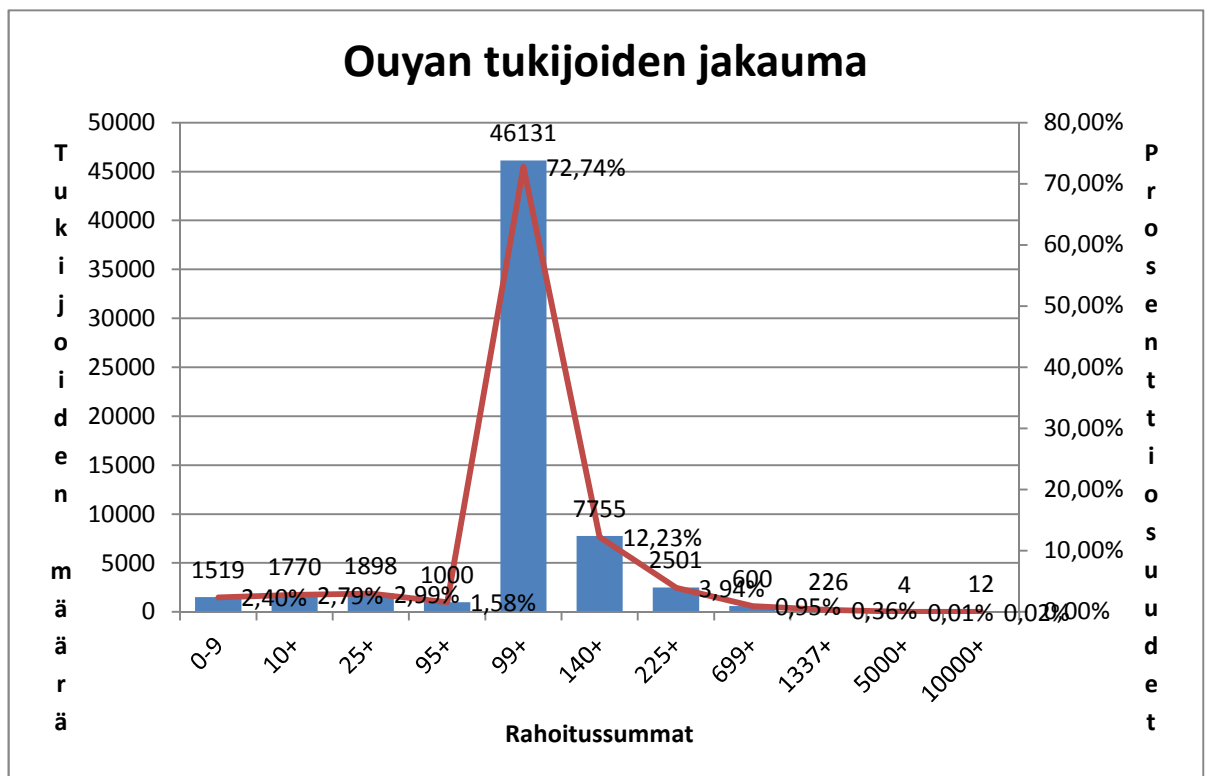
Tässä luvussa on tarkoituksena käydä läpi neljä esimerkkitapausta joukkorahoitusprojekteista. Kaksi näistä on Kickstarter.com–sivuston kautta rahoitusta nostaneita yrityksiä ja toiset kaksi englantilaista Crowdcube–sivustoa käyttäneitä yrityksiä. Kaikki neljä yritystä onnistuivat nostattamaan haluamansa rahasumman joukkorahoituskampanjallaan. Kaksi näistä yrityksistä onnistui käynnistämään liiketoiminnan menestyneen kampanjan jälkeen, joskin toisella näistä yrityksistä oli toimitusvaikeuksia luvatus tuotteen kanssa, kun taas toiset kaksi epäonnistuivat. Nämä neljä valittua kampanjaa kuvaavat joukkorahoituksen vahvuuksia ja mahdollisuuksia, mutta tuovat esille myös joukkorahoituksen amatöörimäisyydestä ja uutuudesta koituvia ongelmia.

### 7.1 Tapaus: Ouya-videopelikonsoli

Heinäkuussa 2012 pieni pelialan yritys julkaisi Kickstarter–alustalla joukkorahoituskampanjan pienikokoiselle pelikonsolille. Ouya–nimisen pelikonsolin innovatiivisena ideana oli sen Android–käyttöjärjestelmään pohjautuvaisuus, halpa hinta ja avoimeen lähdekoodiin perustuva rakenne. Yrityksen joukkorahoituskampanja koostui tuotteesta kertovasta videosta, jossa tuotteen aikainen prototyyppi oli kehittäjien pelattavana. Videolla esitettiin myös liikkuvaa pelikuvaa konsolille kehitetyistä peleistä, tosin tämä videokuva oli ilman mainintaa siitä, pelattiinko kyseistä peliä prototyyppikonsolilla vai muulla laitteella. Projektin esittely kertoi yrityksen kehitysryhmän jäsenistä, heidän taustastaan ja osaamisestaan, sekä luetteli tuotteen tekniset tiedot ja kehittäjien näkemykset konsolin tuomille mahdollisuuksille.

Tuotteensa mukaan nimetyn Ouya–yrityksen tavoitteena oli kerätä 950 tuhatta Yhdysvaltojen dollaria ja yritys lupasi 99 dollaria tai enemmän lahjoittaneille kuluttajille konsolin sen valmistuttua. Ouya onnistui keräämään 29 päivässä yli kahdeksan ja puoli miljoonaa dollaria ja onnistui näin tavoitteessaan noin yhdeksänkertaisesti ([www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)). Joukkorahoituskampanjan tietojen perusteella Ouya lupasi yhteensä 58229 konsolia kuluttajille ennen konsolin virallista julkaisua. 826 kappaletta näistä konsoleista olisi suunnattu kehittäjille ja alkuperäisen lupauksen mukaan nämä

toimitettaisiin tukijoille joulukuun 2012 aikana. Loput konsolit oli tarkoitus toimittaa kuluttajille maaliskuun 2013 aikana. Ouya onnistui keräämään tarpeeksi kiinnostusta tuotteelleen tällä joukkorahoituskampanjallaan ja Ouya julkaistiin yleisillä jakelukanaavilla kesäkuussa 2013 99 dollarin myyntihintaan. Ouya on tällä hetkellä Kickstarterin toiseksi menestynein joukkorahoitusprojekti. Ouya käytti tätä joukkorahoitusmenestystä kerätäkseen 15 miljoonaa dollaria erään PS–rahaston kautta ja Ouyaa oli mahdollista ennakkotilata joukkorahoituskampanjan sulkeuduttua yrityksen verkkosivujen kautta. On siis hieman vaikeata arvioida Ouyan kokonaisuudessaan keräämää rahamäärää ja sitä, kuinka suuri osa tästä rahamäärästä tuli ennakkotilauksista, olivat nämä sitten joukkorahoituskampanjan tai eivät(www.Ouya.tv)



Kuva 2 Ouyan rahoittajien jakautuminen (Kickstarter.com)

Yli 70 prosenttia Ouyan rahoittajista rahoittivat projektia sen myyntihinnalla, eli 99 dollarilla. Yli 80 prosenttia rahoittajista rahoitti tuotetta alle sadalla dollarilla ja lähes 95 prosenttia alle 150 eurolla, jos pidetään mielessä oletus siitä, että jokainen rahoittaja rahoitti tuotetta määritellyillä minimisummilla. Kickstarter.com–sivusto listaa vain eri

palkintotasot ja näihin palkintotasoihin osallistuneiden rahoittajien määrän, mutta tarkkoja ja yksilöllisiä rahoitustietoja ei ole saatavilla. Voidaan siis huomata Ouyan tapauksessa, että palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa oleva oletus siitä, että lähes koko tarvittu pääoma tulee ennakkomyyntihintaa vastaavilla summilla ja tätä ennakkomyyntihintaa huomattavasti korkeammat rahoitussummat ovat harvinaisia eivätkä vaikuta merkittävästi projektin menestymiseen. Ouya olisi nostattanut pelkillä ennakkomyyntihintaa vastaavilla rahoitussummilla noin neljä ja puoli miljoonaa dollaria, joka olisi ollut yli tavoitellun rahoitussumman.

Vaikka Ouya keräsikin rahoituksen projektilleen nopeasti ja ylitti rahoitustavoitteen saavutuksen reilusti, ei tuotteen toimitus sujunut ongelmitta. Uutissivusto TheVerge.com raportoi kesäkuussa 2013, että monet Ouyaa tukeneet rahoittajat eivät olleet vielä saaneet konsoliaan, vaikka konsoli oli saapunut jo kauppoihin. Kuluttajat olivat ottaneet yhteyttä Ouyaan peruuttaakseen ennakkotilauksensa ja ostaakseen tuotteen suoraan kaupasta, mutta Ouyan asiakaspalvelu ei ollut vastannut tyytymättömille kuluttajille. Yrityksen toimitusjohtajan julkaiseman lausunnon mukaan ongelmat johtuivat Ouyan käyttämästä kuriiripalvelusta, mutta ei suostunut kertomaan ilman luvattua konsolia olevien rahoittajien lukumäärää. Uutissivuston mukaan kesäkuun 2013 alussa noin seitsemän ja puoli tuhatta rahoittajaa olivat vielä ilman luvattua konsoliaan, mutta korostaa sitä, että Ouya-pelikonsolia oli mahdollista ennakkotilata myös Ouyan omien verkkosivujen kautta jos ei halunnut tukea projektia joukkorahoitussivuston kautta. Näin ollen toimitusvaikeuksia kohdanneiden rahoittajien määrää on vaikeaa arvioida (Robertson, 2013). Mollickin (2013, 12) tutkimuksen mukaan lähes kaikki palkintoihin perustuvat joukkorahoitusprojektit toimittavat tuotteen luvattua myöhemmin. Ouyan tapauksessa nousee vain esille kysymys, että miten Ouya pystyi toimittamaan myyntikappaleita isoille ketjuille kuten Best Buy ja Amazon, mutta ei pystynyt toimittamaan melkein kymmenelle tuhannelle projektia lähes vuotta aikaisemmin rahoittaneelle asiakkaalle? Kuten aikaisemmassa kappaleessa mainittiin, on joukkorahoitusprojektiä rahoittaneella henkilöllä vähän mahdollisuuksia vaatia yritykseltä palautuksia, jos yritys vielä omien sanojensa mukaan lupaa toimittaa tuotteen. Joukkorahoitusasiakkaalle luvattujen toimitusaikojen pitävyys ei sido yrittäjää mihinkään vaan on vain arvio. Rahoittaja voi siis onnistuneenkin projektin tapauksessa joutua pettymään saamaansa tuotteen tai tuotteen toimitukseen. Ouyan johtoryhmän blogia kommentoineet asiakkaat vaikuttivat olevan tyytymättömiä yrityksen toimintaan ja monet näistä kommentoijista kyseenalaistivat yrityksen toimintatapoja. Monet halusivat myös tietää mihin yritys oli

käyttänyt keräämänsä 15 miljoonaa dollaria lisärahoitusta, jos he eivät kyenneet toimitamaan luvattuja konsoleita rahoittajilleen ajoissa. Internetissä tapahtuvan kommentoinnin uskottavuus ja validius on tietysti kyseenalaista, mutta tässä tapauksessa antaa hie-man kuvaa joukkorahoituksessa esiintyvistä ongelmista.

Tuotteen laatu on eräs tekijöistä, joita rahoittajan on lähes mahdotonta arvioida. Rahoittajat voivat joissain tapauksissa päästä testaamaan tuotteen prototyyppiä esimerkiksi jonkinlaisilla messuilla, mutta tämä on harvinaista ja kuten aikaisemmassa joukkorahoitusta käsittelevässä luvussa todettiin, ei prototyyppi ole tarkka indikaattori lopullisen tuotteen laadusta. Peleihin ja viihde-elektroniikkaan erikoistuvat uutissivustot kuten The Verge ja Engadget arvioivat Ouyan joukkorahoittajille lähetettyä versiota ja totesivat sen olevan laadullisesti pettymys. Konsolin toimivuus oli kyseenalaista, konsolin osien ja valmistuksen laatu vaikutti olevan heikkoa ja konsoli tuntui olevan vielä hyvin kaukana julkaistavaksi kelpaavasta tuotteesta. The Vergen arvostelija toteaaakin tuotetta rahoittaneiden ihmisten lupautuvan testaamaan puolivalmista konsolia, olivat he siihen halukkaita tai eivät. Kickstarterin kautta rahoitetuille tuotteille ei ole minkäänlaista laadutakuuta ja rahoittajat ovat oikeutettuja palautuksiin vain jos yritys ei pysty ollenkaan toimittamaan luvattuja palkintoja rahoittajilleen. Joukkorahoittajan saama hyöty Ouyan tapauksessa on lähes olematonta tavalliseen kuluttajaan verrattuna. Rahoittajat saattoivat saada laadullisesti huonon tuotteen mahdollisesti virallista julkaisua myöhemmin ja maksoivat tästä mahdollisesti enemmän, kuin mitä konsoli olisi maksanut sa<sup>13</sup>.(Stevens 2013, Pierce 2013)

Ouyan johdon kommunikointi rahoittajilleen sai myös kritiikkiä kuluttajilta ja lehdistöltä. Ouyan johtoryhmän blogia kommentoineet rahoittajat valittivat, että Ouya ei ollut ilmoittanut heille mitään mahdollisista toimitusvaikeuksista ja monet kommentoijat olivat epävarmoja siitä saisivatko tuotteen ollenkaan. Koska palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa rahoittajat eivät saa lahjoituksellaan päätösvaltaa yrityksestä, on rahoittajille kommunikointi yksinomaan yrityksen vaivannäön varassa. Tässä korostuu palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen monitorointiongelmaa. Vaikka Ouya olikin menestys varojenkeruussa, eivät kuluttajat olleet täysin tyytyväisiä lopputulokseen. Ouya ei ole julkaissut virallisia myyntilukuja konsolin julkaisun jälkeen, joten yrityksen ja tuotteen tulevaisuudesta on vaikea tehdä arvioita. Ouyan tapaus osoittaa, että joukkora-

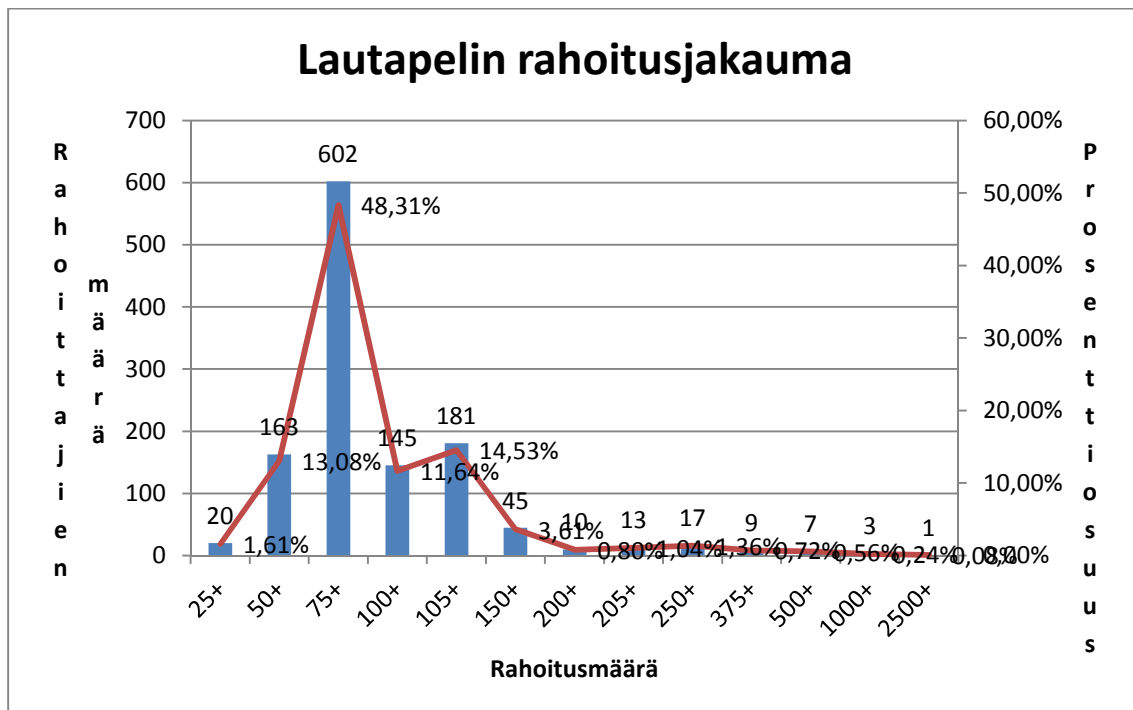
---

<sup>13</sup> Kickstarterin kautta tilattuihin tuotteisiin liittyy postikuluja, joten kansainvälisille tilauksille oikea hinta oli noin 130 dollaria. (Kickstarter.com)

hoituksen kautta on mahdollista kerätä suuriakin rahoitussummia, mutta korostaa myös joukkorahoituksen vakuus-, laatu- ja kommunikaatio-ongelmia.

## 7.2 Tapaus: The Doom That Came To Atlantic City!

Toukokuussa 2012 peliyritys The Forking Path aloitti rahoituskierron Kickstarter.com-sivustolla lautapeliään 'The Doom That Came To Atlantic City!'(sic.) varten. Yrityksen tavoitteena oli kerätä 35 tuhatta dollaria ja se tarjosi vähintään 75 dollarin rahoitussummille vastineeksi valmista peliä. Projekti oli onnistunut ja onnistui keräämään kuukaudessa hieman yli 120 tuhatta dollaria 1246 eri rahoittajalta. 1033 näistä rahoittajista rahoitti projektia vähintään 75 dollarilla, eli yrityksen oli valmistettava vähintään 1033 kappaletta valmista lautapeliä pelinappuloineen ja sääntöineen. Luvattu toimitusaika näille valmiille peleille oli marraskuu 2012, eli noin viisi kuukautta kampanjan päätöksestä. Lautapelin joukkorahoituskampanja sisälsi esittelyvideon lautapelin prototyypistä, tietoja tuotteesta ja pelin kehittäjien työhistorian.(www.kickstarter.com)



Kuva 3 The Doom That Came To Atlantic City!:n tukijoiden määrät ja jakauma.(www.Kickstarter.com)

Tuotteen toimitus viivästyi ja yrityksen edustaja jatkoi joukkorahoitussivuston päivittämistä. Kesäkuun 2013 alussa projektin perustaja ilmoitti sivustolla, että pelin odotettu toimitus olisi vuoden 2013 kolmannen kvartaalin aikana, mutta ei antanut sen tarkempia lisätietoja. Vajaat kaksi kuukautta myöhemmin yrittäjä kuitenkin ilmoitti projektin päättyneen täysin ja pelin valmistus oli peruutettu. The Forking Pathin perustaja Erik Chevalier kertoo päivityksessään aikovansa palauttaa rahat projektia tukeneille henkilöille, aloittaen niistä, jotka ennakkotilasivat pelin joukkorahoituskampanjan päätyttyä ja edeten tämän jälkeen joukkorahoittajiin, aloittaen eniten rahoittaneista henkilöistä. Chevalier toteaa tässä joutuvansa maksamaan palautukset omista varoistaan ja perustavansa näitä palautuksia varten erillisen säästötilin ja pyytää rahoittajia välttämään oikeustoimia, sillä hän on velvoitettu palauttamaan rahat Kickstarterin sopimusehtojen mukaisesti ja oikeustoimien tuomat kulut hidastaisivat tätä palautusta huomattavasti ([www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)). Asiasta uutisoiva Gizmag.com raportoi rahoittajien vaativan saada tietää mihin Chevalier on käyttänyt saamansa rahat. Chevalieria on uhkailtu oikeustoimilla ja rahoittajat ovat myös vaatineet täydellistä yrityksen tilinpitoa selvittääkseen rahankäytön luonteen (Holloway 2013). Chevalier itse kommentoi epäonnistumisen johtuneen yrityksen perustamisen vaikeudesta, kokemattomuudesta alalla, teknisistä ja laillisista ongelmista ja erimielisyyksistä. Chevalierin mukaan kokeneempi ja osaavampi yrittäjä olisi voinut onnistua projektissa kerätyllä rahamäärällä.

The Forking Pathin tapauksessa esille nousee yrityksen perustaminen. Ennen joukkorahoituskampanjaa yrityksellä ei ollut minkäänlaista yritystoimintaa ja Chevalier sanookin suurimman osan rahoista menneen yrityksen perustamiseen. Kuten aikaisemmin todettiin, joukkorahoittaja saattaa helposti innostua tuotteesta ja rahoittaa projektia ennakkotilausmielessä miettimättä kaikkia yrityksen perustamiseen liittyviä kuluja ja vaatimuksia. Rahoittajilla on mahdollisesti ollut vaikeata arvioida Chevalierin kykyä perustaa toimiva yritys ja tästä koituvia kuluja. Kickstarter ei myöskään vaadi yrittäjää julkaisemaan tilinpitoon ja budjetointiin liittyviä dokumentteja sivustollaan ja yrityksen rahoittajilla ei ole oikeutta vaatia näitä. Projekti ehti myös myöhästyä yli puoli vuotta ennen kuin se lopulta peruutettiin. Nyt Chevalierin tulee maksaa palautuksia yli sata tuhatta dollaria omista varoistaan, missä voi hänen työllistymisestään riippuen kulua hyvinkin kauan aikaa. Tilanne sisälsi epäsymmetristä informaatiota yrittäjän osaamisesta, projektin vaatimuksista ja projektin etenemisestä. Tämä johti konkurssitilanteeseen, jossa rahoittajilla on suurta epävarmuutta rahojen palautuksen ajankohdasta ja todennäköisyydestä.

### 7.3 Tapaus: Bubble & Balm

Pääomitusperusteinen joukkorahoitus ei ole vielä yhtä iso ilmiö kuin palkintoihin perustuva joukkorahoitus, mikrolainausta tai lahjoitukset. Tästä johtuen esimerkkejä onnistumisista ja epäonnistumisista on vielä hyvin vähän ja kuten aikaisemmin mainittiin, pk-yritysten alkutaival saattaa kestää useita vuosia ennen kuin yritysten onnistumista pystytään tarkastelemaan. Englantilainen Bubble & Balm, reilun kaupan saippuavalmistaja, haki vuonna 2011 rahoitusta Crowdcube-sivuston kautta. Yritys tarjosi 15 prosentin osuutta 75 tuhatta Englannin puntaa vastaan ja nostatti tämän määrän 82 sijoittajalta sijoitusten vaihdellen 10 punnasta seitsemään ja puoleen tuhanteen puntaan ([www.crowdcube.com](http://www.crowdcube.com); Warwick-Ching, Powley & Moore 2013). Osakkeiden lisäksi yritys tarjosi sijoittajilleen alennuksia ja ilmaisia saippuuita. Bubble & Balm oli ensimmäinen Crowdcuben kautta rahoitetuista yrityksistä.

Keskiviikkona 31. heinäkuuta 2013 Bubble & Balmista tuli myös ensimmäinen konkurssiin ajautunut Crowdcuben kautta rahoitettu yritys. Financial Timesin saamien tietojen mukaan yritys oli pyytänyt Iso-Britannian yritysrekisteriä poistamaan yrityksen rekisteristään ja samanaikaisesti yrityksen nettisivut ja sosiaalisen median profiilit olivat poistettuja. Yrityksen edustajat eivät myöskään vastanneet kyselyihin. Sijoittajat olivat kiinnostuneet yrityksen liikeideasta ja yritys oli tietojen mukaan saanut sovittua suurten yritysten, kuten Waitrose ja Oxfam, kanssa tuotteidensa jakelusta. Nämä sopimukset kuivuivat kuitenkin kokoon ja yritys ei pystynyt jatkamaan liiketoimintaansa. Koska kyseessä oli pääomitusperusteinen joukkorahoitus, olivat yrityksen sijoittajat riskinkantajina ja kaikki 82 sijoittajaa menettivät sijoituksensa.

Bubble & Balmin tapaus vahvistaa ainakin sen, että kasvavat pk-yritykset ovat riskipitoisia sijoituksia. Kuten PS-rahastojen käyttäytymistä kuvaavassa kappaleessa todettiin, pyrkivät PS-rahastot hajauttamaan sijoituksensa mahdollisimman laajalti maksimoidakseen portfolionsa tuoton ja minimoidakseen yksittäisen pk-yrityksen riskialtiuden vaikutuksen. Ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät nämä riskit, mutta joukkorahoituksen tapauksessa nousee esille sijoittajien potentiaalinen osaamattomuus. Vaikka Crowdcube korostaakin rekisteröintiprosessissa useaan otteeseen pk-yrityksiin sijoitta-

misen riskiä, ei sivusto vaadi virallista todistusta sijoittajan varallisuudesta tai ammattitaidosta sijoittajana, ainakaan tilin luomisen yhteydessä. Bubble & Balmin epäonnistuminen ei korostakaan pelkästään joukkorahoituksen riskejä, mutta enemmänkin yleisiä pääomasijoittamiseen kuuluvia riskejä.

## 7.4 Tapaus: The Rushmore Group

Vuonna 2011 Lontoolainen The Rushmore Group oli toiminut ravintola- ja yökerhoalalla vuodesta 2002. Yrityksellä oli tavoitteena avata uusi cocktailbaari Lontoon Sohon alueelle ja tarvitsi tähän miljoona Englannin puntaa. Yritys onnistui keräämään vaaditut miljoona puntaa 32 päivässä 143 eri sijoittajalta. The Rushmore Group tarjosi vastineeksi miljoonalle punnalle kymmentä prosenttia koko yrityksestä. Yritys tarjosi sijoittajilleen myös erilaisia lisäpalkintoja sijoitussumman mukaan. Yli 1500 puntaa sijoittaneet olivat oikeutettuja verovähennyksiin Iso-Britannian lainsäädännön mukaisesti. Yli 5000 sijoittaneet saivat tuhat puntaa luottoa yrityksen kaikkiin ravintoloihin, josta käyttöön tulisi 500 puntaa kerrallaan tietyn väliajoin. Yli 5000 puntaa sijoittaneet saivat myös elinikäisen jäsenyyden yrityksen kaikkiin jäsenyysmallilla toimiviin ravintoloihin, myös niihin jotka eivät olleet vielä avattuja. Osakkeet eivät olleet keskenään samanarvoisia. Yli 25 tuhatta puntaa sijoittaneet saivat A-tyypin osakkeita, jotka sisälsivät täydet äänestysoikeudet.([www.crowdcube.com](http://www.crowdcube.com))

Rushmore Group yhdisteli osakkeiden tarjoamista ja erilaisia palkintoja joukkorahoituskampanjassaan. Yrityksen joukkorahoituskampanja sisälsi videon yrityksen toiminnasta, suunnitelman rahojen käyttötarkoitukselle ja erittelyt eri sijoitustasojen palkinnoista ja sijoitustasojen oikeuksista. Yritys esitti myös poistumisstrategianaan yksityistä myyntiä, mutta ei määrittänyt tämän tapahtumiselle minkäänlaista tarkkaa ajanjaksoa. Sijoittajilla oli mahdollisuus esittää kysymyksiä projektista suoraan yrityksen toimitusjohtajalle tai esittää kysymys Crowdcuben hallinnoimalla keskustelupalstalla, jossa yrityksen työntekijät ja yritykseen sijoittaneet voisivat kommunikoida yritystä koskevista asioista.

Vuonna 2013 The Rushmore Group käynnisti toisen varainkeruukierroksen Crowdcuben kautta, tällä kertaa tavoitteenaan kerätä 500 tuhatta puntaa 4,61 prosentin

osuutta vastaan, tai miljoona puntaa 9,22 prosenttia vastaan. Yritys onnistui keräämään 500 tuhatta puntaa 73 sijoittajalta, joista suurin sijoittaja sijoitti 50 tuhatta puntaa yritykseen. Tämän ja vuoden 2011 varainkeruun perusteella voisi yrityksen arvon laskea olleen noin 10,8 miljoonaa puntaa vuonna 2013, verrattuna vuoden 2011 10 miljoonan punnan arviointiin. Tämä tarkoittaisi noin 8,5 prosentin kasvua kahdessa vuodessa.

The Rushmore Group operoi tällä hetkellä ainakin viittä eri ravintolaa ympäri maailmaa. Yritys on pystynyt yhdistämään joukkorahoituksen kautta annetut palkinnot ja joukkorahoituksen markkinointipotentiaalin mahdollisuuteen nostattaa varallisuutta piensijoittajilta. Yritys on myös hyödyntänyt useita rahoituskierroksia ja sijoittajat ovat näin saaneet mahdollisuuden sijoittaa yritykseen tietäen tämän entisestä joukkorahoitusmenestyksestä. Sijoituksen kannattavuutta sijoittajille on tosin hankalaa tarkastella ennen kuin The Rushmore Group päättää poistumisstrategiaansa ja hakee arviointia markkinoilta. Silti, Rushmore Groupin tapaus osoittaa miten jo yritystoimintansa aloittanut yritys pystyy hyödyntämään yksittäisten piensijoittajien varallisuutta rahoittaakseen lisäinvestointeja. ([www.rhsmr.com](http://www.rhsmr.com))

## 8 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tutkia epäsymmetrisen informaation esiintymistä kahden joukkorahoitusmallin yhteydessä ja niitä ongelmia, mitä tämä epäsymmetria saattaisi aiheuttaa. Oletuksena oli, että joukkorahoituksessa ilmenisi paljon samoja epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ongelmia, kuin pankkilainauksessa ja pääomasijoittajien harjoittamassa yritysrahoituksessa. Tätä tutkittiin sekä yritysrahoituksen teoriiaan liittyvän kirjallisuuden, sekä joukkorahoitukseen liittyvän kirjallisuuden kautta.

Joukkorahoitusta tutkivan kirjallisuuden perusteella voidaan todeta, että joukkorahoituksessa esiintyy epäsymmetristä informaatiota. Tässä tutkimuksessa nämä joukkorahoituksessa esiintyvät informaatio-ongelmat jaoteltiin kolmeen kategoriaan: yrityksen laatua koskevaan informaatioon, yrityksen valintaa koskevaan informaatioon ja rahoittajien laatua koskevaan informaatioon.

Yrityksen laadun arvioiminen ennen rahoituspäätöstä on tärkeää molemmissa joukkorahoitusmalleissa, mutta on samalla myös asia mihin liittyy eniten epävarmuutta. Vaikka yritykset esittelisivät projektinsa hyvin joukkorahoitusalueen kautta, voi rahoittajan olla vaikeaa tai mahdotonta arvioida yrittäjän motivaatiota, luottotietoja, historiaa ja osaamista. Rahoittajat joutuvat luottamaan omiin vaistoihinsa, yrittäjän sanaan ja muiden rahoittajien käyttäytymisen luomiin signaaleihin. Kuluttajan tulee myös arvioida petoksen mahdollisuutta, sillä puhtaasti internetin kautta toimiva kommunikaatio nostaa petoksen mahdollisuutta.

Rahoittajien tulisi myös valvoa yrityksen toimintaa rahoituksen jälkeen. Yrityksellä saattaa ilmetä haitallisen valinnan mahdollisuus mikäli rahoittajat eivät käytä päätösvaltaansa ja valvo yrittäjän riskinottoa ja rahankäyttöä. Tämä voi onnistua toisilla joukkorahoitusalueilla paremmin kuin toisilla. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa sijoittajat saavat usein äänestysoikeuksia yrityksen päätöksenteossa, kun taas palkintoihin perustuvassa joukkorahoituksessa rahoittajat ovat oikeutettuja ainoastaan luvattuun palkintoon.

Sijoittajien laatuun ja osaamiseen liittyvä informaatio on joukkorahoituksessa ehkä suuremmassa roolissa kuin perinteisessä yritysrahoituksessa. Kun pankki lainaa yritykselle rahaa, voidaan olettaa pankin omaavan riittävän osaamisen yrityksen arvioimiseen ja valvomiseen. Pääomasijoittajilta odotetaan tiettyä pessimistisyyttä ja osaamista yritysrahoituksesta ja tämän lisäksi tämän kaltaisilla sijoittajilla on yleensä osaamista myös niiltä toimialoilta, minkä yrityksiin he ovat sijoittamassa. Joukkorahoituksen tapaukses-

sa yrityksen rahoittajina toimivat tavalliset kuluttajat, joiden ei tarvitse todistaa olevansa ammattimaisia sijoittajia tai omaavansa riittävän suurta pääomaa sijoittaakseen yrityksiin tarjoamaan pääomaan. Tämä luo ongelmia sijoittajien laadun suhteen ja yrityksen saaman tuen suhteen. Vaikka joukkorahoituskampanja olisi menestynyt ja keräisi suurta kiinnostusta, ei tämä suuren joukon kiinnostus ole välttämättä tarpeeksi hyvä indikaattori yrityksen laadulle, sillä rahoittajat eivät ole ehkä osanneet arvioida yrityksen laatua oikein tai rahoitussumman pienuudesta johtuen eivät ole jaksaneet harjoittaa valvontaa. Yrityksen näkökulmasta joukkorahoituksessa saattaa jäädä saamatta ne osaamiseen liittyvät hyödyt, mitä kokenut pääomasijoittaja voisi antaa yrityksen päätöksenteolle.

Tutkimus pohti myös vakuuksien, oman pääoman ja pitkäaikaisten rahoitussuhteiden mahdollisuutta joukkorahoituksen kontekstissa. Mitä tulee palkintoihin perustuvaan joukkorahoitukseen, on yrityksiä rahoittavilla kuluttajilla hyvin vähän takuita koskien heille luvattua palkintoa. Useissa joukkorahoitusprojekteissa rahoittajat joutuvat pettymään palkinnon, eli yleensä tuotteen, laatuun tai yritys ei onnistu toimittamaan tuotetta ajoissa. Toisissa tapauksissa projekti epäonnistuu ja kuluttajat joutuvat vaatimaan rahojaan takaisin, mikä voi olla vaikeaa, työlästä ja epävarmaa. Pankkilainaukseen perustuvan teorian mukaan tiukempien vakuuksien vaatiminen parantaisi laina-asiakkaiden laadun jakaamaa. Tästä ei ole tutkimusta tai näyttöä joukkorahoituksen kontekstissa, mutta voisi olla yksi kehityssuunta palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen tulevaisuudelle. Mikäli tiukempia vakuusvaatimuksia ei joukkorahoituksen piiriin tule, hämärtyy raja palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen ja lahjoitukseen perustuvan joukkorahoituksen välillä huomattavasti, jolloin voidaan kyseenalaistaa mallin potentiaalia vakituksena yritysrahoituksen muotona.

Joukkorahoituksen luonteen perusteella voisi myös argumentoida, että hyvän joukkorahoituskampanjan luominen sisältää tietyn pääomavaatimuksen itsessään. Palkintoihin perustuva joukkorahoitus vaatii yleensä toimivan prototyypin tuotteesta ja merkittävän määrän valmista työtä herättääkseen ihmisten kiinnostuksen. Pääomitusperusteisessa joukkorahoituksessa yrityksillä on usein jo olemassa olevaa liiketoimintaa ja he pyrkivät hakemaan kasvua joukkorahoituksen kautta. Joukkorahoituksessa tulisi ehkä korostaa enemmän yrittäjien panostusta projektiin niin rahallisesti kuin ajallisesti. Tämä voisi toimia myös eräänä signaalina yrittäjän laadusta, joko positiivisessa tai negatiivisessa mielessä.

Tutkimusten mukaan joukkorahoituksessa ilmenevä ammattimaisuuden puute on erään suurimmista heikkouksista. Tähän saattaisi olla ratkaisuna joukkorahoituksen käyttö

muun yritysrahoituksen komplementtina substituutin sijaan. Tämä saattaisi onnistua useiden rahoituskierrosten kautta ja joukkorahoituksen ja muiden rahoitusmuotojen yhdistämisestä. Jotkin yritykset voivat käyttää onnistunutta joukkorahoituskampanjaa todistaakseen ideansa laadukkuuden pankeille ja pääomasijoittajille. Pääomitusperusteista joukkorahoitusta käyttävä yritys voisi hakea rahoitusta usean kierroksen ajan, näin sijoittajat saisivat mahdollisuuden tarkastella yrityksen laatua ensimmäisen rahoituskierron jälkeen ja tehdä näin parempia jatkopäätöksiä tämän tiedon perusteella.

Palkintoihin perustuvan joukkorahoituksen uskottavuus kärsii sen kokemista laatuongelmista. Vaikka yritys onnistuisi nostattamaan rahoitusta, ei tämä rahoittajien osaamattomuuden, riskin koon ja luonteen sekä vaatimuksien puutteen takia ole välttämättä luotettava signaali yrityksen hyvyydestä. Ei siis voida sanoa varmasti, että parhaat yritykset ja ideat saisivat rahoitusta joukkorahoituksen kautta, vaan ne jotka onnistuvat parhaiten kiinnostuksen herättämisessä. Hyvä joukkorahoitusprojekti taas ei välttämättä korreloi laadukkaan yritystoiminnan kanssa, mikä olisi yksi asia mitä tulevaisuudessa tulisikin tutkia. Ilmiön uutuudesta johtuen ei ole vielä tarpeeksi dataa siitä, miten joukkorahoituksella alkuun päässeet yritykset ovat pärjänneet kampanjan jälkeen.

Pääomitusperusteinen joukkorahoitus on säädellympää ja siihen osallistuvien sijoittajien tulisi ymmärtää sijoituksensa sisältämän riskin luonne. Malli soveltuu myös hyvin yhteiskäyttöön ammattimaisen pääomasijoituksen kanssa. Mikäli internetin kautta kerätyn rahoituksen säätely ja sijoittajien koulutus paranee tulevaisuudessa, on pääomitusperusteisella joukkorahoituksella mahdollisesti paikkansa muiden yritysrahoituksen kanavien seurassa. Tämä tosin vaatii sitä, että joukkorahoituksen tuoma informaatio kysynnästä, edullisuus ja helppous yhdistetään ammattimaisten sijoittajien tuomaan kokemukseen ja näkemykseen yritystoiminnasta. Pääomitusperusteisen joukkorahoituksen tuotoista on vielä myös hyvin vähän dataa sijoituksen pitkäaikaisuudesta johtuen. Kun yhä useampi joukkorahoituksesta alkunsa saanut yritys myy osakkeensa markkinoilla ja toteuttaa lähtöstrategiansa, voidaan paremmin tarkastella joukkorahoitusyritysten tuottoja sijoittajilleen.

Joukkorahoitukseen liittyvän kirjallisuuden perusteella joukkorahoituksen kehittymiselle tärkeimpiä osa-alueita tulevaisuudessa on rahoittajien osaamisen nostattaminen, mikä voi tapahtua paremman tiedottamisen ja sijoituskäyttäytymisen myötä, ja säätelyn parantaminen rahoittajien oikeuksien turvaamiseksi. Joukkorahoituksen uskottavuudelle on tärkeää, että petoksien mahdollisuus on minimaalinen ja että osaavat yritykset saavat voivat nostattaa rahoitusta ideoilleen. Mikäli tulevaisuudessa ilmenee, että joukkorahoi-

tuksen kautta yritystoiminnan aloittavien yritysten laatu on pääosin positiivinen, on se eräänlainen varmistus sille, että internetin kautta kerätty rahoitus perinteiset rahoitusinstitutiot ohittaen on käypä tapa kerätä rahoitusta. Tämä tosin vaatii sen, että rahoittajat ymmärtävät yritysrahoitukseen liittyvät riskit, harjoittavat riittävää valvontaa ja sijoitukselle on mahdollista saada riittävää tuottoa. Vaikka pk-yrityksille onkin tärkeää rahoituksen saamisen helppous, niin on myös yhteiskunnallisesti tärkeää että lähinnä hyvät ja laadukkaat yritykset saavat rahoitusta.

Tätä tutkimusta on rajoittanut aiheen uutuus, mutta se on samalla ollut motivaatio aiheen valitsemiselle. Tilastollisen datan, aiheen uutuuden ja tieteellisen tutkimuksen vähydestä johtuen perustuvat monet arviot joukkorahoituksen luonteesta oletuksille ihmisten käyttäytymisestä. On silti tärkeää tutkia tätä tietoyhteiskunnan mahdollisuuksia pk-yritysten rahoituksen kontekstissa, sillä talousvaikeuksien aikana kasvun tulisi tulla juurikin näistä pienistä kasvuyrityksistä. Joukkorahoituksen kautta ihmisillä on mahdollisuus rahoittaa tulevaisuuden innovaatioita, mutta arvioitavaksi jää tavallisten kuluttajien mieltymysten laatu.

## LÄHTEET

- Agrawal, A.K. - Catalini, C. - Goldfarb, A. (2013) Some simple economics of crowdfunding. *NBER Working paper series*, 1-44.
- Akerlof, G.A. (1970) The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Andrew, A. (2013) Blow for crowdfunding as Crowdcube's first fundraiser beauty start-up Bubble & Balm throws in the towel. < <http://www.thisismoney.co.uk/money/smallbusiness/article-2382532/Blow-crowdfunding-beauty-start-throws-towel.html> > Haettu 8.4.2014.
- Badding, K.D. - Heller, L.R. (2012) For compassion or money? The factors influencing the funding of micro loans. *The Journal of Socio-Economics*, 41(2012), 831-835.
- Barel, T. (2014) Update on PayPal and crowdfunding < <https://www.paypal-community.com/t5/PayPal-Forward/Update-on-PayPal-and-Crowdfunding/bap/785994> > Haettu 1.4.2014
- Belleflamme, P. - Lambert, T. - Schwienbacher, A. (2013a) Crowdfunding: tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, (2013), 1-25.
- Belleflamme, P. - Lambert, T. - Schwienbacher, A. (2013b) Individual crowdfunding practises. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 313-333.
- Berg, G. - Schrader, J. (2012) Access to credit, natural disasters and relationship lending. *J. Finan. Intermediation*, 21(2012), 549-568.
- Berg, G. - Kirschenmann, K. (2012) Funding vs. real economy shock: the impact of the 2007-2009 crisis on small firms' credit availability. *Policy Research Working Paper*, 1-40.
- Bergemann, D. - Hege, U. (1998) Venture capital financing, moral hazard and learning. *Journal of Banking & Finance*, 1998(22), 703-735.
- Berger, A.N. - Espinos-Vega, M.A. - Frame, S.W. - Miller, N.H. (2010) Why do borrowers pledge collateral? New empirical evidence on the role of asymmetric information. *Journal of Financial Information*, 2011(20), 55-70.
- Berger, A.N. - Udell, G.F. (1998) The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 1998(22), 613-673.
- Best, J. - Neiss, S. - Jones, D. (2012) How crowdfund investing helps solve three pressing socioeconomic challenges. *Crowdfund Capital Advisors*, 1-38.
- Bester, H. (1985) Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 75(4), 850-855.

- Black, B.S. - Gilson, R.J. (1997) Venture capital and the structure of capital markets banks versus stock markets. 1-52.
- Case study: The Rushmore Group. < <http://www.crowdcube.com/pg/case-study-the-rushmore-group-64> > Haettu 8.4.2014.
- Clark, J.A. (1998) Economies of scale and scope at depository financial institutions: a review of the literature. *Economic Review*, 16-33.
- Collins, L. - Pierrakis, Y. (2012) Crowdfunding equity investment into business. *The Venture Crowd*, 1-36.
- Crowdcube values itself at £7.1 million after 'world record' three-day fundraising < <http://www.growthbusiness.co.uk/news-and-market-deals/fundraising-deals/2354613/crowdcube-values-itself-at-71-million-after-world-record-threeday-fundraising.shtml> > Haettu 8.4.2014.
- Crowdfunding: a disruptive technology for commercial banks?* (2013) BBVA U.S. Economic Outlook.
- Cumming, D. - Johan, S. (2013) Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 361-379.
- De Buysere, K. - Gajda, O. - Kleverlaan, R. - Marom, D. (2012) A framework for european crowdfunding. *European Crowdfunding Network*, 1.p.
- De Jong, J.P.J - Marsili, O. (2005) The fruit flies of innovations: A taxonomy of innovative small firms. *Research Policy*, 35(2006), 213-229.
- Demiroglu, C. - James, C.M. (2010) The information content of bank loan covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3700-3737.
- Diamond, D.W. (1984) Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.
- Diamond, D.W. (1991) Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721.
- Etherington, D. (2013) Ouya gets its official retail release, but the \$99 game console still hasn't reached every early backer. < <http://techcrunch.com/2013/06/25/ouya-gets-its-official-retail-release-but-the-99-game-console-still-hasnt-reached-every-early-backer/> > Haettu 7.4.2014.
- Feder, T. (2013) Scientists experiment with crowdfunding. *Physics Today*, 66(4), 23-24.
- Gajda, O. - Walton, J. (2013) Review of crowdfunding for development initiatives. *Evidence on Demand*.
- Ghosh, S. - Van Tassel, E. (2012) Funding microfinance under asymmetric information. *Journal of Development Economics*, 101(2013), 8-15.
- Gorton, G. - Kahn, J. (1993) The design of bank loan contracts, collateral and renegotiation. *National Bureau of Economic Research*, 1-50.

- Hazen, T.L. (2012) Crowdfunding or fraudfunding: social networks and the securities laws - why the specially tailored exemption must be conditioned on meaningful disclosure. *North Carolina Law Review*, 90(2012), 1735-1770.
- Hemer, J. (2011) A Snapshot on crowdfunding. *Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI*, 1-41.
- Hildebrand, T. - Puri, M. - Rocholl, J. (2013) Adverse incentives in crowdfunding. *Working paper*. 1-26.
- Holloway, J. (2013) Kickstarting disaster: crowdfunding backfires. < <http://www.gizmag.com/kickstater-disaster/28514/> > Haettu 7.4.2014.
- Ibrahim, N. - Verliyantina (2012) The model of crowdfunding to support small and micro business in indonesia through a web-based platform. *Procedia Economics and Finance*, 4(2012), 390-397.
- IndieGoGo < [www.indiegogo.com](http://www.indiegogo.com) > Haettu 1.4.2014
- Kauplan, K. (2013) Cash on Demand. *Nature*, 147(May 2013), 147-149.
- Kickstarter.com < [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com) > Haettu 1.4.2014
- Landsberger, M. - Subotnik, A. (1977) The relationship between revenue, production and demand functions and the implications for some microeconomic problems. *Journal of Public Economics*, 8(1977), 95-101.
- Larralde, B. - Schwiendbacher, A. (2012) Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance* [e-book]. Oxford Handbooks. Oxford and New York: Oxford University Press; 369-291.
- Ley, A. - Weaven, S. (2013) Exploring agency dynamics of crowdfunding in start-up capital financing. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 17(1), 85-110.
- Manchanda, K. - Muralidharan, P. (2014) Crowdfunding: a new paradigm in start-up financing. *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, 9(1), 369-374.
- Marchand, A. - Hennig-Thurau, T. (2013) Value creation in the video game industry: Industry economics, consumer benefits and research opportunities. *Journal of Interactive Marketing*, 27(2013), 141-157.
- Mateev, M. - Poutziouris, P. - Ivanov, K. (2012) On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis.
- Mollic, E. (2013) The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(2014), 1-16.
- Myers, S.C. - Majluf, N.S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have informations the investors do not have. *National Bureau of Economic Research*, 3-61.
- Narayanan, M.P. (1988) Debt versus equity under asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 39-51.

- Ordanini, A. - Miceli, L. - Pizzetti, M. - Parasuraman, A. (2011) Crowdfunding: transforming customers into investor through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- Ouya is f-f-fun(ded)! < <https://www.ouya.tv/ouya-is-f-f-funded/> > Haettu 7.4.2014.
- Ouya: a new kind of video game console by OUYA. < <https://www.kickstarter.com/projects/ouya/ouya-a-new-kind-of-video-game-console/posts?page=3> > Haettu 7.4.2014.
- Phalippou, L. - Gottschalg, O. (2009) The performance of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1747-1776.
- Pierce, D. (2013) Ouya review: can an indie console take on Sony and Microsoft? < <http://www.theverge.com/2013/4/4/4180242/ouya-review> > Haettu 7.4.2014.
- Poetz, M.K. – Schreier, M. (2012) The value of crowdsourcing: can users really compete with professionals in generating new product ideas? *Journal of Production Innovation Management*, 29(2), 245-256.
- Puri, M. - Rocholl, J. - Steffen, S. (2010) Global retail lending in the aftermath of the US financial crisis: distinguishin between supply and demand effects. *Journal of Financial Economics*, 100(2011), 556-578.
- Robertson, A. (2013) Ouya console launches at Amazon and Best Buy, but early backers are still waiting. < <http://www.theverge.com/2013/6/25/4463192/ouya-console-launches-retail-but-early-backers-still-waiting> > Haettu 7.4.2014.
- RocketHub < [www.rockethub.com](http://www.rockethub.com) > Haettu 1.4.2014
- Sharpe, S.A. (1990), Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships. *The Journal of Finance*, 45(4), 1069-1087.
- Smith, C.W. - Warner, J.B. (1979) On financial contracting. *Journal of Financial Economics*, 1979(7), 117-161.
- Stemler, A.R. (2013) The JOBS act and crowdfunding: harnessing the power - and money - of the masses. *Business Horizons*, 56(2013), 271-275.
- Stevens, T. (2013) Ouya review (founding backer edition) < <http://www.engadget.com/2013/04/03/ouya-review-founding-backer-edition/> > Haettu 7.4.2014.
- Stigler, G.J. (1961) The economics of information. *The Journal of Political Economy*, 69(3), 213-225.
- Stiglitz, J.E. - Weiss, A. (1981) Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stiglitz, J.E. - Weiss, A. (1992) Asymmetric information in credit markets and its implications for macro-economics. *Oxford Economic Papers*, 44(4), 694-724.
- Thaler, R. H. (1988) Anomalies: the winner's curse. *Journal of Economic Perspectives*. 2 (1), 191–202.

- The Australian Small Scale Offerings Board (ASSOB) < [www.assob.com](http://www.assob.com) > Haettu 1.4.2014.
- The Doom That Came To Atlantic City! by The Forking Path, Co. < <https://www.kickstarter.com/projects/forkingpath/the-doom-that-came-to-atlantic-city> > haettu 7.4.2014.
- The Rushmore Group < [www.rshmr.com](http://www.rshmr.com) > Haettu 8.4.2014.
- The Rushmore Group Ltd < <http://www.crowdcube.com/investment/the-rushmore-group-ltd-12560> > Haettu 8.4.2014.
- Tirole, J. (2006) *The Theory of Corporate Finance*. 1. p. Princeton University Press, Princeton, New Jersey, the United States of America.
- Tomczak, A. - Brem, A. (2013) A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 335-359.
- Trester, J.J. (1998) Venture capital contracting under asymmetric information. *Journal of Banking & Finance*, 1998(22), 675-699.
- Vital growth the importance of high-growth businesses to the recovery* (2011) NES-TA.
- Warwick-Ching, L. – Powley, T. – Moore, E. (2013) Alarm bells for crowdfunding as bubble pops for soap start-up. < <http://www.ft.com/cms/s/0/8d680fd4-f9d9-11e2-b8ef-00144feabdc0.html#axzz2yHmXkJPG> > Haettu 8.4.2014.
- Wheat, R.E. - Wang, Y. - Byrnes, J.E. - Ranganathan, J. (2013) Raising money for scientific research through crowdfunding. *Trends in Ecology & Evolution*, 28(2), 71-72.
- Winborg, J. - Landström, H. (2000) Financial bootstrapping in small businesses: examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16, 235-254.