



TURUN KAUPPAKORKEAKOULU  
Turku School of Economics

PORIN YKSIKKÖ

Bisnesenkeli rahaston kehittäminen Suomeen – case -organisaationa Veraventure Oy

Liiketaloustiede: Laskentatoimen pro  
gradu -tutkielma

Laatija

Jussi Villanen 14070

Ohjaajat

KTT Heli Hookana

KTM Anu Ikonen-Kullberg

18.5.2010

Pori

## **Esipuhe**

Tämä Pro gradu -tutkielma toteutettiin Veraventure Oy:n toimeksiannosta. Haluan kiittää Veraventure Oy:n toimitusjohtajaa Leo Houtsosta toimeksiannon tarjoamisesta sekä tutkimuksen mahdollistamisesta. Lisäksi haluan kiittää myös Veraventure Oy:n Hannu Jungmania tutkimuksen ohjaamisesta sekä avustamisesta työn eri vaiheissa.

Haluan osoittaa kiitokseni myös ohjaajilleni KTT Heli Hookanalle sekä KTM Anu Ikonen-Kullbergille Turun kauppakorkeakoulun Porin yksiköstä.

Kiitokset myös isälleni Matille, äidilleni Lealle ja siskolleni Liisalle, jotka ovat avustaneet etenkin tutkielman ulkoasun kanssa. Haluan kiittää myös tyttöystävääni Jasminia, joka on tukenut ja ymmärtänyt minua tämän haasteellisen ja aikaavieheen prosessin aikana.

Helsingissä 14.5.2010

Jussi Villanen

## SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO .....	6
1.1	Johdatus tutkimuksen aiheeseen.....	6
1.2	Case -organisaation esittely.....	8
1.3	Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelmat ja rajaukset.....	9
1.4	Tieteenfilosofiset valinnat.....	9
1.5	Metodologiset valinnat.....	10
1.6	Aineiston keruu .....	12
1.7	Tutkimuksen kulku.....	18
2	BISNESENKELISJOITTAMINEN .....	19
2.1	Bisnesenkelin määritelmä .....	19
2.2	Bisnesenkeliön rooli rahoitusmarkkinoilla.....	21
2.3	Bisnesenkeliön intressit.....	22
3	BISNESENKELIN SJOITUSPROSESSI.....	24
3.1	Sijoitusprosessin kuvaus .....	24
3.2	Sijoituskohteen hankinta .....	25
3.3	Kohdeyritysten karsinta ja due diligence -prosessi.....	27
3.4	Sopimusneuvottelut.....	31
3.5	Sijoituksen jälkeinen toiminta.....	35
3.6	Irtautuminen sijoituskohteesta.....	37
3.7	Suomalaisten bisnesenkeliön sijoitusprosessin kuvaaminen.....	38
4	BISNESENKELIRYHMÄT .....	39
4.1	Taustaa bisnesenkeliöryhmistä.....	39
4.2	Ryhmien jaottelu .....	44
4.3	Ryhmien johtamistapa.....	50
4.4	Jäsenistöön rakenne.....	51
4.5	Toiminnan rahoittaminen .....	53
5	AIKAISEN VAIHEEN RAHOITUSMARKKINAT JA BISNESENKELITOIMINNAN KEHITTÄMINEN SUOMESSA .....	55
5.1	Pääomasijoitusyhtiöiden toiminta aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoilla ..	55
5.2	Bisnesenkeliötoiminta Suomessa .....	56
5.3	Julkinen rahoituspalvelujärjestelmä Suomessa .....	58

5.4	Case -organisaation näkemykset bisnesenkeli-verkoston kehittämisestä.....	63
5.5	Bisnesenkeli-verkoston jäsenten näkemykset kehityssuunnista.....	65
5.6	Yhteenveto .....	69
6	<b>BISNESENKELIRAHASTON KEHITTÄMINEN OSAKSI VERAVENTURE OY:N HALLINNOIMAA VERKOSTOA .....</b>	<b>71</b>
6.1	Bisnesenkeleiden mielenkiinto rahastoa kohtaan.....	71
6.2	Rahaston strateginen asema .....	72
6.3	Rahaston varojen kerääminen .....	74
6.4	Rahaston sijoituspolitiikka .....	76
7	<b>LOPUKSI .....</b>	<b>78</b>
7.1	Tutkimuksen tulokset.....	78
7.2	Johtopäätökset .....	81
7.3	Jatkotutkimusmahdollisuudet.....	82
	<b>LÄHDELUETTELO .....</b>	<b>83</b>
	<b>LIITTEET .....</b>	<b>88</b>
	LIITE 1: Haastattelurunko bisnesenkeleille .....	88
	LIITE 2: Haastattelurunko Veraventure Oy:n toimitusjohtajalle: .....	90

## KUVIOLUETTELO

Kuvio 1	Liiketaloustieteen viisi tutkimusotetta Neilimon ja Näsin mukaan (Kasanen ym, 1991).....	10
Kuvio 2	Bisnesenkeliin sijoitusprosessi .....	25
Kuvio 3	Bisnesenkeliin toiminta kohdeyrityksessä (Linde & Prasad 2000, 43).35	
Kuvio 4	Yrittäjävetoisten yritysten rahoituksen lähteet Yhdysvalloissa (Sohl 2003, 4-9.) .....	42
Kuvio 5	Yhdysvaltalaisien bisnesenkeliinryhmien keskimääräinen sijoitus dollareissa vuonna 2007 (Sobelski 2007, 10).....	43
Kuvio 6	Angel Capital Associationiin kuuluvien bisnesenkeliinryhmien jakautuminen kappalemääräisesti eri muotojen välillä (Sobelski 2007, 20).....	45
Kuvio 7	Rahastomallisen ryhmän sijoitusprosessi (North Coast Angel Fund 2010).....	47
Kuvio 8	Automaattisesti toimivan matching fundin toimintaperiaate. ....	49
Kuvio 9	Yhdysvaltalaisien bisnesenkeliinryhmien jäsenten lukumäärä vuosina 2006 - 2007 (Sobelski 2007, 6) .....	52
Kuvio 10	Yhdysvaltalaisien bisnesenkeliinryhmien vuosittaiset jäsenmaksut dollareina (Sobelski 2007, 13).....	53
Kuvio 11	Alkuvaiheen riskipääomasijoitukset Suomessa 1997 – 2007 (Valtionvarainministeriö 2009) .....	56
Kuvio 12	Julkinen yrityspalvelujärjestelmä Suomessa (Paasivirta & Saapunki, 2005, 45).....	58
Kuvio 13	Bisnesenkeliin toiminnan kehittämisen osatekijät.....	70
Kuvio 14	Hahmotelma tutkimuksen kattavuudesta.....	78
Kuvio 15	Pohjois-amerikkalaisen bisnesenkeliin toiminnan tärkeimmät kehitysporaat .....	81

## **TAULUKKOLUETTELO**

Taulukko 1	Yhteenveto haastatteluun osallistuneista bisnesenkeleistä.....	17
Taulukko 2	Bisnesenkeleiden tyypillisimmät karsintakriteerit arvioitaessa kohdeyritystä (Linde & Prasad 2000, 32).....	29
Taulukko 3	Kokeneen bisnesenkelin term sheet (Linde & Prasad 2000, 37).....	33
Taulukko 4	Yhdysvaltalaisen pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1994 - 2008 (National Venture Capital Association 2009). ....	40

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Johdatus tutkimuksen aiheeseen

Bisnesenkelit ovat sijoittajia, jotka sijoittavat sekä aikaansa että varojansa aikaisen vaiheen yrityksiin (Payne, 2003, 8). Bisnesenkelsijoittaminen sisällytetään kirjallisuudessa usein pääomasijoittamisen piiriin. Pääomasijoittaminen<sup>1</sup> eroaa merkittävästi tavallisesta arvopaperisijoittamisesta. Käytännössä rahoitusinstrumentit ovat hyvin samankaltaisia, mutta pääomasijoittajan tavoitteet ja sijoituskohteet ovat varsin erilaisia tavalliseen sijoittajaan verrattuna. Pääomasijoittamisessa voidaankin nostaa esiin kolme erityispiirrettä, jotka erottavat sen perinteisestä arvopaperisijoittamisesta (Lauriala 2004, 22 – 23.)

- Osallistuminen yrityksen toimintaan: Pääomasijoittaja osallistuu kohdeyhtiön kanssa käytäviin neuvotteluihin, tarkkailuun sekä seurantaan sijoituksen jälkeen. Pääomasijoittaja osallistuu usein myös kohdeyhtiössä hallitustyöskentelyyn tai toimii yrityksen neuvonantajana.
- Sijoituksen määräaikaisuus: Jokaisen sijoituksen kesto arvioidaan ennalta ja tänä aikana sijoituksille odotetaan korkeaa kasvua. Pääomasijoitusta ei ole tarkoitettu kohdeyrityksen koko elinkaarelle, vaan siitä pyritään irtautumaan noin 5 - 10 vuoden päästä.
- Arvopaperien likviditeetti: Pääomasijoitukset tehdään lähes poikkeuksetta kasvaviin sekä listautumattomiin yrityksiin ja täten sijoituksen likviditeetti on heikompi kuin perinteisessä arvopaperisijoittamisessa.

Yritykset, jotka tarvitsevat pääomasijoittajia, ovat yleensä pieniä ja kasvuun tähtäviä yrityksiä. Tämänkaltaisilla yrityksillä on usein heikko kannattavuus ja lainarahoituksen saamiseksi vähän vakuuksia. Riskejä kaihtamattomat pääomasijoittajat ovat tärkeässä roolissa pienten yritysten rahoituksen ja kasvun mahdollistamisessa. Innovaatioyritykset, jotka toimivat kasvavilla aloilla omaavat lähes poikkeuksetta erittäin korkean riskin. Useat pääomasijoittajat ovat valmiita ottamaan riskin ja siten myös odottavat sijoituksille erittäin korkeaa tuottoa. (Lauriala 2004, 17.)

Pääomarahoituksen tarjoajat jaetaan institutionaalisiin pääomasijoittajiin ja riippumattomiin yksityissijoittajiin<sup>2</sup>. Pääomasijoitustoimintaa harjoittavat tyypillisesti suurten finanssi-instituutioiden kuten pankkien ja vakuutusyhtiöiden pääomasijoitusyksiköiden lisäksi myös investointipankkien ja suuryritysten pääomasijoitusyksiköt. Näiden ohella

<sup>1</sup> Tässä tutkimuksessa käytetään englanninkielisestä venture capital termistä käännöksiä pääomasijoittaminen tai pääomasijoitusyhtiö aihepiirin mukaisesti.

<sup>2</sup> Tutkimuksessa käytetään termiä bisnesenkeli.

on olemassa suuri joukko ainoastaan pääomasijoittamiseen keskittyneitä yrityksiä. Ne ovat pääsääntöisesti riippumattomia, yksityisiä ja toimialaerikoistuneita pääomasijoitusrahastojen hallinnointiyhtiöitä, joiden osakkaat ja sijoitusjohtajat vastaavat rahastosta tehdyistä sijoituksista. (Lauriala 2004, 32.) Bisnesenkelit ovat varakkaita yksityishenkilöitä, jotka tekevät pääomasijoituksensa omilla varoillaan (PriceWaterhouseCoopers 2006, 11).

Bisnesenkeli-sijoittaminen on yksi yleisimmistä tavoista rahoittaa niin sanottuja siemenvaiheessa olevia eli juuri toimintaansa käynnistäviä yrityksiä (Wong 2002, 1). Wongin väitettä tukee New Hampshiren yliopiston Center for Venture Researchin johtajan professori Jeffrey Sohl in tutkimukset. Hänen mukaan vuonna 2001 pääomasijoitusyhtiöt kohdistivat vain kaksi prosenttia sijoituksistaan aikaisen vaiheen sijoituksiin. Aikaisen vaiheen yritysten rahoittaminen jää siis bisnesenkeli- tehtäväksi. On arvioitu, että bisnesenkelit tarjoavat lähes 90 prosenttia ulkopuolisesta pääomarahoituksesta toimintaansa käynnistäville yrityksille Yhdysvalloissa. (Payne 2003, 8.) Silti bisnesenkeli-sijoittaminen on vähiten tutkittu rahoitustapa (Wong 2002, 1). Tämä pohjautuu pitkälti siihen, että bisnesenkelit eivät ole markkinoineet itseään aikaisen vaiheen sijoittajina. Toisaalta, jos he olisivat markkinoineet itseään, he olisivat jääneet liiketoimintasuunnitelmien ja yrittäjien kyselyjen tulvan alle. Bisnesenkelit ovat toimineet pinnan alla, ihmisiltä näkymättömissä ja sijoittaneet kohteisiin, joita he ovat kuulleet luotettavilta sidosryhmiltä<sup>3</sup> (Payne 2003, 8).

Pirstaleinen bisnesenkeli-sijoitustoiminta alkoi kehittyä 1990-luvulla organisoidumpaan suuntaan ja bisnesenkelit ryhtyivät muodostamaan bisnesenkeli-ryhmiä. Niiden kehitys alkoi Yhdysvalloissa ja kehityksen seurauksena käynnistämisen ja aikaisen vaiheen yritysten rahoituksen hakeminen on helpottunut. Useimmilla bisnesenkeliorganisaatioilla on yrityksille esimerkiksi Internet -hakulomakkeet rahoituksen hakemista varten. (Payne 2003, 8.) Suomessa bisnesenkelit ovat toimineet pääosin yksin, mutta etenkin Pohjois-Amerikassa sekä Keski-Euroopassa bisnesenkeli-ryhmät ovat nykypäivänä yleisiä (Preston 2004, 1). Tänä päivänä Pohjois-Amerikassa toimii 330 yhdysvaltalaisista ja kanadalaisista bisnesenkeli-ryhmää (Angel Capital Association<sup>4</sup> 2009) ja eurooppalaisen European Business Angel Networkin<sup>5</sup> (EBAN) Internet-sivuilla on rekisteröityneenä 95 järjestäytyntä bisnesenkeli-ryhmää eri Euroopan maista (European Business Angel Network 2009). Bisnesenkeli-ryhmien eduksi katsotaan paremmat sijoituspäätökset, laajentunut kohdetarjonta, mahdollisuus yhdistää sijoittajien varat rahastoksi suurempien

<sup>3</sup> Pääosin yrittäjille palveluja tarjoavat yritykset sekä toiset bisnesenkelit

<sup>4</sup> Pohjois-amerikkalaisten bisnesenkeli-ryhmien ammattimainen liitto, johon kuuluu 165 yhdysvaltalaisista ja kanadalaisista bisnesenkeli-ryhmää (Angel Capital Association 2009).

<sup>5</sup> Itsenäinen ja tuotto tavoittelematon Eurooppalainen ammattialan liitto bisnesenkeleille, aikaisen vaiheen rahastoille ja muille aikaisen vaiheen toimijoille. Liitto perustettiin Euroopan komission tukemana vuonna 1999 (European Business Angel Network). Tutkimuksessa käytetään jatkossa vakiintunutta lyhennettä EBAN.

sijoitusten mahdollistamiseksi ja ryhmän sosiaaliset edut (Preston 2004, 1). Tämän tutkimuksen teoriaosuudessa avataan bisnesenkelitoimintaa perusteellisemmin sekä tutkitaan bisnesenkeliryhmien ominaisuuksia.

## 1.2 Case -organisaation esittely

Case -organisaatio Veraventure Oy on Finnvera Oyj:n sataprosenttisesti omistama pääomasijoitusyhtiö. Veraventure Oy perustettiin vuonna 2003 tekemään sijoituksia alueellisiin osakeyhtiömuotoisiin rahastoihin. Toisessa vaiheessa Veraventuren tehtäväksi tuli hallinnoida Aloituserahasto Vera Oy:tä, joka perustettiin vuonna 2005 tekemään suoria sijoituksia aikaisen vaiheen yrityksiin. Kolmannessa vaiheessa vuonna 2008 kun kaikki aikaisen vaiheen pääomasijoitustoiminta keskitettiin Veraventurelle, myös bisnesenkelitoiminnan hallinnointitehtävä siirtyi Sitralta Veraventuren vastuulle. Veraventure käynnisti 1.2.2008 bisnesenkeleille suunnatun SijoittajaExtra-palvelun, jonka tarkoituksena on esitellä heille myös yksityistä pääomaa hakevia, Veraventurelta rahoitusta hakevia hankkeita. Palveluun kuuluvat säännölliset tapaamiset, joissa rahoitusta hakevat yritykset tulevat sijoittajailtoihin (ExtraEvent) esittelemään bisnesenkeleille toimintaansa. Rahoitusta hakevia yrityksiä esitellään myös bisnesenkeleille suunnatussa Extranet-palvelussa. Lisäksi Veraventure tekee myös henkilökohtaisia yhteydenottoja potentiaaliin sijoittajiin. (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja.)

Veraventuren näkemyksen mukaan heillä on yksi Suomen laajimmista ja kattavimmista aikaisen vaiheen yritysten hankevirroista. Veraventurelle tulee noin 200 – 250 hanketta vuodessa. Veraventuren hankevirta koostuu pääosin suoraan yrittäjiltä tulevista yhteydenotoista. Sen lisäksi hankkeita tulee käytännössä kaikilta julkisilta toimijoilta: Finnveran aluekonttoreista, teknologiakeskuksista, Tekesistä ja aikaisemmin myös Sitralta. Myös yksityiset pääomasijoitusyhtiöt välittävät sijoitusesityksiä Veraventurelle. Käytännössä kaikki aikaisen vaiheen hankkeet kohtaavat jossain vaiheessa julkisen toimijan, jotka välittävät hankkeita toisilleen yritysten tarpeiden mukaan. Veraventure tekee analyysiä hankevirrasta ja poimii rahoitusta hakevista yrityksistä ne, joiden arvioidaan kiinnostavan bisnesenkeleitä. Veraventuren näkemyksen mukaan heidän tehtävänsä on bisnesenkeleitä kiinnostavien hankkeiden poimiminen laajasta hankevirrasta ja niiden tarjoaminen bisnesenkeleille. (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja.)

SijoittajaExtra-palvelu on tarkoitettu bisnesenkeleille, jotka ovat kiinnostuneita tekemään sijoituksia kasvaviin ja kansainvälistymistä tavoitteleviin, aikaisen vaiheen yrityksiin (Veraventure 2009). Tällä hetkellä verkostossa on yli 100 bisnesenkeliä (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja).

### 1.3 Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelmat ja rajaukset

Tutkimuksessa kuvataan bisnesenkeliin sijoitusprosessi, jonka pohjalta verrataan suomalaisten bisnesenkeliin menetelmiä alalla oleviin vakiintuneisiin menetelmiin. Vertailun pohjalta voidaan arvioida suomalaisen bisnesenkeliin kulttuurin kehittyneisyyttä ja ammattimaisuutta. Tutkimuksen varsinaisena tavoitteena on tutkia kansainvälisten bisnesenkeliin ryhmien kehittymistä sekä niiden ominaispiirteitä ja kehitystrendejä. Osaltaan näiden havaintojen pohjalta on tavoitteena löytää paras toimintamalli vastaamaan sekä Veraventurein että suomalaisten bisnesenkeleiden tarpeita. Tutkimuksen toimeksiantaja painottaa tällä kehityssuunnalla bisnesenkeliin rahaston luomista Suomeen osaksi Veraventurein hallinnoimaa bisnesenkeliin verkostoa. Tavoitteena on kartoittaa, näkevätkö bisnesenkeliin tarvetta muodostaa rahastoa sekä arvioida sen toimintamahdollisuuksia. Tutkimustuloksiin perustuen annetaan selkeitä kehitysideoita ja suosituksia case -organisaatiolle. Niitä case -organisaatio käyttää päätöksenteon tukena bisnesenkeliin toiminnan kehittämisprosessissa. Tutkimuksen tavoitteiden kautta voidaan asettaa seuraavat tutkimusongelmat, jotka liittyvät kiinteästi toisiinsa:

1. Minkälainen on bisnesenkeliin sijoitusprosessi?
2. Miksi bisnesenkeliin ryhmiä on luotu ja minkälaisia toimintatapoja niillä on?
3. Miten Veraventurein hallinnoimaa bisnesenkeliin verkostoa tulisi kehittää ja tulisiko sen luoda bisnesenkeliin rahasto?

Tutkimus rajataan koskemaan aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoita bisnesenkeleiden näkökulmasta. Case -organisaation toimintamahdollisuudet otetaan myös huomioon. Tutkimus ei ota kantaa siihen, tulisiko bisnesenkeliin rahasto perustaa ylipäätään Suomeen, vaan ongelmaa tarkastellaan Veraventurein hallinnoiman verkoston ja sen jäsenten näkökulmasta. Suomen aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoiden ymmärtämiseksi tutkimuksessa luodaan myös kuvaus sekä yksityisten pääomasijoitusyhtiöiden että julkisen sektorin roolista.

### 1.4 Tieteenfilosofiset valinnat

Tieteenfilosofia auttaa selvittämään tutkijan perimmäisiä näkemyksiä havaintomaailmasta ja kuvaamisen luonteesta. Burrellin ja Morganin (1979) mukaan yhteiskuntatieteellisen tutkimuksen lähestymistavan määrittelee tutkijan tieteenfilosofinen näkemys ontologiasta (olemassaolo-oppi) ja epistemologiasta (tieto-oppi). Ontologia käsittelee sitä miten tutkija ymmärtää tutkimuskohteensa. Epistemologia puolestaan vastaa kysymykseen: miten tutkija ajattelee saavansa tietoa? Kaikkea edellä mainittua voidaan tarkastella joko subjektivistisestä tai objektivistisestä näkökulmasta. Subjektivistisessä lähestymistavassa ulkoinen todellisuus on osa ihmisen tietoisuuden tuotetta, jota voidaan

tutkia ja ymmärtää ainoastaan ihmisten näkemysten kautta. Ihminen nähdään aktiivisena toimijana, joka ei ainoastaan reagoi ympäristöönsä vaan myös kykenee muokkaamaan sitä. Objektivistisen näkemyksen mukaan maailmalla on ihmisestä riippumaton rakenne. Tutkijan suhde tietoon perustuu positivismiin, jonka mukaan tieteellisen tutkimuksen tehtävänä on yhteiskunnassa vallitsevien säännönmukaisuuksien ja syy- ja seuraussuhteiden avulla selittää ja ennustaa ympäröivää todellisuutta. Ihminen ei tämän näkemyksen mukaan kykene vaikuttamaan ympäristöönsä, vaan hän reagoi ympärillä tapahtuviin muutoksiin.

Tieteenfilosofisilta lähtökohdiltaan tämä tutkimus sijoittuu jatkumon subjektivistiseen suuntaan. Subjektivistisessä ontologiassa (nominalismi) ulkoinen todellisuus nähdään ihmisten tietoisuuden tuotteena ja subjektivistisen epistemologian (antipositivismi) mukaan ilmiöitä voidaan ymmärtää vain niiden kanssa tekemisissä olevien yksilöiden kautta (Burrell & Morgan 1979.) Subjektivistisuus tulee erityisesti esille tutkimuksen empiirisessä osassa, jossa tutkitaan bisnesenkeleiden motivaatiota ja intressejä bisnesenkelirahaston luomiselle Suomeen.

## 1.5 Metodologiset valinnat

Tieteenfilosofisilla oletuksilla on suora yhteys tutkijan valitsemaan tutkimusmenetelmään eli metodiin. Tutkimusotteen valinta perustuu suomalaisen laskentatoimen tutkimuksen piirissä perinteisiksi muodostuneisiin metodologisiin ratkaisuihin. Seuraava kuvio havainnollistaa tutkimusotteiden sijoittumista nelikenttään.

	<i>Teoreettinen</i>	<i>Empiirinen</i>
<i>Deskriptiivinen</i>	Käsiteanalyttinen tutkimusote	Nomoteettinen tutkimusote Toiminta-analyttinen
<i>Normatiivinen</i>	Päätöksentekometodologinen tutkimusote	tutkimusote Konstruktiiivinen tutkimusote

Kuvio 1 Liiketaloustieteen viisi tutkimusotetta Neilimon ja Näsin mukaan (Kasanen ym, 1991).

Tutkimusotetta määriteltäessä on kuvion 1. esittämällä tavalla asetettu vastakkain sekä deskriptiivisyys-normatiivisuus että teoreettisuus-empiirisyys. Deskriptiivinen tutkimus pyrkii vastaamaan, miten on ja miksi on eli se on kuvailevaa, selittävää tai ennustavaa. Normatiivisuudella tarkoitetaan tutkimuksen tavoitehakuista luonnetta. Se vastaa kysymykseen, miten pitäisi toimia. Teoreettinen tutkimus pohjautuu vahvasti ajatteluun ja päättelyn metodeihin. Tosin se sisältää yleensä välillisesti myös empiriaa. Empiirisessä tutkimuksessa tutkimusaineisto hankitaan jotakin metodologiaa käyttäen kentältä. (Lukka 1991, 167.)

Neilimo ja Näsi (1987, 31–35) jakavat liiketaloudellisen tutkimuksen lähestymistavat neljään kategoriaan: käsiteanalyttiseen, nomoteettiseen, päätöksentekometodologiseen ja toiminta-analyttiseen tutkimukseen. Kasanen ym. (1991) esittelevät Neilimon ja Näsin jaottelun täydennykseksi konstruktivisen tutkimusotteen. Käsiteanalyttisen tutkimusmenetelmän avulla luodaan käsitejärjestelmiä, jolloin tutkimuskohteina ovat yleensä tosiasiat, arvot ja normit. Tutkimustulokset saattavat olla joko toteavia tai suosittelevia. Nomoteettinen tutkimusote tutkii ilmiöiden syy-seuraussuhteita. Empiria on tällöin vahvasti mukana ja tutkimustulokset koostuvat lähinnä lainomaisuuksista. Päätöksentekometodologiselle tutkimukselle on ominaista ongelmanratkaisumallien kehittäminen. Empiria on yleensä mukana sovellusesimerkin muodossa ja tutkimustulokset ovat yleensä ratkaisuehdotuksia ennalta määritettyyn ongelmaan. Toiminta-analyttinen tutkimus on kuvailevaa ja ymmärtävää. Sen pohjana on hermeneuttis pohjainen näkemys. Konstruktivisen tutkimuksen tarkoituksena on luoda innovatiivinen ja teorian avulla perusteltu ratkaisu käytännön ongelmaan. Tutkimustuloksen tulee olla myös yleistettävissä.

Tämän tutkimuksen tutkimusote on toiminta-analyttinen. Tutkimuksen esiymmärrystä luova osio perustuu hyvin pitkälti käsiteanalyysiin, mutta myös tutkimuksen empiria on koko ajan käsiteanalyysin rinnalla. Empiria korostuu tutkimuksen edetessä ja tutkimuksen viimeinen kappale on hyvin vahvasti empiriapainotteinen. Mäkisen (1980, 46) mukaan toiminta-analyttiselle tutkimusotteelle on ominaista pyrkiä ymmärtämään ihmiskäyttäytymistä syvällisesti. Tällöin muutamien empirian kohdeyksiköiden kautta pyritään tulkitsemaan ja ymmärtämään tutkittavaa ilmiötä. Tutkijan ei oleteta omistavan parasta tietoa asiasta vaan hän voi käyttää teoriaa apunaan ratkaisua etsiessään. Toiminta-analyttistä tutkimusotetta voidaan siis pitää eräänlaisena teorian ja empirian vuoropuheluna (Lukka 1991, 178).

Tämä tutkimus omaa sekä deskriptiivisen että normatiivisen luonteen. Tutkimuksen deskriptiivinen luonne tulee esille siitä, että tutkielman tavoitteena on tutkia perusteellisesti bisnesenkelitoimintaa ja -ryhmiä. Toinen tavoite on selkeästi normatiivinen, sillä tutkimuksen tarkoituksena on antaa kohdeorganisaatiolle selkeitä kehitysehdotuksia. Tutkimuksen normatiivisen osion tarkoituksena on antaa toimintaohjeita sekä suosituksia.

sia kohdeyritykselle bisnesenkeli rahastomallista, joka vastaisi sekä suomalaisten bisnesenkeleiden että kohdeorganisaation tarpeita.

## 1.6 Aineiston keruu

Tutkimusaineisto koostuu sekä teoreettisista että empiirisistä lähteistä. Teoreettinen aineisto kerätään olemassa olevan kirjallisuuden ja tieteellisten artikkeleiden pohjalta. Empiirinen aineisto luodaan sekä passiivisella osallistuvalla havainnoinnilla että teema-haastatteluilla. Veraventure suoritti keväällä 2009 yhdessä Helsingin Kauppakorkeakoulun kanssa bisnesenkeleille lomaketutkimuksen palveluistaan. Edellä mainitun tutkimuksen pohjalta on noussut tämän tutkimuksen aihe eli bisnesenkeli rahaston luominen Suomeen. Teema-haastattelujen aiheet ja kysymykset muodostetaan tämän tutkimuksen teoriaosan pohjalta. Haastattelujen tavoitteena on selvittää sekä bisnesenkeliä että kohdeyrityksen tavoitteet ja käydä läpi erilaisia tapoja kehittää bisnesenkeli ryhmän toimintaa. Varsinainen tutkimustulos perustuu empiriaan ja sen perusteella luodaan pohja bisnesenkeli ryhmän kehittämiseksi.

### Teoreettinen aineisto

Tutkijan tekemien havaintojen mukaan bisnesenkeli sijoittaminen on yksi vähiten tutkituista rahoituksen muodoista. Suomessa bisnesenkeli sijoittamisesta on tehty kaksi kattavaa tutkimusta. Ajanmukaisin on Tom Lahden vuonna 2008 julkaistu väitöskirja: *“Angel Investing in Finland: An Analysis Based on Agency Theory and the Incomplete Contracting Theory”*. Toinen aiheeseen liittyvä on Sitran vuonna 1994 julkaisema Markku Suomen ja Annareetta Lumpeen tekemä tutkimus: *”Yksityishenkilöiden pääomasijoittaminen Suomessa”*. Lahden tutkimus painottuu selkeästi Due Diligenceen ja sijoituksen jälkeiseen toimintaan. Suomen ja Lumpeen tutkimusta voidaan pitää kokonaisvaltaisena katsauksena Suomessa toimiviin bisnesenkeleihin. Heidän tutkimusta voidaan kuitenkin pitää jo osin vanhentuneena. Bisnesenkeli ryhmiä ei suomalaisissa tutkimuksissa ole toistaiseksi tutkittu.

Maantieteellisesti ajateltuna tutkimukset bisnesenkeleistä ja bisnesenkeli ryhmistä ovat pääsääntöisesti pohjois-amerikkalaisia. Bisnesenkeleistä on tehty melko paljon tutkimuksia, mutta bisnesenkeli ryhmiä on tutkittu hyvin vähän. Susan L. Preston julkaisi vuonna 2004 yhdessä Kauffman Foundationin kanssa tutkimuksen: *“Angel Investment Groups, Networks and Funds: A Guidebook to Developing the Right Angel Organization for Your Community”*. Kyseinen teos on bisnesenkeli ryhmän perustamisen ohjekirja, joka perustuu yhdysvaltalaisista bisnesenkeleistä tehtyyn tutkimukseen. Toisena hyvänä bisnesenkeli ryhmän muodostamisen ohjekirjana voidaan pitää kanadalaisen W.

Daniel Mothersillin yhdessä muiden tutkijoiden kanssa vuonna 2009 julkaisemaa tutkimusta: ”Age of the Angel: Best Practices for Angel Groups”. New Hampshiren yliopiston Center for Venture Researchin johtaja Jeffrey E. Sohl on myös syytä nostaa esille bisnesenkeli tutkimuksiensa perusteella. Hän on julkaissut useita tieteellisiä artikkeleita aiheesta ja hänen tutkimustuloksiaan siteerataan paljon myös muiden tutkijoiden artikkeleissa.

### **Empiirinen aineisto**

Osallistuva havainnointi voi olla aktiivista tai passiivista. Aktiivisessa osallistuvassa havainnoinnissa tutkija vaikuttaa läsnäolollaan tutkittavaan ilmiöön ollen aktiivisena toimijana esimerkiksi projektissa tai kehittämistyössä. Passiivisessa osallistuvassa havainnoinnissa tutkija osallistuu tutkittavaan ilmiöön, mutta ei vaikuta tilanteen kulkuun (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka 2006.) Tämän tutkimuksen empiirisen aineiston luomisessa käytettiin apuna passiivista osallistuvaa havainnointia. Tutkija osallistui havainnoitsijana case -organisaation järjestämiin sijoittajailtoihin. Tutkijalla ei ollut ennen tutkimustyön aloittamista kokemusta bisnesenkeli verkoston toiminnasta, joten tilaisuuksiin osallistuminen oli hyödyllistä ja se helpotti tutkittavaan aiheeseen perehtymistä. Havainnoinnista oli hyötyä myös haastattelurunkojen muodostamiseen sekä itse haastattelutilanteisiin, koska tutkijalla oli myös itsellä tietoa case -organisaation toiminnasta.

Päämenetelmänä tutkimuksen empiirisen aineiston kokoamiseen käytettiin haastatteluja. Haastattelu on ainutlaatuinen tiedonkeruumenetelmä, koska siinä ollaan suorassa kielellisessä vuorovaikutuksessa tutkittavan kanssa. Haastattelun eduiksi katsotaan myös sen joustavuus aineistoa kerätessä (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2009, 204). Joustavuudella tarkoitetaan sitä, että tutkija voi säädellä aineiston keruuta joustavasti tilanteen edellyttämällä tavalla ja vastaajia myötäillen. Tutkijan on myös mahdollista säädellä aiheiden järjestystä ja tämän johdosta hänellä on mahdollisuus tulkita vastauksia. Haastatteluissa haastateltava nähdään subjektina. Hänellä on mahdollisuus tuoda esille vapaasti itseään koskevia asioita. Haastateltava nähdään siis merkityksiä luovana ja aktiivisena osapuolena. Haastattelu on perusteltua myös silloin, kun kyseessä on vähän kartoitettu, tutkimaton alue. Haastattelijan on vaikea tietää vastausten suuntia etukäteen, joten vastausvaihtoehtojen luominen ennalta on mahdotonta. (Hirsjärvi ym. 2009, 205.)

Tutkimuksen empiirisen osion muodostamiseen ei käytännössä ollut muita vaihtoehtoja kuin haastattelu. Aihe on hyvin vähän tutkittu niin Suomessa kuin kansainvälisesti ajateltuna. Haastatteluun liittyy myös negatiivisia puolia. Se on aikaa vievää ja se edellyttää tutkijalta huolellista suunnittelua ja kouluttautumista tutkijan rooliin. Haastateltava saattaa syyllistyä myös siihen, että hän antaa vain sosiaalisesti suotavia vastauksia. (Hirsjärvi ym. 2009, 206.)

Haastattelulajit jaotellaan tyypillisesti sen mukaan, miten tarkasti haastattelutilanne on säädelty. Tiukimmin säädeltyinä pidetään strukturoitua haastattelua, jossa ennalta laaditut kysymyssarjat esitetään ennalta määrättyssä järjestyksessä. Tällöin tutkijalla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa tutkimuksen kulkuun. Toisessa ääripäässä on avoin haastattelu, joka on täysin strukturoimaton. Avoimessa haastattelussa tutkija valitsee tietyn aihepiirin, jonka sisällä keskustelu rönsyilee vapaasti. Haastattelulajien jaottelussa, edellä mainittujen haastattelumuotojen väliin sijoittuu teemahaastattelu. Teemahaastattelussa aihepiirit ovat tiedossa, mutta kysymysten tarkka muoto ja järjestys puuttuvat. (Hirsjärvi ym. 2009, 208.) Tutkija määrittää kysymykset, mutta haastateltava voi vastata omin sanoin sekä myös esittää omia kysymyksiä (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005, 104).

Tutkimuksen empiirinen aineisto muodostuu teemahaastattelujen pohjalta. Tutkija valitsi teemahaastattelut haastattelumenetelmäksi, koska liian tiukkoja tai liian löyhiä malleja haluttiin välttää. Ennakolta oletettiin myös, että tutkimuksen aihe ei olisi edes kaikille haastateltaville entuudestaan riittävän tuttu. Tämän vuoksi avoimella haastattelulla ei olisi välttämättä saatu vastauksia varsinaisiin tutkimusongelmiin. Strukturoitu haastattelu olisi saattanut aiheuttaa myös ongelmia. Liian tiukkojen kysymyssarjojen noudattamisella ei olisi päästy parhaaseen lopputulokseen, koska tutkijan näkemyksen mukaan haastattelutilanteessa pitää olla joustovaraa esimerkiksi täydentävien kysymysten tekemiseen. Tutkija pohti myös ryhmähaastattelun mahdollisuutta. Ajatuksesta kuitenkin luovuttiin, koska bisnesenkelit ovat perinteisesti halunneet pysyä tuntemattomina. Siksi tutkija teki oletuksen, että hän saa luottamuksellisempaa tietoa kahdenvälisissä keskusteluissa. Bisnesenkelit ovat myös hyvin kiireisiä ja lopulta kävi ilmi, että yksi haastatteluun osallistuvista asuu pääasiallisesti Yhdysvalloissa, joten ryhmähaastattelun järjestäminen olisi käytännössä ollut mahdotonta.

Haastateltavat valittiin Veraventureen SijoittajaExtra-palveluun kirjautuneista sijoittajista. Veraventureen edustaja lähetti jokaiselle palveluun kirjautuneelle sähköpostitiedustelun osallistumishalukkuudesta tutkimukseen. Noin sadastakolmestakymmenestä bisnesenkelistä kahdeksan ilmoitti halukkuutensa osallistua haastatteluun. Heistä haastatteluihin kutsuttiin kuusi. Päätöksen haastateltavista teki Veraventureen edustaja. Tutkija ja case -organisaation edustaja päätyivät keskusteluissaan siihen, että haastateltavilla ei tarvitse olla ennestään laajempaa tietämystä aiheesta ja, että haastatteluihin haluttiin sekä enemmän että vähemmän kokemusta omaavia bisnesenkeleitä. Näihin linjauksiin päädyttiin, koska tutkimusongelmien selvittäminen tulisi palvelemaan kaikkia bisnesenkeliverkoston jäseniä aloittelevista kokeneisiin sijoittajiin. Samalla haluttiin kartoittaa eriasteista kokemusta omaavien henkilöiden mielipiteitä.

Haastateltavien valinnassa käytettiin tarkoituksenmukaisuusvalintaa (Hirsjärvi & Nurme 1982, 58). Menetelmän tarkoituksena on valita haastateltavaksi eriasteista kokemusta omaavia bisnesenkeleitä. Päätös haastateltavista jätettiin case -organisaation

tehtäväksi, koska heillä on kattavimmat taustatiedot ja he tuntevat omakohtaisesti verkostonsa jäsenet. Bisnesenkelit eivät ole kuitenkaan millään tavalla kytköksissä case -organisaatioon, joten tutkijan havaintojen mukaan tämä seikka ei ole millään tavalla ristiriidassa tutkimuksen objektivisuuden kanssa. Haastatellut bisnesenkelit osoittivat halukkuutta osallistua tutkimukseen, joten voidaan olettaa, että heillä on jonkin verran myönteisempi suhtautuminen tutkimuksen aiheeseen. Heillä saattaa olla enemmän kiinnostusta bisnesenkelirahastoa kohtaan kuin muilla verkoston jäsenillä. Edellä mainituilla seikoilla saattaa olla vaikutusta tutkimuksen tuloksiin. Toisaalta, kun tutkimuksen näkökulmaksi valittiin Veraventureen olemassa olevan yksityissijoittajaverkoston kehittäminen, niin haastateltavien oli kuuluttava myös verkostoon. Tämä saattaa heikentää tutkimuksen yleistettävyyttä, mutta muuta vaihtoehtoa tutkimuksen toteuttamiselle ei nähty.

Haastateltavien määrää ei ennalta rajattu kuuteen henkilöön, vaan niitä oli tarkoitus jatkaa niin kauan kuin ne tuovat tutkimusongelmien kannalta uutta tietoa. Kun samat asiat alkavat kertaantua haastatteluissa, on aineisto riittävä. Hirsjärvi ym. (2009, 182) kutsuvat tätä saturaatioksi. Kuuden haastattelun jälkeen tutkija teki johtopäätöksen, että aineisto on satureitunut ja lisähaastatteluille ei ole tarvetta. Haastattelu tehtiin myös Veraventureen toimitusjohtaja Leo Houtsoselle case -yrityksen tavoitteiden kartoittamiseksi.

Haastatteluja tehtiin siis yhteensä seitsemän, joista viisi toteutettiin kahdenkeskeisenä keskusteluna. Yksi haastattelu jouduttiin jättämään kesken haastateltavan kiireisen aikataulun vuoksi ja sitä jatkettiin myöhemmin Internet-puheluna Skypen välityksellä. Yksi haastatteluista toteutettiin kokonaisuudessaan Skypen välityksellä, koska haastateltava asuu pääasiallisesti Yhdysvalloissa. Skype välityksellä tehdyissä haastatteluissa ei käytetty videokuvaa, vaan ne muistuttivat enemmän puhelinhaastatteluja. Hirsjärvi ja Hurme (2009, 64) kritisoivat puhelinhaastattelua menetelmänä laadullisessa tutkimuksessa. Heidän mukaansa se soveltuu paremmin survey -tyyppiseen strukturoituun haastatteluun. He perustelevat kantaansa sillä, että puhelinhaastattelusta puuttuvat keskustelussa näkyvät vihjeet. Heidän mukaansa haastattelijan on vaikea havainnoida, onko haastateltava ymmärtänyt kysymyksen, mikäli syntyy hiljaisuus. Tutkija kohtasi edellä mainitun tilanteen haastattelussa, joka suoritettiin Skype välityksellä. Puhelinhaastatteluun tottui kuitenkin hyvin nopeasti ja haastateltavan äänenpainojen perusteella oli mahdollisuus erottaa eri asioiden tärkeys. Tutkija pitää puhelinhaastatteluja lähes yhtä informatiivisina kuin kahdenkeskeistä keskustelua ja toisaalta ne olivat olosuhteiden pakosta ainoat mahdolliset keinot toteuttaa kyseiset haastattelut.

Haastattelurunkoja luotiin kaksi. Bisnesenkeleille laadittiin oma haastattelurunko<sup>6</sup> ja toinen<sup>7</sup> laadittiin Veraventureen toimitusjohtajalle. Bisnesenkeleille haastattelurunko luo-

---

<sup>6</sup> Liite 1.

tiin yhdessä Veraventuren edustajan kanssa. Tutkija johti kysymykset teoriasta ja case -organisaation toiminnasta ja Veraventuren edustaja esitti haastattelurunkoon lisättäväksi muutamia tarkentavia kysymyksiä. Haastattelurunko etenee samalla tavalla kuin itse tutkimus ja toisaalta empiria on koko tutkimuksen ajan teorian rinnalla. Empiria-aineisto on jaettu neljään luokkaan. Ensimmäisessä luokassa kartoitetaan haastateltavan taustoja, motivaatiotekijöitä ja intressejä. Toisen luokan tehtävänä on kuvata haastateltavien sijoitusprosessia. Kolmannessa luokassa pureudutaan Veraventuren yksityissijoittajapalveluun ja sen kehittämiseen bisnesenkeliä näkökulmasta. Neljännessä luokassa kuvataan haastateltavan näkemyksiä bisnesenkelirahastosta ja sen perustamisesta Suomeen sekä rahaston mahdollisesta rakenteesta. Ensimmäinen luokka toimii lähinnä argumentoinnin tukena. Toisessa luokassa kuvataan suomalaisten bisnesenkeliä sijoitusprosessia ja verrataan sitä lähinnä yhdysvaltalaisen bisnesenkeliä prosessiin. Kolmannen luokan tarkoituksena on luoda selkeitä kehitysehdotuksia Veraventuren toiminnalle sekä etsiä keinoja kehittää suomalaista bisnesenkeliä kulttuuria. Neljännessä luokassa pureudutaan oleellisimpaan tutkimusongelmaan eli bisnesenkelirahaston luomiseen.

Veraventuren toimitusjohtajan haastattelurungon tutkija loi itsenäisesti. Haastattelussa kartoitettiin case -organisaation taustoja, olemassaolon tarkoitusta ja tulevaisuuden suunnitelmia. Haastattelu painottui kuitenkin selvästi yksityissijoittajapalvelun motiiveihin, kokemuksiin, kehitysideoihin ja toimintatapoihin. Haastattelun tavoite oli luoda kattava kuva Veraventuren tavoitteista yksityissijoittajapalvelun menneisyyteen ja tulevaisuuteen liittyen.

Etenkin bisnesenkeliä haastattelurungossa oli osittain hyvinkin täsmällisiä kysymyksiä, mutta itse haastattelutilanteet muistuttivat enemmän avoimia keskustelutilanteita kuin tiukkoja haastatteluja. Tutkija esitti kysymyksiä haastattelurungosta, tarkentavia kysymyksiä haastattelurungon ulkopuolelta ja antoi toisinaan haastattelun poiketa täysin haastattelurungon ulkopuolelle. Näin toimiessaan tutkija pyrki luomaan luottamusta haastateltaviin saadakseen haastateltaviltaan mahdollisimman avoimia ja kattavia vastauksia. Haastateltavilla oli myös sellaista tietoa tai mielipiteitä, joita ei ollut tutkijan eteen vielä ennen haastattelutilannetta tullut ja täten hieman pienemmällä tutkijan kontrollilla saatiin tutkimukseen mukaan hyvin oleellista informaatiota.

Empiirisen aineiston analyysissä on tärkeää, että yritämme löytää luokkien esiintymisen välille joitakin säännönmukaisuuksia tai samankaltaisuuksia (Hirsjärvi & Hurme 2006, 149). Haastatteluaineistosta esiin nousevien seikkojen tarkastelua suhteessa toisiinsa pidetään analyysin tärkeimpänä osana. Yhteyksien tarkastelua voi tehdä tyypittelyllä. Tyypittely tarkoittaa sitä, että analysoimalla tapauksia pyritään määrittelemään, miten ne voitaisiin ryhmitellä yhteisten piirteiden perusteella (Hirsjärvi & Hurme 2006,

---

<sup>7</sup> Liite 2.

174). Yhteenvedo haastatteluun osallistuneista bisnesenkeleistä sekä heidän ryhmitte-  
lynsä kokemuksen ja sijoitusaktiivisuuden perusteella käy ilmi seuraavasta taulukosta.

Taulukko 1 Yhteenvedo haastatteluun osallistuneista bisnesenkeleistä

<b>Bisnesenkeli</b>	<b>Kokemus</b>	<b>Sijoitusaktiivisuus</b>
A	Kokenut	Aktiivinen
B	Kokenut	Aktiivinen
C	Kokenut	Aktiivinen
D	Kokenut	Passiivinen
E	Jonkin verran kokemusta	Aktiivinen
F	Aloitteleva	Passiivinen

Haastatteluun osallistuneet bisnesenkelit on ryhmitelty kokemuksen sekä tämän het-  
kisen sijoitusaktiivisuuden perusteella. Kokemuksen perusteella bisnesenkelit on jao-  
teltu aloitteleviin, jonkin verran kokemusta omaaviin ja kokeneisiin bisnesenkeleihin.  
Tutkimukseen osallistui yksi bisnesenkeli, joka ei ole tehnyt vielä ensimmäistäkään si-  
joitustaan. Hän on kuitenkin rekisteröitynyt Veraventuren yksityissijoittajapalveluun ja  
haastattelujen perusteella selvisi, että hän haluaisi lähteä mukaan bisnesenkelitoimintaan  
ja on vakavissaan pohtinut ensimmäistä sijoitustaan. Hänen kaltaisiaan henkilöitä Suo-  
men rahoitusmarkkinat tarvitsevat ja rahaston perustaminen saattaisi madaltaa saman-  
tyylisten yksityishenkilöiden kynnystä lähteä mukaan bisnesenkelitoimintaan. Tutkijan  
havaintojen perusteella kyseessä olevan henkilön vastaukset on perusteltua ottaa huomi-  
oon tutkimustuloksissa. Vaikka varsinaisesta bisnesenkelistä ei voidakaan puhua, niin  
hänet on ryhmitelty aloittelevaksi bisnesenkeliksi.

Tutkijan valitsemalla tyypittelymenetelmällä voidaan yksi bisnesenkeli ryhmitellä  
jonkun verran kokemusta omaavaksi. Hän on harjoittanut bisnesenkelitoimintaa noin  
vuoden verran ja hänen keskimääräinen sijoituksensa on noin 15 000 euroa ja sijoituksia  
hän on tehnyt kolme. Muut neljä bisnesenkeliä ryhmiteltiin kokeneiksi bisnesenkeleiksi.  
He ovat toimineet yli kaksi vuotta bisnesenkeleinä ja heidän keskisijoituksensa on  
50 000 euroa tai enemmän ja heidän henkilökohtaisten sijoitusten lukumäärä on viisi tai  
enemmän. Kokemusta arvioitaessa painotettiin bisnesenkelihistorian pituuden lisäksi  
sijoitusten määrää ja sitä, että sijoitettavat summat ovat merkittäviä. Tarkempi ryhmit-  
tely kokeneiden bisnesenkeleiden välillä ei ollut mahdollista edellä mainituilla kritee-  
reillä.

Bisnesenkelit ryhmiteltiin myös kuluneen 12 kuukauden sijoitusaktiivisuuden perus-  
teella. Kyseisellä tyypittelyperusteella bisnesenkelit ryhmiteltiin aktiivisesti sijoittaviin  
ja passiivisesti sijoittaviin bisnesenkeleihin. Neljä bisnesenkeliä kuului aktiivisesti si-  
joittaviin bisnesenkeleihin, koska he tekivät kuluneen 12 kuukauden aikana kaksi tai

useampaa enkelisijoitusta. Tutkija pitää kahta sijoitusta sopivana jakoperusteena, koska kuluneen 12 kuukauden aikana kaksi sijoitusta tehnyt bisnesenkeli osoitti kuitenkin aktiivisesti hakevansa sijoituskohteita ja muut ryhmään kuuluvat tekivät kuluneen vuoden aikana useamman sijoituksen. Kaksi bisnesenkeliä ryhmiteltiin passiivisesti sijoittaviin. He olivat tehneet alle kaksi sijoitusta kuluneen 12 kuukauden aikana. Toinen ryhmään kuuluvista bisnesenkeleistä oli tehnyt yhden sijoituksen eikä etsinyt kovin aktiivisesti uusia sijoituksia. Toinen ei ollut tehnyt ainuttakaan sijoitusta kuluneen vuoden aikana.

## 1.7 Tutkimuksen kulku

Tutkimus on jaettu seitsemään lukuun. Johdannossa kuvataan alustavasti bisnesenkeliön toimintaa, case -organisaatiota sekä esitetään tutkimusongelmat, tavoitteet ja rajaukset sekä käydään läpi tieteenfilosofisia ja metodologisia valintoja. Johdannossa kuvataan myös tutkimusaineiston keruu.

Toisessa ja kolmannessa luvussa kuvataan bisnesenkeleiden toimintaa ja sijoitusprosessia ja niiden tarkoituksena on toimia tässä tutkimuksessa esiyymmärrystä luovana osana. Vaikka ne on rajattu koskemaan bisnesenkeliön toimintaa, niin kokonaiskuvan saamiseksi tutkittava aihe on vertailtu myös perinteisempään pääomasijoittamiseen. Näissä luvuissa on myös selvitetty, miten suomalaisen ja kansainvälisen bisnesenkeliön toiminta eroavat toisistaan.

Neljännessä luvussa käsitellään bisnesenkeliöryhmiä, eikä siinä ole maantieteellistä rajausta. Toimintamalleja on haettu lähinnä Pohjois-Amerikasta (Yhdysvallat ja Kanada) ja Euroopasta (Iso-Britannia ja Saksa). Tarkoitus on siis hakea informaatiota sieltä, missä tutkittavaan aiheeseen kannalta on laajin ja pisin kokemus.

Viides luku on rajattu koskemaan vain Suomea. Täällä on kaksi European Business Angel Networkin (EBAN) jäsentä; Suomen itsenäisyyden juhlarahasto (Sitra) ja Veraventure (EBAN 2009). Veraventuren yksityissijoittajaverkosto on koko maan kattava bisnesenkeliöryhmä, kun taas Sitra on luopunut bisnesenkeliötoiminnoistaan. Tässä luvussa on myös katsaus Suomen julkiseen rahoituspalvelujärjestelmään. Luvussa tutkitaan myös Veraventuren sekä suomalaisten bisnesenkeliön bisnesenkeliöryhmän kehittämistavoitteita. Viidennen luvun tarkoituksena on myös antaa vastaus, minkälaisia kansainvälisten bisnesenkeliöryhmien parhaita käytäntöjä voitaisiin ottaa huomioon Veraventuren toiminnan kehittämisessä.

Kuudennessa luvussa analysoidaan rahaston perustamista ja siihen liittyviä kysymyksiä. Seitsemännessä luvussa esitellään yhteenveto tutkimuksesta sekä tulokset ja niistä tehdyt johtopäätökset. Luvussa arvioidaan myös jatkotutkimusmahdollisuuksia.

## 2 BISNESENKELISIJOTTAMINEN

### 2.1 Bisnesenkeliin määritelmä

Bisnesenkeli on periaatteessa yrityksen suojelusenkeli, koska suojelusenkeli on enkeli, joka uskomusten mukaan suojaa ja ohjaa ihmistä. Businessuojelusenkeli on kuitenkin aivan liian pitkä sana. Suomalaisessa kirjallisuudessa ja tutkimuksessa termi bisnesenkeli on vakiintunut. Itse termi on peräisin New Yorkin Broadwaylta, jossa pahoissa talousvaikeuksissa ollut teatteri- ja musikaaliala tarvitsi lisäpääomaa (Wong 2002, 6). Yksityiset, riskiä kaihtamattomat henkilöt tarjosivat rahoitusta aikaisen vaiheen teatteriesityksille kaikkia todennäköisyyksiä vastaan erittäin korkealla riskillä. Tämän johdosta heitä alettiin pitää enkeleinä. Vastaava rahoitusmalli siirtyi myös Hollywoodin elokuva-alalle, jonka jälkeen bisnesenkelit tekivät varsinaisen tulemisensa Silicon Valleyn teknologia-alueella. Siellä bisnesenkeli-sijoittamisella on tarkoitettu aikaisen vaiheen sijoituksia toimintaansa käynnistäviin ja kasvuun tähtääviin korkean teknologian yrityksiin. Tänä päivänä termi on vakiintunut tarkoittamaan yksityishenkilöitä, jotka ovat valmiita ottamaan korkeita riskejä ja sijoittamaan omia rahojaan yrittäjävetoisein yrityksiin. (Southwest Florida's Regional Angel Fund Assesment Team 2008, 25.)

Bisnesenkeliin tarjotaan useissa lähteissä hyvin samankaltainen määritelmä. Tutkijan tekemien havaintojen mukaan Tom Lahden (2008, 3) väitöskirjassaan käyttämää määritelmää bisnesenkeleistä voidaan pitää lähtökohtana myös tässä tutkimuksessa. Hänen mukaansa bisnesenkelit ovat varakkaita yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat omia varojaan listaamattomiin yrityksiin ja osallistuvat niiden toimintaan. Heidän osallistumisensa kohdeyrityksen toimintaan voi tarkoittaa monenlaisia rooleja, mutta toimintojen päämääränä on kuitenkin sijoituksen arvon kasvattaminen. Toisinaan bisnesenkelit saattavat olla verotuksellisista syistä myös oikeushenkilöitä, mutta edellytyksenä on kuitenkin se, että he sijoittavat vain omia varojaan.

Bisnesenkeleistä käytetään etenkin Yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa usein termiä akreditoitu/hyväksytty sijoittaja.<sup>8</sup> Yhdysvaltojen Securities and Exchange Commissionin<sup>9</sup> määritelmä tällaiselle sijoittajalle on (SEC 2009)

- luonnollinen henkilö, jolla on yksityistä nettöpääomaa tai jaettua nettöpääomaa puolisonsa kanssa yli 1 miljoonaa dollaria oston hetkellä tai
- luonnollinen henkilö, jonka vuotuiset tulot ovat ylittäneet 200 000 dollaria viimeisen kahden vuoden aikana tai 300 000 dollaria yhdessä puolisonsa kanssa

<sup>8</sup> Englannin kielinen termi accredited investor

<sup>9</sup> Yhdysvaltojen valtion virasto, jonka tehtävänä on valvoa arvopaperimarkkinoita (SEC), mikä on verrattavissa Suomessa toimivaan Finanssivalvontaan.

samalta ajanjaksolta ja järkevä peruste tulojen pysymiselle samalla tasolla kuluvan vuoden aikana.

Suomen arvopaperimarkkina-alaista löytyy samankaltainen määritelmä kokeneelle sijoittajalle. Luonnollinen henkilö, joka on Suomen kansalainen, voi hakea itselleen kokeneen sijoittajan asemaa, mikäli hän täyttää ainakin kaksi arvopaperimarkkina-alaan 1 luvun 4 pykälän 6 momentin edellytyksistä (APML 1:4)

- hän on toteuttanut hakemusta edeltävinä neljänä vuosineljänneksenä keskimäärin vähintään 10 arvopaperikauppaa kunakin
- hänen tämän lain soveltamisen piiriin kuuluvien arvopaperiomistustensa arvo on yli 500 000 euroa
- hän työskentelee tai on työskennellyt vähintään yhden vuoden ajan rahoitus- alalla arvopaperisijoittamisesta tietämystä vaatineissa tehtävissä.

Mikäli sijoittaja täyttää vähintään kaksi vaatimusta, hän voi kirjautua Finanssivalvonnan<sup>10</sup> ylläpitämään rekisteriin kokeneista sijoittajista (Fiva 2009). Yhteistä Yhdysvaltojen ja Suomen käytännölle on, että akkreditoitulle ja kokeneelle sijoittajalle voidaan tarjota arvopapereita myytäväksi ilman esitteen julkistamisvelvollisuutta (SEC 2009; Fiva 2009). Yritykset, jotka hakevat rahoitusta, saavat Fivan ylläpitämästä rekisteristä tiedot kokeneista sijoittajista (Fiva 2009) ja esimerkiksi useissa yhdysvaltalaisissa bisnesenkeliryhmissä<sup>11</sup> on jäsenvaatimuksena, että henkilö on akkreditoitu sijoittaja (Payne & MacArty 2002, 3). Tämän tutkimuksen empiirisen aineiston pohjalta voidaan kuitenkin todeta, että kokeneen sijoittajan aseman hakeminen ei ole suomalaisille bisnesenkeleille tyypillistä.

Bisnesenkelin toiminnan yksi tärkeimmistä kulmakivistä on ns. osaamispanos. Pelkkä rahallinen sijoitus ei ole bisnesenkelin päämäärä. Tyypillinen bisnesenkeli on kokenut liike-elämän osaaja, joka on jo vetäytynyt täysipäiväisestä työnteosta. He ovat usein erittäin varakkaita ja luoneet omaisuutensa menestyksekkäällä yritystoiminnalla tai myyneet omat yrityksensä. Kokemuksensa avulla bisnesenkelit pystyvät antamaan neuvoja ja empatiaa yrittäjälle vaikeina aikoina, joita toimintaansa käynnistävän yrityksen arkeen liittyy. Monien yrittäjien mielestä bisnesenkelien tuoma kokemus ja henkinen tuki ovat yhtä tärkeää kuin heidän tuomansa taloudellinen tuki. (Ibrahim 2007, 14.)

Massachusetts Insitute of Technologyn vuonna 2000 tekemän tutkimuksen mukaan bisnesenkelit voidaan jaotella neljään eri kategoriaan heidän toimiala- ja yrittäjäkokemuksensa perusteella (Linde & Prasad 2000, 17 - 20)

<sup>10</sup> ”Finanssivalvonta (Fiva) on uusi rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen, jolle pääosin siirtyivät 1.1.2009 alkaen entisten Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston tehtävät. Valvottavia ovat siis mm. pankit, vakuutus- ja eläkeyhtiöt sekä muut vakuutus- ja eläkealalla toimivat, sijoituspalveluyritykset, rahastoyhtiöt ja pörssi.” (Fiva 2009)

<sup>11</sup> Mm. Tech Coast Angels, Band of Angels ja Lake Las Vegas Angels

- Suojelusenkelit, jotka omaavat kokemusta sekä yrittämisestä sekä toimialalta, johon he sijoittavat. Monet heistä omaavat menestyksellisen taustan yrittäjänä toimimisesta samalta alalta, jolle he sijoittavat.
- Yrittäjäenkelit, joilla on kokemusta yritysten perustamisesta, mutta tulevat eri toimialoilta.
- Operatiiviset enkelit, jotka omaavat vahvan kokemuksen toimialasta, mutta ovat yleisesti tehneet työuransa suuryrityksissä ja heiltä saattaa puuttua ensikäden kokemusta yrittämisestä.
- Finanssienkelit, jotka sijoittavat pelkästään hyvien tuottojen vuoksi.

Bisnesenkelit ovat hyvin heterogeeninen joukko, joka voidaan todeta erilaisten ryhmittelyjen ja määritelmien perusteella. He tulevat erilaisista taustoista, ovat eri-ikäisiä ja heidän sijoituspolitiikkansa ovat erilaisia. Nämä seikat lisäävät heidän tutkimisensa haasteita, mutta tekevät siitä myös huomattavasti mielenkiintoisempaa.

## 2.2 Bisnesenkelien rooli rahoitusmarkkinoilla

Pääomasijoitusyhtiöiden rahoitus on erittäin tärkeää aloitteleville yrityksille, mutta aivan pienimmille innovatiivisille yrityksille ne eivät pysty tarjoamaan rahoitusta. Useimmiten pääomasijoitusyhtiöt sijoittavat pieniin yrityksiin, jotka ovat selviytyneet yritystoiminnan käynnistämisvaiheesta ja ovat jo laajentumassa (Ibrahim 2007, 10). Tom Lahti (2008) luokitteli väitöskirjassaan yrittäjävetoisten yritysten kehitysvaiheet neljään luokkaan (Lahti 2008, 4-5)

- Esi-/siemenvaihe: Yrityksen toiminta ei ole vielä käynnistynyt. Yrityksellä ei ole vielä välttämättä virallista liiketoimintasuunnitelmaa tai johtoa ei ole palkattu. Yrittäjä tarvitsee rahoitusta konseptinsa tuotekehitykseen.
- Käynnistämisvaihe: Yritys on organisoitunut, avainhenkilöt on valittu, yrityksellä on virallinen liiketoimintasuunnitelma ja yritys on jo saattanut olla hetken markkinoilla.
- Aikainen vaihe: Tässä vaiheessa sijoittajilla on tärkeä tehtävä löytää lisärahoitusta, asiakkaita ja tavarantoimittajia. Kun yritys kasvaa ja se tarvitsee tuottoja, sijoittaja voi myös auttaa markkinointi tai muiden ei-tekniisten johtajien palkkaamisessa.
- Myöhempi vaihe: Tässä vaiheessa yrityksen kehitys on kypsä ja kasvu on vakaampaa kuin aikaisemmissa vaiheissa. Myöhemmän vaiheen sijoitukset auttavat yritystä kasvamaan markkinajohtajaksi ja pyrkivät maksimoimaan yrityksen tuottopotentiaalin valmistelemalla sitä yrityskauppaan tai pörssiin listautumiseen.

Yhdysvaltalaisen tutkimuksen mukaan tyypillinen pääomasijoitusyhtiön sijoitus vaihtelee kahdesta miljoonasta kymmeneen miljoonaan dollariin. Yrittäjät pystyvät omalla panostuksellaan järjestämään rahoitusta aina 100 000 dollariin asti, mutta se ei yleensä mahdollista yrityksen nopean kasvua. Tämä aiheuttaa rahoituskuilun, joka on vakava ongelma alkuvaiheen yrityksille. Ilman taloudellista ja ei-taloudellista tukea pienet yritykset eivät pysty kasvamaan. Rahoituskuilun täyttäminen on bisnesenkeliä tehtävä. (Ibrahim 2007, 11.)

Bisnesenkeliä toiminta mahdollistaa pääomasijoitusyhtiöiden pysymisen omalla sektorillaan. Sijoitusyhtiöiden ei tarvitse käyttää resurssejaan aivan alkuvaiheen yrityksiin, koska ne kuuluvat bisnesenkeleiden vastuualueeseen. Yhdysvalloissa korkean teknologian yritysten alkuvaiheen rahoituksesta vastaavat 80 prosenttisesti bisnesenkeliä. Koska bisnesenkeliä ja pääomasijoitusyhtiöt toimivat rahoittajina yritysten toiminnan eri vaiheissa, niin ne ovat enemmänkin toisiaan tukevia, kuin toistensa kanssa kilpailevia riskipääomantarjoajia. (Ibrahim 2007, 13.)

### 2.3 Bisnesenkeliä intressit

Bisnesenkeliä eivät hae sijoituksilleen pelkästään hyvää tuottoa. Monilla on taustalla halu auttaa hyvän liikeidean omaavia yrityksiä, joilta puuttuvat rahoitus sekä kontaktit liike-elämään. Tutkimuksessa haastatellun 56-vuotiaan, kokeneen bisnesenkeliä D mukaan bisnesenkeliätoiminnan taustalla on mahdollisuus hyviin tuottoihin, mutta jos ajattelisi pelkästään tuottoa, niin esimerkiksi pörssinoteerattuihin osakkeisiin sijoittaminen olisi huomattavasti pieniriskisempi vaihtoehto. Hänellä itsellään oli pitkän työuran jälkeen tilaisuus valita, mitä töitä hän ryhtyy tekemään ja hän päätti aloittaa bisnesenkeliätoiminnan. Hänen bisnesenkeliätoimintansa selkein kannustin on itselleen mielekkään tekemisen löytäminen. Tutkimukseen haastatelluista bisnesenkeleistä viisi kuudesta mainitsi päämotivaatiotekijäkseen mielenkiintoiset tehtävät. Haastattelijoukon kokenein bisnesenkeli A, 12 vuotta sijoituksia tehnyt henkilö, kertoi myös, että moni sijoituskohde on ollut niin kiinnostava ja niiden taustalla on ollut niin mielenkiintoisia yrittäjiä, että niihin on tullut lähdettyä mukaan ilman realistisia kehitysmahdollisuuksia. Edellä mainittujen bisnesenkeliä kommentteista voidaan tehdä johtopäätös, että sijoituspäätöksiä tehdään myös täysin vaistojen varassa ilman tarkkaa taloudellista analyysia.

Bisnesenkeliätoiminta aloitetaan hyvin vaihtelevilla perusteilla. Shane (2005, 2) esittää tutkimuksessaan seuraavat syyt: bisnesenkeliä hakevat toiminnallaan rahallisia tuottoja, haluavat tukea yhteisöään, haluavat kehittää ja kasvattaa yrityksiä, etsivät itselleen uusia töitä, haluavat oppia uusia asioita, haluavat käyttää hyväkseen ammattitaitoaan sekä hakevat henkilökohtaista nautintoa. Tutkijan tekemä haastattelut tukevat Shanen

näkemyksiä. Haastatteluissa nousi esiin seuraavat motivaatiotekijät: mahdollisuus tuotoihin, mielenkiintoisuus, yritysten kehittäminen, oma oppiminen, nuorten yrittäjien auttaminen ja toiminnan hauskuus.

Monet bisnesenkelit ovat ansainneet omaisuutensa yrityselämässä, mutta eivät ole kuitenkaan päässeet kokemaan sitä jännitystä, mikä uuden yrityksen kehittämiseen liittyy. Eläkepäiviensä piristykseksi he lähtevät mukaan jonkun toisen yrittäjän auttajaksi, mutta kaipuu yrityselämään ei ole kuitenkaan ollut niin suuri, että he haluaisivat ottaa täyden vastuun yrittämisestä. Erään bisnesenkelin mukaan enkelitoiminta on halvempaa ja hauskempaa kuin jahdin ostaminen. (Ibrahim 2007, 32.)

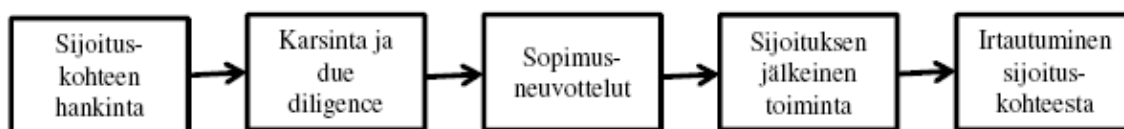
### 3 BISNESENKELIN SIJOITUSPROSESSI

#### 3.1 Sijoitusprosessin kuvaus

Tutkijoiden ja poliitikkojen mielenkiinto bisnesenkelitoimintaa kohtaan on kasvanut viimeisimpien vuosien aikana, mutta etenkin tiettyjä osa-alueita on tutkittu vähän. Yksi tärkeimmistä osa-alueista on bisnesenkeleiden sijoitusprosessi. (Paul – Whittam – Wyper 2007, 108.) Aihetta tutkineet eivät ole päässeet yksimielisyyteen sijoitusprosessin kulusta, vaan he ovat päätyneet toisistaan poikkeaviin kuvauksiin.

Van Osnabrugge ja Robinson (2000, 116) jakavat bisnesenkelin sijoitusprosessin kahdeksaan vaiheeseen: motivaatiotekijöihin, sijoituskriteereihin, sijoituskohteiden etsintään, sijoituskohteiden karsintaan, due diligence -prosessiin, neuvotteluihin ja varsinaiseen sijoitukseen, sijoituksen jälkeiseen tarkkailuun sekä sijoituskohteesta irtautumiseen. Paul, Whittam ja Wyper (2007, 108) kritisoiivat Van Osnabruggen ja Robinsonin mallia empirian puutteesta ja esittivät oman viisivaiheisen mallinsa, jonka he ovat kehittäneet skotlantilaisten bisnesenkeleiden vastausten perusteella. Bisnesenkeliin sijoitusprosessi sisältää heidän mukaansa seuraavat vaiheet: perehtymis-, karsinta-, neuvottelu-, johtamis- ja sadonkorjuuvaihe. He kuitenkin kritisoiivat omaa malliaan ja toteavat, että on väärin ajatella bisnesenkeliin sijoitusprosessin jakaantuvan selvästi eri vaiheisiin. Käytännössä sijoitusprosessin eri vaiheet ovat limittäin ja rajat niiden välillä ovat hämärä. (Paul ym. 2007, 115–118). Lahti (2008, 5) kritisoi edellä mainitun mallin yleistettävyyttä, koska sen empiria on muodostettu pelkästään skotlantilaisten bisnesenkeliin vastausten perusteella. Lahden väitöskirjassa bisnesenkeliin sijoitusprosessi on jaettu kuuteen vaiheeseen: sijoituskohteen etsintään, karsintaan, due diligence -prosessiin, neuvotteluihin, sijoituksen jälkeiseen toimintaan ja sijoituskohteesta irtautumiseen. Lahden malli mukaillee hyvin pitkälti Van Osnabruggen ja Robinsonin mallia. Linde ja Prasad (2000, 25) jakavat sijoitusprosessin viiteen vaiheeseen: sijoituskohteen hankintaan, sijoituskohteen karsintaan ja due diligence -prosessiin, sopimusneuvotteluihin, sijoituksen jälkeiseen toimintaan ja jatkorahoitukseen sekä kohdeyrityksestä irtautumiseen. Heidän tutkimuksensa empiria on muodostettu haastatteluista, joita tehtiin yhteensä 54. Haastatteluihin osallistui 26 bisnesenkeliä, 12 bisnesenkeliryhmää ja 15 muuta haastateltavaa, kuten lakimiehiä, pääomasijoittajia, investointipankkiireita ja yrittäjiä (Linde & Prasad 2000, 13.)

Eri sijoitusprosessien välillä tehtyjen arviointien ja vertailujen jälkeen tässä tutkimuksessa on päädytty kompromissiin, joka mukaillee Linden ja Prasadin (2000) sekä Lahden (2008) kuvaamia sijoitusprosesseja. Seuraavassa kuviossa havainnollistetaan tutkimuksessa käytettävää bisnesenkelin sijoitusprosessia.



Kuvio 2 Bisnesenkeliin sijoitusprosessi

Seuraavissa alaluvuissa, jotka on otsikoitu kuvion 2 mukaisesti, kuvataan yksityiskohdaisesti bisnesenkeliin sijoitusprosessi aikaisempiin tutkimuksiin ja tehtyihin haastatteluihin perustuen.

### 3.2 Sijoituskohteen hankinta

Lähinnä Internetin, uusien innovaatioiden, pörssiin listautumisten sekä yrittäjyyden valtavasti kasvun seurauksena bisnesenkeleillä ei ole pulaa sijoituskohteista. Silti joillekin enkelisijoittajille tuottaa hankaluuksia löytää sijoituskohteita, jotka tukevat heidän taustakokemuksiaan, sijoitetun pääoman tuottovaatimuksia ja henkilökohtaisia intressejään. Useat bisnesenkeliin ovatkin luoneet suhdeverkostoja, joiden kautta he saavat luotettavaa tietoa mahdollisista sijoituskohteista. Passiivisimmille enkeleille on tarjolla kohtaamispalveluita, joiden kautta he saavat tietoa potentiaalisista sijoituskohteista ja pystyvät niitä tutkimaan. Bisnesenkeliin saavat tietoa mahdollisista sijoituskohteista ainakin seuraavilla tavoilla (Linde & Prasad 2000, 26–28)

- Tarjoukset suoraan yrittäjiltä
  - usein epäluotettavia, koska alan ammattilaiset eivät ole sanoneet kantansa asiasta
- Vinkkejä liikekumppaneilta tai enkeliryhmiltä
  - tärkein lähde huippuluokan sijoituksille
- Lakimiehiltä, talouden ammattilaisilta tai konsulteilta
  - kokemattomille bisnesenkeleille on esimerkiksi lakimiehistä suurta hyötyä etenkin sopimuksenteossa
- Investointipankeilta
  - enkelisijoittajat eivät varsinaisesti toimi samalla alalla kuin investointipankit, joten pankkien palveluiden käyttö on vähäistä
- Pääomasijoitusyhtiöiltä
  - eivät sijoita aivan pienimpiin yrityksiin, joten ovat alkaneet tarjota kohteita bisnesenkeleille ja kohteet ovat yleensä korkealaatuisia.

Bisnesenkeliin pyrkivät luomaan itselleen ”luottamuksen verkko”. He pyrkivät luomaan kontakteja toisten enkeleiden kanssa, joilla on samankaltaiset toimintaperiaatteet

sekä pitkä kokemus riskisijoituksista. Luottamuksen verkon päätehtävä on pienentää sijoitusriskiä sekä jakaa hyviä neuvoja enkeleiden kesken. (Linde & Prasad 2000, 28.) Tutkimukseen osallistuneen 12 vuotta bisnesenkelinä toimineen bisnesenkeli A:n mukaan verkostoituminen on bisnesenkeleille erittäin tärkeää. Hän on muodostanut luottamuksen verkon bisnesenkelikollegojensa kanssa ja he katsovat koko ajan yhdessä eri sijoituskohteita ja käyvät niistä avointa keskustelua. Linden ja Prasadin (2008, 28) mukaan bisnesenkelin saadessa lähteestään heikkoja sijoituskohteita, heikentää se selkeästi suhteen laatua ja todennäköisesti hän ei enää sijoita saman lähteen tarjoamiin muihin kohteisiin. Vastaavasti hyvät neuvot lujittavat suhdetta ja helpottavat enkelisijoittajien toimintaa.

Bisnesenkelin resurssit ovat luonnollisesti rajallisia, eikä hän voi lähteä jokaiseen rahoitusta tarvitsevaan yritykseen sijoittajaksi. Välttyäkseen virhesijoituksilta monet heistä ovat luoneet itselleen joitakin arviointiohjeita, joita he noudattavat toiminnassaan. Esimerkiksi yhdysvaltalaisen bisnesenkeli Michel Baldwinin ”sijoitussäännöt” ovat seuraavat (Gumbert 2007)

- Yrityksellä on oltava oikea johtaja. Jos johtaja on ensikertalainen, hän pohtii tarkkaan, onko hänestä johtamaan yritystä.
- Yrityksellä pitää olla todellinen liiketoimintasuunnitelma. Johtajan täytyy nähdä alan tulevaisuus, eikä hän saa olla liian ihastunut omaan tuotteeseen.
- Hän investoi vain yrityksiin, joita hän voi auttaa myös muuten kuin rahallisesti. Toisin sanoen yrityksen täytyy toimia alalla, josta hänellä on sekä tietämystä että liikesuhteita.
- Hän välttää yritystä, joka tarjoaa vaihtovelkakirjaa. Hänen mielestään yritys, joka tarjoaa vaihtovelkakirjaa, haluaa vain hänen rahansa ja yritystoiminnan epäonnistuttua, hänelle jää vain arvoton osake.
- Hän haluaa sijoittaa vain muiden ”laatusijoittajien” kanssa. Jos joku hänen tuntemansa kokenut sijoittaja sanoo, että tähän yritykseen kannattaa sijoittaa, niin hän myös kuuntelee tätä neuvoa.

Mikäli yksikin hänen säännöistään ei toteudu, niin Baldwin ei todennäköisesti sijoita yritykseen. Jos kaksi ei toteudu, niin hän ei varmasti sijoita (Gumbert 2007).

Bisnesenkeliä tutkiessa sijoituskohdetta ennen varsinaisen liiketoimintasuunnitelman näkemistä, he haluavat yleensä nähdä pienimuotoisen tiivistelmän yrityksen toimintaperiaatteista. Bisnesenkeli ei tyypillisesti allekirjoita kilpailunestosopimusta tai keksinnön paljastamisen kieltosopimusta ennen kuin hän katsoo liiketoimintasuunnitelmaa tai sen tiivistelmää. Liiketoimintasuunnitelman tulisi antaa bisnesenkelle mahdollisimman kattava kuva kohdeyrityksestä. Sen tulisi rajata markkinoiden tarve, määrittää liiketoimintamalli, korostaa kilpailua ja markkinoiden tilannetta, kuvailla tuotetta tai teknologiaa, selvittää yrityksen taloudellinen tilanne, määrittää rahoituksen tarve ja ku-

vata suunnitelma yrityksen toimintatavasta likvidointitilanteessa. (Linde & Prasad 2000, 29.)

Tutkimusten mukaan bisnesenkelit sijoittavat maantieteellisesti lähellä oleviin yrityksiin. Tämän seikan takia enkeleiden ja yrittäjien sopimukset eivät ole niin muodollisia. Maantieteellinen läheisyys tuo luottamusta yrittäjän ja bisnesenkelin välille ja siksi he eivät tarvitse niin muodollisia sopimuspykälää.<sup>12</sup> (Wong 2002, 3-4.) Suomalaisia bisnesenkeleitä haastateltaessa maantieteelliset rajoitukset eivät nousseet merkittäviksi. Kenelläkään haastatteluun osallistuneista ei ollut maantieteellisiä rajoituksia Suomen sisällä, mutta toisaalta vain yksi Suomessa asuvista bisnesenkeleistä oli tehnyt enkelisijoituksen Suomen ulkopuolelle. Bisnesenkeleiden mukaan Suomessa on tarpeeksi mielenkiintoinen kohdetarjonta ja osallistuminen yrityksen toimintaan on selvästi helpompaa verrattuna ulkomaiseen sijoitukseen. Bisnesenkeli A:n mukaan ulkomaisista sijoituksista aiheutuvat transaktiokustannukset, kuten matkakulut ovat niin korkeita, että Suomen rajojen ulkopuolelle ei ole perusteltua sijoittaa.

### 3.3 Kohdeyritysten karsinta ja due diligence -prosessi

Sijoituskohteen tarkistamisen eli due diligence -prosessin perusta on aina kohdeyrityksen liiketoimintasuunnitelma sekä muut tiedot, joita yritys on sijoittajalle antanut (Lauriala 2004, 56). Sijoituskohteen perusteellinen tarkastaminen on järkevää, koska bisnesenkelit sijoittavat noin 3 - 4 prosenttiin kaikista niistä tarjouksista, joita he vastaanottavat. Vastaavasti pääomasijoitusyhtiöiden seula on vieläkin tarkempi, koska ne sijoittavat vain noin yhteen prosenttiin mahdollisista kohdeyrityksistä. (Linde & Prasad 2000, 35.) Due diligence -prosessin tärkein tehtävä on näyttää todeksi kohdeyhtiön pääomasijoittajalle antamat tiedot. Prosessista saatavilla tiedoilla pääomasijoittaja voi todeta onko yrityksen arvo määritetty oikein. Due diligence -prosessi ei ole lain sääntelemää toimintaa, vaan se on syntynyt pääomasijoittajien tavasta tarkastaa kohdeyritysten taustoja sekä todentaa yrityksen arvonmäärityksen perusteita. (Lauriala 2004, 58).

Bisnesenkelin sijoittamisen todennäköisyys voidaan kategorisoida kohdeyrityksen ominaisuuksien perusteella kolmeen luokkaan (Linde & Prasad 2000, 29)

- Yritykset, joihin bisnesenkeli sijoittaa kaikkein todennäköisimmin
  - toimintaansa käynnistävä yritys, jolla on uniikki kilpailuetu, joka mahdollistaa ensisijaismarkkinoiden valtaamisen
  - johtoryhmä on kokenutta ja menestynyttä
  - yrityksen arvo on kohtuullinen

---

<sup>12</sup> Pääomasijoitusyhtiöiden toiminta on huomattavasti muodollisempaa, koska ne sijoittavat yksityisten ihmisten rahastoihin sijoittamia varoja. Bisnesenkelit sijoittavat omia varojaan.

- Yritykset, joihin bisnesenkeli sijoittaa kaikkein epätodennäköisimmin
  - yrittäjällä on heikko maine
  - kilpailuedun puuttuminen
  - markkinat ovat rajoittuneita
- Yritykset, joihin bisnesenkelit tyypillisesti sijoittavat
  - yleensä pieniä teknologiapainotteisia yrityksiä, joilla on toimiva liiketoimintasuunnitelma sekä prototyyppi tuotteesta
  - ensimmäinen asiakas jo valmiiksi tai asiakkaat ovat osoittaneet mielenkiintoa tuotetta kohtaan.

Bisnesenkelit eivät useinkaan suorita täysin kattavaa due diligence -prosessia, vaikka sijoitusprosessin tässä vaiheessa olisi mahdollista löytää kohdeyritykseen liittyvät sudenkuopat (Van Osnabrugge & Robinson 2000, 243). Seuraavasta taulukosta käyvät ilmi bisnesenkeleiden käyttämät kohdeyhtiön valinnassa tyypillisimmät karsintakriteerit ennen varsinaista due diligence -prosessia (Linde & Prasad 2000, 32)

Taulukko 2 Bisnesenkeleiden tyypillisimmät karsintakriteerit arvioitaessa kohdeyritystä (Linde & Prasad 2000, 32).

<i>Kriteeri</i>	<i>Viitekehys</i>
1. Toimiala	Useimmat bisnesenkelit investoivat vain jollekin tietylle toimialalle perustuen heidän ammattitaitoonsa tai haluun sijoittaa korkean kasvun omaavalle toimialalle.
2. Sijainti	Etenkin enkelit, jotka auttavat yritystä toiminnan käynnistämässä, haluavat kohdeyritystensä sijaitsevan maantieteellisesti lähellä heidän kotejaan.
3. Markkina- ja kasvupotentiaali	Yrittäjien täytyy ilmaista, kuinka markkinat tulevat kehittymään ja miksi juuri he tulevat olemaan markkinoiden ykkösnimi.
4. Yrittäjän pätevyys ja persoonallisuus	Yrittäjän persoonallisuuden arviointi on erittäin tärkeä seikka sijoituspäätöstä tehdessä. Luottamus, intohimo, sitoutuminen yritykseen, kyky ottaa enkelin neuvot huomioon, itsevarmuus ja johtajuus ovat luonteenpiirteitä, joita enkelisijoittajat hakevat yrittäjältä.
5. Johtoryhmän taustat	Kokeneet bisnesenkelit eivät sijoita yritykseen, jos sen johtoryhmällä on liiketoiminnallisesti heikko menneisyys. Hyvät taustatiedot eivät kuitenkaan ole ehdoton vaatimus, koska monet pienyritysten johtajat eivät ole vielä ehtineet luoda itselleen vahvaa mainetta.
6. Suosituksen antaja	Kohdeyrityksen suosittelijan luotettavuus vaikuttaa siihen, kuinka paljon enkelisijoittaja joutuu itse tutkimaan kohdetta.
7. Hallituksen taustat	Monilla yrityksillä ei ole hallitusta liiketoiminnan käynnistämisvaiheessa. Tätä on syytä harkita ja usein yrittäjät haluavat enkeleiden muodostavan hallituksen.
8. Muut kriteerit	Enkeliltä vaadittava työmäärä: Toiset enkelit haluavat luoda voittoa tuottavan yrityksen, toiset taas luottavat yrittäjän kykyyn luoda menestyvä yritys.

Kuten taulukosta käy ilmi, kohdeyrityksen toimintaa on korkeasta riskitasosta johdettujen syytä kartoittaa mahdollisimman monipuolisesti. Pääomasijoittaja ei voi luottaa pelkästään rahoitusta hakevan yrityksen tarjoamaan informaatioon, vaan tiedon tulee olla objektiivista. Pääomasijoittajan on myös syytä tutustua myös kohdeyrityksen ympäristöön, toimialaan ja kohdeyrityksen toimintaa mahdollisesti rajoittavaan sääntelymateriaaliin. (Lauriala 2004, 56.)

Toisin kuin pääomasijoitusyhtiöillä, bisnesenkeleillä due diligence -prosessin suorittamistapa vaihtelee suuresti. Koska bisnesenkelit suorittavat itsenäisesti due diligence -prosessin, he sijoittavat useimmiten yrityksiin, jotka toimivat heille tutulla toimialalla (Wong 2002, 7). Osa bisnesenkeleistä sijoittaa pääasiassa vain ”luontaisella tuntemuksella”. He keskustelevat yrittäjän kanssa sekä kysyvät joitakin avainasioita ja sijoituspäätös tehdään yrittäjän vastausten perusteella. Joissain tapauksissa enkelit saattavat ky-

syä mielipiteitä kohdeyrityksestä myös luotettavilta ystäviltä ja liikekumppaneilta. Tämänkaltaisten bisnesenkeleiden vastakohtana ovat enkelit, jotka suorittavat jokaisen sijoituspäätöksen yhteydessä tarkan due diligence -prosessin. Tyypillisen tarkan due diligence -prosessin suorittava bisnesenkeli toimii niin, että hän (Linde & Prasad 2000, 33)

- lukee yksityiskohtaisesti liiketoimintasuunnitelman
- keskustelee huolellisesti yrittäjän ja johtoryhmän kanssa
- tarkistaa johtoryhmän taustat ja työuran
- soittaa nykyisille ja mahdollisille uusille asiakkaille
- keskustelee ja tekee yrityksen tutuksi potentiaalisille asiakkaille ja yhteistyökumppaneille saavuttaakseen paremman ymmärryksen markkinoiden kiinnostuksesta yritystä kohtaan
- pyytää teknologian asiantuntijoita arvioimaan yrityksen teknologiaa
- keskustelee kaupasta tiettyjen samalla alalla toimivien liikekumppaneiden kanssa
- ymmärtääkseen tarkan markkinatilanteen keskustelee investointipankkiireiden sekä toimialan konsulttien kanssa
- pyytää toisia bisnesenkeleitä tai pääomasijoittajia, joilla on tietämystä alasta, katsomaan sopimusta.

Tutkijan tekemien havaintojen perusteella voidaan todeta, että bisnesenkeliön toiminta sijoituskohteiden analysoinnissa vaihtelee suuresti. He eivät toimi yhtä järjestelmällisesti kuin ammattimaiset pääomasijoitusyhtiöt. Lahden (2008, 165.) mukaan bisnesenkeliön suorittaman due diligence -prosessin kokonaisvaltaisuus kasvaa, mitä kokenemmaksi bisnesenkeli tulee. Hänen mukaansa epäonnistuneet sijoituspäätökset muokkaavat bisnesenkeliön asennetta riskinottamista kohtaan. Lahden väitettä tukee myös Wiltbank (2005, 5). Hänen mukaansa sijoittajat, jotka käyttävät enemmän aikaa due diligence -prosessiin, kokevat enemmän onnistumisia ja epäonnistumiset vähenevät.

Tutkimuksen empiria tukee kirjallisuuden väitteitä. Tutkimukseen osallistuneiden bisnesenkeleiden due diligence -prosessit eroavat melko paljon kattavuudeltaan toisistaan. Myös väite, että due diligence -prosessi tulee sitä kattavammaksi ja perusteellisemmaksi, mitä enemmän bisnesenkeliöllä on omaa kokemusta, on todennettavissa tutkimuksen empiriasta. Tutkimukseen osallistuneet bisnesenkeliöt pitävät due diligence -prosessin tärkeimpänä seikkana kohdeyrityksen vastuuhenkilöiden arviointia. Kokeneen bisnesenkeliön D kokemusten mukaan suurimmat ongelmat ovat aiheutuneet ihmisistä eikä niinkään esimerkiksi yrityksen tuotteesta. Hän kertoikin, että mikäli aikoo tehdä vielä sijoituksia, niin hän ottaa due diligence -prosessiinsa mukaan avainhenkilöiden soveltuvuus- ja henkilöarviot. Myös Tom Lahden (2008, 164) tutkimustulokset kertovat, että kokeneiden bisnesenkeliön due diligence -prosessit painottuvat kohdeyrityksen avainhenkilöiden henkisen pääoman arvioimiseen.

Suomalaisten bisnesenkeleiden due diligence -prosessin voidaan todeta kestävän noin kahdesta kolmeen päivään. Muut osa-alueet, jotka kuuluvat osaksi heidän due diligence prosessia ovat liiketoimintasuunnitelman lukeminen, kilpailijoiden etsiminen, blogien ja keskustelupalstojen lukeminen, tilinpäätösanalyysi sekä muiden sijoittajien ja kohdeyrityksen henkilökunnan haastattelemineen. Kilpailijoiden analysoimista tai haastattelemista ei maininnut kuin yksi Suomessa asuva bisnesenkeli B, ja hänkin tarkensi, että tekee sitä harvoin.

Tutkimukseen osallistuneen, pääasiallisesti Yhdysvalloissa asuvan, kokeneen suomalaisen bisnesenkeli C:n due diligence -prosessi on kehittynyt merkittävästi kokemuksen karttuessa. Hän teki ensimmäisen enkelisijoituksensa ystävän yritykseen ja due diligence -prosessi piti sisällään lounaan, jossa keskusteltiin kohdeyritykseen liittyvistä asioista sekä käytiin liiketoimintasuunnitelma läpi. Seuraavissa sijoituksissa due diligence -prosessi piti sisällään paljon keskusteluja yrittäjien kanssa sekä heidän tuottamansa datan läpikäyntiä. Hän keskusteli myös asiakkaiden ja kilpailijoiden kanssa. Nykyään hän on perustajajäsenenä washingtonilaisessa bisnesenkeliryhmässä, jonka due diligence -prosessia hän kuvaili huomattavasti ammattimaisemmaksi ja standardoidummaksi. He haastattelevat kolmea tai neljää kohdeyrityksen asiakasta ja tekevät herkkyysanalyysyjä kassavirtalaskelmista. Hänen mukaansa kyseisen bisnesenkeliryhmän prosessi alkaa muistuttaa jo hyvin paljon pääomasijoitusyrityksen toimintaa. Vastaavia näkemyksiä esittivät myös muut kokeneet bisnesenkelit. Heidän due diligence -prosessi on kehittynyt kokemuksen karttuessa enemmän vakiintuneen prosessiin suuntaan. Jonkin verran kokemusta omaava bisnesenkeli taas kertoi, että hänellä ei ole mitään varsinaista due diligence -prosessia.

### **3.4 Sopimusneuvottelut**

Bisnesenkelin käytyä läpi due diligence -prosessin, muodostetaan seuraavaksi kohdeyrityksen kanssa term sheet -sopimus, jonka tarkoituksena on kuvata sijoituksen alustavia ehtoja (Linde & Prasad 2000, 35). Lopulliset rahoitusneuvottelut käydään term sheetin pohjalta. Term sheetin laatimisen voi suorittaa pääomasijoittaja, kohdeyrityksen edustaja tai ulkopuolinen neuvonantaja. Term sheet on tiivistelmä rahoituksen ehdoista ja sitä pidetään esisopimukseen rinnastettavana juridisesti sitomattomana dokumenttina. Sen tarkoitus on selvittää uuden pääomarakenteen ja tulevien sopimusten päälinjat. Term sheetin etu sijoitusprosessissa on siinä, että se nopeuttaa huomattavasti lopullisia neuvotteluja pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen välillä. (Lauriala 2004, 53.)

Term sheet on melko suppea dokumentti, mutta sen tavoitteena on tuoda esille sijoituksen kannalta kaikki merkittävät taloudelliset ehdot, sijoitusinstrumentin rakenne ja

sijoituksen jaksottuminen. Term sheetin tärkeimmät tehtävät ovat (Lauriala 2004, 53–54)

- tiivistää sijoituksen kaikki tärkeät taloudelliset ja juridiset ehdot
- määrittää transaktion tai sijoituksen arvon.

Kuten due diligence -prosessin, niin myös term sheetin käyttö vaihtelee suuresti bisnesenkeleiden keskuudessa. Eräät bisnesenkelit käyttävät epävirallisia ja lyhyitä term sheetejä ja joissain tapauksissa term sheetiä ei käytetä ollenkaan. Tämän kaltaisilla enkelisijoittajilla ei ole käytännössä mitään suojaa sijoitukselleen. Tähän joukkoon kuuluvien bisnesenkeleiden sijoitustoiminta on yleensä seuraavanlaista (Linde & Prasad 2000, 36.)

- sijoittavat lähinnä muista kuin taloudellisista syistä
- sijoittavat rajoitettuun kohdemäärään
- ovat vähän kokemusta omaavia bisnesenkeleitä.

Kokeneet ja taloudellisesti sivistyneet enkelisijoittajat käyttävät term sheetiä lähes yhtä tiukasti kuin pääomasijoitusyhtiötkin. Yrittäjät myös taipuvat kokeneiden bisnesenkeleiden sopimusehtoihin, koska he omaavat yleensä erittäin korkean maineen rahoitusalaalla. Kuitenkaan edes kokeneimmat bisnesenkelit eivät käytä yhtä tarkkaan määritettyjä term sheetejä kuin pääomasijoitusyhtiöt, koska heillä ei ole niin korkeaa neuvotteluvalltaa kuin pääomasijoittajilla<sup>13</sup>. (Linde & Prasad 2000, 37.) Tutkimuksen empirian pohjalta voidaan todeta, että term sheet ei ole yleinen käytäntö suomalaisten bisnesenkeleiden keskuudessa. Vain yksi Suomessa asuvista bisnesenkeleistä B oli käyttänyt term sheetiä osana sijoitusprosessiaan ja sekin oli ollut sijoitus iso-britannialaiseen yritykseen. Yhdysvalloissa asuvan kokeneen bisnesenkeli C:n mukaan term sheet on Yhdysvalloissa yleinen käytäntö ja hänen kaikissa sijoituksissa se on myös tehty. Seuraava taulukko havainnollistaa tyypillistä kokeneen bisnesenkeliä käyttämää term sheet sopimusta.

---

<sup>13</sup> Pääomasijoitusyhtiöiden palveluksessa toimii usein lakimiehiä, konsultteja ja muita sopimusneuvottelujen ammattilaisia. Heillä on usein kokonainen neuvottelutiimi mukana sopimusneuvotteluissa.

Taulukko 3 Kokeneen bisnesenkelin term sheet (Linde &amp; Prasad 2000, 37).

Arvopaperin tyyppi	A-sarjan etuosake
Osingonjako	8 % ei-kumulatiivinen
Etuoikeus konkurssipesän selvityksessä	Etuoikeus pesänjaossa. Jäljelle jäävät varat ensisijaisesti A-sarjan osakkeille ja vasta sen jälkeen muille osakkeille.
Realisointi	Osakkeet realisoidaan pörssiin listautumisen yhteydessä. Mahdollisuus osakkeiden realisointiin koska tahansa.
Diluutiosuojaukset	Osakkeen hinnan alentuessa seuraavalla rahoituskierröksellä, diluutiosuojaus antaa sijoitukselle hinnan painotetulla keskiarvolla.
Äänioikeus	Äänioikeus on ensisijaisesti kantaosakkeiden omistajilla, pois lukien laissa määritellyissä asioissa. Muita sijoitusta suojaavia ehtoja voidaan sisällyttää sopimukseen.
Hallituksen jäsenten valinta	A-sarjan osakeomistajat valitsevat yhden, kantaosakkeiden omistajat valitsevat yhden ja loput jäsenet äänestävät yhdessä.
Informaatio-oikeudet	Pääomistajat saavat vuosittaisen tilintarkastajan tarkastaman tilinpäätöksen sekä kuukausittaisen tilinpäätöksen.
Rekisteröintioikeudet	Rajoittamaton oikeus rekisteröidä uusia osakkeita. Kaikki oikeudet yritystä kohtaan loppuvat viisi vuotta listautumisen jälkeen.
Etuoikeudet	Suurimmilla sijoittajilla on etuoikeus tulevaisuuden osakeanneissa nykyisen omistusprosentin säilyttämiseksi.

Taulukosta käy ilmi kokeneen bisnesenkelin term sheet -sopimus. Siinä on laadittu alustavat suuntaviivat osakassopimukselle. Term sheet on tiivistetty ja suppea sopimus, ja siitä johtuen se keskittää sopimusosapuolten huomion vain koko transaktion kannalta oleellisimpiin seikkoihin (Lauriala 2004, 54). Tutkimuksen empiriasta tehtävien johtopäätösten mukaan suomalaisten bisnesenkeliin sijoitusprosessi ei ole yhtä virallinen kuin esimerkiksi yhdysvaltalaisien. Kokeneen suomalaisen bisnesenkeliin D kuvaus tyypillisistä sopimusneuvotteluista on seuraavanlainen:

*Mennyt kaikissa niin, että aiesopimus on kättä päälle meiningillä ja osakassopimus on varsinainen neuvottelu ja ne ovat aina olleet vaikeita. Tulevaisuuden skenaariot ovat aina vaikeita, eli jos joku menee pieleen, niin mitä tehdään. (Bisnesenkeli D)*

Edellä mainitun malliset sopimusneuvottelut ovat hyvin tyypillisiä suomalaisille bisnesenkeleille. He korostavat osakassopimuksen merkitystä ja eivät anna term sheetille kovin suurta merkitystä suomalaisessa bisnesenkelikulttuurissa.

Lopullisissa sopimusneuvotteluissa pääomasijoittajan pyrkimys on sopimuslausekkeilla varmistua informaation laadusta. Myös kohdeyhtiön kehittämiseen liittyviin seikoihin sekä juridisesti riskittömään lähtökohtaan on mahdollista saada vakuuksia. Pääomasijoittajat vaativat usein kohdeyrityksiltään vakuuksia, joiden päätehtävä on turvata heidän sijoituksiaan. Pääomasijoittajat voivat myös vaatia, että kohdeyhtiö ja sen henkilöosakkaat asetetaan vastuuseen siitä, että due diligence -prosessissa annetut tiedot pitävät paikkansa. Osakassopimus voidaan myös vakuuksien osalta sanktioida. Tällä tavalla varmistetaan, että yhtiön johto antaa bisnesenkeleille oikeanlaista tietoa kohdeyhtiön tilasta. Diluutiosuojaukset ovat tyypillisiä vakuuksia, joita bisnesenkelit käyttävät sijoitustensa suojaamiseen. Niiden avulla voi suojautua osakkeiden pilkkomiselta, suunnittelemattomilta osakeanneilta, rahoituksen uudelleen järjestelyiltä ja muilta seikoilta, jotka vaikuttavat omistajuussuhteiden muutoksiin. Esimerkiksi, jos enkelisijoittaja on maksanut osakkeestaan yhden dollarin kappaleelta ja seuraavalla rahoituskierroksella kohdeyhtiö tarjoaa osakkeita puolen dollarin kappalehintaan, niin bisnesenkelin aikaisemmin ostetut osakkeet arvostetaan samaan hintaan kuin toisella rahoituskierroksella. Tämän prosessin kautta enkelisijoittaja säilyttää omistusosuutensa kohdeyhtiöstä samana ja samalla kaksinkertaistaa osakkeidensa määrän. Myös etuoikeus merkitä yhtiön osakkeita osakeanneissa on vakuus, joka mahdollistaa bisnesenkelin omistusosuuden säilyttämisen. (Linde & Prasad 2000, 41.)

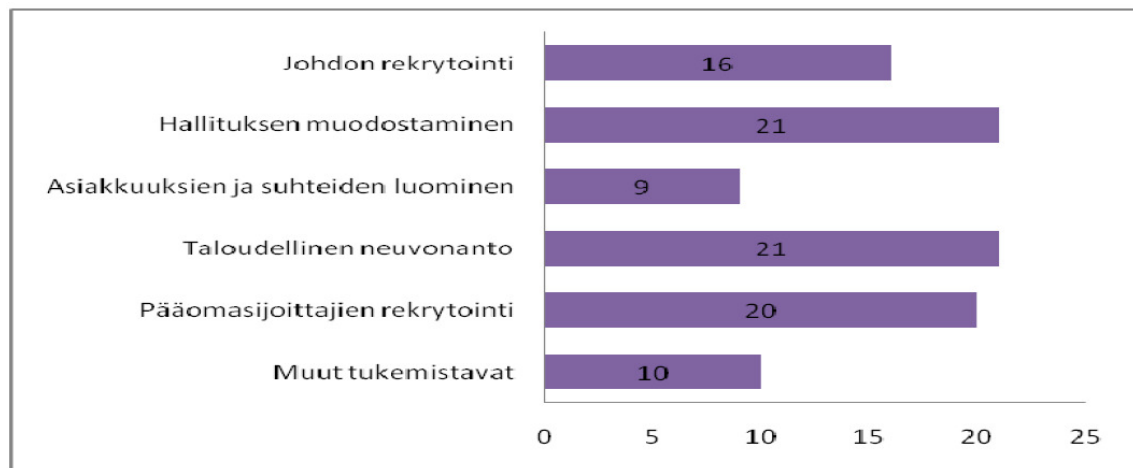
Bisnesenkelit haluavat myös usein sitoa kohdeyhtiön avainhenkilöt kohdeyritykseen. Avainhenkilöt pyritään pitämään kohdeyrityksen palveluksessa työsopimusten, tiedon omistussopimusten ja luottamusvakuuksien avulla. Bisnesenkeleiden kokemusten mukaan tämänkaltaisten vakuuksien neuvottelu on kuitenkin hankalaa, koska he toimivat neuvottelutilanteissa yksilöinä. Heidän on vaikea muodostaa kohdeyhtiöidensä kanssa yhtä vahvoja vakuuksia kuin pääomasijoitusyhtiöiden, koska heillä ei ole yhtä paljon neuvotteluvälit. (Linde & Prasad 2000, 42.)

Vakuuksien sanktioinnin sekä diluutiosuojausten avulla bisnesenkelin mahdollisuudet saada oikeata tietoa kohdeyhtiöstä jo alkuvaiheen neuvotteluissa kasvavat. Sanktiokeinot ja vakuudet eivät ole pääomasijoittajille keino saada kohdeyhtiöstä ylimääräistä tuottoa, vaan keino saada oikeata tietoa yhtiön taustasta, teknologiasta ja sidosryhmistä sekä realistisia ennusteita tulevasta liiketoiminnasta. Niiden olemassaolo ohjaa perustajaosakkaita antamaan pääomasijoittajille informaatiota myös liiketoimintaan liittyvistä riskeistä, jolloin pääomasijoittaja voi verrata kohdeyhtiöön liittyvää riskiä osakekannan arvoon. (Lauriala 2004, 61.)

### 3.5 Sijoituksen jälkeinen toiminta

Enkelsijoittajan rooli kohdeyrityksen toiminnan kehittämisessä vaihtelee suuresti. Käytännössä bisnesenkelit voidaan jakaa sekä passiivisiin että aktiivisiin. Passiiviset bisnesenkelit eivät toimi kohdeyhtiön hallituksessa eivätkä osallistu yrityksen jokapäiväiseen toimintaan. He pitävät yhteyttä kohdeyritykseen määräajoin päivittääkseen tietojansa kohdeyrityksen tilasta. Saamiensa tietojen avulla he päättävät seuraavilla rahoituskierroksilla mahdollisista uusista sijoituksista yhtiöön. (Linde & Prasad 2000, 43.)

Aktiiviset bisnesenkelit istuvat kohdeyhtiöidensä hallituksessa tai toimivat muuten yrityksen neuvonantajina tai konsultteina. Seuraavasta kuviosta 2 näkyvät bisnesenkeleiden vastaukset<sup>14</sup>, kun heiltä kysyttiin, kuinka he osallistuivat kohdeyhtiönsä kehittämiseen. Haastatteluun osallistui 25 enkelsijoittajaa ja kyselyssä sallittiin vastaaminen useampaan kuin yhteen kohtaan. (Linde & Prasad 2000, 43.)



Kuvio 3 Bisnesenkeleiden toiminta kohdeyrityksessä (Linde & Prasad 2000, 43).

Kuten kuviosta näkyy, aktiiviset enkelsijoittajat osallistuvat erittäin laaja-alaisesti kohdeyhtiöidensä kehittämisprosessiin. Auttaminen johtohenkilöiden rekrytoinnissa on yksi bisnesenkeleiden yleisimmistä keinoista tukea kohdeyhtiötä. He auttavat tunnistamaan johtotehtäviin oikeat henkilöt ja bisnesenkelit ovat myös kyvykkäitä valitsemaan sopivia johtajakandidaatteja sekä tutkimaan heidän taustansa. Myös kohdeyhtiön hallituksen jäsenten valinnassa bisnesenkelit ovat suuri apu. He avustavat kohdeyhtiötä tunnistamaan, rekrytoimaan ja valitsemaan hallituksen jäsenet. Bisnesenkeleiden vahvojen liiketoimintasuhteiden ja kokemuksensa avulla pystytään valitsemaan pätevät jäsenet hallitukseen. Monet enkeleistä auttavat myös kohdeyrityksiään valitsemaan sopivia pääomasijoitusyhtiöitä seuraaville rahoituskierroksille. Kokeneilla bisnesenkeleillä on

<sup>14</sup> Massachusetts Institute of Technologyn vuonna 2000 tekemä tutkimus. Jatkossa käytetään vakiintunutta lyhennettä MIT.

tyypillisesti hyvät suhteet pääomasijoitusyhtiöihin ja sitä kautta he pystyvät valitsemaan sopivia pääomasijoitusyhtiöitä tukemaan yrityksen kasvua. Bisnesenkelit tarjoavat apua myös kohdeyhtiön talouden suunnittelussa. He auttavat optio- ja kannustinjärjestelmien luomisessa sekä yhtiön taloudellisen strategian suunnittelussa. (Linde & Prasad 2000, 44.) Kuitenkin yllättävän harva enkelisijoittaja auttoi kohdeyhtiötään luomaan uusia asiakkuuksia ja rakentamaan suhteita. Tämä on varsin erikoista, koska kokeneet, aktiiviset bisnesenkelit omaavat yleensä vahvat suhteet kohdeyhtiöidensä toimialoille. Käytännössä suurin osa bisnesenkeleistä toimii aktiivisen ja passiivisen osallistumisen välimaastossa (PWC 2006, 33).

Tom Lahti (2008, 160-161) on tutkinut väitöskirjassaan suomalaisten bisnesenkeleiden sijoituksen jälkeistä toimintaa kohdeyrityksessä. Hänen tutkimustuloksensa osoittavat, etteivät läheskään kaikki bisnesenkelit ole kovin aktiivisesti mukana kohdeyrityksensä toiminnassa. Hän painottaa, että osallistumisasteessa on hyvin paljon eroavaisuuksia, mikä tarkoittaa, että monet bisnesenkelit valitsevat passiivisemmän roolin kohdeyrityksessä. Lahti vertaa saamiaan tuloksiaan vastaaviin saksalaisiin ja iso-britannialaisiin tutkimuksiin ja toteaa, että suomalaisten bisnesenkeliöiden osallistuminen kohdeyritysten toimintaan on vähäisempää kuin vertailumaiden enkelisijoittajien. Jos vertailua tehdään aikaisempiin suomalaisiin tutkimuksiin, niin voidaan todeta, että osallistumisen aste on vähentynyt vuosien varrella. Tähän saattaa myös vaikuttaa se, että kokeneimmat ja aktiivisimmat bisnesenkelit ovat sijoittaneet jo yli kymmenen vuotta. Kokeneiden bisnesenkeleiden sijoitusportfoliot ovat kasvaneet suuriksi, joten se vaikeuttaa heidän osallistumistaan kaikkien kohdeyritysten toimintaan. (Lahti 2008, 160-161.)

Bisnesenkeliöiden panostus ja osallistuminen kohdeyhtiön kehittämiseen on pitkälti riippuvainen myös heidän taustoistaan, kyvyistään sekä intohimostaan yhtiön kehittämiseen. Aktiiviset enkelisijoittajat, joilla on vahvat meriitit liike-elämästä tuovat suuren lisäarvon sekä vahvaa toimialakohtaista osaamista kohdeyritykseen. Heidän neuvonsa, suhteensa sekä mahdollinen hallitustoimintaan osallistuminen tuovat myös lisää arvokkuutta yritykselle. (Linde & Prasad 2000, 44.)

Tutkimuksen empiria tukee edellisiä näkemyksiä. Bisnesenkeleiden osallistuminen kohdeyhtiön toimintaan riippuu hyvin pitkälti heidän omasta osaamisestaan sekä toisaalta myös yrittäjien osaamisesta. Bisnesenkeleille on tyypillistä, että he sijoittavat samoille toimialoille, jossa he ovat itse toimineet. Kokeneiden bisnesenkeleiden joukosta kaikki mainitsivat kohdeyrityksen avainhenkilöiden kehittämisen, valmentamisen ja eräänlaisena mentorina toimimisen. Esille nousi myös muita tehtäviä useammin hallitustyöskentely ja kansainvälistymisessä avustaminen. Huomattavaa oli myös se, että kokeneiden bisnesenkeleiden ryhmässä pidempään sijoituksia tehneet ottivat itselleen useammin paikan kohdeyhtiön hallituksesta kuin vähemmän aikaa sijoituksia tehneet. Jonkin verran kokemusta omaavalla bisnesenkelillä tai aloittelevalla bisnesenkelillä ei ollut ollenkaan hallituskokemusta.

### 3.6 Irtautuminen sijoituskohteesta

Pääomasijoittajan irtautuminen kohdeyrityksestä on sijoitusprosessin viimeinen vaihe. Pääomasijoittamisen periaatteisiin kuuluu aina sijoituksen tilapäisyys. Pääomasijoittajan päämääränä on myös saada mahdollisimman tuottava irtautuminen kohdeyhtiöstä. Käytännössä tämä tapahtuu joko kohdeyhtiön pörssiin listautumisella<sup>15</sup>, yrityskaupalla<sup>16</sup> tai osakkeiden takaisinmyynnillä<sup>17</sup>. (Lauriala 2004, 199.) Bisnesenkeliä yleisin tapa irtautua sijoituskohteesta tapahtuu joko yrityskaupan tai pörssiin listautumisen kautta, jotka ovat myös tutkimusten mukaan tuottavimmat tavat irtautua. Jos sijoitetun pääoman tuottoa ei oteta mukaan, niin MIT:n tutkimuksen mukaan yrityskaupasta ja pörssiin listautumisesta saatavista hyödyistä ja haitoista löytyy eroavaisuuksia. Pörssiin listautuminen antaa yritykselle enemmän näkyvyyttä ja bisnesenkeli kokevat sen tyydyttävämmäksi kuin yrityskaupan. Pörssiin listautumisen yhteydessä on myös suurempi mahdollisuus kohdeyhtiön osakkeen yliarvostamiseen, joka taas lisää bisnesenkeliä sijoituksen tuottavuutta (Linde & Prasad 2000,47.)

Tutkimusten mukaan yrityskaupan kautta bisnesenkeliä on taas helpompi realisoida sijoituksensa. Pörssilistauksen kautta bisnesenkeliä voivat joutua odottamaan kauemmin saadakseen osakkeistaan korvauksen ja omistajien osakkeiden myynnille on asetettu enemmän rajoituksia. Pörssiin listautuminen voi olla myös liian sidoksissa vallitseviin osakemarkkinoihin. Bisnesenkeleiden ensisijainen tavoite on kuitenkin irtautua sijoituksesta pörssiin listautumisen yhteydessä, mutta jos suhdanne on pörssikurssien kannalta huono, niin osakkeiden realisoiminen ei ole taloudellisesti järkevää. Bisnesenkeleiden kokemusten mukaan erityisesti internet-yritysten myynneistä saadut tuotot ovat olleet korkeampia ja realisoimisprosessiltaan nopeampia yrityskauppojen kautta. (Linde & Prasad 2000, 47).

Osakkeiden takaisinosto on kyseessä, kun yrittäjä tai yrityksen johto ostaa pääomasijoittajan osakkeet. Myös yhtiö voi lunastaa osakkeet (PWC 2006, 37). Tutkijan tekemien havaintojen mukaan osakkeiden takaisinmyynti ei ole bisnesenkeleiden kovin yleinen tapa irtautua. Se ei ole ainakaan heidän ensisijainen tavoitteensa.

Kuten edellä on mainittu, bisnesenkeleillä on pyrkimys irtaantua kohdeyrityksestään sopivan ajan kuluessa. Moni heistä on kuitenkin kokenut jääneensä kiinni yritykseen omista tavoitteistaan huolimatta. MIT:n tutkimuksessa nousi esille monia syitä siihen, miksi bisnesenkeliä eivät ole pystyneet realisoimaan sijoitustaan. Kohdeyrityksen omistajalle voi muodostua hyvin emotionaalinen sidos omaan yritykseensä. Tällöin pörssiin listautuminen tai yrityskauppa voi tuntua pelottavalta ajatukselta. Kohdeyhtiön perustajat haluaisivat jatkaa yrityksen kehittämistä omin voimin ja toisaalta bisnesenkeliä halu-

---

<sup>15</sup> Offering, IPO

<sup>16</sup> Trade sale

<sup>17</sup> Share buy back

aisi jo realisoida sijoituksensa. Tämän kaltaisissa tilanteissa bisnesenkeliä ja yrittäjien näkemykset eivät kohtaa. Bisnesenkelit ovat kuitenkin vähemmistö-sijoittaja ja päätökset yrityksen realisoimisesta eivät ole heidän käsissään. Myös kohdeyhtiöiden kasvu voi olla odotusten vastaista ja bisnesenkelit eivät halua luopua sijoituksistaan heikolla tuotolla. Näin heidän sijoitusprosessinsa pitkittyy. (Linde & Prasad 2000, 39.)

Bisnesenkelit käyttävät useita eri malleja ja ohjeita omassa toiminnassaan mahdollistaakseen korkeatuottoisen ja oikea-aikaisen irtautumisen kohdeyrityksestä. Ennen sijoituspäätöksen tekoa on syytä arvioida yrityksen perustajan kyvykkyyttä johtaa yritystä. On harkittava, kuinka paljon yrittäjä tarvitsee bisnesenkeliä tukea yrityksen johtamiseen ja onko hän valmis vastaanottamaan bisnesenkeliä ohjeita yrityksen kehittämiseksi. On myös hyvä ottaa selvää kohdeyhtiön perustajan näkemyksistä, jotka liittyvät yhtiön realisoimiseen. Jos sijoituksen realisoitavasta päästään yksimielisyyteen, niin se on tarkoituksenmukaista kirjata sopimusehtoihin. (Linde & Prasad 2000, 49.)

Bisnesenkeleiden tulee reagoida yrityksen toiminnan ongelmakohtiin, jotta onnistunut irtautuminen kohdeyrityksestä on mahdollista. Heidän on syytä palkata ammattilainen johtamaan kohdeyrityksen toimintaa, jos on havaittavissa, että yrittäjän kyvyt eivät riitä yrityksen johtamiseen. Yrityksen tuotevalikoiman on myös oltava ajanmukainen ja tuotteiden pitää vastata markkinoiden vaatimuksia. Kohdeyhtiön toiminnan suuntaviivat tulee määrittellä irtautumisstrategian mukaisiksi. Jos yrityksen päämääränä on listautua pörssiin, niin sen on todennäköisesti laajennettava tuotevalikoimaansa, kasvatettava asiakaskuntaansa ja palkattava uusia avainhenkilöitä yritykseen. Jos taas kohdeyhtiön päämääränä on sulautua johonkin toiseen yhtiöön, niin sen tulisi määrittellä jo varhaisessa vaiheessa sopivat ostajakandidaatit ja rakentaa suhteita niihin. (Linde & Prasad 2000, 49.)

### **3.7 Suomalaisen bisnesenkeliä sijoitusprosessin kuvaaminen**

Luvussa 3.1 kuvataan bisnesenkeliä sijoitusprosessi, joka on kompromissi eri sijoitusprosessimallien välillä. Tätä mallia oli alun perin tarkoitus verrata suomalaisten bisnesenkeliä toimintaan ja laatia sillä perusteella suomalaisten bisnesenkeliä sijoitusprosessi. Kuvaaminen olisi ollut varsin tärkeää myös toiminnan kehittämisen ja palvelujen tuottamisen kannalta. Osallistuvassa havainnoinnissa eikä haastatteluissa kuitenkaan saatu sellaisia perusteita, että tällaisen mallin laatiminen olisi ollut mahdollista. Siksi luvussa 3.1 kuvattua bisnesenkeliä sijoitusprosessia käytetään tässä tutkimuksessa lähtökohtana.

## 4 BISNESENKELIRYHMÄT

### 4.1 Taustaa bisnesenkeliyryhmistä

Bisnesenkeli-sijoittamisen viimeisin trendi on organisoitujen bisnesenkeliyryhmien nousu. Niiden tehtävänä on koota yhteen joukko bisnesenkeleitä tekemään yhteissijoituksia. Bisnesenkeliyryhmät ovat niin uusi toimintamalli, että ne ovat käytännössä tutkimattomia alan kirjallisuudessa. Ensimmäinen koskaan muodostettu bisnesenkeliyryhmä Band Of Angels on vain viisitoista vuotta vanha ja Angel Capital Associationiin kuuluvien ryhmien mediaani-ikä on kolme vuotta. Nykypäivänä monet bisnesenkeliyryhmät ovat liittyneet yhteen ja muodostaneet kauppayhdistyksiä<sup>18</sup>. Tämä kehitys on helpottanut ryhmien välistä tiedonkulkua ja vakiinnuttanut toimintatapoja. (Shane 2007, 1.)

Jeffrey E. Sohlin<sup>19</sup> mukaan Yhdysvalloissa oli vuonna 1997 noin 50 bisnesenkeliyryhmää. Hän arvioi, että vuonna 2002 Yhdysvalloissa ja Kanadassa virallisia ja epävirallisia ryhmiä oli jo 170 (Kauffman Foundation 2002, 1). Tänä päivänä järjestäytyneitä bisnesenkeliyryhmiä on Pohjois-Amerikassa noin 330 ja Euroopassa noin 95 (Angel Capital Association 2009, EBAN 2009). Näiden ryhmien ominaispiirteet vaihtelevat suuresti: löyhistä tarkkaan määriteltyihin yhtiömuotoihin; osa-aikainen tai kokopäiväinen johto; standardoitu investointiprosessi; julkiset Internet-sivut ja PR-aktiviteetteja sekä toisinaan perinteisesti muodostettu pääomasijoitus-/bisnesenkeli rahasto (Kauffman Foundation 2002, 1). Bisnesenkeliyryhmien määrän kasvulle esitetään tutkimuksissa useita perusteita. Kauffman Foundationin (2002) pohjois-amerikkalaisia bisnesenkeliyryhmiä koskevassa tutkimuksessa esitettiin seuraavat perusteet

- bisnesenkeli hakevat ryhmien kautta parempia sijoituskohteita ja suurempia tuottoja
- pääomasijoitusyhtiöiden sijoitusten kasvu sekä viehätys riskisijoittamiseen
- suurentunut rahoituskuilu bisnesenkeliä ja pääomasijoitusyhtiöiden välillä, mikä on aiheuttanut tarpeen bisnesenkeleiden yhteissijoituksille
- yhteissijoitusten laillinen ja taloudellinen monimutkaisuus
- varakkaiden itse rahansa ansainneiden yksityishenkilöiden määrän kasvu
- sijoituskohdetarjonnan kasvu
- sosiaalinen ”toverihenki” sijoittajien keskuudessa.

Tutkijan tekemien havaintojen mukaan etenkin pääomasijoitusyhtiöiden toiminnan kehittyminen kohti rahamääräisesti suurempia sijoituksia per sijoituskohde on muodos-

<sup>18</sup> Esim. Angel Capital Association Yhdysvalloissa, EBAN Euroopassa, National Angel Organisation Kanadassa.

<sup>19</sup> New Hampshiren yliopiston Center of Venture Researchin johtaja.

tanut tarpeen bisnesenkeliryhmille. Kuten edellisessä kappaleessa käytiin läpi, niin yksittäisten bisnesenkeleiden sijoitukset ovat harvoin yli 100 000 euroa/dollaria. Koska ammattimaisten pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukset ovat samaan aikaan kasvaneet, niin markkinoille on kehittynyt yhä suurempi rahoituskuilu, joka on vaikeuttanut yritysten rahoituksensaantia (Sohl 2003, 10 - 11). Seuraavassa taulukossa kuvataan Yhdysvaltaisten ammattimaisten pääomasijoitusyhtiöiden uusien sijoitusten kehitystä vuosina 1994 - 2008 (National Venture Capital Association 2009).

Taulukko 4 Yhdysvaltaisten pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1994 - 2008 (National Venture Capital Association 2009).

Vuosi	Sijoitukset yhteensä (miljardia dollaria)	Sijoitukset yhteensä (kpl)	Miljoonaa dollaria per sijoitus
1994	2,7	1 000	2,7
1995	3,8	1 128	3,4
1996	10,1	2 163	4,6
1997	14,9	3 155	4,7
1998	21,1	3 647	5,8
1999	54	5 502	9,8
2000	104,8	7 900	13,3
2001	40,6	4 484	9,1
2002	22	3 102	7,1
2003	19,8	2 944	6,7
2004	22,5	3 093	7,3
2005	23,2	3 155	7,3
2006	26,7	3 675	7,3
2007	30,9	3 952	7,8
2008	28,3	3 808	7,4

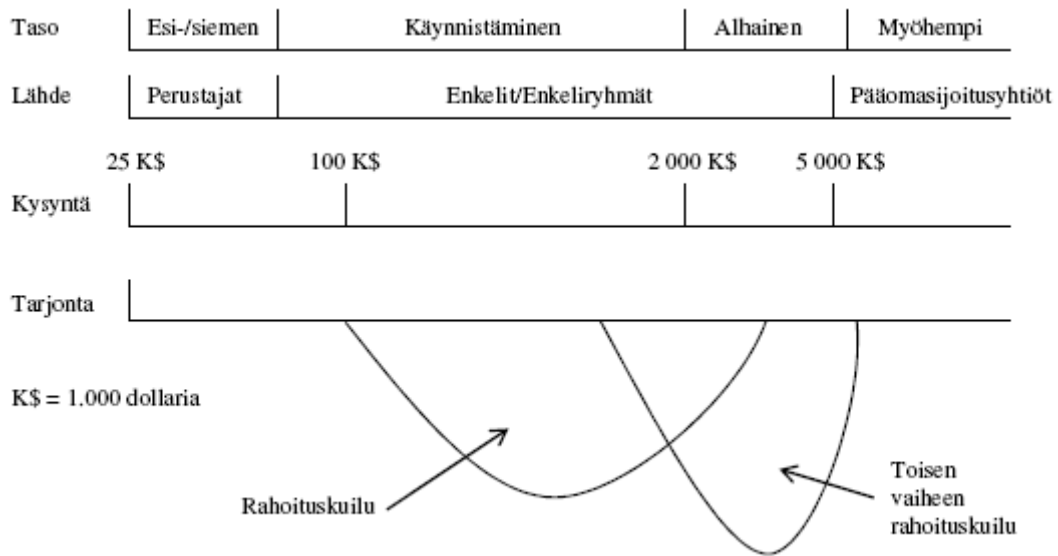
Taulukosta käy ilmi, että pääomasijoitusyhtiöiden uudet sijoitukset kasvoivat määrällisesti merkittävästi aina 2000-luvun vaihteeseen asti merkittävästi. Taulukkoa analysoitaessa ei voida myöskään sivuuttaa vuosituhannen vaihteen tapahtumia. Vuonna 2000 pääomasijoitusyhtiöt sijoittivat informaatioteknologian yrityksiin 73,6 miljardia dollaria. Vuonna 2002 vastaava summa oli 12,5 miljardia euroa. Niin sanotun tekno-

kuplan puhkeamisen<sup>20</sup> jälkeen sijoitukset ovat pienentyneet hieman ja asettuneet noin seitsemän miljoonan dollarin tasolle per sijoitus. Huomionarvoista on myös, kuinka paljon institutionaalisten pääomasijoitusyhtiöiden rahaa on kadonnut rahoitusmarkkinoilta vuosituhaten vaihteen jälkeen. Jeffrey E. Sohl (2003, 6) painottaa, että vuosituhaten vaihteessa rahoitusmarkkinoilla vallitsi kaaos. Uusia, asiansa osaamattomia pääomasijoitusyhtiöitä tuli pikavoittojen perässä vauhdilla markkinoille. Väitettä havainnollistaa tilasto yhdysvaltalaisen pääomasijoitusyhtiöiden määrästä. Vuonna 1996 Yhdysvalloissa oli 458 pääomasijoitusyhtiötä ja vuonna 2000 niitä oli jo 1 010 kappaletta. Pääomasijoitusyhtiöt sijoittivat suuria määriä aikaisen vaiheen teknologiayhtiöihin, joiden kasvu ei ollut maltillista ja joiden tuotto-odotukset eivät perustuneet mihinkään. Sohl painottaakin, että suurin osa yrityksistä oli vasta liiketoimintansa käynnistämisen vaiheessa ja ne olisivat tarvinneet enemmän bisnesenkeleiden rahoitusta ja osaamista liiketoiminnan käynnistämiseen kuin miljoonasijoituksia pääomasijoittajilta.

Vuonna 2002 pääomasijoitusyhtiöiden tuotot kääntyivät IT-kuplan puhkeamisen johdosta negatiivisiksi ensimmäistä kertaa niiden historian aikana. Tämän jälkeen pääomasijoitusyhtiöt ovat kohdistaneet sijoituksiaan yrityksiin, jotka ovat jo ohittaneet nopeimman kasvuvaiheen ja vakiinnuttaneet paikkansa markkinoilla. Tämän rahoitusmarkkinoilla vallinneen muutoksen jälkeen bisnesenkelit palasivat siemenrahoituksen päälähteeksi. Maltillinen investointi on tullut takaisin muotiin sekä markkinoiden että sijoittajien käyttäytymisen johdosta. Seuraava kuvio kuvaa yrittäjävetoisten yritysten rahoitusmarkkinoiden tilannetta Yhdysvalloissa. (Sohl 2003, 4-9.)

---

<sup>20</sup> Vuosituhannen vaihteeseen ajoittunut informaatioteknologia-alan kriisi, jota on kutsuttu myös dotcom ja IT-kuplaksi. Sijoittajien odotukset IT-alaa kohtaan nousivat merkittävästi vuonna 1999 ja Yhdysvaltojen teknologiaosakkeiden kurssikehitystä kuvaava NASDAQ composite-indeksi saavutti huippunsa 10.3.2000 (5 048 pistettä). Alimmillaan indeksi oli lokakuussa 2008 (1200 pistettä). Teknologiayhtiöiden markkina-arvot laskivat runsaassa kahdessa vuodessa yhteensä 5 000 miljardia dollaria. (Elo 2009, 1)



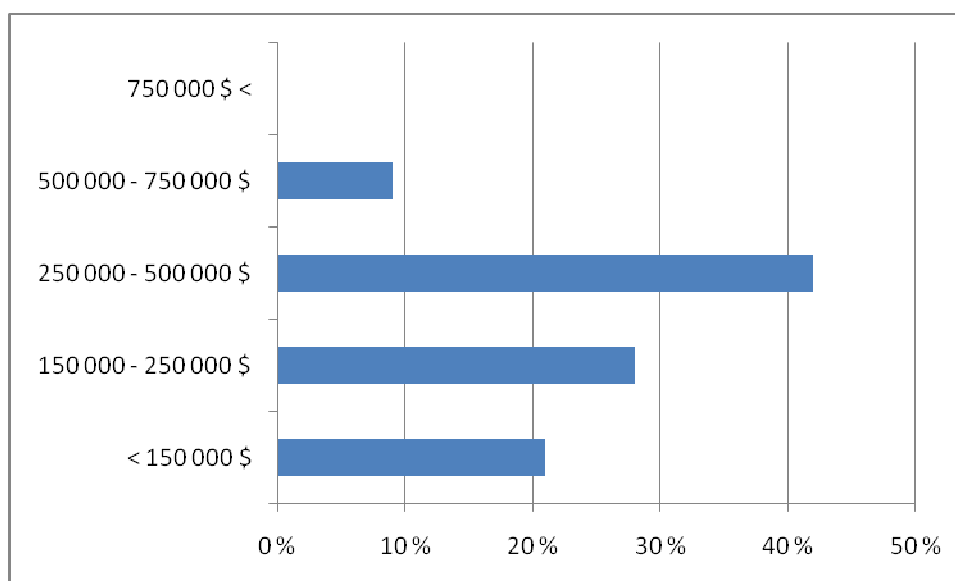
Kuvio 4 Yrittäjävetoisten yritysten rahoituksen lähteet Yhdysvalloissa (Sohl 2003, 4-9.)

Kuviossa esitetyt rahoituskuilut ovat syntyneet pääomasijoitusyhtiöiden siirryttyä vähemmän riskiä sisältäviin, myöhemmän vaiheen sijoituksiin. Vielä vuonna 1995 38 prosenttia yhdysvaltalaisen pääomasijoitusyhtiöiden sijoituksista kohdistui siemen- ja aikaisen vaiheen sijoituksiin. Vuonna 2005 vastaava luku oli 19 prosenttia. Yhdysvaltojen kauppaministeriö ja Euroopan komissio ovat julistaneet tämän ”aikaisen vaiheen sijoittamisen fundamentaaliseksi markkinahäiriöksi”. (Hayter 2008, 4.)

Rahoitusteoria perustuu olettamukselle tehokkaista rahoitusmarkkinoista, jossa toimivat täysin informoidut ostajat sekä myyjät ja transaktiokustannukset ovat alhaiset. Oletuksen mukaan kaikilla ostajilla ja myyjillä on saatavissaan kaikki oleellinen tieto rahoituksen lähteistä sekä sijoituskohteista. Nopeasti kasvavalle yrittäjävetoiselle yritykselle rahoitusmarkkinat eivät ole yhtä tehokkaat. Rahoituksen tarjonta ei välttämättä kohtaa yritystä ja nämä rahoitusmarkkinoiden poikkeavuudet vaikeuttavat etenkin liiketoiminnan käynnistämisvaiheessa olevien yritysten toimintaa. Tällaiset markkinoiden epätäydellisyydet ovat yleisiä etenkin pääomasijoitusosalalla ja ne johtavat rahoitusmarkkinoiden tehottomuuteen. Yritysten kannalta tarkasteltuna kysymyksessä on rahoituskuilu. Rahoituskuilut voidaan jakaa edelleen pääoma- ja informaatiokuiluun. Pääomakuilulla tarkoitetaan yrityksen vaikeutta saada rahoitusta esimerkiksi sen keksimän innovaation kaupallistamiseen. Ensimmäisen vaiheen rahoituskuilu sisältää sekä pääomattä informaatiokuilun, kun taas toisen vaiheen rahoituskuiluun liittyy lähinnä pääoman saamisen vaikeus. Toisen vaiheen rahoituskuilu on myös tasaisesti kasvanut ja aiheuttanut pääomasijoitusyhtiöiden siirtymistä yhä myöhäisemmän vaiheen sijoituksiin. (Sohl 2003, 4-9.)

Informaatiokuilulla tarkoitetaan yrittäjien ja rahoituksen tarjoajien välissä olevaa tyhjiötä. Rahoitusta olisi tarjolla ja innovaatioita kehitetty, mutta kumpikaan ei tiedä toisensa olemassaolosta (Sohl 2003, 11–12). Markkinoilla vallitsevaa informaation puutetta korostaa myös Sørheim (2003, 338), joka kuvaa aikaisen vaiheen yritysten pääomamarkkinoita hyvin pirstaloituneeksi. Markkinoilla olevien toimijoiden välinen informaation puute aiheuttaa suuria kustannuksia sekä sijoituskohteita etsiville rahoituksen tarjoajille että pääomaa etsiville yrittäjille.

Koska tarvittavan pääoman määrä on kasvanut, bisnesenkelit eivät ole enää yksin pystyneet täyttämään rahoituskuiuja ja he ovatkin ryhtyneet perustamaan bisnesenkeli-ryhmiä. (Sohl 2003, 12.) Bisnesenkeli-ryhmien syntyminen on helpottanut myös yritysten toimintaa. Bisnesenkeli-ryhmistä löytyy usein eri toimialojen ammattilaisia ja täten yrittäjät saavat varmemmin osaavia bisnesenkeleitä tukemaan liiketoimintaansa. Yrittäjien on myös helpompi eri vaiheissa saada suurempia sijoituksia yrityksensä kehittämiseen, jonka ryhmien tekemät yhteissijoitukset mahdollistavat (Hayter 2008, 5.) Seuraava kuvio havainnollistaa yhdysvaltalaisen bisnesenkeli-ryhmien tekemiä keskimääräisiä sijoituksia per sijoituskierron vuonna 2007.



Kuvio 5 Yhdysvaltalaisen bisnesenkeli-ryhmien keskimääräinen sijoitus dollareissa vuonna 2007 (Sobelski 2007, 10).

51 prosenttia yhdysvaltalaisista bisnesenkeli-ryhmistä sijoittaa kohdeyrityksiin keskimäärin yli 250 000 dollaria per rahoituskierron, mutta yhdenkään keskisijoitus ei ylitä 750 000 dollaria. 49 prosentin keskimääräiset sijoitukset jäävät alle 250 000 dollarin per rahoituskierron. Vaikka summat ovat suurempia kuin mitä yksittäiset bisnesenkelit pystyvät tarjoamaan, ero pääomasijoitusyhtiöiden keskimääräisen sijoitukseen on silti hyvin

merkittävä. Yhdysvaltalaisen pääomasijoitusyhtiöiden keskimääräinen sijoitus oli vuonna 2007 7,8 miljoonaa dollaria.

## 4.2 Ryhmien jaottelu

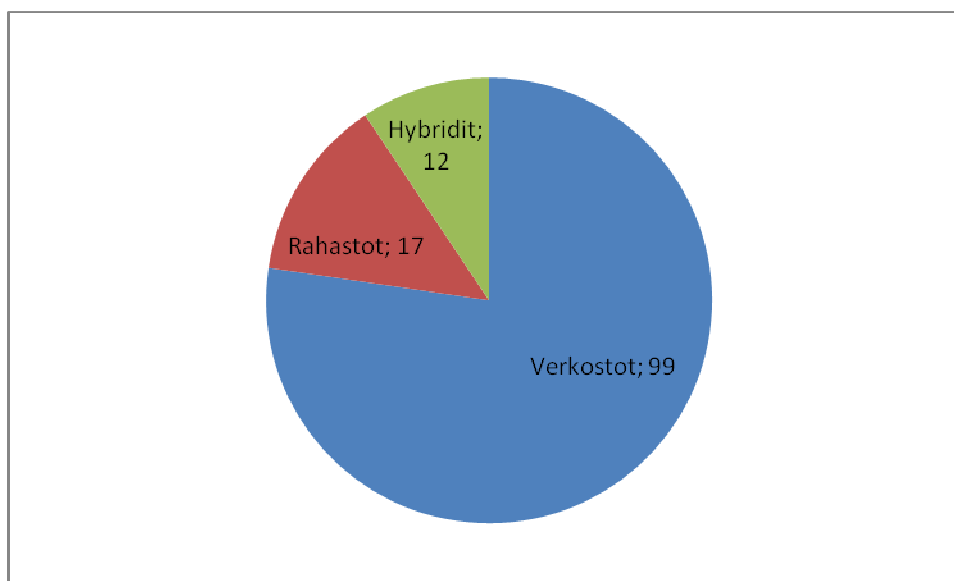
Bisnesenkeliyhmien toimintaperiaatteet ja rakenne vaihtelevat suuresti. Viimeaikaiset tutkimukset osoittavat kuitenkin, että niillä kaikilla on myös joitakin yhtäläisyyksiä, jotka erottavat ne muista rahoitusmuodoista. Bisnesenkeliyhmän jäseneksi pääsevät vain korkean profiilin yksilöt tai kokeneen sijoittajan statuksen omaavat henkilöt. Toinen bisnesenkeliyhmille ominainen seikka on jäsenten aktiivinen osallistuminen omien rahoitustensa sijoittamiseen. Sitä vastoin pääomasijoitusyhtiöt sekä investointipankit toimivat yleensä passiivisen mallin mukaisesti ja yksityishenkilöt eivät osallistu varsinaiseen sijoitusprosessiin. Bisnesenkeliyhmät ovat ryhmiä, joiden kautta bisnesenkeli sijoittavat omia rahojaan ryhmän sijoitusprosessin mukaisesti. Ryhmien sijoitusprosessien kirjo on suuri, mutta sijoitukset tapahtuvat pääsääntöisesti bisnesenkelin itsenäisenä sijoituspäätöksenä tai osana ryhmää, joka sijoittaa ryhmän rahaston kautta. Bisnesenkeliyhmän kokoonpano voi myös olla mikä tahansa epämuodollisen muutaman sijoittajan ryhmästä aina ryhmään, jossa on palkattu johto, joka hallinnoi bisnesenkeli rahastoa. (Preston 2003, 6.)

Payne (2002) jaottelee bisnesenkeliyhmät verkostoihin ja rahastoihin. Suurin eroavaisuus rahastojen ja verkostojen välillä on sijoitusprosessi. Rahastomuotoisissa ryhmissä bisnesenkeli sijoittavat varansa rahastoon ja äänestävät sijoituspäätöksestä. Verkostoissa bisnesenkeli tekevät taas itsenäisiä sijoituspäätöksiä. He voivat sijoittaa yhdessä tai erikseen, mutta jokaisella on valta päättää omien varojensa käytöstä. (Payne 2002, 2.)

Verrattuna Paynen luomaan melko suppeaan kategorisointiin Susan L. Preston (2004) esittää spesifimmän, viidestä eri osa-alueesta koostuvan kategorisoinnin. Hänen mukaan bisnesenkeliyhmät voidaan jaotella johdon rakenteen, oikeudellisen muodon, sijoituspolitiikan, jäsenistön ja toiminnan rahoittamisen perusteella. Bisnesenkeliyhmän johdossa voi toimia ammattijohtaja tai johtajaksi voidaan nostaa joku ryhmän jäsenistä. Ryhmän oikeudellinen muoto taas voi vaihdella löyhästi määritellystä tuottoa tavoittelemattomasta organisaatiosta tiukasti säänneltyyn osakeyhtiömuotoon. Sijoituspolitiikan mukaan bisnesenkeliyhmät voidaan jaotella kahteen eri kategoriaan: Ryhmäsijoituksiin ja henkilökohtaisiin sijoituksiin. Ryhmien jäsenmäärät vaihtelevat myös suuresti. Ryhmillä saattaa olla myös omia, hyvin tiukkojakin määräyksiä uusien jäsenien hyväksymisestä. Toiminnan rahoittaminen on viimeinen Prestonin esittämä tapa kategorisoida bisnesenkeliyhmiä. Ryhmät rahoittavat toimintaansa esimerkiksi kiinteillä jäsenmaksuilla tai tietyillä prosentiosuuksilla tuotoista (Preston 2004 17 - 35.)

Bisnesenkeliyryhmien monimuotoisuuteen on useitakin eri syitä. Yksi syy on varmasti se, että bisnesenkeliyryhmiä on tutkittu niin vähän, että eroja eri kokoonpanojen ja mallien menestymisen välillä ei tunneta (Preston 2004, 16). Toinen syy on, että bisnesenkeliyryhmän rakenteen on aina palveltava yhteisön bisnesenkeliyryhmien tarpeita (Mothersill ym. 2009, 13). Paikallinen lainsäädäntö vaikuttaa myös bisnesenkeliyryhmän kokoonpanoon ja toimintatapaan. Esimerkiksi Iso-Britanniassa bisnesenkeliyryhmät saavat verohelpotuksia aikaisen vaiheen sijoituksista. Verohelpotukset eivät kuitenkaan koske sijoituksia, jotka on tehty rahastojen kautta. Tästä johtuen iso-britannialaiset bisnesenkeliyryhmät eivät yleensä ole rahastomuotoisia. (Carriere 2005, 11.)

Tässä tutkimuksessa bisnesenkeliyryhmät jaotellaan niiden sijoituspolitiikan mukaisesti. Vaihtoehtoinen luokittelutapa voisi tapahtua esimerkiksi yhtiömuodon perusteella. Yhdysvaltojen ja Suomen erilaisen lainsäädännön perusteella se ei ole kuitenkaan perusteltua. Tästä johtuen tutkimuksessa ei anneta eri yhtiömuotojen arvioimiselle kovin suurta painoarvoa. Bisnesenkeliyryhmät jaotellaan verkostoihin, rahastoihin ja hybrideihin. Seuraavassa kuviossa havainnollistetaan, miten Angel Capital Associationiin kuuluvien bisnesenkeliyryhmien eri muodot on jakautunut kappalemääräisesti vuosina 2006 - 2007.



Kuvio 6 Angel Capital Associationiin kuuluvien bisnesenkeliyryhmien jakautuminen kappalemääräisesti eri muotojen välillä (Sobelski 2007, 20).

Kuvio osoittaa, että verkosto on bisnesenkeliyryhmän selvästi yleisin muoto. Bisnesenkeliyryhmät voidaan jaotella verkostoihin, rahastoihin ja hybrideihin niiden sijoituspolitiikan mukaisesti.

## **Verkostot**

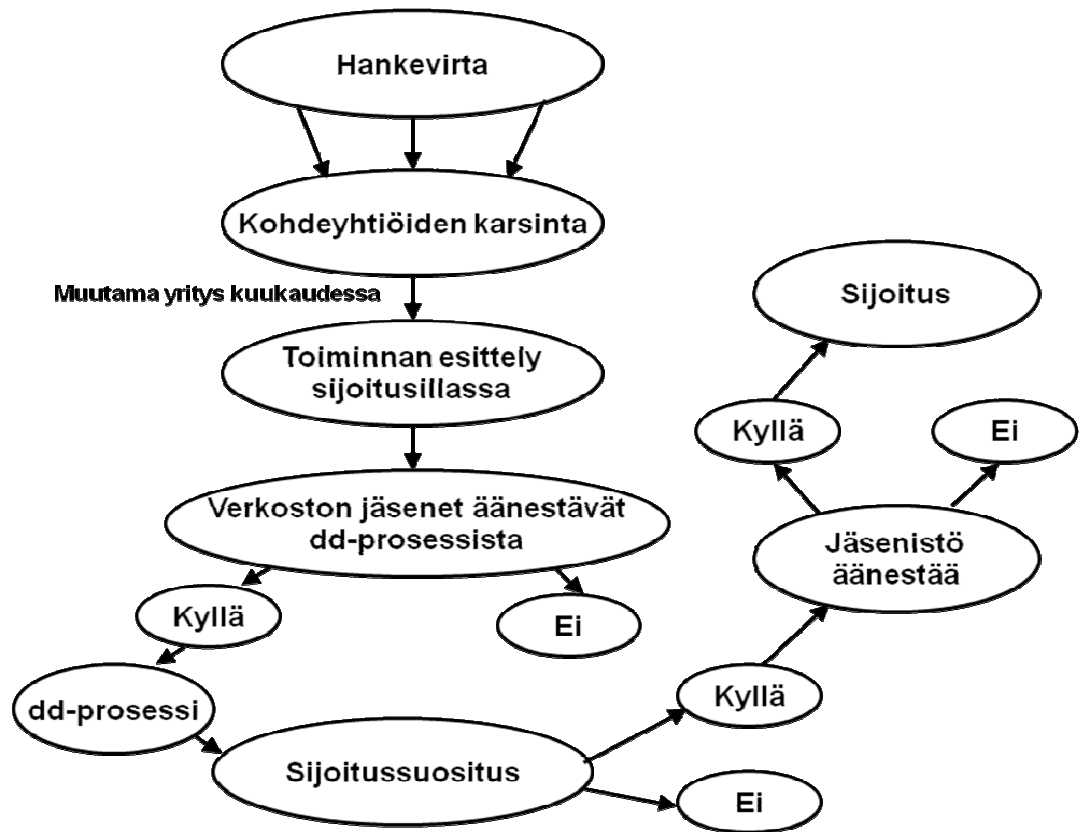
Verkosto on bisnesenkeliryhmän perinteisin organisaatiomuoto. Historiallisesti ensimmäisenä, virallisena bisnesenkeliryhmänä pidetty Band Of Angels, on hyvä esimerkki verkostosta. Kun Band Of Angelsin toiminta käynnistyi vuonna 1994, siinä oli mukana 25 bisnesenkeliä. Bisnesenkelit tapasivat toisensa kerran kuussa paikallisessa ravintolassa ja kolme rahoitusta hakevaa yritystä tuli kerrallaan esittelemään enkeleille liiketoimintaansa. Päätöksen siitä, mitkä yritykset pääsivät esittelemään toimintaansa, teki Band Of Angelsin ohjelmakomitea, johon kuului kaksi perustajajäsentä. Kun yritykset olivat esitelleet toimintaansa, niin bisnesenkelit saivat tehdä itsenäisesti sijoituspäätöksensä. (Kelly 2005, 2.) Tätä toimintamallia kutsutaan alan tutkimuksissa myös Pledge -malliksi (Shane 2005, 13).

Verkoston etuna on, että bisnesenkeleiden ei tarvitse itse nähdä vaivaa sijoituskohdeiden etsintään ja toisaalta verkostoon kuulumisen ei välttämättä sido heitä mihinkään. Se, kuinka aktiivisesti bisnesenkelit osallistuvat ryhmänsä toimintaan, riippuu täysin ryhmän kulttuurista. Esimerkiksi Kaliforniassa toimivan ryhmän Tech Coast Angelsin jäsenet osallistuvat ryhmän toimintaan hyvin aktiivisesti. He osallistuvat esimerkiksi kohdeyritysten karsintaan, due diligence -prosessiin ja suunnitelmien arviointiin. (Payne & MacArty 2002, 1.)

Tutkimukseen osallistuneen, Yhdysvalloissa asuvan kokeneen bisnesenkelin C, kokemukset heidän omasta bisnesenkeliverkostostaan ovat hyvin positiivisia. He ovat perustaneet verkoston, johon kuuluu noin 40 bisnesenkeliä Washingtonista ja Richmondistista. Tapaamisia järjestetään kuukausittain ja niihin tulee yrittäjiä esittelemään toimintaansa. Verkoston kaksi perustajajäsentä tekevät karsinnan yritysten välillä siitä, ketkä pääsevät tilaisuuksiin esiintymään. Kun yrittäjät ovat pitäneet esityksensä, on jokaisen läsnä olevan bisnesenkelin kommentoitava yrityksen toimintaa. Bisnesenkelin mukaan tämä menetelmä on lisännyt huomattavasti vuorovaikutusta ja yleistä keskustelua yrityksistä. Keskustelun jälkeen bisnesenkelit antavat arvosanan rahoitusta hakevasta yhtiöstä asteikolla 1 - 10 ja mikäli keskiarvoksi muodostuu yli 5, niin rahoitusta hakevalle yhtiölle suoritetaan due diligence -prosessi. Verkoston jäsenistä on muodostettu due diligence -tiimejä, jotka suorittavat vuorollaan prosessin, jonka pohjalta annetaan sijoitusesitys jäsenistölle. Jokainen verkoston jäsen saa itse tehdä sijoituspäätöksen, kuitenkin niin, että minimisijoitus on 7 500 dollaria. Verkoston toimintaa rahoitetaan jäsenistön vuosimaksuilla, joka on 1 000 dollaria. Haastatellun bisnesenkelin näkemyksen mukaan jäsenmaksu lisää sitoutumista ja heidän tilaisuuksissaan verkoston jäsenten osallistumisprosentti on noin 80.

## Rahastot

Rahastomallissa bisnesenkelit kerääntyvät yhteen ja luovat rahaston, jonka kautta he tekevät sijoituksia. Toiminta on hyvin organisoitua ja rahastolla on managerinsa, jotka valikoivat sijoituskohteita ja valvovat portfolion yrityksiä. Rahasto tekee sijoituksen ja rahastoon sijoittaneet bisnesenkelit eivät voi jäädä pois rahaston sijoituskohteista. (Shane 2005, 13.) Bisnesenkelirahastot ovat usein osakeyhtiömuotoisia (Preston 2004, 24.) Perinteiset pääomasijoitusrahastot ovat taas yleensä yhtiömuodoltaan kommandiittiyhtiöitä. Toimintamallit näiden yhtiömuotojen välillä eroavat siten, että kommandiittiyhtiön manageri, joka toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä, on vastuussa kaikista sijoituspäätöksistä. Bisnesenkelirahastot tekevät taas sijoituspäätöksensä pääsääntöisesti yhdessä osakkeenomistajien kesken enemmistöpäätösperiaatteella. (Preston 2004, 17.) Seuraava kuvio havainnollistaa rahastomallisen bisnesenkeliryhmän sijoitusprosessia.



Kuvio 7 Rahastomallisen ryhmän sijoitusprosessi (North Coast Angel Fund 2010).

Kuvio havainnollistaa rahastomallisesti toimivan bisnesenkeliryhmän sijoitusprosessia. Sijoitusprosessi alkaa hankevirrasta tulevien kohdeyritysten läpikäymisellä, josta esimerkiksi ryhmän jäsenistöstä kootut karsintatiimit<sup>21</sup> valitsevat kohdeyritykset.

<sup>21</sup> Screening teams

Nämä tulevat esittelemään toimintaansa koko jäsenistölle tarkoitettuihin sijoittajailtoihin. Tämän jälkeen ryhmän jäsenistö äänestää siitä, tulisiko kohdeyritykselle suorittaa tarkempi due diligence -prosessi. Due diligence -prosessin suorittavat ryhmän toimintaperiaatteista riippuen joko bisnesenkeliyhmän jäsenet tai jokin ulkopuolinen taho. Tämän vaiheen jälkeen annetaan jäsenistölle sijoitussuositus ja järjestetään äänestys varsinaisesta sijoituspäätöksestä. Päätöksenteko tapahtuu enemmistöpäätöksellä. (North Coast Angel Fund 2010.)

Yhdysvaltalainen bisnesenkeliyhmä The Washington Dinner Club on hyvä esimerkki rahastomuotoisesta ryhmästä. Dinner Clubin rakenne mahdollisti kaksi erilaista jäsenyyttä. Bisnesenkelit, jotka liittyivät ryhmään, saivat kukin yhden äänen. Jäsenyys oli mahdollinen myös institutionaalisille sijoittajille, mutta niillä ei ollut äänestysoikeutta. Rahastoon liittyneet bisnesenkelit sijoittivat jokainen 150 000 dollaria ja institutionaaliset sijoittajat 500 000 dollaria. Ryhmän jäsenmäärä rajattiin maksimissaan 75 bisnesenkeliin ja 30 institutionaaliseen sijoittajaan. Ryhmän toimintabudjetti oli noin 2 - 3 prosenttia kerätystä pääomasta, joka käytettiin kuukausittaisiin tapaamisiin, due diligenceen, laskentaan ja muihin juokseviin kustannuksiin. Rahastoon sijoittaneet bisnesenkeliyhmän jäsenet osallistuivat vaihtelevasti myös due diligenceen, sijoitusneuvotteluihin ja sijoituksen jälkeiseen toimintaan. Kuten tyypillistä bisnesenkeli rahastoille kaikki sijoituspäätökset tehtiin vain ryhmän jäsenten hyväksymänä. (Preston 2004, 24.) Washington Dinner Clubin rahaston viimeiset varat sijoitettiin syyskuussa 2004. Nyt ryhmän jäsenet työskentelevät kohdeyritysten kanssa valmistuen niitä yrityskauppaa tai pörssiin listautumista varten (New Vantage Group 2009).

Bisnesenkeliyhmät voivat muodostaa myös osakeyhtiömuotoisen rahaston jokaiselle sijoitukselle erikseen. Jäsenten, joilla ei ole mielenkiintoa kyseessä olevaan kohdeyritykseen, ei tarvitse siihen myöskään sijoittaa. Tällöin osakeyhtiön osakkeenomistajiksi tulevat vain ne bisnesenkelit, jotka haluavat sijoittaa kyseiseen kohdeyritykseen (Preston 2004, 17.)

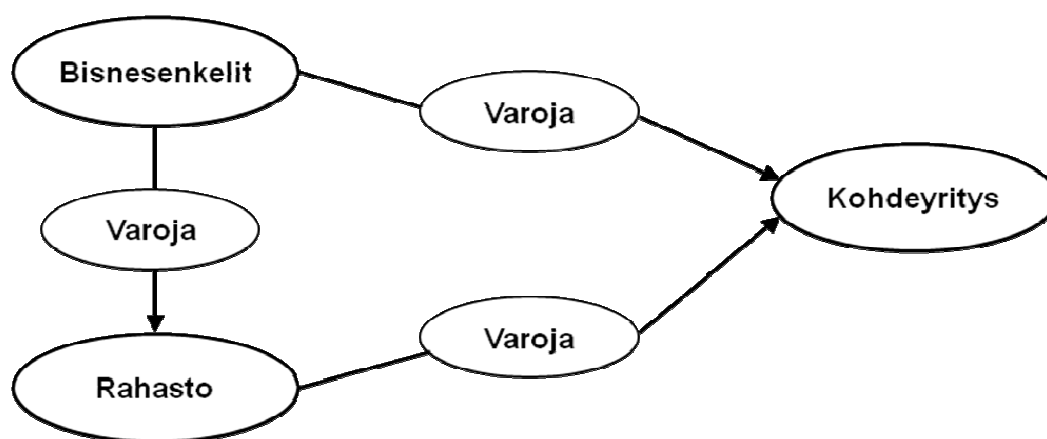
### **Hybridit**

Hybridit ovat bisnesenkeliyhmien uusin kehityssuuntaus. Ryhmät, jotka ovat luonteeltaan hybridejä, omaavat sekä verkoston että rahaston piirteitä. Esimerkkinä ovat bisnesenkeliyhmät, jotka tarjoavat jäsenilleen mahdollisuuden sijoittaa oman harkintakykynsä mukaisesti tai vaihtoehtoisesti yhdessä muiden enkeleiden kanssa rahaston kautta. Rahastot houkuttelevat myös ryhmään kuuluvia passiivisia bisnesenkeleitä sijoittamaan. Heillä itsellään ei välttämättä ole kokemusta tai osaamista bisnesenkeli sijoittamisesta ja he kokevat turvallisemmaksi sijoittamisen rahaston kautta. Mahdollisuus omaan sijoituspäätökseen taas minimoi sijoituskohteet, joihin bisnesenkeli ei halua sijoittaa ja päinvastoin maksimoi ne sijoituskohteet, joihin hän haluaa sijoittaa. (Shane 2005, 13.)

Alan tutkimuksissa yhdessä verkoston kanssa toimivista rahastoista käytetään nimiä ”Side fund” (Payne 2003, 2) ja ”Sidecar fund” (Payne 2009). Näitä termejä on yritetty suomentaa, mutta käsite ”sivurahastot” ei ole vakiintunut Suomen kieleen. Siksi tässä tutkimuksessa käytetään termiä side fund. Payne (2009) jaottelee side fundit kolmeen eri kategoriaan:

- rahastot, jotka sijoittavat automaattisesti osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä olevien ehtojen täytyessä (mm. Tech Coast Angelsilla on tällainen rahasto)
- rahastot, jotka sijoittavat johtajan päätökseen perustuen (mm. Band of Angels)
- hybridirahastot, jotka sijoittavat tiettyjen kriteerin täytyessä, mutta rahaston johtajalla on valta päättää sijoitettava summa (mm. Common Angels)

Seuraavassa kuviossa kuvataan automaattisesti toimivan matching fundin toimintaperiaatetta.



Kuvio 8 Automaattisesti toimivan matching fundin toimintaperiaate.

Kuvion mukaan bisnesenkeli voi sijoittaa varojaan suoraan kohdeyritykseen tai kierrättää ne rahaston kautta. Tämän tyyppisen rahaston toimintaperiaatteeseen kuuluu, että yksittäisten bisnesenkeliä sijoituspäätökset ikään kuin laukaisevat rahaston varat. Seuraavassa käydään läpi erilaisia variaatioita tämän tyyppisestä rahastosta.

Kolme Tech Coast Angelsin jäsentä perustivat vuonna 2004 bisnesenkeliyhtymän yhteyteen osakeyhtiömuotoisen side fundin. Side fundin koko on 2,9 miljoonaa dollaria ja se sijoittaa automaattisesti yritykseen, johon Tech Coast Angelsin jäsenet päättävät sijoittaa ja seuraavat ehdot täyttyvät (Payne 2009)

- kun vähintään kymmenen hyvässä maineessa olevaa jäsentä sijoittaa
- heidän yhteenlaskettu sijoituksensa tulee olla 350 000 dollaria tai enemmän
- yritykseen sijoittavan bisnesenkeliä tulee saada kohdeyrityksestä hallituspaikka.

Lake Las Vegasin bisnesenkeliyhtymällä on myös vastaavanlainen side fund. Heidän kriteerinsä eivät ole aivan yhtä tiukat kuin Tech Coast Angelsilla. Rahasto sijoittaa au-

tomaattisesti, jos Lake Las Vegasin jäsenistä viisi tai useampi sijoittaa yhteensä vähintään 250 000 dollaria kohdeyritykseen. Rahasto sijoittaa automaattisesti samansuuruisen summan, mutta korkeintaan 10 prosenttia rahaston kokonaissummasta. Myös Lake Las Vegasin johtajat perustelevat side fundin muodostamista sijoituskäyttäytymiseltään passiivisempien bisnesenkeleiden saamisella mukaan. (Payne 2003, 4.)

Band of Angelsin side fund omaa enemmän perinteisen pääomasijoitusrahaston ominaispiirteitä. Band of Angelsilla on 50 miljoonan dollarin side fund, joka on yhtiömuodoltaan kommandiittiyhtiö. Rahastolla on yksi vastuunalainen yhtiömies, joka hallinnoi rahastoa ja tekee sijoituspäätökset. Side fund perustettiin vuonna 1999 ja perustamisen jälkeen siitä on tehty sijoituksia noin 50 prosenttiin kohdeyrityksistä, joihin Band of Angelsin jäsenet ovat sijoittaneet. Tyypillinen ensimmäisen rahoituskierroksen sijoitus on side fundin ainoan vastuunalaisen yhtiömiehen Ian Sobelskin mukaan n. 300 000 dollaria. (Payne 2009.)

Bostonilaisella Common Angelsilla on 10 miljoonan dollarin side fund. Rahasto tekee sijoituksen, mikäli vähintään viisi Common Angelsin jäsentä päättää sijoittaa kohdeyritykseen yhteensä vähintään 250 000 dollaria. Rahaston johtaja tekee tämän jälkeen päätöksen sijoitettavasta summasta. Common Angelsin toimitusjohtaja James Geshwiler kertoo, että ensimmäisellä rahoituskierroksella side fundin sijoittama summa on noin 20 prosenttia bisnesenkeliä tekemästä sijoituksesta. (Payne, 2009.)

### 4.3 Ryhmien johtamistapa

Bisnesenkeliyhmät ovat kypsymässä organisoidumpaan suuntaan. Niiden jäsenmäärät, portfolioiden koot, kokemus, ahkeruus ja sitoutuminen ovat lisääntyneet. Edellä mainitut seikat ovat lisänneet myös johtoon kohdistuvia vaatimuksia. (Rosenblum 2009.) Bisnesenkeliyhmä voidaan siis jaotella myös sen mukaan, miten niitä johdetaan. Vaihtoehtoja on kaksi ja molemmilla on sekä hyvät että huonot puolensa. Ryhmien johtajina voi toimia ryhmän jäsenet tai ryhmälle voidaan palkata ammattijohtajat (Preston 2004, 17). Viimeisimmät tutkimukset tukevat ammattimaisen johdon palkkaamista. Hudson ja Preston (2002, 15) toteavat tutkimuksessaan, että monet menestyksekkäät bisnesenkeliyhmät toimivat palkatun johdon alaisuudessa. Mothersill ym. (2009, 10) toteavat myös, että hyvin organisoidut ammattimaisen johdon alaisuudessa toimivat bisnesenkeliyhmät ovat tehokkaita kanavia toimintaansa käynnistävien yritysten rahoituksen tarjonnalle. Angel Capital Associationin vuonna 2009 tekemän tutkimuksen mukaan noin 165 bisnesenkeliyhmästä hieman yli puolella oli jäsenenkeleistä koostuva johto (Rosenblum 2009).

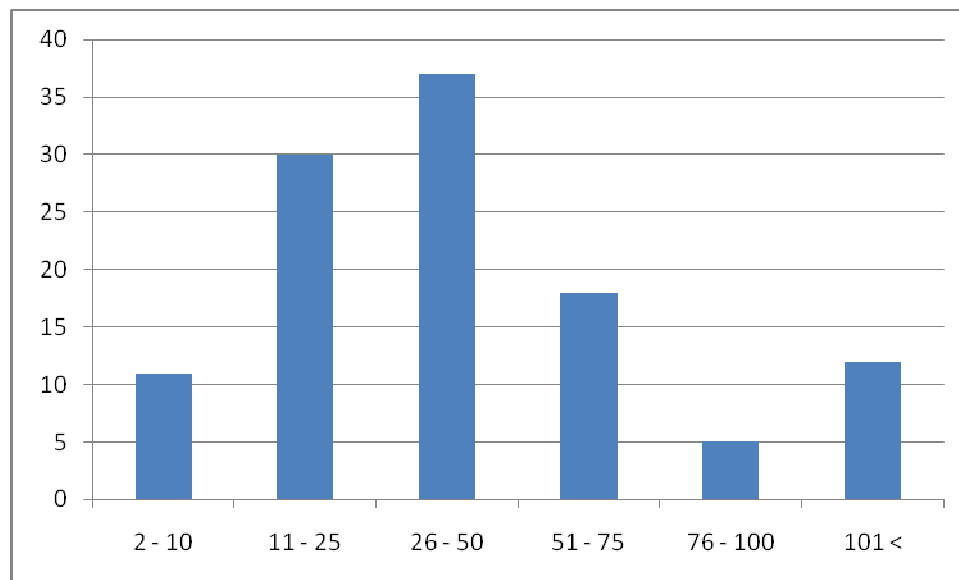
Bisnesenkeliyhmän johtajan vastuu on suuri ja hänen tehtävänsä vaihtelevat suuresti. Käytännössä jokaisen ryhmän tulee rekrytoida uusia jäseniä, huolehtia yhteyden-

pidosta jäsenten ja yritysten välillä, tehdä sijoituspäätöksiä sekä huolehtia yhteydenpidosta erinäisten sidosryhmien kanssa. Näiden tehtävien lisäksi monilla bisnesenkeli-ryhmillä on joitakin jäsenaktiviteetteja. Ryhmät järjestävät bisnesenkeilleen usein myös erilaista koulutusta. Edellä mainituista tehtävistä huolehtiminen voi olla jäsenistön tai palkatun johdon vastuulla. (Rosenblum 2009.)

Mikäli bisnesenkeliyryhmän johtovastuu on jäsenistöllä, edellytetään ryhmän jäseniltä aktiivista osallistumista kaikissa ryhmän toimintaan liittyvissä asioissa. Kun ryhmällä on ammattijohtaja, niin bisnesenkeiden tarvitsee keskittyä lähinnä vain sijoituspäätösten tekemiseen sekä sijoituksen jälkeiseen toimintaan kohdeyrityksessä. Ammattijohtajan käyttäminen tosin nostaa kustannuksia, mutta ei edellytä bisnesenkeiltä niin aktiivista osallistumista. (Preston 2004, 17.) Bisnesenkeliyryhmissä, joissa on palkattu johto, on datan kerääminen kohdeyrityksestä sijoituspäätöksen tueksi kohdeyrityksestä yleensä johdon vastuulla.

#### **4.4 Jäsenistön rakenne**

Bisnesenkeliyryhmien jäsenten lukumäärä vaihtelee muutamasta jäsenestä useaan kymmeneen. Useat bisnesenkeliyryhmät panostavat oikeanlaisten, bisnesenkeliyryhmän strategian mukaisten jäsenten houkuttelemiseen, jäsenmäärän kasvattamiseen sijaan. Tyypillisesti bisnesenkeliyryhmissä ei ole yli kahdeksaakymmentä jäsentä. Liian suurella jäsenmäärällä voi olla negatiivinen vaikutus ryhmän sisäiseen eheyteen. Bisnesenkeliyryhmien kokemusten mukaan on parempi perustaa toinen ryhmä tai alaryhmiä, kuin kasvattaa jäsenistöä lukumäärältään liian suureksi. (Kauffman Foundation 2002, 3.) Seuraava kuvio havainnollistaa Angel Capital Associationin tutkimukseen osallistuneiden bisnesenkeliyryhmien jäsenten lukumäärää.



Kuvio 9 Yhdysvaltalaisen bisnesenkeliryhmien jäsenten lukumäärä vuosina 2006 - 2007 (Sobelski 2007, 6)

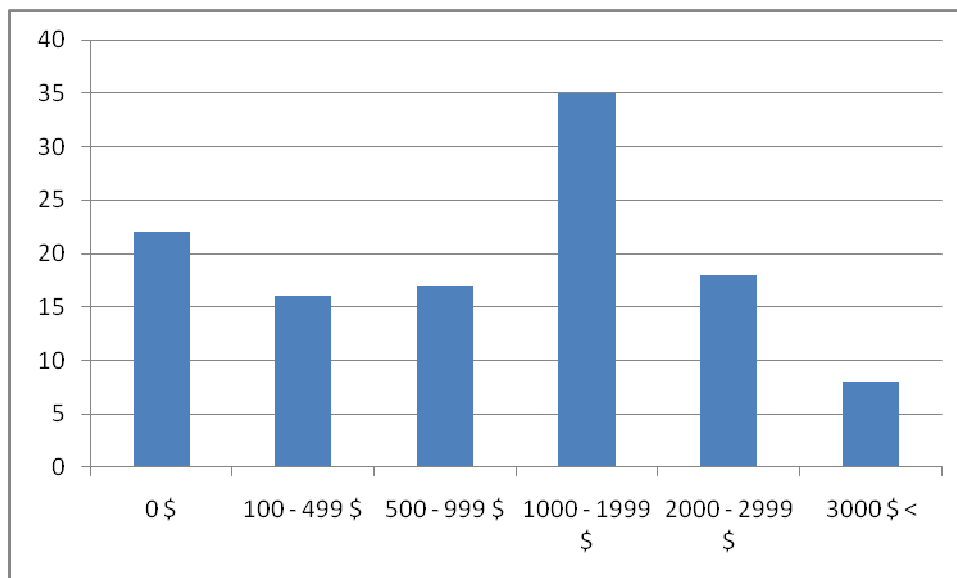
Kuvion vaaka-akselilla näkyy jäsenten lukumäärä ja pystyakselilla bisnesenkeliryhmien määrä. Tutkimukseen osallistui 116 Angel Capital Associationiin kuuluvaa bisnesenkeliryhmää ja jäsenten lukumäärän keskiarvo oli 44 ja mediaaniksi muodostui 38 (Sobelski 2007, 6). Keskiarvoa nostaa muutama poikkeuksellisen suuri bisnesenkeliryhmä. Yhdysvaltojen suurimmassa bisnesenkeliryhmässä Tech Coast Angelsissa oli vuonna 2007 280 jäsentä ja toiseksi suurimpaan North Dallas Investment Groupiin kuului 250 jäsentä.

Yhdysvaltalaiset bisnesenkeliryhmät ovat hyvin tarkkoja uusien jäsentensä valinnassa. Uusien jäsenten vaaditaan täyttävän SEC:n määrittelemät, kappaleessa 2.1 esitetyt akreditoitujen sijoittajan vaatimukset. Uudet jäsenet tarvitsevat usein myös suosittelijan ryhmän sisältä, jotta he pääsevät edes koeajalle. (Kauffman Foundation 2002, 3). Eurooppalainen bisnesenkelikulttuuri on kuitenkin hieman erilainen. Carrieren (2006, 20) mukaan on tärkeää, että bisnesenkelitoimintaan saadaan mukaan myös vähemmän kokemusta omaavia yksityishenkilöitä. Hänen mukaan Iso-Britanniassa on vähän hyvin varakkaita ja osaavia bisnesenkeleitä. Siksi onkin tärkeää, että vähemmän kokemusta omaavat bisnesenkelit liittyvät ryhmiin ja kokeneemmat enkelit toimivat heidän mentoreinaan. Muutamassa iso-britannialaisessa bisnesenkeliryhmässä on aloitettu ”kisälli” -ohjelmia, joissa hyvin kokeneet bisnesenkelit valmentavat varakkaista yksityishenkilöistä bisnesenkeleitä.

## 4.5 Toiminnan rahoittaminen

Yhdysvaltalaisen bisnesenkeliyhmien vuotuiset operatiiviset kustannukset vaihtelevat 300 – 300 000 dollarin välillä. Kustannusten suuruus on hyvin pitkälti kiinni siitä, kuinka järjestäytyneitä ja ammattimaista toiminta on. Suurimmat kustannukset aiheutuvat toimitilojen vuokrista ja ammattijohdon palkoista. (Preston 2004, 47.) Angel Capital Associationin tutkimuksen mukaan yli 70 prosenttia yhdysvaltalaisista bisnesenkeliyhmistä rahoittaa operatiivisen toimintansa jäsenmaksuilla. Bisnesenkeliyhmillä on usein myös muita rahoituksen lähteitä toiminnan kustannuksien kattamiseksi. Seuraavaksi suosituimpia rahoituksen lähteitä ovat sponsorituet, rahoitusta hakevilta yrityksiltä perittävät maksut sekä valtion tai osavaltion tuet. (Sobelski 2007, 12.)

Bisnesenkeliyhmillä on erilaisia tapoja kerätä maksuja jäseniltään. Ne voivat olla vuosittaisia jäsenmaksuja, prosenttiosuuksia sijoitetusta pääomasta tai prosenttiosuuksia realisoituneista tuotoista. Jäsenien kulut ovat sidoksissa myös bisnesenkeliyhmän sijoituspolitiikkaan. Rahastomallisissa bisnesenkeliyhmässä hallinnointipalkkiot ovat yleisiä ja niiden osuus on tyypillisesti 2 – 3 prosenttia jäsenten sijoittamasta pääomasta. Rahaston johtajia saatetaan myös palkita tietyillä prosenttiosuuksilla realisoituneista voitoista. Verkostomalliset bisnesenkeliyhmät ottavat jäseniltään tyypillisesti vuosittaisen jäsenmaksun (Preston 2004, 35.) Seuraava kuvio havainnollistaa Angel Capital Associationin tutkimukseen osallistuneiden bisnesenkeliyhmien jäsenmaksujen suuruutta vuonna 2007.



Kuvio 10 Yhdysvaltalaisen bisnesenkeliyhmien vuosittaiset jäsenmaksut dollareina (Sobelski 2007, 13)

Kuviosta voidaan havaita, että yleisin jäsenmaksu sijoittuu 1 000 – 1 999 dollariin vuodessa, mikä vastaa noin 35 prosenttia kaikista ryhmistä. Tutkimukseen osallistui 116 yhdysvaltalaisista bisnesenkeliyhmää ja keskiarvo oli 1 135 dollaria ja mediaaniksi muodostui 1 000 dollaria vuodessa (Sobelski 2007, 13). Jäsenmaksujen suuruuden vaihtelua selittävät vaihtoehtoisten rahoitustapojen määrä sekä bisnesenkeliyhmän jäsenille tarjottavat palvelut. Myös jäsenten osallistuminen ryhmän toimintaan, kuten hankevirran kartoittamiseen, kohdeyhtiöiden karsintaan ja due diligence -prosessiin vaikuttaa oleellisesti jäsenmaksun suuruuteen (Preston 2004, 36).

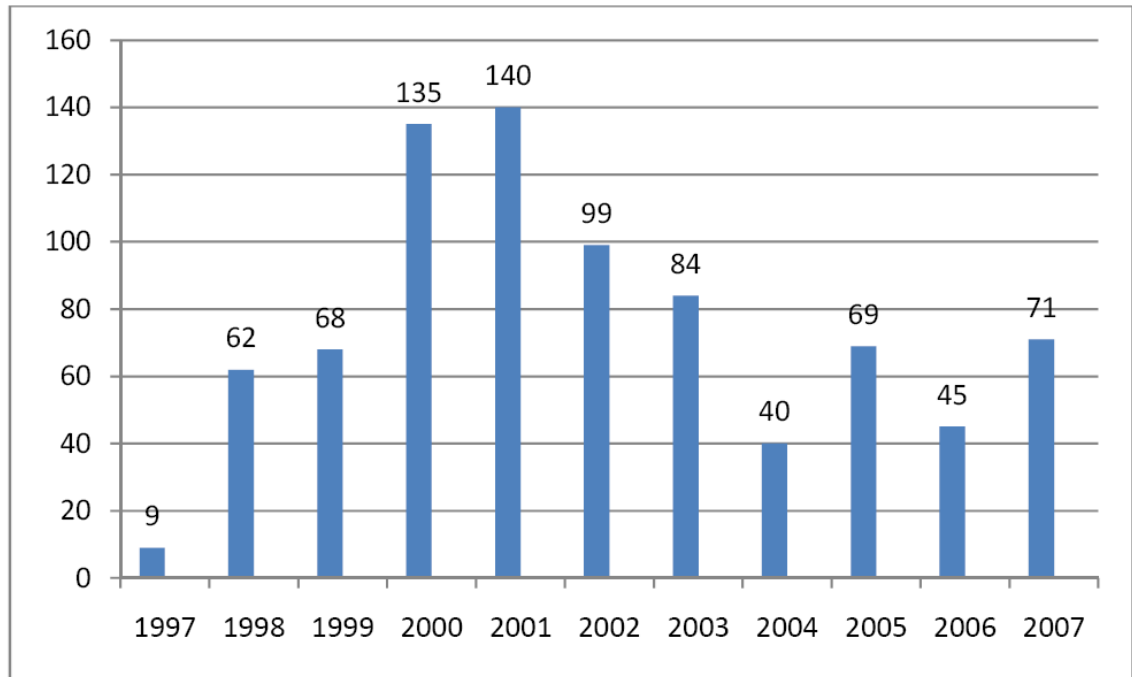
Tutkimuksen osallistuneet bisnesenkeli B ja C toteavat, että sopivan kokoisella jäsenmaksulla saattaa olla myös positiivinen vaikutus. Bisnesenkeli C:n oman kokemuksen perusteella jäsenmaksu lisää sitoutuneisuutta ja osallistumisaktiivisuutta, joilla on positiivinen vaikutus ryhmän eheyteen. Toisaalta jäsenmaksu saattaa nostaa uusien jäsenten liittymiskynnystä. Prestonin (2004, 35) mukaan on kuitenkin tärkeintä, että jäsenet kokevat saavansa jotakin jäsenmaksunsa vastineeksi. Tällä hän tarkoittaa hyvin organisoituja tapaamisia, laadukasta hankevirtaa sekä sijoituspäätöstä tukevia palveluja.

## **5 AIKAISEN VAIHEEN RAHOITUSMARKKINAT JA BISENSELITOIMINNAN KEHITTÄMINEN SUOMESSA**

### **5.1 Pääomasijoitusyhtiöiden toiminta aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoilla**

Suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt ovat pääosin itsenäisiä, nuoria ja kooltaan pieniä. Jos pääomasijoitusyhtiöitä tarkastellaan sijoitusten ja irtautumisten määrällä, voidaan todeta, että suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt ovat kehityksen aikaisimmassa vaiheessa verrattuna muihin Euroopan maihin. Vuonna 1993 Suomeen perustettiin ensimmäinen yksityinen pääomasijoitusyhtiö ja siihen asti markkinoilla oli vain julkisia toimijoita. Yhdysvalloissa ensimmäinen yksityinen pääomasijoitusyhtiö perustettiin vuonna 1946. Vaihe-ero on siis lähes 50 vuotta ja se selittää osaltaan suomalaisten pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymättömyyttä. (Lahti 2008, 27.)

Suomen pääomasijoitusyhdistyksen jäsenenä on tänä päivänä 37 pääomasijoitusyhtiötä (FVCA 2009). Suurin osa pääomasijoitusyhtiöistä hankkii varansa ulkoisista lähteistä, kuten institutionaalisilta sijoittajilta. Suurin osa varoista saadaan eläkevakuutusyhtiöiltä, vakuutusyhtiöiltä ja julkisilta rahoittajilta. Varoja saadaan myös pankeilta, pääomarahastoihin sijoittavilta rahastoilta sekä yrityksiltä. (Valtionvarainministeriö 2009, 48.) Vuonna 2007 suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt saivat yhteensä 1 559 miljoonaa euroa uutta pääomaa, joka on enemmän kuin kolmena edellisenä vuotena yhteensä, josta 877 miljoonaa euroa sijoitettiin samana vuonna. Sijoitettu summa on 2,5 kertainen edellisen vuoden rahoitukseen verrattuna. Kehitys on suomalaiselle pääomasijoitusosalalle suotuisaa, mutta aikaisen vaiheen yritysten näkökulmasta tilanne on päinvastainen. Seuraava kuvio kuvaa suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden kappalemääräisiä sijoituksia vuosina 1997 - 2007 siemen-, käynnistämisen- ja aikaisen vaiheen yrityksiin.



Kuvio 11 Alkuvaiheen riskipääomasijoitukset Suomessa 1997 – 2007 (Valtionvarainministeriö 2009)

Vuonna 2007 ammattimaisten pääomasijoitusyhtiöiden sijoituksista kahdeksan prosenttia kohdistui aikaisen vaiheen yrityksille. Vuonna 2001 vastaava luku oli noin puolet kaikista sijoitetuista varoista. Vuoden 2008 lukuja ei voitu ottaa tilastoon mukaan, koska Suomen pääomasijoitusyhdistys on muuttanut yritysten luokitteluperusteitaan (FVCA 2009). Siitä huolimatta kehitys on huolestuttava aikaisen vaiheen yritysten näkökulmasta. Pääomasijoitusyhtiöiden kiinnostus aikaisen vaiheen yritysten rahoittamiseen on laskenut myös Suomessa. Edellä mainituista syistä bisnesenkeleiden vastuualue on kasvanut entisestään.

## 5.2 Bisnesenkelitoiminta Suomessa

Suomalaisten bisnesenkelien lukumäärästä, taustasta ja toimintaperiaatteista on varsin rajoitetusti tietoja. He haluavat yleensä pysyä anonyymeinä, joten heistä ei ole julkista rekisteriä. Sitran bisnesenkeliverkostoon kuului vuonna 2007 350 jäsentä ja osa heistä ei ollut tehnyt vielä ensimmäistäkään sijoitusta. Tällä perusteella kaikkia jäseniä ei voida siis pitää varsinaisesti bisnesenkeleinä (Lahti 2008, 87). Bisnesenkeleiden lukumäärän selvittämisen ongelmaksi muodostuu myös se, että bisnesenkelin määrittäminen on jos sinänsä haastavaa.

Tähän tutkimukseen osallistuneilta bisnesenkeleiltä kysyttiin heidän arvioitaan suomalaisten bisnesenkeliön lukumäärästä. Muutaman sijoituksen tehneitä bisnesenkeleitä on heidän arvionsa perusteella noin 150 (mediaani) ja aktiivisia sijoittajia on noin 75 (mediaani). Bisnesenkeli A lisäsi vielä, että todella aktiivisia bisnesenkeleitä on Suomessa noin 10, kun Yhdysvalloissa on pelkästään Piilaaksossa noin 1 000 todella aktiivista bisnesenkeliä. Edellä mainitut luvut ovat pelkästään karkeita arvioita, mutta jo niiden perusteella voidaan todeta, että bisnesenkeliön markkina Suomessa on hyvin pieni. Muissa pohjoismaissa, etenkin Ruotsissa ja Norjassa, bisnesenkeliön lukumäärä on huomattavasti suurempi. Sörheimin ja Landströmin (1999) tutkimuksen kyselylomake lähetettiin Norjassa 6 681 henkilölle, joiden oletettiin tehneen bisnesenkeliön sijoituksia. Myös ruotsalaiset tutkimukset osoittavat, että ruotsalaisten bisnesenkeliön populaatio on suurempi kuin Suomessa (Lahti 2008, 89).

Kansainväliset tutkimukset osoittavat, että bisnesenkeleillä on tyypillisesti vahva yrittäjätausta. Vuonna 1994 tehdyn tutkimuksen mukaan peräti 95 prosenttia suomalaisista bisnesenkeleistä ilmoitti itse perustaneensa vähintään yhden yrityksen tai olleensa yksi perustajista (Suomi & Lumme 1994, 22). Tom Lahden (2008, 160) tutkimus suomalaisista bisnesenkeleistä tukee tätä näkemystä. Hänen tutkimuksen osallistuneista 83 prosenttia oli perustanut tai ollut mukana perustamassa yritystä. Suomalaisten bisnesenkeliön joukossa palkkatyöllä, sijoitustuotoilla tai perinnöllä vaurastuneiden henkilöiden määrä on kuitenkin kasvanut (Lahti 2008, 160). Tutkijan näkemyksen mukaan kehitys on ollut suotuisaa. Suomalaisen bisnesenkeliökulttuurin kasvulle olisi hyväksi, että yhä useampia ihmisiä saataisiin kiinnostumaan aikaisen vaiheen riskisijoituksista.

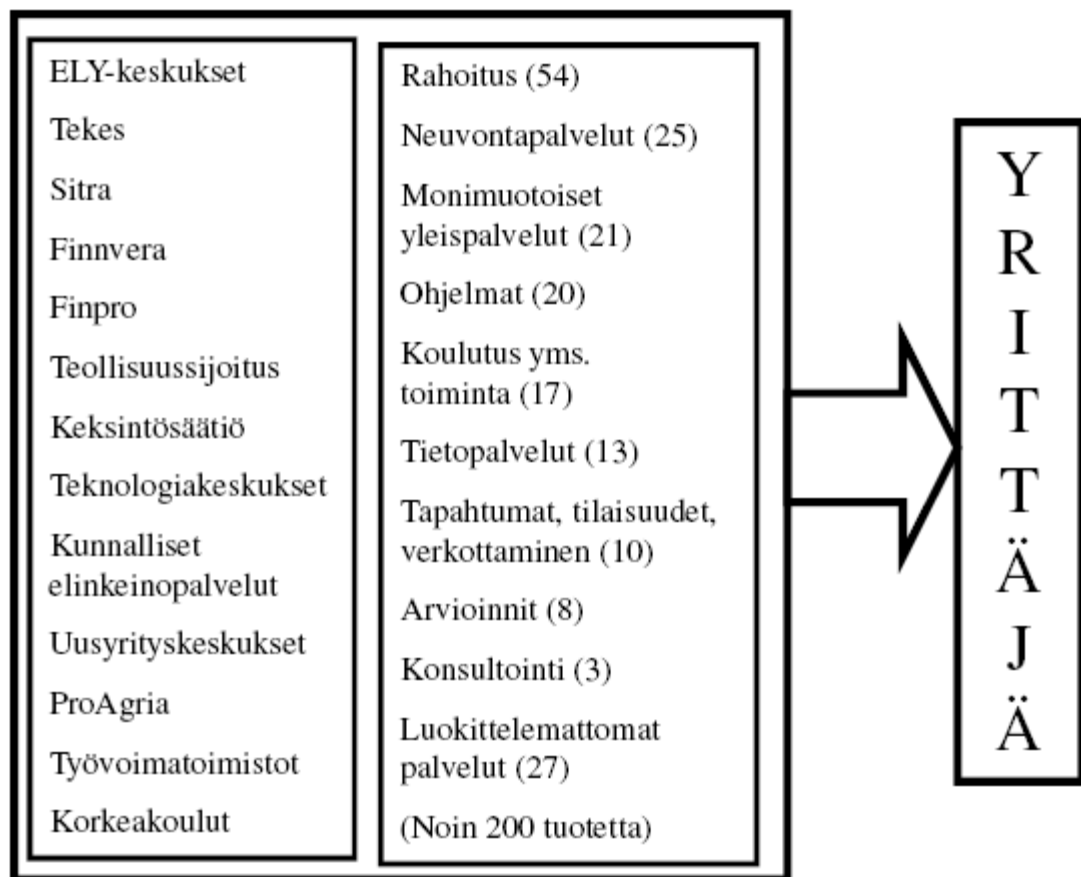
Suomalaisten bisnesenkeliön sijoituskäyttäytymisessä on tapahtunut viime aikoina muutoksia. Suomen ja Lumpeen (1994, 31) mukaan suomalaiset bisnesenkeliöt sijoittavat tyypillisimmin siemen- ja käynnistämävaiheen yrityksiin. Lahden (2008, 162) viimeaikaiset havainnot osoittavat, että suomalaisten bisnesenkeliön sijoitussummat ovat kasvaneet ja suuntautuvat yritysten yhä myöhempiin kehitysvaiheisiin. Hän toteaa myös, että tämänkaltainen kehitys ei ole toimintaa käynnistävien yritysten näkökulmasta suotuisaa ja se vaikeuttaa jo ennakolta rahoituksen saantia yrityksen elinkaaren varhaisimmassa vaiheessa. Lahden mukaan on mahdollista, että suomalaiset bisnesenkeliöt ovat vastahakoisia sijoittamaan aivan varhaisimman vaiheen yrityksiin, koska niihin kohdistuu myös kaikkein korkeimmat riskit. Suomi ja Lumme (1995, 32) toteavat myös, että niissä valtioissa, jossa bisnesenkeliöt sijoittavat aktiivisemmin aivan varhaisimmassa kehitysvaiheessa oleviin yrityksiin, on yleensä myös tehokkaammat pääomasijoitusmarkkinat. Bisnesenkeliöt tarjoavat rahoituksen yrityksen kasvuun ja myöhempien kehitysvaiheiden rahoitustarpeisiin löytyy ammattimaisia pääomasijoittajia.

Suomen pääomasijoitusmarkkinat eivät ole niin kehittyneet kuin muissa Pohjoismaissa. Myös suomalaisen bisnesenkeliötoiminnan volyymi on huomattavasti muita Pohjoismaita alhaisempi. Viime aikoina suomalaisten bisnesenkeliön sijoitussummat ovat

kasvaneet, eivätkä he toimi enää yhtä aktiivisesti aivan varhaisimmassa kehitysvaiheessa olevien yritysten rahoituksen tarjoajina. Näistäkin seikoista johtuen, on yhteiskunnan rooli yritysten rahoituksen tarjoajana edelleen merkittävä.

### 5.3 Julkinen rahoituspalvelujärjestelmä Suomessa

Julkinen yrityspalvelujärjestelmä koostuu joukosta valtakunnallisia, alueellisia ja paikallisia toimijoita. Kokonaisjärjestelmä on kattava, palvelutarjonta laajaa ja päällekkäistä sekä toimijoita on runsaasti. Asiakkaan on vaikea hahmottaa palvelutarjontaa, koska useat organisaatiot ja palvelukonseptit tuottavat varsin samankaltaisia palveluja. (Paasivirta & Saapunki, 2005, 23.) Seuraavassa kuviossa havainnollistetaan julkista yrityspalvelujärjestelmää.



Kuvio 12 Julkinen yrityspalvelujärjestelmä Suomessa (Paasivirta & Saapunki, 2005, 45)

Kuten edellä olevasta kuvioista selviää, suomalainen yrityspalvelujärjestelmä on organisaatiolähtöinen ja monimutkainen. Julkisten yrityspalvelujen tarjontapisteitä on 1200, palveluja tarjoaa 20 – 30 organisaatiota ja palvelukonseptia, erillisiä palvelutuotteita on noin kaksisataa, pelkästään rahoituspalveluja on 54 kpl. Lisäksi yrityksille palvelujaan tarjoaa usea tuhat EU:n rakennerahastoprojektia. (Paasivirta & Saapunki, 2005, 46)

Suomalaisen yrittäjäinfrastruktuurin sekä talouden jatkuvan teknologia- ja innovaatiokehityksen myötä Suomen pääomasijoitusmarkkinoilla on kuitenkin nyt vankempi pohja kuin koskaan aikaisemmin. IT-kuplan puhkeamisen jälkeen vuosina 2002 - 2005 yritysten oli erittäin vaikea saada yksityisiä pääomasijoituksia. Lupaavat aikaisen vaiheen yritykset olivat erittäin haavoittuvia tälle negatiiviselle markkinakehitykselle. Tällaisena vaikeana aikana Suomen valtion rahoituslaitosten merkitys korostui. Tekes, Finnvera Oyj, Suomen Teollisuussijoitus Oy ja Sitra kehittivät suoria toimenpiteitä yrittäjien rahoitusvaikeuksiin. Jokainen yhtiö auttoi täyttämään aikaisen vaiheen yritysten kohtaamaa rahoituskuilua erityyppisillä rahoitusinstrumenteilla. Julkinen tuki näiden laitosten kautta on ollut erittäin arvokasta ja todennäköisesti ratkaisevaa aikaisen vaiheen yritysten kasvun tukemisessa, sekä jo olemassa olleiden yritysten selviämisessä 2000-luvun alun vaikeina vuosina. (Maula – Gordon – Jääskeläinen 2007, 9.) Seuraavissa alaluvuissa on esitelty julkiset toimijat aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoilla.

### **Finnvera Oyj ja Veraventure Oy**

Finnvera Oyj on Suomen valtion omistama erityisrahoitusyhtiö. Yhtiön tarkoituksena on täydentää rahoitusmarkkinoita ja edistää suomalaisten yritysten toimintamahdollisuuksia tarjoamalla rahoitusta yritystoiminnan alkuun, kasvuun, kansainvälistymiseen ja vientiin. Finnvera konsernin tuotteita ovat lainat, takaukset, pääomasijoitukset ja vienninrahoituspalvelut. (Finnvera 2008, 2.)

Finnvera rahoittaa hyvään liikeideaan perustuvaa, kannattavan liiketoiminnan edellytykset täyttävää yritystoimintaa silloin, kun yrityksen omat resurssit tai vakuudet eivät riitä rahoituksen hankkimiseen kaupallisilta markkinoilta. Lisäksi Finnvera takaa viennin rahoitukseen liittyviä poliittisia tai kaupallisia riskejä.

Finnveran toimintaa ohjaavat sitä koskeva erityislainsäädäntö ja valtion asettamat elinkeino- ja omistajapoliittiset tavoitteet. Finnveran toiminnan tavoitteina ovat muun muassa aloittavan yritystoiminnan lisääminen, pk-yritysten muutostilanteiden rahoituksen mahdollistaminen ja yritysten kasvun, kansainvälistymisen ja viennin edistäminen. Yhtiön toiminnalta edellytetään itsekannattavuutta. (Finnvera 2009)

Kauppa- ja teollisuusministeriö linjasi keväällä 2003 alueellisen pääomasijoitustoiminnan työnjakoa siten, että Finnvera Oyj:n vastuulle tuli alueellisten osakeyhtiömuotoisten rahastojen pääomittaminen ja kehittäminen. Suomen Teollisuussijoitus Oy puolestaan sai vastuulleen alueellisten määräraikaisten rahastojen pääomittamisen ja kehit-

tämisen. Huhtikuussa 2003 Finnvera perusti Veraventure Oy:n hoitamaan alueellista pääomasijoitustoimintaa puolestaan. Case -organisaationa oleva Veraventure on tarkemmin esitelty kohdassa 1.2.

Aloitusrahasto Vera Oy:n perustaminen oli osa kauppa- ja teollisuusministeriön aloitettavien innovaatioyritysten siemenrahoituksen ja palvelujärjestelmän uudistamisstrategiaa. Aloitusrahasto Veran toiminta käynnistyi syksyllä 2005. (Veraventure 2009.)

### **Tekes – teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskus**

Tekes edistää tutkimus-, kehitys-, ja innovaatiotoimintaa. Rahoitusta, asiantuntemusta ja verkostoja voivat saada yritykset, tutkimuslaitokset sekä julkiset ja kolmannen sektorin toimijat. Tekesin ohjelmat ovat yrityksille ja julkisille tutkimusyksiköille tarkoitettuja rahoitus- ja asiantuntijapalveluiden kokonaisuuksia. Niitä käynnistetään aihealueille, joiden vauhdittaminen on Suomen elinkeinoelämän ja yhteiskunnan kannalta tärkeintä. Tekes edistää suomalaisten yritysten ja tutkimusryhmien verkottumista kansainvälisten kumppanien kanssa ympäri maailmaa. Eurooppalaisissa ohjelmissa ja verkostoissa suomalaiset pääsevät kehittämään osaamistaan. Kansainvälisistä ohjelmista saa myös rahoitusta tutkimus- ja kehitysprojekteille. (Tekes 2010.)

Strategisen huippuosaamisen keskittymät (SHOK) tarjoavat huipputason tutkimusyksiköille ja tutkimustuloksia hyödyntäville yrityksille uuden tavan tehdä tiivistä ja pitkäjänteistä yhteistyötä keskenään. Tekes on sitoutunut keskittymien toimintaan ja rahoittaa niiden tutkimusohjelmia ja hankkeita. Aktivointihankkeilla Tekes herättelee jonkin ajankohtaisen aiheen tai aihealueen ympärillä toimivia pieniä ja keskisuuria yrityksiä tutkimus-, kehitys- ja innovaatiotoimintaan. Kaiken kokoiset yritykset voivat saada rahoitusta haasteellisiin ja uutuusarvoa sisältäviin kehittämisprojekteihin. Rahoitusta voi saada myös julkiseen tutkimukseen sekä julkisen ja kolmannen sektorin toimijoiden palveluiden kehittämiseen tietyissä Tekesin ohjelmissa. (Tekes 2010.)

### **Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskukset (ELY- keskukset)**

Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskukset (ELY-keskukset) perustettiin 1.1.2010. Keskuksia on 15 ja niihin on koottu entisten TE-keskusten, alueellisten ympäristökeskusten, tiepiirien, lääninhallitusten liikenne- ja sivistysosaston sekä Merenkulkulaitoksen tehtäviä. (ELY-keskukset 2010a.)

ELY-keskukset tukevat pk-yritysten perustamista, kasvua ja kehittymistä tarjoamalla neuvonta-, koulutus- ja kehittämispalveluja sekä rahoitusta. Neuvoja saa yrityksen perustamiseen, apua liikeidean arviointiin sekä koulutusta yritystoiminnan aloittamiseen ja hallintaan. Myös yrityksen rekisteröintiin liittyvät asiat voi hoitaa joko ELY-keskuksessa tai alueen yrityspalveluverkoston yhteisessä neuvontapisteessä.

ELY-keskuksella on lisäksi palveluja yritystoiminnan kasvuun ja kehittämiseen, kuten kansainvälistymiseen, liiketoiminnan ja johtamistaitojen tehostamiseen, teknologian

ja innovaatioiden kehittämiseen, henkilöstön ammattitaidon päivittämiseen tai uusien työntekijöiden kouluttamiseen. ELY-keskus voi osallistua myös kehittämishankkeiden rahoitukseen. Rahoitustuki on harkinnanvaraista ja tuen suuruus vaihtelee hankkeen luonteen mukaan. Myös Tekesin teknologiapalvelut ovat ELY-keskuksen asiakkaiden käytössä. (ELY-keskus 2010b.)

### **Suomen Teollisuussijoitus Oy**

Suomen Teollisuussijoitus Oy on valtion pääomasijoitusyhtiö, joka edistää pääomasijoitustoiminnan keinoin suomalaista yritystoimintaa, työllisyyttä ja talouden kasvua. Yhtiö sijoittaa valtion omaisuuden myynnistä kertyneitä varoja suomalaisen yritystoiminnan kasvuun ja kansainvälistymiseen. Teollisuussijoitus sijoittaa pääomasijoitusrahastoihin ja suoraan kasvuyrityksiin yhdessä yksityisten sijoittajien kanssa. Kohteena ovat kaikki toimialat. Teollisuussijoitus tekee pääomasijoituksia kohdeyritysten kasvun rahoitukseen, yrityksistä versoviin uusiin liiketoimintahankkeisiin, merkittäviin teollisiin investointeihin sekä toimiala- ja yritysjärjestelyihin. (Teollisuussijoitus 2010)

### **Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra**

Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra on itsenäinen julkisoikeudellinen rahasto, joka edistää yhteiskunnan hyvinvointia eduskunnan valvonnassa. Sitran tehtävät on määriteltä laissa. Rahaston tavoitteena on edistää Suomen vakaata ja tasapainoista kehitystä, talouden määrällistä ja laadullista kasvua sekä kansainvälistä kilpailukykyä ja yhteistyötä toimimalla erityisesti sellaisten hankkeiden toteuttamiseksi, jotka vaikuttavat kansantalouden voimavarojen käyttöä tehostavasti tai tutkimuksen ja koulutuksen tasoa kohoavasti taikka jotka selvittävät tulevaisuuden kehitysvaihtoehtoja.

Tavoitteensa toteuttamiseksi rahasto voi

- tehdä ja teettää tutkimuksia ja selvityksiä
- myöntää lainoja ja muuta rahoitusta, joiden takaisinmaksu voidaan määrätä ehdolliseksi
- myöntää avustuksia
- myöntää takauksia ja takuita
- osallistua yhteistyöhankkeisiin sekä omistaa osakkeita ja osuuksia yrityksissä.

Rahaston toiminta rahoitetaan peruspääomasta ja rahoitustoiminnasta saaduilla tuotoilla. Eduskunnan alaiseksi itsenäiseksi rahastoksi Sitra siirtyi vuonna 1991. (Sitra 2010.)

### **Keksintösäätiö**

Keksintösäätiö voi rahoittaa yksityishenkilöiden ja alkavien yritysten innovatiivisia ideoita tai keksintöjä. Keksintösäätiöllä on käytettävissään kaksi rahoitusmuotoa, avustus ja tukiraha. Avustusta voidaan käyttää idean ensiarvioinnin tueksi teetettäviin erilaisiin

selvityksiin, kuten uutuustutkimukseen. Jos idea etenee Keksintösäätiöön kehitettäväksi, sille voidaan avustusrahalta teettää perusteellisempia selvityksiä ja kartoituksia esimerkiksi teollis- ja tekijänoikeuksien (IPR) strategiaan ja markkinoihin liittyen. Tukirahaa voidaan puolestaan myöntää idean tai keksinnön kehittämiskustannuksiin, kuten patentointiin, tuotekehitykseen, testaukseen ja kaupallistamiseen. Rahoituspäätökset tehdään aina tapauskohtaisesti. Säätiön rahoitus on riskirahoitusta, johon ei tarvita vakuuksia. (Keksintösäätiö 2010.)

### **Kasvuyrityspalvelu**

Julkiset yrityspalveluorganisaatiot Finnvera, Finpro, Tekes ja TE-keskukset aloittivat vuonna 2003 uuden Kasvuyrityspalvelu-toimintamallin kehittämisen. Mallia testattiin pilottihankkeissa vuoden 2004 aikana ja vuonna 2005 jatkettiin toimintamallin vakiinnuttamista Finnveran kotimaan rahoitustoiminnassa.

Kasvuyrityspalvelun tavoitteena on löytää mahdollisimman varhaisessa vaiheessa ne yritykset, joilla on edellytyksiä kasvuun ja tarjota näille yrityksille palvelussa mukana olevien toimijoiden tarjonnasta koostuva palvelukokonaisuus yrityksen kehittämiseen, rahoitukseen tai kansainvälistymiseen. (Finnvera 2010.)

### **Yrityskiidytämöohjelma Vigo**

Työ- ja elinkeinoministeriö on käynnistänyt Tekesin kanssa Vigo-ohjelman nopeasti kasvavien, nuorten yritysten kehittämiseksi. Tavoitteena on houkutella julkisen sektorin kannustimilla parhaat ja kansainvälisesti kokeneet, yrityskehityksen huippuosaajat kehittämään alkavista yrityksistä uusia kasvuyrityksiä. Tässä tarkoituksessa perustetaan yrityskiihdyttämöjä, joissa ammattilaiset valmentavat alkavia yrityksiä nopeaan kasvuun ja sijoituskelpoisuuden parantamiseen. Ohjelman tavoitteena on tehostaa suomalaisten riskipääomamarkkinaa ja saada Suomeen kansainvälisiä kiihdyttämötoimijoita ja pääomasijoittajia. (Vigo 2010.)

Vigo-ohjelman kesto on kuusi vuotta ja toiminnan pilotointi aloitettiin keväällä 2009. Ohjelmaa johtaa työ- ja elinkeinoministeriö ja ohjelman koordinoinnista vastaa Tekes. Finnvera osallistuu ohjelmaan tytäryhtiönsä Aloitusrahoitus Vera Oy:n kautta tekemällä sijoituksia kiihdytettäviin yrityksiin. Ohjelmaan voi päästä mukaan ottamalla yhteyttä suoraan oman toimialan kiihdyttämöön. Tällä hetkellä Vigo-ohjelmassa on mukana kuusi kiihdyttämöä: Cleantech Invest, FoodProcessInnovations, Koppi-Catch, Lifeline Ventures, Lots ja Veturi Venture Accelerator. (Vigo 2010.)

### **Yritys-Suomi-palvelujärjestelmä**

Yritys-Suomi-verkkopalvelu kertoo, millaista apua yritys tai yrittäjä voi saada yrityksen perustamiseen, kasvattamiseen ja kehittämiseen. Yritys-Suomi on suunnattu erityisesti

pk-yrityksille. Työ- ja elinkeinoministeriö (TEM) koordinoi Yritys-Suomea. (Yritys-Suomi 2010)

Valtakunnallisen Yritys-Suomi-palvelujärjestelmän uudistamista edellytetään hallituksen strategia-asiakirjassa 2005. Tämä uudistus sisältyy myös hallituksen yrittäjyyden politiikkaohjelmaan. Valtioneuvoston asiaa koskevassa periaatepäätöksessä todetaan, että nykyisellään julkinen yrityspalvelujärjestelmä on päällekkäinen ja monimutkainen eikä aktivoi riittävästi sen asiakkaita. Tästä syystä palvelutarjonta on uudistettava asiakaslähtöiseksi. Tavoitteena on, että asiakas saa julkisia yrityspalveluja tasapuolisesti ja yhtäläisin perustein koko maassa mahdollisimman vaivattomasti ja saman toimintamallin pohjalta. (Paasivirta 2006)

Periaatepäätöksen mukaan uudistuksen tavoitteena on yrityspalvelujärjestelmä, jossa on suunnitelmallisesti siirrytty organisaatiolähtöisestä palvelumekanismista verkostotalouden ajan asiakaspalvelujärjestelmään. Asiakkaan ei tarvitse tuntea eikä ymmärtää palvelutuotannon taustalla toimivaa ohjausmekanismia ja organisaatioiden verkostoa. Julkishallinnon ohjausmekanismien tulisi tunnistaa ja tiedostaa yritysten tarpeet, kyetä ennakoimaan tulevia tarpeita ja kehitysvaatimuksia sekä pystyä suuntaamaan palvelutuotantoa asiakastarpeiden, yhteiskunnallisten tavoitteiden ja globaalien toimintaympäristön vaatimusten mukaisesti. Markkinapuuteperiaatteen ja yksityisten palveluntuottajien palvelujen käyttämisen tulee olla johtavana periaatteena. Yritys-Suomi-palvelujärjestelmän uudistaminen on tarkoitus toteuttaa vuoteen 2014 mennessä. (Paasivirta 2006)

## **5.4 Case -organisaation näkemykset bisnesenkeli-verkoston kehittämisestä**

Veraventure hallinnoimaa SijoittajaExtraa voidaan luvussa 4.2 esitetyn jaottelun mukaan pitää bisnesenkeli-verkostonä. Yksityishenkilöt voivat kirjautua vapaasti palveluun, ja heiltä kysytään muutamia taustatietokysymyksiä. Palvelu on heille ilmainen. Verkostoon kuuluville jäsenille järjestetään sijoittajailtoja ja koulutustilaisuuksia. Yritykset, jotka esittelevät sijoittajailloissa toimintaansa, ovat Veraventuren valitsemia. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että Veraventure on sijoittanut tai on ainakin kiinnostunut sijoittamaan Aloitusrahoitus Veran kautta kyseisiin yrityksiin, joten ne tulevat Veraventuren hankevirran kautta. Kevään 2010 aikana hankevirtaa on laajennettu myös Tekesin Nuoret Innovatiiviset Yritykset -ohjelmaan liittyvillä hankkeilla ja Vigo-kiihdyttämöiltä tulevilla hankkeilla. Jatkossa sitä on tarkoitus laajentaa entisestään.

Tutkimuksen kannalta oleellista on selvittää myös julkisen toimijan eli Veraventuren näkemyksiä siitä, miten heidän palvelunsa on lähtenyt käyntiin ja myös tulevaisuuden suunnitelmia palvelun osalta. Näitä vastauksia verrataan bisnesenkeleiden kokemuksiin. Veraventuren toimitusjohtajan näkemys SijoittajaExtra-palvelusta on, että palvelun ra-

kentäminen etenee oikeaan suuntaan. Hän toteaa, että bisnesenkeleitä voisi olla palveluun enemmän kirjautuneena. He olisivat voineet tehdä enemmän sijoituksia näihin kohteisiin ja sijoitukset voisivat olla suurempia. Hän pohtii myös, että onko bisnesenkelikulttuuri Suomessa vielä niin nuorta ja vähäistä, että Suomessa oltaisiin siinä tilanteessa, että ei ole tarpeeksi bisnesenkeleitä, jotka sijoittavat aikaisen vaiheen teknologiayrityksiin. Hänen mukaansa palveluun kirjautuneista sijoittajista suurin osa on tehnyt ensimmäisen sijoituksensa ja osa on tekemässä. Toisaalta osa on jo ammattimaisia bisnesenkeleitä. Hän painottaa myös, että bisnesenkelikulttuuri kehittyy, mutta oleellista olisivat onnistumiset eli hyviä irtaantumisia sijoituskohteista, joiden perusteella bisnesenkelitoiminnasta leviää positiivista tietoa.

Tutkijan kysyessä palvelun jäsenrakenteesta ja sen kasvattamisesta tulevaisuudessa, vai tullaanko bisnesenkeleitä jopa karsimaan tai valitsemaan tiukemmilla perusteilla Veraventure Oy:n toimitusjohtaja vastaa:

*Olemme käyneet keskustelua jäsenrakenteen kehittämisestä. Tällä hetkellä palveluun on suhteellisen vapaa kirjautuminen. Palvelu on toistaiseksi nuorta ja opettelemme tuntemaan toinen toisiamme. Ne henkilöt, jotka muutamassa vuodessa, eli kahden - kolmen vuoden kuluessa, eivät ole tehneet yhtään sijoitusta tai olleet muuten aktiivisia toimijoita, voidaan karsia pois. (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja)*

Lausunnosta voidaan tehdä johtopäätös, että Veraventure haluaa jäsenistöön nimenomaan aktiivisia bisnesenkeleitä, eikä vain henkilömassaa. Toisaalta palvelu on vielä alkuvaiheessa ja jäsenistöä ei ole vielä haluttu lähteä karsimaan. Keskusteltaessa jäsenistön aktiivisuudesta kuluneen kahden vuoden ajalta voidaan havaita, että verkostoon kirjautuneet henkilöt edustavat hyvin heterogeenistä ryhmää. Osa ryhmään kuuluvista on hyvinkin aktiivisia ja osa taas sijoituskäyttäytymiseltään varsin passiivisia. Kysyttäessä verkoston jäsenten aktiivisuudesta saatiin seuraavanlainen vastaus:

*Osaan olen ollut hyvin tyytyväinen ja monen kanssa käydään viikoittain keskusteluja uusista ja olemassa olevista sijoituksista. Osa sijoittajista on syystä tai toisesta passiivisia, he ovat kirjautuneita palveluun, mutta eivät ole aktiivisesti etsimässä juuri nyt sijoituskohdetta. Palveluun kirjautuneiden henkilöiden skaala jakautuu ihan yksityishenkilöistä lähes ammattimaisiin sijoittajiin ja joukossa on myös konsulttityylisiä henkilöitä, jotka saattavat tarjota omia konsultatiivisia palveluja yrityksille sijoitustoiminnan ohella. (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja)*

Veraventuren toimitusjohtajan vastauksen perusteella voidaan todeta, että bisnesenkeliverkosto ei ole jäsenistön osalta profiloitunut kovin tarkasti. Palveluun on otettu mukaan kaikki halukkaat yksityishenkilöt. Tutkija pitää tätä oikeana menettelynä palvelun käynnistämävaiheessa, mutta nyt kun palvelu on ollut toiminnassa noin kaksi vuotta, olisi perusteltua lähteä kehittämään palvelua johonkin tiettyyn suuntaan tai jollekin tie-

tylle kohderyhmälle. Veraventuren toimitusjohtajalla on samansuuntaisia näkemyksiä. Hänen mukaansa palvelu on vielä rakentamisvaiheessa ja vasta nyt pystytään hieman analysoimaan, minkälaista jäsenistöä verkostossa on mukana ja harkitsemaan kehityssuuntia palvelulle.

Kysyttäessä kehitysajatuksia, Veraventuren toimitusjohtajalta saatiin seuraava vastaus:

*Ensinnäkin pienempinä asioina: Tehdäänkö palvelusta maksullinen, joka kohottaa kirjautumiskynnystä ja ehkä vain oikeat enkelit olisivat silloin mukana, jotka tekevät sijoituksia. Toinen: Näiden erilaisten palveluiden sisältöjen kehittäminen, tilaisuuksien sisältöjen kehittäminen ja nettipalvelun sisällön kehittäminen. Sisällön kehittämiseen liittyy se, että mitä hankevirtaa me tarjoamme yksityissijoittajille. Koko toiminnan lähtökohta on ollut, että me tarjoamme bisnesenkeleille kohteita Aloitusrahaston hankevirrasta. Meille tulee kuitenkin koko ajan tarjouksia mitä erilaisimmista, eri kehitysvaiheissa olevista hankkeista, jotka etsivät bisnesenkeleitä. Ja tiedämme hyvin, että bisnesenkelit tekevät sijoituksia muuallekin kuin aikaiseen vaiheeseen. Iso kysymys on hankevirran laajentaminen, eli lähdetäänkö sitä tekemään ja miten? Oma kysymyksensä pitkän päälle on se, että kuinka kauan bisnesenkelitoimintaa tehdään julkisen toimijan vetämänä? (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja)*

Bisnesenkeliverkoston kehittämisessä Veraventuren näkemykset voidaan jakaa neljään eri kategoriaan. Kehityssuunnat liittyvät jäsenistön rakenteeseen, palvelujen sisällön kehittämiseen, hankevirran laajentamiseen ja verkoston vetovastuuseen. Veraventuren visioimaksi kehitysnäkymäksi voidaan katsoa myös bisnesenkelirahaston kehittäminen osaksi verkostoa. Tarve bisnesenkelirahaston kehittämiselle on lähtenyt siitä, että Veraventuren näkemyksen mukaan bisnesenkelirahaston kehittäminen osaksi verkostoa muodostaisi koordinoitumman kokonaisuuden bisnesenkelitoiminnalle. Myös bisnesenkeleiltä kysyttiin mielipiteitä bisnesenkeliverkoston kehittämisestä. Heidän vastauksiaan tutkitaan seuraavassa luvussa.

## **5.5 Bisnesenkeliverkoston jäsenten näkemykset kehityssuunnista**

Bisnesenkeleiden näkemykset bisnesenkeliverkoston jo olemassa olevien palveluiden kehittämisestä voidaan jakaa hankevirran, sijoittajailtojen sisällön sekä sähköisen palvelun kehittämiseen. Myös palvelun muuttaminen maksulliseksi herättää bisnesenkeleissä ajatuksia. Bisnesenkeleiden näkemysten mukaan verkoston hankevirtaa tulisi kasvattaa. Kolme bisnesenkeliä sanoo, että bisnesenkeleille olisi hyvä esitellä myös muita

kuin Veraventuren kohdeyrityksiä. He mainitsevat, että olisi hyvä saada hankevirtaa myös muilta julkisilta toimijoilta, kuten Tekesiltä tai Yrityskiidytämöohjelma Vigolta<sup>22</sup>. Kokeneen sijoituskäyttäytymiseltään passiivisen bisnesenkelin D:n mukaan Tekesin hankevirrasta voisi nousta esiin enemmän hiomattomia timantteja, koska Tekesin tukipolitiikka on innovaatioiden ja teknologioiden kehittämistä varten. Hän perustelee näkemystään seuraavanlaisesti:

*Nykyjärjestelmässä yrittäjältä vaaditaan, että pystyy jalostamaan yrityksensä niin sanotusti pankkikelpoiseen kuntoon, joka johtaa siihen, että jää suuri määrä hiomattomia timantteja käyttämättä – pitäisi olla joku keino, millä pystytään jalostamaan yrityksiä aikaisemmassa vaiheessa, niin tehokkuus paranisi. (Bisnesenkeli D)*

Hänen näkemyksen mukaan olisi hyvä jos bisnesenkelit pääsisivät itse tekemään päätöksiä kohdeyrityksistä, joita esitellään sijoittajailloissa ja sitä kautta hankevirtaan voitaisiin saada haluttua kehitystä. Kahden aktiivisesti sijoituksia tekevän bisnesenkelin mukaan bisnesenkeleille esiteltävien kohdeyritysten määrää tulisi lisätä. Kokeneen aktiivisesti sijoituksia tekevän bisnesenkelin B näkemys hankevirran kehittämisestä on:

*Hankevirta... Enemmän niin, että sijoittajailloissa olisi esiintymässä iso massa yrityksiä, esimerkiksi 20 yritystä pitäisi kahden minuutin pitchin. Parin minuutin pitchi ja viiden minuutin keskustelu... Eli tuplanopeudella nykyiseen malliin verrattuna. Enemmän yrityksiä, jotka ovat menossa Veraventurella läpi. Jos yritys ei sovi Veraventuren sijoituspolitiikkaan, niin sillä olisi kuitenkin mahdollisuus päästä hakemaan rahoitusta enkeleiltä. (Bisnesenkeli B)*

Johtopäätöksenä hankevirran kehittämisestä voidaan todeta, että bisnesenkelit haluaisivat, että heille esiteltäisiin myös kohdeyrityksiä, joihin Veraventure ei ole sijoittamassa Aloituserahasto Veran kautta, kohteita muilta julkisilta toimijoilta ja ylipäättään enemmän kohteita. Hankevirran lisäystä toivoivat etenkin aktiivisesti sijoittavat bisnesenkelit, mutta huomionarvoista on se, että myös sijoituskäyttäytymiseltään passiivisempi bisnesenkeli olisi itse valmis osallistumaan kohdeyritysten arviointiin.

Bisnesenkeliä näkemykset sijoittajailtojen sisällön kehittämisestä painottuvat selvästi bisnesenkeliä keskinäisen vuorovaikutuksen lisäämiseen. Sijoittajailtojen tarkoituksena pitäisi olla hankevirran tarjoamisen lisäksi keskustelun herättäminen ja suomalaisten bisnesenkeleiden tutustuminen toisiinsa. Bisnesenkelit E ja F, jotka ovat haastattelujoukon vähiten kokemusta omaavia kertovat, että eivät ole saaneet uusia kontakteja Veraventuren järjestämistä tilaisuuksista. Kokeneen, aktiivisesti sijoittavan bisnesenkeli A:n näkemyksen mukaan sijoittajailloissa on hyvin paljon itsestä kiinni, kuin-

<sup>22</sup> Haastattelujen jälkeen hankevirtaa on laajennettu Vigo-hankkeilla ja myös muu laajentaminen on työn alla.

ka hyvin verkottuu ja tutustuu toisiin bisnesenkeleihin eli palveluun ei kuulu mitään, mikä edesauttaisi muihin tutustumista. Hänen näkemyksensä asiasta on:

*Voisi olla avoimempaa... esimerkiksi joku pikatreffijärjestely tai jokainen voisi esittäytyä ja kertoa minkälaisiin kohteisiin sijoittaa. Tilanne on nyt se, että tilaisuudessa on 30 ujoa herraa ja harvat keskustelevat keskenään.* (Bisnesenkeli A)

Hänen näkemyksensä mukaan vuorovaikutuksen ja avoimuuden lisääminen voisi lisätä esimerkiksi seuraavanlaisia tilanteita:

*Hei sä sijoitat kanssa mediateknologiaan, ootko nähnyt mitään mielenkiintoisia keissejä viime aikoina?* (Bisnesenkeli A)

Hän toteaa myös, että bisnesenkeli haluavat harvoin miettiä yksin potentiaalisia kohdeyrityksiä ja bisnesenkeli on vaikea verkottua, jos ei ole sopivia foorumeja Vuorovaikutuksen lisäyksellä olisi suuri merkitys myös tietyn tyyppisen yhteenkuuluvaisuuden kasvuun. Sitä kautta jäsenistöä saataisiin myös eheämmäksi ja varmasti myös verkoston jäsenet osallistuisivat tilaisuuksiin useammin.

Jonkin verran kokemusta omaavan bisnesenkeli E:n näkemyksen mukaan heille voitaisiin järjestää myös ihan puhtaasti keskustelutilaisuuksia, jonne voitaisiin kutsua esimerkiksi samasta toimialasta kiinnostuneita bisnesenkeleitä. Kokeneet bisnesenkeli D ja C korostavat, että tapahtumista ei saisi muodostua pelkästään bisnesenkeli verkostoitumistilaisuuksia, vaan tapahtumiin osallistuisivat aidosti sijoittamisesta kiinnostuneet henkilöt.

Yhdysvalloissa pääasiallisesti asuva kokenut bisnesenkeli C, joka kuuluu myös Washingtonin alueella toimivaan bisnesenkeli verkostoon, kertoo omasta kokemuksestaan, että nimenomaan korkealla osallistumisaktiivisuudella on vaikutusta vuorovaikutuksen kasvamiseen. Hänen mukaansa sijoittajailat pitäisi saada sen tyyliksi, että niin sanotut vakiokasvot tulisivat aina paikalle. Tämä lisäisi dynaamisuutta sekä keskustelua jäsenistön keskuudessa. Hänellä oli myös erittäin positiivisia kokemuksia heidän bisnesenkeli verkostonsa sijoittajailtojen käytännöistä. Jokaisen sijoittajailtaan osallistuvan bisnesenkeli on kommentoitava toimintaansa esittelevän yrityksen esitystä. Hän painottaa sitä, että käytännöllä on positiivinen vaikutus niin yrittäjälle kuin bisnesenkeleille. Yrittäjä saa enemmän palautetta yrityksestään ja vuorovaikutus bisnesenkeleiden välillä kasvaa. Samankaltainen näkemys on myös kokeneella, aktiivisesti Suomessa sijoituksia tekevällä bisnesenkeli A:lla. Hänen mukaansa jokaisella bisnesenkeliillä voisi olla äänestyskone, jonka kautta annettaisiin toimintaansa esittelevälle yritykselle arvosana. Hänen mukaansa se olisi yrittäjänkin kannalta parempi tapa saada palautetta toiminnastaan.

Veraventuren bisnesenkeleille järjestämät koulutukset herättävät haastattelujoukossa positiivisia ajatuksia. Aloitteleva bisnesenkeli F sekä kokemusta jonkin verran omaava bisnesenkeli E kokevat koulutukset korkeatasoisiksi. Aloitteleva bisnesenkeli on käynyt muissa vastaavissa koulutuksissa, mutta hänen mukaansa Veraventuren bis-

nesenkeliverkoston koulutukset ovat olleet parempia. Kokeneemmat bisnesenkelit eivät nostaneet koulutusta esille haastattelutilanteissa.

Palvelun muuttaminen maksulliseksi nousi esille myös bisnesenkeleiden kanssa tehdyissä haastattelutilanteissa, vaikka maksullisuuden vaikutuksia ei bisnesenkeiltä suoraan kysytytkään. Kaksi kokenutta ja yksi jonkun verran kokemusta omaava bisnesenkeli mainitsevat, että palvelun muuttamisella maksulliseksi saattaisi olla positiivinen vaikutus. Positiivisella vaikutuksella bisnesenkelit tarkoittavat lähinnä jäsenistön kiinteyden ja eheyden kasvamista sekä sitä kautta keskinäisen vuorovaikutuksen vahvistamista tilaisuuksissa. Jäsenmaksua kannattava kokenut, aktiivisesti sijoittava bisnesenkeli B toteaa, että jäsenmaksu saattaisi karsia pois noin 25 - 50 prosenttia verkoston jäsenistöstä, mutta silloin toiminnassa olisivat mukana oikeasti sijoittamisesta kiinnostuneet bisnesenkelit. Hän painottaa kuitenkin, että mikäli verkoston jäsenyydestä perittäisiin maksu, niin hankevirran tulisi olla laajempaa ja monipuolisempaa kuin tähän mennessä.

Kokenut aktiivisesti sijoittava bisnesenkeli A esittää vaihtoehdoisen näkemyksen jäsenmaksulle jäsenistön eheyden ja keskinäisen vuorovaikutuksen kasvattamisessa. Hänen mukaansa samaan lopputulokseen voitaisiin päästä, jos järjestettäisiin toimialakohteisesti keskittyneitä sijoittajailtoja. Hänen argumenttinsa on seuraava:

*Tällä hetkellä keissit on laidasta laitaan. Joku voi ajatella, että eihän siellä ole kuin yksi softafirma esillä ja ei viitsi vaivautua paikalle. Olisi myös hyvä, että saataisiin paikalle mahdollisimman paljon samoista asioista kiinnostuneita henkilöitä – Monipuolisuus on rikkaus, mutta myös huono juttu, koska keissien pohtiminen yhdessä eventin aikana vaikeutuu.*

(Bisnesenkeli A)

Hän painottaa myös sitä, että rahoitusta hakevat kohdeyritykset esiteltäisiin ensin sijoittajailloissa, ja vasta sen jälkeen ne laitettaisiin esille Extranet -palveluun. Hänen näkemyksensä voidaan tiivistää niin, että bisnesenkeleiden tulisi kokea jokin konkreettinen hyöty osallistumisesta sijoittajailtoihin.

Bisnesenkeliverkostoon kuuluu myös sähköinen Extranet -palvelu. Bisnesenkeliä näkemyksen mukaan myös Extranet -palvelua voitaisiin viedä enemmän yhteisölliseen suuntaan. Kokeneet bisnesenkelit A ja D toteavat, että palveluun voitaisiin luoda jokaiselle bisnesenkelille omat käyttäjäprofiilinsa<sup>23</sup>, josta voisi löytyä taustatietoja bisnesenkelin kokemuksesta sekä mielenkiinnon kohteista. Käyttäjäprofiileihin voisi jokainen jäsen eritellä omat vahvuutensa ja toimialat, joihin tekee sijoituksia. Kyseisten bisnesenkeleiden mukaan tätä kautta jäsenistölle voitaisiin lähettää myös toimialakohteisesti suunnattuja kutsuja tilaisuuksiin tai tietoja joistakin kohdeyrityksiä. Bisnesenkeli A tosin mainitsee, että käyttäjäprofiilien luonti saattaisi karsia osan jäsenistöstä pois,

<sup>23</sup> Haastattelujen jälkeen extranet-palvelua on laajennettu mm. käyttäjäprofiileilla.

koska on myös bisnesenkeleitä, jotka eivät halua olla esillä. Käyttäjäprofiilien luonnilla olisi kuitenkin sitä kannattavien bisnesenkeleiden mielestä enemmän positiivisia kuin negatiivisia vaikutuksia. Aloittelevan bisnesenkeli F:n mukaan Extranet -palveluun olisi hyvä saada myös eräänlainen materiaalipankki. Materiaalipankki voisi koostua alaan liittyvistä ajankohtaisista tutkimuksista, perusinformaatiosta sekä muusta koulutusmateriaalista esimerkiksi hallitustyöskentelyyn liittyen.

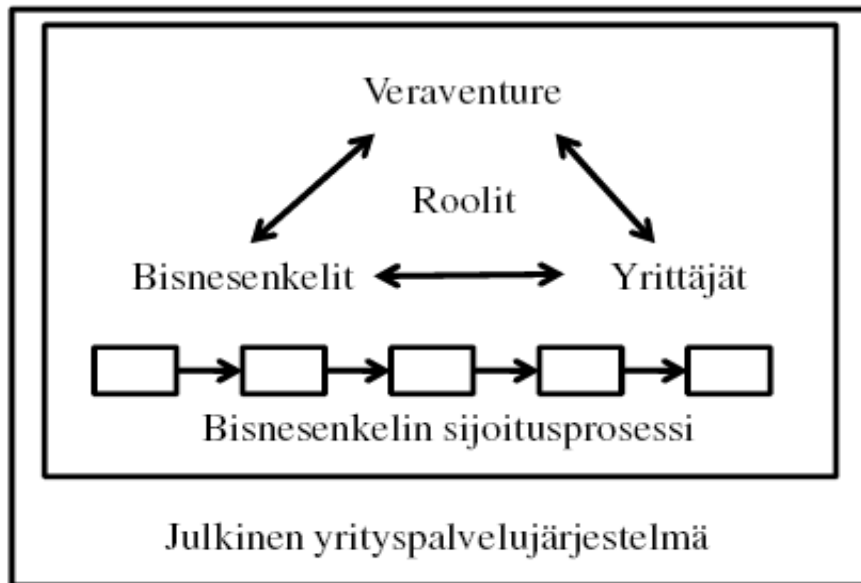
Yhteenvedona bisnesenkeliä verkoston kehittämistä koskevista näkemyksistä voidaan todeta, että suurin kehitystarve etenkin kokeneiden bisnesenkeliä näkökulmasta on hankevirran monipuolistaminen ja sijoittajille esiteltävien kohdeyritysten määrällinen kasvattaminen. Yksi kokeneista bisnesenkeleistä osoitti myös halukkuutta osallistua itse kohdeyritysten karsintaprosessiin. Kaikkien bisnesenkeliä mielestä kehitettävää on eniten verkoston jäsenistön välisessä vuorovaikutuksessa ja verkoston eheyden kasvattamisessa. Edellä olevien tavoitteiden saavuttamista saattaisivat edistää verkostoon kuumumiseen maksullisuus, bisnesenkeliä keskinäisen vuorovaikutuksen lisääminen sijoittajailloissa ja Extranet -palvelussa sekä toimialakohtaisten sijoittajatilaisuuksien järjestäminen. Aktiivisesti sijoituksia tekevät bisnesenkeliä suhtautuivat palvelun maksullisuuden myönteisemmin kuin tällä hetkellä sijoituskäyttäytymiseltään passiivisemmat. Huomionarvoista on myös se, että kehityskohteita kysyttäessä, ei rahaston luomista osaksi palvelua maininnut yksikään bisnesenkeli.

## 5.6 Yhteenveto

Bisnesenkeliätoiminnan kehittämistä on tarkasteltu Veraventuren ja bisnesenkeleiden näkökulmista sekä käyty läpi Suomen julkinen rahoituspalvelujärjestelmä. Pääomasijoitusyhtiöiden vetäytyminen aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoilta on nähtävissä myös Suomessa. Useita julkisia rahoituspalveluja on luotu täyttämään rahoituskuiluja, mutta erilaisten laitosten ja virastojen paljous voi olla yrittäjien näkökulmasta myös negatiivinen asia. Kokenut bisnesenkeli D toteaa, että aikaisen vaiheen yritysten yrittäjien on vaikea hakea julkista rahoitusta yksikertaisesti siksi, että he eivät tiedä, että miltä taholta rahoitusta pitäisi hakea missäkin yrityksen kehitysvaiheessa.

Suomalaisten bisnesenkeleiden sekä varakkaiden yksityishenkilöiden houkuttelemisen tarjoamaan rahoitusta aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoille on tärkeää. Case -organisaatio pyrkii toiminnallaan lisäämään bisnesenkeleiden aktiivisuutta ja kanavoimaan sijoituskohteita julkisten toimijoiden hankevirrasta yksityisen pääoman piiriin. Kuten luvuista 5.4 ja 5.5 käy ilmi, niin kehityskohteita löytyy vielä, mutta suunta on oikea. Bisnesenkeleiden näkökulmasta tarkasteltuna tärkeimmät kehityskohteet ovat hankevirran laajentaminen, suomalaisten bisnesenkeleiden yhtenäisyyden kasvattaminen sekä suomalaisen bisnesenkeliäkulttuurin kehittäminen. Kehittämistyössä on kuitenkin otet-

tava huomioon myös yrittäjien näkökulma. Tätä bisnesenkeli-toiminnan kehittämiseen liittyvää kokonaisuutta on hahmoteltu seuraavassa kuviossa.



Kuvio 13 Bisnesenkeli-toiminnan kehittämisen osatekijät

Tässä tutkimuksessa on tarkasteltu bisnesenkeli-toiminnan kehittämistä nimenomaan bisnesenkeli-näkökulmasta ja huomioitu myös case -organisaation toimintamahdollisuudet. Myös muun julkisen yrityspalvelun kuvaus on välttämätöntä, koska sen rooli aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoilla on merkittävä. Yrittäjien näkökulma on kuitenkin rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Rahoitusta hakevien yritysten tavoitteiden ja ongelmien tarkastelu olisi kuitenkin perusteltua ja näin saataisiin kaikkien osapuolien näkemykset toiminnan kehittämisen lähtökohdiksi. Yrittäjien näkemysten kartoittamista voidaankin pitää hyvänä jatkotutkimusmahdollisuutena. Seuraavassa luvussa tarkastellaan bisnesenkeleiden näkemyksiä rahastomallista, joka olisi toteutuessaan, niin case -organisaation kuin teorian mukaan astetta organisoidumpi kokonaisuus bisnesenkeli-ryhmästä.

## **6 BISNESENKELIRAHASTON KEHITTÄMINEN OSAKSI VERAVENTURE OY:N HALLINNOIMAA VERKOSTOA**

### **6.1 Bisnesenkeleiden mielenkiinto rahastoa kohtaan**

Kaikki haastatteluun osallistuneet bisnesenkelit osoittivat mielenkiintoa rahastoa kohtaan. Haastatteluissa kävi selkeästi ilmi, että mitä kokeneempi bisnesenkeli oli kyseessä, sitä enemmän hän oli ajatellut asiaa ennen haastattelua. Heillä oli myös enemmän näkemyksiä rahastoon liittyvistä rakenteellisista seikoista. Jonkin verran kokemusta omaava bisnesenkeli E esitti argumentikseen bisnesenkelirahaston puolesta: "on hyvä olla erilaisia malleja". Haastatteluilla kartoitettiin suomalaisten bisnesenkelien ajatuksia rahastosta, ja olisiko siitä kokonaisvaltaisesti jotain hyötyä suomalaiselle aikaisen vaiheen sijoitustoiminnalle. Kokonaisvaltaisuudella tarkoitetaan sitä, että kokisivatko jo nyt bisnesenkelitoimintaa harjoittavat yksityishenkilöt rahastosta olevan jotain hyötyä heille itselleen ja uskoisivatko he, että rahaston avulla saataisiin lisää uusia yksityishenkilöitä mukaan bisnesenkelitoimintaan.

Kokeneet bisnesenkelit A ja B sanoivat, että voisivat olla varauksella kiinnostuneita bisnesenkelirahastoon sijoittamisesta, mikäli Veraventure loisi sellaisen Suomeen. Bisnesenkelit painottivat kuitenkin rahastoon liittyvien strategisten seikkojen selvittämistä sitä ennen. Kokeneet bisnesenkelit C ja D suhtautuvat kielteisemmin rahastoon sijoittamiseen. D:n kielteinen kanta on tilapäisempi ja hän toteaa, että hänellä on nyt portfolio täynnä. Mikäli hän onnistuisi saamaan yhden irtautumisen, niin hän voisi harkita asiaa uudestaan. Bisnesenkeli C asuu pääsääntöisesti Yhdysvalloissa. Hän pitää bisnesenkeli-rahastoa erittäin hyvänä ideana, mutta piti epätodennäköisenä sijoittamista Suomeen.

Tarkasteltaessa bisnesenkeleiden toimintaa edellisen 12 kuukauden sijoituskäyttämisen perusteella, huomionarvoista on, että aktiivisesti sijoittavat, kokeneet bisnesenkelit suhtautuivat selvästi myönteisemmin bisnesenkelirahastoon kuin aktiivisesti sijoittava, jonkin verran kokemusta omaava bisnesenkeli E. Jonkin verran kokemusta omaava aktiivisesti sijoittava bisnesenkeli E ei uskonut, että olisi kiinnostunut sijoittamaan rahastoon. Hän kuitenkin kertoi myös, että rahaston malli ja kanssasijoittajat vaikuttaisivat paljon hänen päätökseen. Hän perusteli kantaansa myös sillä, että jos hän haluaa hajauttaa sijoituksiaan, niin hän sijoittaa julkisesti noteerattuihin yhtiöihin. Jos hän taas haluaa tehdä aktiivisesti sijoituksia, niin hän sijoittaa suoraan. Aloitteleva bisnesenkeli F ei osannut sanoa suoraan olisiko kiinnostunut sijoittamaan bisnesenkelirahastoon. Hän ei ole toisaalta tehnyt vielä yhtään bisnesenkeli-sijoitusta, eikä hän etsi aktiivisesti sijoituskohteita tällä hetkellä. Hän kertoi, että hänen mahdollinen sijoituspo-

tentiaalinsa on kiinni julkisesti noteeratuissa osakkeissa, ja että hänellä ei toisaalta ole tällä hetkellä ylimääräistä varallisuutta.

Bisnesenkeleiden näkemys oli myönteinen, kun heiltä kysyttiin madaltaisiko rahastomahdollisuus yksityishenkilöiden kynnystä lähteä mukaan bisnesenkelitoimintaan. Kaikki bisnesenkelit olivat sitä mieltä, että rahastolla voisi olla oikein toteutettuna myönteinen vaikutus uusien bisnesenkeliön houkuttelemiseksi. Kokeneen bisnesenkeliön D näkemyksen mukaan Suomessa on nykypäivänä jo paljon varakkaita yksityishenkilöitä, jotka ovat vielä työelämässä, mutta ovat kiinnostuneita lähtemään mukaan bisnesenkelitoimintaan. Hänen mielestään rahasto olisi hyvin houkutteleva tapa saada tämäntyyllisiä ihmisiä mukaan, koska rahaston kautta sijoittaminen ei vaadi sijoittajalta niin paljon aikaa. Hän painottaa myös sitä, että rahasto olisi nimenomaan hyvä tapa aloittaa sijoittaminen ja sen kautta mukaan saataisiin varmasti myös henkilöitä, jotka olisivat valmiita tekemään myöhemmin suurempia suoria sijoituksia.

Johtopäätöksenä voidaan todeta, että bisnesenkeleillä oli melko positiivinen suhtautuminen rahaston luomiselle osaksi Veraventureen yksityissijoittajaverkostoa. Kuudesta haastatteluun osallistuneesta bisnesenkelistä kaksi voisi harkita sijoittamista rahaston kautta edellyttäen, että he olisivat tyytyväisiä rahaston toteuttamistapaan. Tutkijan havaintojen perusteella kukaan Suomessa vakinaisesti asuvista bisnesenkeleistä ei sulkenut ehdottomasti pois omaa mahdollista sijoitustaan. Lisäksi kaikki haastatteluun osallistuneet olivat sitä mieltä, että rahasto voisi olla hyvä keino saada uusia yksityishenkilöitä mukaan bisnesenkelitoimintaan.

## 6.2 Rahaston strateginen asema

Kokenut bisnesenkeli A pohtii ainoana rahaston strategista asemaa, mutta tutkijan näkemyksen mukaan pohdinta on aiheellista ja perusteltua, joten se päätettiin sisällyttää tutkimukseen. Kuten aikaisemmin todettiin, bisnesenkeli A saattaisi olla valmis sijoittamaan rahastoon, mikäli hän olisi tyytyväinen sen toteuttamistapaan. Ensiksi hän pohtii rahaston asemaa Veraventureen näkökulmasta:

*Nyt Veraventure tekee hiukan sitä samaa. Kiinnostaisi tietää, että kun Aloitusrahasto Veralla on oma fund, sitten on enkeleitä, jotka sijoittaa ja sitten on vielä joku kolmas instrumentti, eli miten tämä on ajateltu. (Bisnesenkeli A)*

Bisnesenkeli A pohtii siis rahaston sijoittumista ja tarvetta Veraventureen bisnesenkeliön verkoston nykymalliin. Veraventureen toimitusjohtajan kommenttien perusteella verkostoa ollaan viemässä enkelivetoiseksi. Molemmat näkevät enkelirahaston koordinoidumpana kokonaisuutena bisnesenkeliön verkostosta. Bisnesenkeli A nostaa esiin myös Työ- ja elinkeinoministeriön ja Tekesin yhteishankkeen Yrityskiihdyttämöoh-

jelma Vigon. Hänen näkemyksensä mukaan Vigo-ohjelma ja enkelirahasto saattaisivat joutua epäreiluun kilpailuasetelmaan:

*Vigoilla on kiihdytyskaistastatus ja enkelifundi on ilman mitään kiihdytyskaistaa ja statusta, niin millä se kilpailee? Sillä, että siellä on enkeleitä ja osaamista tulee mukana. Suomalaisten aloittavien yritysten kenttä on hyvin dynaamisessa vaiheessa. (Bisnesenkeli A)*

Bisnesenkeli A puhuu tilanteesta, jossa sekä Yrityskiihdytysohjelma Vigo ja bisnesenkelirahasto haluaisivat tehdä sijoituksen samaan kohdeyritykseen. Asetelma on mielenkiintoinen myös tutkijan tekemien havaintojen mukaan, koska bisnesenkeli pitää myös itseään tietynlaisena yrityskiihdyttämönä. Veraventuren toimitusjohtajan mukaan bisnesenkeli väittää kilpailuasetelmasta pitää osittain paikkansa, mutta hän painottaa myös sitä, että ne voisivat olla keskenään myös yhteistyötahoja. Hänen mukaansa mikään ei estä sitä, että bisnesenkeli tekisivät yhteissijoituksia Vigo-ohjelman tai Aloitusrahasto Veran kanssa. Hän painottaa kuitenkin myös sitä, että kyse on hyvin paljon siitä, miten bisnesenkeli rakentavat yhteistyön Vigo-ohjelman kanssa, vaikka hän toteaaakin tämän voivan olla vaikeaa, niin kauan kuin bisnesenkeli-toiminta on hajanaista. Vigo-ohjelman kohdalla hän painottaa myös sitä, että ohjelmassa tullaan tekemään vain rajattu määrä sijoituksia. Tällä hetkellä niin sanottuja Vigo-ohjelmia on kuusi ja jokainen niistä tulee tekemään arviolta 5 – 10 sijoitusta. Veraventuren toimitusjohtajan näkemyksen mukaan bisnesenkeleille riittää joka tapauksessa kohdeyrityksiä. Elinkeinoelämän keskusliiton, Työ- ja elinkeinoministeriön ja Suomen pankin yhdessä toteuttama Suomen yritysten vuoden 2009 rahoituskysely tukee tätä väitettä. Rahoituskyselyyn vastasi 679 palvelu- ja 280 teollisuusyritystä eri koko- ja toimialaluokista vastausprosentin ollessa 69. Tutkimuksen mukaan lähes kolmanneksella uutta rahoitusta hakeneista yrityksistä oli vaikeuksia saada uutta rahoitusta edellisen 12 kuukauden aikana. Ennen finanssikriisiä vastaava luku oli kaksi prosenttia (Elinkeinoelämän keskusliitto - Työ- ja elinkeinoministeriö - Suomen Pankki 2009, 2). Voidaan siis todeta, että Suomen rahoitusmarkkinoilla ei ole ainakaan ylitarjontaa.

Veraventure Oy:n toimitusjohtaja kuvaa myös Vigo-ohjelman ja bisnesenkeli-eroavaisuutta kohdeyrityksen kannalta. Vigo-ohjelman toimintaperiaatteeseen kuuluu, että kohdeyritykset otetaan hyvin tiukkaan ohjaukseen. Bisnesenkeli ohjaavat vain harvoin hyvin tiukasti kohdeyrityksiä. Bisnesenkelirahaston toimintaan ja sen profiloitumiseen suhteessa julkisiin toimijoihin vaikuttaisi hyvin oleellisesti rahaston hankevirta. Veraventure on valmis tarjoamaan hankevirtaansa bisnesenkelirahastolle. Toisaalta rahasto voisi saada hankevirtaansa ihan mistä tahansa muualtakin. Veraventure ei aseta hankevirralla rajoituksia. Tarkasteltaessa Veraventure ja Yrityskiihdyttämöohjelma Vigon hankevirtaa voidaan todeta, että tällä hetkellä Vigo-ohjelma on tärkeysjärjestyksessä edellä. Niin sanotun "julkisen putken" parhaat hankkeet menevät ensiksi Vigo-ohjelmalle ja mikäli lisärahoitusta tarvitaan, hankkeet tulevat Veraventurelle.

Kokenut bisnesenkeli A nostaa esille vahvan näkemyksen enkelirahaston ja julkisten toimijoiden välisestä suhteesta:

*Jos olisi puhdas pöytä niin kuin Piilaaksossa on, kun siellä ei ole Tekesiä eikä kiihdytyskaistoja, niin siellä enkelifundit ovat selkeempi juttu, mutta Suomen kentässä olisi jännä nähdä, mikä enkelifundin rooliksi tulisi. Mikä olisi sen mandaatti? Olisiko se ruokaketjun alkupäässä vai välissä vai olisiko se joku tukeva instrumentti? Jäisikö rooliksi se, että kun muualta ei saada, niin kysytään vielä tuolta enkelirahastosta? Enkelifundilla tulisi olla Vigon status, jotta se olisi kiinnostava. (Bisnesenkeli A)*

Jos tarkastellaan asiaa bisnesenkeleiden kannalta, niin tuntuisi hyvin erikoiselta, jos bisnesenkelirahaston hankevirta rakentuisi vain julkisen toimijan hankevinnan pohjalle. Ensinnäkin alan kirjallisuus ja tutkimuksen empiria osoittavat, että bisnesenkelit ovat usein hyvin verkottuneita ja heillä on jo valmiiksi omat menetelmänsä hankevirtansa muodostamiseen. Toiseksi vain vajaa kolmasosa suomalaisista yrityksistä on käyttänyt viimeisen kolmen vuoden aikana julkista yritysrahoitusta (Elinkeinoelämän keskusliitto ym. 2009, 19). Bisnesenkelit C, D ja F mainitsivat, että he ovat kuulleet yrittäjiltä negatiivisia kokemuksia Suomen valtion toimijoiden rahoitusprosessista. Kyseiset yritykset ovat arvostelleet prosessin kankeutta ja hitautta, eivät ne aio enää hakea rahoitusta julkiselta toimijalta. Edellä esitetyn pohjalta voidaan varsin selkeästi todeta, että rahoitusmarkkinoilla olisi tilaa myös bisnesenkelirahastolle.

### **6.3 Rahaston varojen kerääminen**

Etenkin kokeneiden bisnesenkeliä näkemyksissä rahaston varojen keräämisestä oli joi-takin eroavaisuuksia. Kokeneen bisnesenkeliä A näkemyksen mukaan rahastoon voisi sijoittaa kuka tahansa riippumatta siitä, onko kiinnostunut lähtemään mukaan varsinaiseen bisnesenkelitoimintaan. Kokenut bisnesenkeli C on taas vakaasti sitä mieltä, että rahastoon valittaisiin vain vartenotettavia bisnesenkeleitä. Hän painottaa, että rahastosta ei saisi tulla mikään ”statuskysymys” eikä ”konsulttien leikkikenttä”. Kahden edellä mainitun bisnesenkeliä mielipiteet ovat eniten toisistaan eroavia. Kokeneista bisnesenkeleistä kaksi muuta edustavat keskenään hyvin samankaltaista linjaa. Molempien mielestä bisnesenkeleiden varojen lisäksi rahastoon olisi hyvä saada myös passiivisempaa rahaa. Bisnesenkeleillä E ja F ei kuitenkaan ollut näkemystä siitä, että mitkä tahot voisivat tehdä sijoituksen rahastoon.

Kolme neljästä kokeneesta bisnesenkelistä oli sitä mieltä, että rahastoon tulisi saada bisnesenkeliä tekemien sijoitusten lisäksi mukaan passiivisempaa rahaa. Passiivisem-malla rahalla he tarkoittivat Euroopan Unionia ja Suomen valtion pääomasijoitusyhti-öitä kuten Suomen Teollisuussijoitusta ja Veraventurea.

Useissa yhdysvaltalaisissa bisnesenkelirahastoissa on myös pääomasijoitusrahastojen varoja. Esimerkiksi Washington Dinner Clubin rahastoon otettiin pääomasijoitusrahastojen varoja, mutta pääomasijoitusyhtiöillä ei ole valtaa sijoituspäätöksissä. Tutkijan tekemien havaintojen mukaan bisnesenkeliryhmien rahastoissa varsinaisen jäsenistön ulkopuolisten henkilöiden sijoituksia on otettu vastaan, mutta heillä ei ole ollut päätäntävaltaa sijoituspäätöksissä. Veraventuren toimitusjohtajan näkemys siitä, voisiko Veraventure sijoittaa varoja bisnesenkelirahastoon, on seuraava:

*Tällä hetkellä, jos katsoo Veraventuren taustasäännöksiä, niin ollaan hyvin rajamailla, ehkä rajan väärällä puolella, eli suoraan nykyisten säännösten perusteella Veraventure ei voisi tehdä sijoitusta tällaiseen rahastoon. Joka tapauksessa säännösten muuttaminen edellyttäisi neuvotteluja omistajan eli työ- ja elinkeinoministeriön kanssa. Asiaa ei ole vielä syvällisesti pohdittu., Mutta lisäksi tulee pohdittavaksi EU:n valtioneuvoston säännöt, jotka edellyttävät riittävää yksityisen pääoman määrää rahastoissa. Me haluamme, että bisnesenkelirahasto on yksityinen rahasto eli että siellä ei ole julkista pääomaa ainakaan paljon. (Veraventure Oy:n toimitusjohtaja)*

Veraventuren toimitusjohtajan näkemyksen taustalla on se, että Veraventuren sijoitus enkelirahastoon saattaisi sotkea valtion tukisäännöstöä tilanteessa, jossa julkisia varoja menee kohdeyritykseen sekä Veraventurelta suoraan Aloituserahasto Veran kautta että enkelirahaston kautta. Tämä aiheuttaisi sen, että pitäisi tehdä laskelmia, kuinka paljon julkista rahoitusta menee tosiasiallisesti kohdeyritykseen. Veraventuren toimitusjohtaja kuvaa julkisen vallan tukisäännöstöä erittäin monimutkaiseksi ja toteaa, että tulkintoja joudutaan tekemään Suomen sisällä työ- ja elinkeinoministeriössä tai sitten niitä joudutaan hakemaan Euroopan komissiosta asti.

Bisnesenkeleiden haastatteluista kävi selvästi ilmi, että heillä on selkeä halu saada rahastoon heidän omiensa lisäksi myös muita pääomia. Tämä on ymmärrettävää, sillä mikäli rahastoon saataisiin myös pääomasijoitusyhtiöiden tai julkista ja Euroopan unionin tukia, niin heidän riskinsä pienenee. Veraventuren ja bisnesenkeleiden näkemykset eivät tässä asiassa kohtaa. Julkisen rahoituksen käyttäminen varsinaisiin sijoituksiin saattaisi kangistaa rahaston toimintaa etenkin, jos rahasto sijoittaisi Veraventuren hankevirran ulkopuolisiin kohteisiin. Toisaalta julkista rahoitusta voitaisiin käyttää esimerkiksi rahaston hallinnointikuluihin enemmänkin tuen ominaisuudessa. Yksityishenkilöiden kohdalla raja olisi hyvä vetää siihen, että sijoituksia voisivat tehdä vain vakavissaan bisnesenkelitoimintaan mukaan haluavat ja kykenevät henkilöt. Tämä on perusteltua aikaisempien rahastojen toimintaperiaatteisiin perustuen. Selkeä enemmistö haastatteluihin osallistuneista bisnesenkeleistä tukee kyseistä mallia. Rahastossa tulisi kuitenkin olla selkeä bisnesenkeli-aspekti, joka tekisi siitä nimenomaan bisnesenkelitoimintaa.

## 6.4 Rahaston sijoituspolitiikka

Tutkimukseen osallistuneiden bisnesenkeleiden mielestä rahaston toimintaperiaatteiden tulisi olla mahdollisimman kustannustehokkaita ja kevyitä. Selvästi edullisin ja toimintaperiaatteiltaan kevyin malli toteuttaa rahasto on luvussa 4.2.3 esitelty automaattisesti sijoittava side fund, joka sijoittaa automaattisesti kohdeyritykseen tiettyjen ehtojen täytyessä. Bisnesenkelit pitävät tätä mallia myös kaikkein mielenkiintoisimpana vaihtoehtona. Tutkimukseen osallistuvista bisnesenkeleistä neljällä kuudesta on mielipide rahaston toteuttamistavasta. He kaikki edustavat haastattelujoukon kokeneinta osaa.

Kaikki neljä mainitsivat, että jos automaattisesti sijoittava side fund pystyttäisiin luomaan, niin se olisi hyvä toimintamalli. Kuitenkin bisnesenkelit A ja B suhtautuvat varauksella sen yhteensopivuuteen Veraventureen hallinnoimaan bisnesenkeliverkoston. Heidän näkemyksensä mukaan verkoston tulisi olla eheä ja sen jäsenten välillä tulisi vallita luottamus, jotta automaattirahasto olisi toteuttamiskelpoinen. He esittivät muun muassa:

*Verkosto on iso ja hajanainen. Onko Veran porukka tarpeeksi homogeeninen? Voi olla liian löyhä porukka. Automaatti ei välttämättä toimi – Tuli tunne, että automaatti ei vielä toimi. (Bisnesenkeli B)*

*Sijoittajien tulisi tuntea toisensa hyvin ja pitäisi vallita keskinäinen luottamus, jotta automaattifundi olisi kiinnostava vaihtoehto. (Bisnesenkeli A)*

Edellä mainitut kaksi bisnesenkeliä ovat samat, jotka suhtautuvat myönteisimmin rahastoon sijoittamiseen. Bisnesenkeli A mainitsee vaihtoehtoisen tavan, miten rahaston sijoituspolitiikan tulisi toimia:

*Voitaisiin rakentaa jäsenistöstä myös toimialakohtaisia vertikaalisia asiantuntijaryhmiä, jotka ovat noin puolen tusinaa ja he tekisivät suosituksen ja sen jälkeen voisi olla joku yleiskokous, joka hyväksyy tai hylkää sijoituksen. Eli jäisi tilaa vielä keskustelulle ja yleiskokouksessa voisi nousta esille jotain uusia asioita esimerkiksi yrittäjän taustoista. (Bisnesenkeli A)*

Hän painottaa myös, että rahastoon kohdistuvat hallinnointikulut (e. management feet) tulisivat olla hyvin alhaiset, jotta rahasto olisi kiinnostava, ja täten bisnesenkelien tulisi osallistua päätöksentekoon sekä kohdeyhtiön taustakartoitukseen ammattimaisen johdon sijaan. Hänen argumenttiaan tukee myös kokenut bisnesenkeli B, joka suhtautuu automaattirahastoon myös varauksellisemmin. Mikäli rahastoa ei toteutettaisi automaattina, niin rahaston toiminnasta tulisi vastata jonkun verkostoon kuuluvan bisnesenkelin. Vaihtoehtoisen näkemyksen esittää bisnesenkelirahastoon sijoittamiseen kielteisemmin suhtautuva kokenut, passiivisesti sijoittava bisnesenkeli D. Hänen mukaansa pitäisi luoda prosessi, jossa verkoston jäsenien sitoutuminen rahaston toimintaan toteutettaisiin

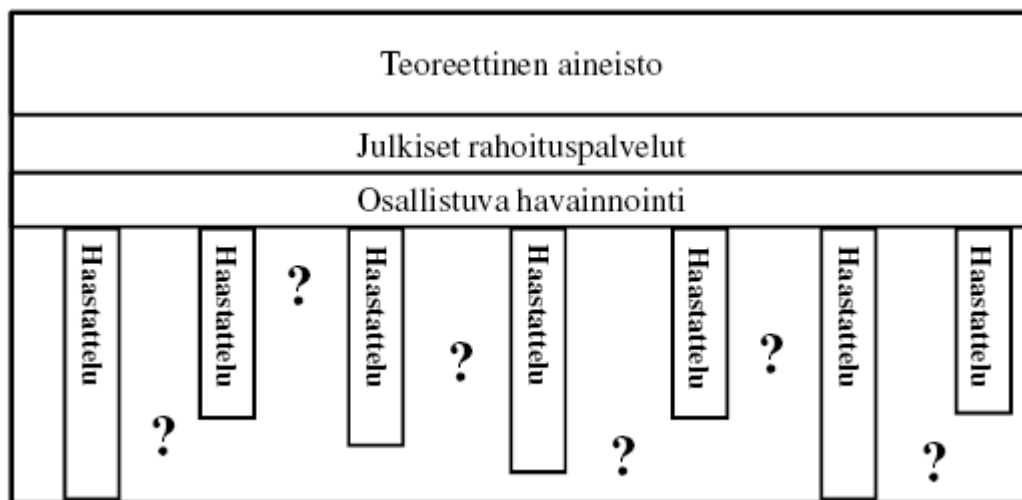
kevyimmällä mahdollisella tavalla. Rahastoa perustettaessa valittaisiin sijoituskriteerit, joihin rahastoon sijoittavat sitoutuisivat. Rahastoa johtaisi ammattijohto, joka valmistelisi esitykset ja tekisi sijoituspäätökset. Kahden edellä esitetyn vaihtoehdon eroavaisuus on rahaston kohderyhmä. Ensimmäinen vaihtoehto on suunnattu selvästi Veraventuren bisnesenkeliverkoston nykyisille jäsenille ja jälkimmäinen taas passiivisempien tai kokonaan uusien jäsenien houkuttelemista varten.

Bisnesenkeleiden näkemysten perusteella voidaan todeta, että automaattisesti sijoitettava rahasto olisi heidän kannaltaan paras vaihtoehto. Toisaalta heidän näkemystensä mukaan automaattisesti toimivaan rahastoon liittyy myös epävarmuustekijöitä. Ainakin tässä vaiheessa automaattirahastoon kohdistuvat epävarmuustekijät liittyvät bisnesenkeleiden keskinäisen luottamuksen puutteeseen sekä vähäiseen vuorovaikutukseen. Yksinkertaisesti bisnesenkelit eivät ole valmiita sijoittamaan varojaan rahastoon, jonka sijoitusmenetelmä perustuu toisten enkeleiden tekemiin päätöksiin. Vaihtoehtoisten mallien välillä bisnesenkelit eivät olleet täysin samoilla linjoilla. Bisnesenkelit, jotka suhtautuvat myönteisimmin rahastoon sijoittamiseen, haluavat viedä päätöksentekoa enkelilähtöiseen suuntaan. Kielteisemmin omaan sijoitukseensa suhtautuva bisnesenkeli taas haluaisi rahastolle ammattijohdon.

## 7 LOPUKSI

### 7.1 Tutkimuksen tulokset

Tutkimusaineisto koostuu sekä teoreettisista että empiirisistä lähteistä. Teoreettinen aineisto kerättiin kirjallisuuden ja tieteellisten artikkeleiden pohjalta. Lisäksi selvitettiin Suomen julkinen rahoituspalvelujärjestelmä. Empiirinen aineisto luotiin sekä passiivisella osallistuvalla havainnoinnilla että teemahaastatteluilla. Seuraavassa kuviossa on karkeasti hahmoteltu tutkimuksen kattavuus.



Kuvio 14 Hahmotelma tutkimuksen kattavuudesta

Tehdyn tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että suomalaiset bisnesenkelit ovat toimintatavoiltaan hyvin heterogeeninen ryhmä, mutta luonnollisesti joitakin yhtäläisyyksiäkin löytyy. Bisnesenkelit valitsevat kohdeyrityksensä usein oman mielenkiintonsa perusteella. Kaikki tutkimukseen osallistuneet pitävät bisnesenkelitoimintaa myös hyvin mielenkiintoisena, mutta luonnollisesti he ajattelevat sijoituksesta mahdollista saatavaa tuottoa. Suomalaiset bisnesenkelit sijoittavat myös pääsääntöisesti suomalaisiin yrityksiin. Vain yksi tutkimukseen osallistuneista vakituisesti Suomessa asuvista bisnesenkeleistä oli tehnyt sijoituksen ulkomaiseen yritykseen. Bisnesenkeleiden mukaan Suomessa on tarpeeksi mielenkiintoisia kohdeyrityksiä ja osallistuminen yrityksen toimintaan on myös helpompaa.

Suomalaisten bisnesenkeliä sijoitusprosessi ei ole yhdenmukainen. Toimintatavat vaihtelevat paljon ja yksi bisnesenkeli mainitsee, että hänellä ei ole edes mitään varsinaista prosessia. Kansainväliset tutkimukset osoittavat, että etenkin tarkalla ja täsmälli-

sellä due diligence -prosessilla huonojen sijoituspäätösten määrää pystytään pienentämään. Samaa mieltä ovat myös tutkimukseen osallistuneet kokeneet bisnesenkelit. Heidän due diligence -prosessinsa on kehittynyt kokemuksen karttuessa tarkempaan suuntaan. Tutkijan näkemyksen mukaan haastattelujoukon tarkin due diligence -prosessi on pääsääntöisesti Yhdysvalloissa asuvalla bisnesenkelillä. Hän on myös haastattelujoukon ainoa, jonka sijoitusprosessiin kuuluu term sheet -sopimus. Hänen sekä tutkimusten mukaan yhdysvaltalaisten bisnesenkeliön sijoitusprosessissa term sheet on vakiintunut käytäntö. Suomalaiset bisnesenkelit korvaavat term sheetin suullisella sopimuksella ja kättä puristamalla.

Bisnesenkeliön järjestäytymisen voidaan katsoa alkaneen 90-luvun puolivälin jälkeen Yhdysvalloissa. Bisnesenkelit ryhtyivät muodostamaan ryhmiä ja koordinoimaan toimintaansa niiden kautta. Bisnesenkeliryhmien nousua perustellaan 2000-luvun alun tapahtumilla. IT-kuplan puhkeamisen jälkeen pääomasijoitusyhtiöt vetäytyivät riskisiltä aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoilta vastaamaan suurempien ja kehittyneempien yritysten rahoitustarpeisiin. Aikaisen vaiheen yritysten rahoitusmarkkinoille syntyi yhä suurempi rahoituskuilu, jota yksittäiset bisnesenkelit eivät pystyneet täyttämään. Markkinoille syntyi myös informaatiokuilu, kun rahoituksen tarjoajat ja kysyjät eivät kohdanneet toisiaan. Bisnesenkeliryhmien räjähdysmäisen kasvun syynä voidaan pitää juuri rahoitus- sekä informaatiokuilun olemassaoloa. Tutkimukset osoittavat, että bisnesenkeliryhmien johdosta kohdeyrityksiin pystytään tekemään suurempia sijoituksia ja näin helpottamaan yritysten rahoitusta.

Bisnesenkeliryhmät voidaan jaotella sijoituspolitiikan mukaan verkosto-, hybridi- sekä rahastomalliin. Verkostomallissa bisnesenkelit tekevät itsenäisiä sijoituspäätöksiä. Hybridimalli on astetta järjestäytyneempi malli, jossa on mukana side fund lisäämässä rahoituksen määrää. Rahastomallia voidaan pitää järjestäytyneimpänä tapana organisoida bisnesenkeliryhmä. Ryhmän jäsenet sijoittavat varansa ensiksi rahastoon ja tämän jälkeen sieltä kanavoidaan varoja kohdeyrityksille rahaston sijoituspolitiikan mukaisesti.

Veraventureen hallinnoima bisnesenkeliryhmä on muodoltaan verkosto. Verkoston jäsenet tekevät itsenäisiä sijoituspäätöksiä Veraventureen tarjoaman hankevirran kohdeyrityksiin. Tutkimuksen tavoitteena oli kartoittaa Veraventureen hallinnoiman verkoston kehitysnäkymiä verkostoon kuuluvien bisnesenkeleiden näkökulmasta sekä löytää perusteita sille, tulisiko Veraventureen luoda rahasto osaksi verkostoa.

Bisnesenkeliön mukaan Veraventureen tulisi laajentaa heille tarjottavaa hankevirtaa. Heidän mukaansa hankevirrassa olisi hyvä olla vieläkin aikaisemmassa kehitysvaiheessa olevia yrityksiä eli niin sanottuja hiomattomia timantteja. Näitä kohteita voisi tulla esimerkiksi Tekesin tai Yrityskiihdyttämöohjelma Vigon kautta. Bisnesenkelit osoittivat myös itse halukkuutta hankevirran kartoittamiseen. Tutkimuksen teon aikana hankevirtaa on laajennettu Tekesin NIY-ohjelman ja Vigo-kiihdyttämöiden hankkeilla.

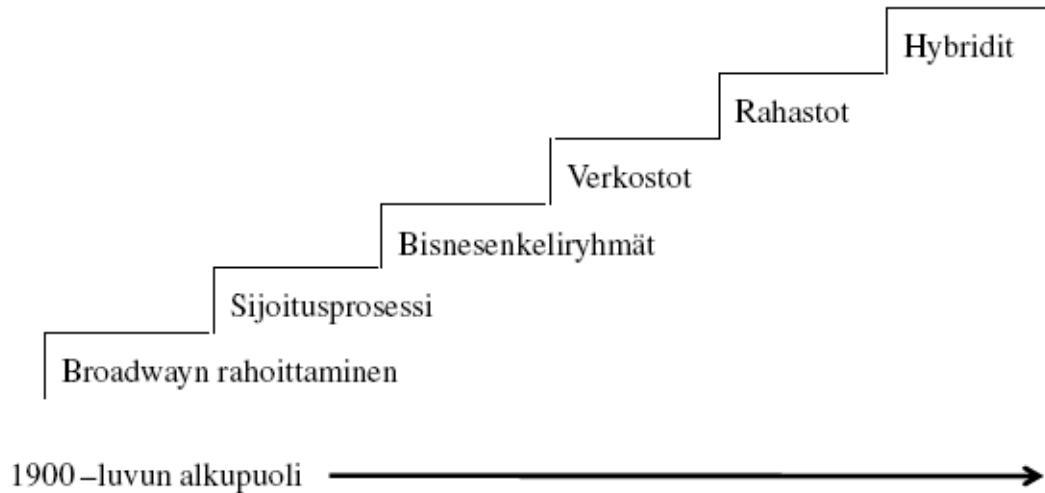
Niin ikään pohditaan mahdollisuutta ottaa bisnesenkeli mukaan hankevirran seulontaan. Tutkimukseen osallistuneet bisnesenkeli korostivat myös verkoston jäsenten välisen eheyden ja vuorovaikutuksen kasvattamista. Heidän mukaansa sijoittajatilaisuuksissa tulisi olla myös vuorovaikutusta lisääviä toimintoja, kuten keskustelutilaisuuksia tai vaikka "pikatreffejä" bisnesenkeliä kesken. Myös toimialakohtaisia sijoittajailtoja voitaisiin järjestää, jotta saataisiin samoista asioista kiinnostuneita ihmisiä paikalle samaan aikaan. Bisnesenkeliä mukaan tämä saattaisi lisätä keskustelua ja vuorovaikutusta jäsenten välillä. He kuitenkin mainitsivat myös, että sijoittajailloista ei saisi kuitenkaan muodostua pelkkiä bisnesenkeliä verkostoitumistapahtumia, vaan paikalle pitäisi tulla nimenomaan sijoittamisesta kiinnostuneita henkilöitä. Kolme kuudesta bisnesenkelistä esitti, että jäsenmaksu voisi lisätä jäsenten välistä eheyttä ja kasvattaisi sitoutumista. Bisnesenkeliä mainitsevat, että jäsenten välistä avoimuutta voisi lisätä myös henkilöprofiilit, jotka tehtäisiin kaikista verkoston jäsenistä Extranet -palveluun. Henkilöprofiilissa jokainen bisnesenkeli kuvailisi mielenkiinnon kohteitaan ja mainitsisi esimerkiksi toimialan, johon sijoittaa. Extranet -palvelussa on tutkimuksen teon aikana otettu käyttöön henkilöprofiilit.

Bisnesenkeleiltä kartoitettiin näkemyksiä myös eri rahastomallien toimivuudesta osana Veraventuren hallinnoimaa verkostoa sekä heidän sijoitushalukkuuttaan rahastoon. He pitivät parhaana toimintamallina automaattisesti sijoittavaa rahastoa. Kaksi myönteisimmin rahastoon sijoittamiseen suhtautuvaa bisnesenkeliä epäilee, että Veraventuren hallinnoima verkosto ei ole vielä valmis automaattiselle rahastolle. Heidän mukaansa sijoittajien välillä tulee vallita keskinäinen luottamus ja sisäinen eheys, jotta malli olisi toimiva. Vaihtoehtoisena mallina he esittävät bisnesenkeliä vetoista rahastoa. Bisnesenkeliä osallistuisivat kohdeyhtiöiden karsintaan ja heistä muodostettaisiin toimialakohtaisia due diligence -tiimejä. Due diligence tiimit antaisivat sijoitussuosituksen yleiskokoukselle ja rahaston jäsenet tekisivät sijoituspäätöksen enemmistöpäätöksellä. Yksi bisnesenkeli mainitsi myös ammattimaisemman vaihtoehdon, jossa sijoituspäätökset tekisi palkattu manageri.

Bisnesenkeleiden halukkuutta sijoittaa rahastoon voidaan pitää melko matalana. Kaksi kuudesta haastatellusta bisnesenkelistä voisi mahdollisesti sijoittaa rahastoon, mikäli he olisivat tyytyväisiä rahaston toteutustapaan. Molemmat haluaisivat rahastoon bisnesenkeliä varojen lisäksi esimerkiksi Euroopan Union tai Suomen valtion budjetti-varoja. Toinen heistä haluaa rahastolle myös saman statuksen kuin Yrityskiihdyttämö-ohjelma Vigolla on. Voidaan todeta, että haastatteluun osallistuneet bisnesenkeliä eivät olleet kovin yksimielisiä rahaston toteuttamistavasta. Toisaalta heidän sijoitushalukkuudesta voidaan tehdä johtopäätöksiä, onko rahasto tarpeen?

## 7.2 Johtopäätökset

Seuraavassa kuviossa on esitetty pohjois-amerikkalaisen bisnesenkelitoiminnan tärkeimmät kehitysportaat.



Kuvio 15 Pohjois-amerikkalaisen bisnesenkelitoiminnan tärkeimmät kehitysportaat

Veraventureen hallinnoima bisnesenkeliverkosto on kaksi vuotta toimittuaan vasta rakentamisvaiheessa. Jäsenistön rakenne, hankevirran laajentaminen, bisnesenkelilähtöisyyden kasvattaminen ja muut kehittämistarpeet ovat harkinnan alla. Bisnesenkeliverkosto etsii vielä suuntaviivojaan ja toimintaperiaatteitaan. Kehitys kohti hybridi- tai rahastomallia olisi askel kohti selvästi järjestelmällisempää suuntaa.

Verkostoon kuuluvien bisnesenkeleiden kommentaasta voidaan tehdä johtopäätös, että he eivät tunne toisiaan vielä kovin hyvin, vaikka halukkuutta tutustumiseen on olemassa. Jos ajatellaan rahastovaihtoehtoa ja sitä kautta muodostuvia yhteisiä tai automaattisia sijoituspäätöksiä, nousee keskinäinen luottamus ja kanssasijoittajien tunteminen avainasemaan. Verkoston jäsenet taas korostivat juuri avoimuuden ja sisäisen eheyden olevan suuri kehityskohde, johon myös Veraventureen tulisi kiinnittää huomiota.

Bisnesenkelien näkemysten mukaan myös verkoston hankevirtaa tulisi kehittää. Hankevirtaa voidaan pitää muutenkin koko toiminnan kulmakivenä. Bisnesenkelit ovat kiinnostuneita Veraventureen hallinnoimasta verkostosta, mikäli se pystyy tarjoamaan mielenkiintoisia kohdeyrityksiä. Heidän näkemystensä mukaisesti nimenomaan hankevirtaa tulisi laajentaa. Mikäli suunnitellaan rahaston perustamista, tulee hankevirran jo ennen perustamista tyydyttää bisnesenkeleiden enemmistöä. Tämä pätee ainakin, jos asiaa ajatellaan verkoston nykyisten jäsenten kannalta. Verkoston jäsenet kokevat, että verkosto ei ole valmis automaattisesti toimivalle rahastolle, joten eniten kannatusta saa verkoston jäsenten enemmistöpäätöksellä toimiva rahasto. Ammattijohdon päätöksenteon perusteella toimiva rahasto tuskin saisi bisnesenkelien keskuudessa kovin suurta

kannatusta, koska se lisäisi automaattisesti hallinnointikuluja ja niitä bisnesenkelit haluavat välttää.

Bisnesenkeleillä olisi myös selkeää halukkuutta viedä verkoston toimintaa enemmän bisnesenkelilähtöisemmäksi. Eri rahastomalleja kartoittaessa nousi esiin bisnesenkeliön halukkuus osallistua hankevirran kehittämiseen sekä heidän muodostamiinsa toimialakohtaisiin due diligence -tiimeihin. Nämä voisivat olla verkoston kehityskohteita, vaikka rahastoa ei muodostettaisikaan. Verkostoa voidaan kehittää myös asteittain kohti rahastomallia. Ennen varsinaisen rahaston keräämistä, verkostolle tulisi kuitenkin luoda vakiintuneet toimintaperiaatteet ja sen peruselementtejä tulisi kehittää bisnesenkeliön näkemysten mukaisesti.

Edellä esitettyjen seikkojen perusteella Veraventuren hallinnoima bisnesenkeliöverkosto ei tutkijan näkemyksen mukaan ole vielä kehityskaarensa tässä vaiheessa valmis toimimaan hybridi- tai rahastomallilla.

### **7.3 Jatkotutkimusmahdollisuudet**

Aikaisen vaiheen rahoitusmarkkinoiden rahoituskuilujen kaventaminen on ensiarvoisen tärkeää ja sitä voidaan pitää tärkeimpänä jatkotutkimuskohteena.

Tätä tutkimusta voitaisiin jatkaa tarkastelemalla Veraventuren yksityissijoittajaverkoston näkökulmasta kehityskaaren eri vaiheista. Miten mahdolliset kehitystoimenpiteet vaikuttavat bisnesenkeliön tekemien sijoitusten määrään? Tai, kuinka julkisten toimijoiden hankevirtaa saataisiin kehitettyä rahoitusta hakeville yrittäjille joustavampaan suuntaan? Myös erilaisten valtion virastojen yhteistyön kehittäminen voisi olla tutkimisen arvoista.

Jatkotutkimusmahdollisuudet bisnesenkeliösijoittamiseen liittyen ovat lähes rajattomat. Sijoittamista voidaan tutkia yksittäisten bisnesenkeleiden, erimallisten bisnesenkeliöryhmien, rahoitusta hakevien yritysten näkökulmista sekä julkisen vallan toimien kautta. Yhdysvalloissa on tehty jo jonkin verran melko kattavia tutkimuksia bisnesenkeliösijoittamisesta, mutta Euroopassa ja etenkin Pohjoismaissa julkaistut tutkimukset liittyvät pääsääntöisesti yksittäisten bisnesenkeleiden toimintaan. Pohjoismaisten bisnesenkeliöryhmien yhteistutkimus saattaisi olla perusteltua. Erilaisten toimintatapojen analysointi ja niiden sovittaminen oman maan bisnesenkeliökulttuuriin antaa vankan pohjan toiminnan kehittämiseksi ja sujuvoittamiselle.

Useissa maissa bisnesenkeleille on kehitetty verokannusteita. Niiden toimivuuden arviointi olisi myös mielenkiintoinen tutkimuskohde. Ovatko verokannustimet lisänneet bisnesenkeliön määrää tai heidän tekemiä sijoituksia?

## LÄHDELUETTELO

- Angel Capital Education Foundation Newsletter (2009): *Angel Sidecar Funds: Source of Additional Capital for Group Investments*, <[http://www.angelcapitaleducation.org/dir\\_resources/news\\_detail.aspx?id=181](http://www.angelcapitaleducation.org/dir_resources/news_detail.aspx?id=181)>, haettu 6.10.2009
- Arvopaperimarkkinat (2009) <[www.edilex.fi](http://www.edilex.fi)>, haettu 5.10.2009
- Burrell, Gibson – Morgan, Gareth (1979) *Sociological Paradigms and Organisational Analysis*. Gower.
- EBAN (2006) *European directory of business angel networks in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Version 1
- Elo, Henri (2009) Warren Buffet ja teknokupla. *Kauppalehti*. <<http://sijoittajaksi.blogit.kauppalehti.fi/2009/02/09/warren-buffett-ja-teknokupla/>>, haettu 13.10.2009
- ELY-keskus (2010a) <<http://www.ely-keskus.fi/fi/Sivut/default.aspx>>, haettu 3.3.2010
- ELY-keskus(2010b) <<http://www.ely-keskus.fi/fi/Elinkeinottojoasaaminenjakulttuuri/Yritystoiminta/Sivut/default.aspx>>, haettu 3.3.2010
- European Commission (2003) *Benchmarking Business Angels*. Enterprise Directorate General, Final Report
- Hudson, Marianne – Preston Susan L. (2002) *Business Angel Groups Growing in North America*. Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Finanssivalvonta (2009a) <[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Documents/Kokemuks\\_sijoittaja\\_lomake.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Documents/Kokemuks_sijoittaja_lomake.pdf)>, haettu 5.10.2009
- Finanssivalvonta (2009b) <<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Pages/Default.aspx>>, haettu 8.10.2009
- Finnvera (2007) Vuosikertomus 2007
- Finnvera (2009) <[www.finnvera.fi](http://www.finnvera.fi)>, haettu 12.12.2009
- Finnvera (2010) <<http://www2.finnvera.fi/vuosikertomus2005/?s=0&p=463>>, haettu 2.3.2010
- Hirsjärvi, Sirkka – Hurme, Helena (1982) *Teemahaastattelu*. Kyriiri Oy: Helsinki
- Hirsjärvi, Sirkka – Hurme, Helena (2006) *Tutkimushaastattelu*. Yliopistopaino: Helsinki
- Hirsjärvi, Sirkka – Remes, Pirkko – Sajavaara, Paula (2009) *Tutki ja kirjoita*. Kariston Kirjapaino Oy: Hämeenlinna.

- Ibrahim, Darian M. (2007) *The not so puzzling behavior of angel investors*. <[http://works.bepress.com/darian\\_ibrahim/1/](http://works.bepress.com/darian_ibrahim/1/)>, haettu 18.10.2007
- Kasanen, Eero – Lukka, Kari – Siitonen, Arto (1991) *Konstruktivinen tutkimusote lii- ketaloustieteessä*. Liiketaloudellinen aikakauskirja, 40:3
- Kauffman Foundation (2002) *Business Angel Investing Groups Growing in North America*. <[http://www.kauffman.org/uploadedFiles/angel\\_summit\\_report.pdf](http://www.kauffman.org/uploadedFiles/angel_summit_report.pdf)>, ha- ettu 22.10.2009
- Keksintösäätiö (2010) <<http://www.keksintosaatio.fi/>>, haettu 1.1.2010
- Koskinen, Ilpo – Alasuutari, Pertti – Peltonen, Tuomo (2005) *Laadulliset menetelmät kauppatieteissä*. Gummerus Kirjapaino Oy: Jyväskylä.
- Lahti, Tom (2007) *Yksityisen pääoman tarjonnan lisääminen alkaville kasvuyrityksille – lainsäädännöllisiä keinoja*. KTM julkaisuja, Kauppa- ja teollisuusministe- riö, Helsinki
- Lahti, Tom (2008) *Angel Investing in Finland: An Analysis Based on Agency Theory and the Incomplete Contracting Theory*. Väitöskirja. Hanken School of Economics.
- Lauriala, Jari (2004) *Pääomasijoittaminen*. Edita Publishing Oy, Helsinki
- Lukka, Kari (1991) *Laskentatoimen tutkimuksen epistemologiset perusteet*. Liiketalou- dellinen Aikakauskirja 2, 166-168.
- Lumme, Annareetta – Mason, Colin – Suomi, Markku (1998) *Informal venture capital: Investors, Investments and policy issues in Finland*. Kluwer, Academic Publishers, Boston
- Neilimo, Kari – Näsi, Juha (1987) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden julkaisuja, Tampere.
- New Vantage Group (2009) <<http://www.newvantagegroup.com/site/dclub.asp>>, haettu 27.10.2009
- Mason, Colin M. – Harrison, Richard T. (2004) Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels. *Venture Capital*, Vol 6, Issue 4, 313-332
- Maula, Markku – Ahlström, Janne – Haahkola, Kimmo – Heikintalo, Mauri – Lind- ström, Tom S. – Ojanperä, Heikki – Tiainen, Ari T. (2006) *The prospects for succesful early-stage venture capital in Finland*. Sitra Reports 70, Hel- sinki
- Maula Markku – Gordon, Murray – Jääskeläinen Mikko (2007) *Public Financing of Young Innovative Companies in Finland*. Kauppa- ja teollisuusministeriö. Kauppa- ja teollisuusministeriön julkaisuja 03/2007.

- Mothersill, W. Daniel – Fast, Frances – Gedeon, Steven A. – Watson Bryan J. (2009) *Age of the Angel: Best Practices for Angel Syndication*. National Angel Organisation.
- Månsson, Nils – Landström, Hans (2006) Business angels in a changing economy: the case of Sweden. *Venture Capital*, Vol 8, Issue 4, 281-301
- National Venture Capital Association (2009) *Venture capital investments by Q4 and full year 2008*.  
<[http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=57&Itemid=317&limitstart=5](http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=57&Itemid=317&limitstart=5)>, haettu 13.10.2009
- Paasivirta, Anssi - Saapunki, Juha (2005) *Suomalaisten yrityspalvelujen kehityspolku maailman kärkijoukkoon*. Kauppa- ja teollisuusministeriö. KTM Julkaisuja 19/2005
- Paasivirta Anssi (2006) *Valtioneuvoston periaatepäätös Yritys-Suomi-palvelujärjestelmästä*. Kauppa- ja teollisuusministeriön muistio 10.5.2006
- Paul, Stuart – Whittam, Geoff – Wyper, Janette (2007) Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital*, Vol. 9, Issue 2, 107-125
- Payne, Bill (2003) *Lake Las Vegas Angels executive summary*. Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Payne, William H. - MacArty, Matthew J. (2002) The anatomy of an angel investing network: Tech Coast Angels. *Venture Capital*, Vol. 4, issue 4, 331-336
- Payne, William H. (2009) *Sidecar funds and angel groups*. Angel Capital Association.  
<[http://www.angelcapitalassociation.org/dir\\_about/news\\_detail.aspx?id=61](http://www.angelcapitalassociation.org/dir_about/news_detail.aspx?id=61)>, haettu 27.10.2009
- Preston, Susan L (2004) *Angel Investment groups, networks, and funds: A Guidebook to developing the right angel organisation for your community*. Kauffman Foundation.
- Prowse, Stephen (1998) Angel investors and the market for angels. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, issue 6-8, 785-792
- Riding, Allen L. – Madill, Judith J. – Haines, Jr. George H. (2007) *Investment decision making by business angels*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK
- Rosenblum, Peter M. (2009) *Compensation for angel group leadership*. Angel Capital Education Foundation.  
<[http://www.angelcapitaleducation.org/dir\\_resources/](http://www.angelcapitaleducation.org/dir_resources/)>, haettu 10.12.2009
- Saaranen-Kauppinen, Anita & Puusniekka, Anna (2006) *KvaliMOTV - Menetelmäopetuksen tietovaranto*. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaristo.<[http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/kvali/L6\\_4\\_2.html](http://www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus/kvali/L6_4_2.html)>, haettu 10.2.2010
- Securities and Exchange Commission <<http://www.sec.gov/answers/accred.htm>>, haettu 5.10.2009

- Sitra (2010) <<http://www.sitra.fi/>>, haettu 1.3.2010
- Sohl, Jeffrey (2003) The US angel and venture capital market: Recent trends and developments. *Journal of Private Equity*, Vol. 6, issue 2, 7-17
- Sörheim, Roger (2003) The pre-investment behavior of business angels: a social capital approach. *Venture Capital*, Vol. 5, Issue 4, 337-364
- Sörheim, Roger – Landström Lars (1999) Informal investors in Norway – a categorization and policy implications. *Paper prepared for the 2000 Babson College-Kauffman Foundation Entrepreneurship Research Conference, June 8-10, 2000*
- Suomi, Markku – Lumme, Annareetta (1995) *Yksityishenkilöiden pääomasijoittaminen Suomessa*. Hakapaino Oy, Helsinki.
- Tekes (2010) <<http://www.tekes.fi/fi/community/Etusivu/307/Etusivu/381>>, haettu 4.3.2010
- Teollisuussijoitus (2010) <<http://www.teollisuussijoitus.fi/>> haettu 2.3.2010
- Yritys-Suomi (2010) <<http://www.yrityssuomi.fi/default.aspx?ContentID=7980&NodeID=13019>>, haettu 1.3.2010
- Valtionvarainministeriö (2009) *Kasvuyritysten toimintaedellytysten parantaminen ja rahoituksen tehostaminen*. Valtionvarainministeriön julkaisuja 8/2009.
- Van Osnabrugge, Mark – Robinson, Robert J. (2000) *Angel investing: Matching start-up funds with start-up companies*. Josey Bass, San Francisco
- Veraventure (2010) <[www.veraventure.fi](http://www.veraventure.fi)>, haettu 15.02.2010
- Vigo (2010) <<http://www.vigo.fi/www/fi/index.php>>, haettu 15.02.2010
- Wiltbank, Robert (2005) *Investment practices and outcomes of informal investors*. Working Paper, Atkinson Graduate School of Management Willamette University.
- Wong, Andrew (2002) *Angel finance: The other venture capital*. Working Paper, University of Chicago

**Bisnesenkeliön haastattelut:**

Bisnesenkeli A	16.12.2009
Bisnesenkeli B	8.12.2009 ja 15.12.2009
Bisnesenkeli C	14.12.2009
Bisnesenkeli D	7.12.2009 ja 14.12.2009
Bisnesenkeli E	9.12.2009
Bisnesenkeli F	7.12.2009

**Veraventure Oy:n toimitusjohtajan haastattelu:**

Houtsonen, Leo	18.12.2009
----------------	------------

## LIITTEET

### LIITE 1: Haastattelurunko bisnesenkeleille

#### 1. luokka

Miten olette päätenyt bisnesenkeliksi?

Kuinka kauan olette harjoittanut bisnesenkeli-sijoittamista?

Miten olette päätenyt bisnesenkeliksi?

Mitä tavoittelette bisnesenkeli-sijoittamisella?

Mikä on arvionne bisnesenkeleiden määrästä Suomessa?

#### 2. luokka

Mikä on teidän keskimääräinen sijoituskoko?

Kuinka monta sijoitusta olette tehneet viimeisen 12 kk aikana?

Oletteko tehneet sijoituksia ulkomaille?

Miten luonnehtisitte omaa sijoituskäyttäytymistänne? (Aktiivinen vs. passiivinen)

Mitä lisäarvoa tuotte sijoituskohteillenne?

Teettekö sijoituksia syndikoiden muiden kanssa ja kenen?

Kuinka paljon käytätte aikaa Due Diligence –prosessiin? Teettekö itse?

Käytättekö Term Sheettejä?

#### 3. luokka

Oletteko kokeneet, että SijoittajaExtra -palvelusta on ollut teille hyötyä? Onko se vastannut odotuksianne?

Näettekö kehittämistarpeita SijoittajaExtra -palvelulle?

#### 4. luokka

Minkälainen rahasto verkoston rinnalle?

Mikä olisi mielestänne oikea yhtiömuoto rahastolle?

Kuka voisi sijoittaa rahastoon? (Enkeliverkoston jäsen vai kuka tahansa?)

Minkä tahon tulisi valmistella rahaston sijoitukset/sijoitusesitykset? (mm. oma hallintoyhtiö, Veraventure, yksittäinen enkeli)

Minkä tahon tulisi valmistella rahaston sijoitukset/sijoitusesitykset? (mm. oma hallintoyhtiö, Veraventure, yksittäinen enkeli)

Minkä tahon tulisi tehdä rahaston sijoituspäätökset? (rahaston oma sijoitusneuvosto, Aloitusrahasto Veran hallitus, side car joka sijoittaa tittyjen ehtojen täytyessä)

Minkä tahon tulisi päättää jatkosijoituksista ja irtautumisista?

Miten rahastossa sijoittavina oleville enkeleille tulisi raportoida? (miten usein? missä muodossa?)

Minkä summan olisitte valmis sijoittamaan rahastoon? (mikä olisi sopiva minimisumma?)

Kuinka aktiivisesti olisitte valmiita osallistumaan sijoituksen jälkeiseen toimintaan kohdeyhtiössä?

**LIITE 2: Haastattelurunko Veraventure Oy:n toimitusjohtajalle:**

Miksi yksityissijoittajapalvelu on perustettu?

Mitä te pystytte tarjoamaan yksityissijoittajille?

Miten palvelu on lähtenyt pyörimään? Onko vastannut teidän odotuksia?

Onko tavoitteena se, että palveluun saataisiin mahdollisimman monta sijoittajaa vai pyritäänkö tulevaisuudessa sijoittajia jopa karsimaan tai valitsemaan tiukemmilla perusteilla?

Mitä mieltä olet kirjautuneiden sijoittajien aktiivisuudesta?

Mitä kehityssuunnitelmia olette visioineet?

Pitäisikö palvelua laajentaa koskemaan jotain muutakin hankevirtaa?

Miten yksityissijoittajien verkostoituminen tai eheytyminen on edistynyt? onko tiivis porukka?

Miten näet bisnesenkeleiden ja yrityskiihdyttämöohjelma vigon suhteen?

Miten bisnesenkelirahasto tulisi sijoittumaan suhteessa aloitusrahasto Veraan, Vigoihin ja muihin julkisiin toimijoihin jos ajatellaan, että rahaston hankevirta tulisi saman putken kautta?

Voisiko Veraventure sijoittaa pääomia bisnesenkelirahastoon?

Jos enkelirahasto sijoittaa kohdeyritykseen joka ei tule Veran hankevirran kautta, niin pystyykö aloitusrahasto Vera sijoittamaan tällaiseen kohteeseen?