



**TURUN  
YLIOPISTO**  
Kauppakorkeakoulu

## **Enkellisijoittaminen kasvuyrityksen rahoitusmuotona**

Kansainvälisen johtamisen ja yrittäjyyden KTM-tutkinto-ohjelman  
pro gradu -tutkielma

Laatija:  
Kai Kleemola

Ohjaaja:  
KTT Milla Unkila

8.5.2025  
Turku

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

Pro gradu -tutkielma

**Oppiaine:** Johtaminen ja organisointi

**Tekijä:** Kai Kleemola

**Otsikko:** Enkelisijoittaminen kasvuyrityksen rahoitusmuotona

**Ohjaaja:** KTT Milla Unkila

**Sivumäärä:** 72 sivua

**Päivämäärä:** 8.5.2025

Kasvuyritykset mielletään kansantaloudelle merkittäviksi kasvun ja kehityksen tekijöiksi. Kasvuyritysten rahoituskenttä on kuitenkin ollut viime vuosien aikana murroksessa ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen merkitys on ollut kasvussa. Oman pääoman ehtoista rahoitusmuodoista enkelisijoittajien asemaa rahoittajatahona on tutkittu finanssikriisin jälkeisessä maailmassa kattavasti, mutta heidän lisäarvonsa kasvuyritysten kehitykselle on vielä kirjallisuudessa kiistelty ja sumuinen aihe.

Tutkimuksen teoreettisena viitekehyksenä tarkastellaan kasvuyritysten oman pääoman ehtoista rahoituskenttää kokonaisuutena, tarkastellen ensin rahoituksen elinkaarta ja rahoitusmuotoja. Tämän jälkeen tarkennetaan näkemystä enkelisijoittajista rahoitusmuotona ja lopulta tarkastellaan enkelisijoittajien lisäarvoa kasvuyrityksille. Lisäarvot jaetaan rahamääräisiin, ei-rahamääräisiin ja mahdollisesti tulevaisuudessa yleistyviin lisäarvoihin. Empiirisessä osuudessa perehdytään erityisesti ei-rahamääräisiin lisäarvoihin, sekä etsitään viitteitä tulevaisuudessa yleistyvistä lisäarvoista.

Tutkimus toteutettiin laadullisena haastattelu- ja tapaustutkimuksena. Aineisto kerättiin puolistrukturoidulla haastattelulla. Haastattelujoukko koostui sekä yrittäjistä että enkelisijoittajista. Haastateltavia yrittäjiä oli viisi ja enkelisijoittajia kuusi. Osasta haastateltavia kyettiin muodostamaan haastattelupareja. Aineisto analysoitiin analyyttisen yleistämisen keinoin, abduktiivista lähestymistapaa hyödyntäen.

Tutkimuksen tuloksina esitetään, että enkelisijoittaminen on henkilökohtainen ja inhimillinen rahoitusmuoto ja yrittäjä voi saada enkelisijoittajalta merkittävää lisäarvoa yrityksensä kehittämiseen. Lisäarvot, joita tutkimuksessa havainnollistetaan konkreettisilla esimerkeillä, ovat tapauskohtaisia, tarveperusteisia sekä inhimillisiä.

Johtopäätöksinä esitetään, että enkelisijoittajan lisäarvo kasvuyritykselle konkretisoituu parhaalla tavalla, mikäli enkelisijoittajan ja yrittäjän välinen kommunikaatio on laadukasta. Kommunikaatiotavat ovat enkelisijoittajakentässä murroksessa. Olennaisena osana murrokseen nähdään enkelisijoittajasyndikaattien käyttämisen yleistymisen sekä johtavan enkelisijoittajan käyttäminen syndikaattien johtamisessa ja kommunikaation kanavoimisessa. Verrattuna muihin kasvuyrityksen oman pääoman ehtoihin rahoitusmuotoihin, enkelisijoittamisen vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen ovat henkilökohtaisia, käytännönläheisiä ja myöhempiä kehitysvaiheita mahdollistavia.

**Avainsanat:** Kasvuyritys, enkelisijoittaminen

# SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>Johdanto</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>Kasvuyrityksen rahoitusmuodot</b>	<b>11</b>
2.1	Rahoituksen vaiheet	11
2.2	Rahoitusmuodot	14
<b>3</b>	<b>Enkelisijoittaminen</b>	<b>20</b>
3.1	Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona	20
3.2	Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyritykselle	25
<b>4</b>	<b>Menetelmät</b>	<b>29</b>
4.1	Laadullinen haastattelu- ja tapaustutkimus	29
4.2	Aineiston keruu	30
4.3	Aineiston analyysi	34
4.4	Tutkimuksen luotettavuus ja tutkimusetiikka	36
<b>5</b>	<b>Tulokset</b>	<b>39</b>
5.1	Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona	39
5.2	Enkelisijoittajan vaikutukset muille kasvuyrityksen rahoitusmuodoille	47
5.3	Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen	51
<b>6</b>	<b>Johtopäätökset</b>	<b>56</b>
6.1	Tieteellinen kontribuutio	56
6.2	Käytännön sovellukset	59
6.3	Jatkotutkimusehdotukset	61
<b>7</b>	<b>Yhteenveto</b>	<b>64</b>
	<b>Lähteet</b>	<b>67</b>

## **KUVIOT**

Kuvio 1: Kasvuyrityksen rahoitusmahdollisuudet tutkimuksen kontekstissa, mukaillen Berger & Udell (1998); Piekkola (2007)	14
Kuvio 2: Analyysin kulku	36
Kuvio 3: Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona -analyysi	46
Kuvio 4: Enkelisijoittajien vaikutukset muille kasvuyritysten rahoitusmuodoille -analyysi	51
Kuvio 5: Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen -analyysi	55

## **TAULUKOT**

Taulukko 1: Kasvuyrityksen rahoituskentän ei-rahamääräisistä lisäarvoista.	19
Taulukko 2: Enkelisijoittajan vaikutukset kasvuyritykselle.	28
Taulukko 3: Haastattelijoukko ja haastateltavien välinen suhde.	32
Taulukko 4: Operationalisointitaulukko ja haastattelukysymykset.	33



# 1 Johdanto

Kasvuyritykset on perinteisesti nähty kriittiseksi taloudellisen kehityksen komponentiksi. Niiden luomat innovaatiot, työpaikat ja rahavirrat kiihdyttävät talouden kasvua ja tukevat kansantalouden kehitystä sekä ajassa pysymistä. Erityisesti innovatiivisten kasvuyritysten perinteinen kompastuskivi on ollut rahoitus. Rahoituskenttä on ollut viime vuosikymmenten aikana murroksessa ja kehittynyt riskiä karttavaan suuntaan, joka on johtanut epäedulliseen tilanteeseen kasvuyritysten näkökulmasta. Erityisesti institutionaalisten rahoituslaitosten kohdalla riskien karttaminen on jopa välttämätöntä nykyisessä poliittistaloudellisessa maailmantilanteessa, minkä vuoksi rahoituskentässä epäformaalien sijoittajien oman pääoman ehtoinen rahoitus on entistä tärkeämmässä asemassa. (Esim. Mason & Harrison, 2015)

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan kasvuyritysten rahoituskenttää, joka on tärkeässä roolissa yritysten kasvussa, kehityksessä ja selviytymisessä. Rahoituskentän jatkuva murros on antanut mahdollisuuden erityisesti oman pääoman ehtoisille rahoitusmuodoille nousta tärkeämpään asemaan 2008 finanssikriisin jälkeen. Finanssikriisin jälkeinen, erityisesti pankkeja koskeva, tiukentunut regulaatio on johtanut pankkien olemattomaan riskinottokykyyn ja siten myös pienten- ja keskisuurien yritysten, etenkin kasvuyritysten, rahoitusmahdollisuuksien kuihtumiseen. Finanssikriisin jälkeisessä maailmassa enkelisijoittajien on nähty olevan erityisen tärkeitä kasvuyritysten rahoituskentässä. Heidän kyvyllänsä ottaa riskiä, epäonnistua, mentoroida yrittäjiä ja syndikoida pääomasijoituksia on nähty olevan suuri merkitys kasvuyritysten kasvuun ja kehitykselle. (Mason & Harrison, 2015)

Enkelisijoittajien on nähty myös olevan kaikista suurin sijoittajaryhmä kasvuyritysten rahoitukselle rahamääräisesti mitattuna. Enkelisijoittamisen ympärillä vallitsee kuitenkin salamyhkäisyys, eikä ole olemassa julkisia listoja enkelisijoittajien tekemistä sijoituksista tai sijoituskohteena olleista yrityksistä. Enkelisijoittajien sijoittaman pääomamäärän on arvioitu olevan kahdesta viiteen kertaa suurempi kuin perinteisten, formaalien ja institutionaalisten pääomasijoitusyhtiöiden tekemien sijoitusten. Pääomamäärän nähdään kumpuavan 2000-luvun alun teknologiayritysten vanhojen yrittäjien siirtymisestä yrittäjistä enkelisijoittajiksi. (Munck & Saublens, 2005; Werth, 2017)

Toisaalta enkelisijoittajakentän tehokkuutta ja sijoitusten vaikutuksia on kritisoitu erityisesti eurooppalaisessa kontekstissa. Mason (2009) kritisoi tutkimuksessaan valtioiden luottoa enkelisijoittajiin, koska empiiriset havainnot enkelisijoittajien lisäarvoista ovat edelleen puutteellisia. Artikkelin mukaan valtiolliset panostukset enkelisijoittajien tuomaan kansantaloudelliseen lisäarvoon perustuvat oletukseen, että sijoitetut yhtiöt kasvavat, työllistävät ja siten tuovat kansantaloudelle hyötyä. Todellisuudessa tunnettu malli kasvuyritysten kohdalla on, että ani harva yritys lopulta

kasvaa aidosti vaikuttavaan kokoluokkaan. Toisaalta näiden harvojen kasvua saavuttavien yritysten vaikutukset ovat omaa luokkaansa. Tällaisia yrityksiä edustavat esimerkiksi globaalit teknologiajätit kuten Apple, Amazon, Facebook ja Google, joiden alkutaipaleella on hyödynnetty enkelisijoittajien rahoitusta (Werth, 2017). Myös valtioiden luotto enkelisijoittajiin voidaan asettaa kyseenalaiseksi. Esimerkiksi Lahti (2011) nostaa tutkimuksessaan esiin Suomessa tyypillisen enkelisijoittajien verotuksellisen haasteen, mikä ei ole ollut kannustava pääomien kierrättämiseen suomalaisen kansantalouden kautta.

Vaikkakin enkelisijoittamista on tutkittu 2000-luvulla runsaasti, oli enkelisijoittaminen vielä edellisen vuosituhaten loppupuolella akateemiselle yhteisölle melko tuntematon ja sumun peitossa oleva aihepiiri. Sen koko, sijoittajat, keskeiset toimijat ja sijoituskohteet ovat olleet hämärän peitossa (Prowse, 1998). Erityisesti finanssikriisin jälkeisinä vuosina enkelisijoittamista on tutkittu melko runsaasti ja jopa Suomessa on tehty katsaus Lahden (2011) toimesta kentän nykytilaan ja tulevaisuuden kehityssuuntiin. Lahden tutkimus antaa hyvän lähtökohdan tämän tutkimuksen kontekstin ymmärtämiselle, mutta tarkempaa näkökulmaa tässä tutkimuksessa haetaan Machtin & Robinsonin (2009) tutkimuksen jälkimainingeista. Heidän tutkimuksessaan etsittiin enkelisijoittajien ei-rahamääräisiä lisäarvoja haastattelututkimuksen keinoin, mutta haasteelliseksi osoittautui lisäarvojen tarkempi havainnollistaminen sekä osittain todentaminen. Tässä tutkimuksessa tartutaan heidän jatkotutkimusehdotukseensa siitä, että tulevaisuudessa voitaisiin haastatella ikään kuin pareittain enkelisijoittajia ja sijoituksen kohteena olleen yrityksen johtoa. Näin voitaisiin todentaa enkelisijoittajien mukanaan tuomaan lisäarvoa.

Tässä tutkimuksessa syvennetään näkemystä enkelisijoittamisesta rahoitusmuotona ja erityisesti teoriaosuudessa verrataan muihin mahdollisiin kasvuyritysten oman pääoman ehtoihin rahoitusmuotoihin. Tutkimuksessa keskitytään yrityksen kasvuun sekä kehitykseen vaikuttaviin tekijöihin, joten päätutkimuskysymykseksi muotoutui:

Minkälaisia vaikutuksia enkelisijoittamisella on verrattuna muihin oman pääoman ehtoihin kasvuyritysten rahoitusmuotoihin?

Tämän tutkimuksen rakennetta ohjaavat päätutkimuskysymyksestä puretut alatutkimuskysymykset, joihin etsitään vastauksia läpi koko tutkimuksen. Ensimmäiseen alatutkimuskysymykseen etsitään vastauksia sekä teoriaosuudessa että empiirisessä osuudessa, erityisesti syvällisempien mekanismien osalta. Ensimmäinen alatutkimuskysymys muotoutui seuraavaksi:

Minkälainen rahoitusmuoto enkelisijoittaminen on?



Teoriaosuudessa kartoitetaan vastauksia erilaisten oman pääoman ehtoisten rahoitusmuotojen ominaisuuksista erityisesti yrityksen johtamiseen liittyen, joten toinen alatutkimuskysymys muotoutui seuraavaksi:

Minkälaisia vaikutuksia enkelisijoittajalla on kasvuyrityksen muille oman pääoman ehtoisten rahoitusmuodoille?

Kolmannessa alatutkimuskysymyksessä pureudutaan tämän tutkimuksen erityiseen mielenkiinnon kohteeseen ja tavoitteeseen löytää empiiristä aineistoa, jolla voidaan todentaa, tarkentaa tai haastaa enkelisijoittajien vaikutusmekanismeja kasvuyritysten kehitykseen. Kolmas alatutkimuskysymys kuuluu:

Minkälaisia vaikutuksia enkelisijoittajalla on kasvuyritysten kehitykseen?

Kuten mainittua enkelisijoittajien tekemistä sijoituksista ei ole olemassa julkisesti saatavilla olevaa listausta, josta tutkimukseen olisi voitu suoraan hakea ja muodostaa haastattelupareja. Tässä tutkimuksessa on kuitenkin löydetty osittainen ratkaisu kyseiseen ongelmaan, mikä osaltaan vastaa Machtin & Robinsonin (2009) esitykseen haastatteluparien muodostamisesta. Koska tutkimus toteutetaan Pro Gradu -työn laajuisena, on haastattelujen määrässä jouduttu tinkimään. Tätä on paikattu valikoimalla mahdollisimman heterogeeninen joukko haastateltavaksi erityisesti yrittäjien, mutta myös enkelisijoittajien osalta.

Teoreettisen rajauksen näkökulmasta tämä tutkimus keskittyy tarkastelemaan kasvuyrityksen rahoituskenttää ensin kokonaisuutena, mutta syventyy nopeasti enkelisijoittajiin liittyviin teemoihin. Rahoituskenttä on kokonaisuutena tarpeellista ottaa tarkasteluun käytännön liike-elämän realiteettien takia. Kasvuyritykselle harvoin on optimaalista valita vain yksi rahoitusmuoto, varsinkaan koko yrityksen elinkaarta tarkasteltaessa (Berger & Udell, 1998). Rahoituksen suhteen tehdyt valinnat kuitenkin vaikuttavat jatkorahoitukseen, joten varhaisemmassa vaiheessa tehdyissä rahoituspäätöksissä tulee ottaa huomioon myös myöhemmät mahdollisuudet. Rahoitusteknisiin teemoihin tutkimuksessa ei kuitenkaan keskitytä, vaan tarkastelu pidetään yrityksen johtamiseen liittyvällä tarkastelun tasolla, esimerkiksi eri rahoittajatahojen väliseen dynamiikkaan liittyen. Maantieteellisen rajauksen suhteen tutkimuksessa otetaan huomioon kansainväliset trendit enkelisijoittamiseen liittyen erityisesti teoriaosuudessa. Empiirisessä osuudessa havainnointi tapahtuu suomalaisessa kontekstissa, suomalaisia yrittäjiä ja enkelisijoittajia haastatteleamalla.

Tutkimuksen tavoitteita voidaan luonnehtia moniulotteisiksi. Teoriaosuuden tavoitteena on täydentää tutkimuskirjallisuutta enkelisijoittamisesta erityisesti suomalaisessa kontekstissa, ja luoda kattava kokonaiskuva kasvuyritysten rahoitusmahdollisuuksista erityisesti ei-rahamääräisten teemojen osalta. Käytännön

sovellusten on tarkoitus puhutella kasvuyrityksen perustajaa, joka potentiaalisesti tekee rahoitukseen liittyviä päätöksiä. Tutkimuksessa halutaan erityisesti herättää uusi yrittäjä ajattelemaan laajemmin yrityksensä rahoitusta. Kyse ei ole vain käyttöpääoman tuomisesta yrityksen käyttöön, vaan strategisesta valinnasta, jolla voi olla seurauksia sekä hyvässä että pahassa. Empiirisen osuuden tavoitteeksi asetettiin enkelisijoittajien tuomien ei-rahamääräisten lisäarvojen tarkentaminen, todentaminen sekä nykytilan kartoittaminen erityisesti suomalaisessa kontekstissa. Tämän voidaan katsoa jatkavan Lahden (2011) sekä Machtin & Robinsonin (2009) työtä ja tuovan siten sekä tieteellistä että käytännön liike-elämän kontribuutiota raottamalla enkelisijoittamiseen liittyvää salailun verhoa.

## 2 Kasvuyrityksen rahoitusmuodot

### 2.1 Rahoituksen vaiheet

Bergerin ja Udellin (1998) mukaan yrityksen rahoitusrakenne muuttuu elinkaaren eri vaiheissa. He esittävät, että perustamisvaiheessa yrityksen rahoitus koostuu sisäpiirin tuottamasta pienimuotoisesta rahoituksesta sekä enkelisijoittajien sijoituksista. Myöhemmässä vaiheessa, yrityksen kasvettua ja osoitettua selkeää kasvupotentiaalia, rahoituskenttään saapuvat mahdollisuudet pääomasijoituksille ja erilaisille vieraanpääoman ehtoisiin rahoituksille. Rahoituksen hierarkiateorian (pecking order theory) mukaan yritykset suosivat ensisijaisesti sisäisen tulorahoituksen vaihtoehtoa ja sekundaarisena vaihtoehtona vieraan pääoman ehtoista rahoitusta sekä vasta kolmantena vaihtoehtona oman pääoman ehtoista rahoitusta. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen riskeinä nähdään yrityksen osakkeen arvon alentuminen, joka koskee myös listaamattomia yhtiöitä omistaja-arvon edun mukaisesti. Vieraalla pääomalla, käytännössä lainalla, nähdään olevan myös matalammat informaatiokustannukset. Oman pääoman ehtoista sijoituksella nähdään olevan tiukemmat esiselvitystyöt liittyen yrityksen taloudellisen suorituskyvyn lisäksi ei-rahamääräisiin ominaisuuksiin. (Esim. Frank & Goyal, 2003)

Osittain rahoituksen hierarkiateorian vastaisesti teoriakentässä on kuitenkin annettu oman pääoman ehtoisiin rahoitusmuodoille painoarvoa erityisesti yrityksen elinkaaren varhaisessa vaiheissa (Mason & Harrison, 1995). Tässä tutkimuksessa keskitytään yrityksen elinkaaren varhaiseen vaiheeseen, jossa rahoitus koostuu nykytiedon valossa enkelisijoittajien ja sisäpiiriläisten lisäksi erilaisista kiihdyttämöistä, hautomoista, venture studioista sekä julkisista rahoitusinstrumenteista (Clayton ym. 2024; Mukherjee ym. 2024; Vega-Pascual ym. 2024). Alaluvun tarkoituksena on luoda kokonaiskuva kasvuyrityksen rahoituskentästä, minkä jälkeen syvennyttään enkelisijoittamisen erityispiirteisiin kirjallisuuden valossa.

Erityisesti 1900-luvulla, ennen enkelisijoittamisen yleistymistä, kasvuyritysten rahoituskentän yleinen tutkimusaihe on ollut niin kutsuttu equity gap (englanninkielinen termi vastaa suomen kielen ilmaisua pääoma-aukko). Tutkimusaiheella viitataan eri elinkaaren vaiheiden ja siten eri rahoitustahojen väliin jäävään tilaan, jossa kasvuyritykselle ei löydy luontevaa rahoitusmuotoa. Yhtenä vaihtoehtona rahoitusmuodoille on esitetty vieraan pääoman ehtoisia instrumentteja, mutta niiden on pelätty saattavan yrityksen rahoitusrakenteen liian vieraan pääoman painoiseksi, jolloin jatkorahoituksessa joudutaan kohtaamaan haasteita. 1900-luvun puolella ennen enkelisijoittamisen yleistymistä, keskeinen kasvuyritysten rahoitusmuoto oli pääomasijoittajat, joiden rajoitteena on niiden rakenteellisesti raskas kustannusrakenne. On jopa esitetty, että pääomasijoittajan ei ole taloudellisesti kannattavaa tehdä alle

250 000 £ sijoituksia, koska sijoituksen tuotto-odotus ei kykene kattamaan sijoittamiseen liittyviä kustannuksia (Mason & Harrison, 1995). Myös nykyisessä rahoituskentässä nähdään edelleen sama ilmiö, mutta pienempänä enkelisijoittamisen yleistyttyä. Toisaalta pääoma-aukkoa on tutkittu myös maantieteellisestä näkökulmasta, jossa haasteelliseksi on havaittu pääomasijoittajien keskittyminen suuriin talouskeskuksiin, mutta keskittymistä on arvioitu paikkaavan enkelisijoittajien levittäytyminen laajalle maantieteelliselle alueelle. (Mason & Harrison, 1995)

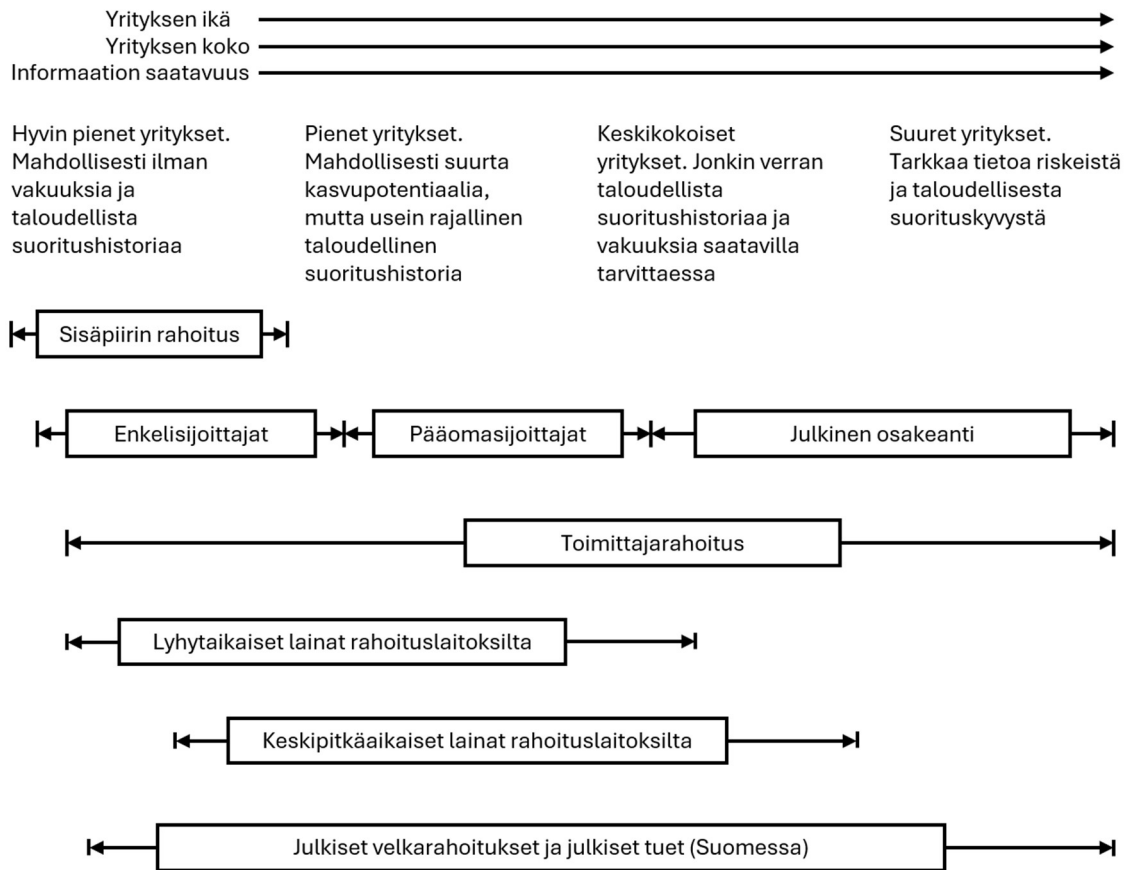
Kasvuyritysten rahoituskentän tutkimus puolestaan rakentuu alatutkimuskentäksi yrittäjyyskosysteemien (entrepreneurial ecosystems) tutkimuskenttään ja sitä kuvataan englanninkielisellä termillä entrepreneurial finance ecosystem (Capizzi ym. 2025). Termi korostaa tutkimuskentän tarkastelussa olevien yritysten yrittäjävetoisuutta ja siten tässä tutkimuksessa tutkimuskentän antia sovelletaan kasvuyrityksiin. Kasvuyritysten luonteeseen tämän tutkimuksen kontekstissa kuuluu olennaisesti yrittäjävetoisuus. Kasvuyritysten rahoitusekosysteemiä kuvataan kirjallisuudessa monimuotoiseksi, kompleksiksi ja dynaamiseksi (Khyareh ym. 2019). 2010-luvulle tultaessa ekosysteemin tutkiminen on kuitenkin yleistynyt ja terminologia on alkanut vakiintua, jolloin kentälle on alettu muodostamaan teoreettisia rakenteita. Kasvuyritysten rahoitusekosysteemin tutkimus voidaan jakaa kolmeen pääkategoriaan: komponentit, dynamiikka ja rahoituksen lähteet. (Bonini & Capizzi, 2019; Cumming ym. 2019; Khyareh ym. 2019)

Komponentit-kategoria tarkastelee rahoitusekosysteemiä osana yrittäjyyskosysteemiä sekä rahoitusmarkkinaa osana sitä. Colombo ym. (2019) näkevät yrittäjäekosysteemin koostuvan yrittäjävetoisten yritysten ympärille asettuvasta systeemisestä verkostosta, johon kuuluu erilaisia sidosryhmiä, kuten rahoituslaitokset, yliopistot, tutkimuslaitokset sekä asiakkaat. Rahoituslaitokset muodostavat rahoitusekosysteemin, jonka osia ovat esimerkiksi enkelisijoittajat, pääomasijoittajat, pankit sekä esimerkiksi julkisrahoitteiset takaukset (Esim. Clayton ym. 2024; Mukherjee ym. 2024; Vega-Pascual ym. 2024).

Dynamiikka-kategoria keskittyy ekosysteemin rakenteellisen dynamiikan tarkasteluun sekä ekosysteemin muotoutumiseen. Erityisesti rakenteellisen dynamiikan osalta olennaisena kentän tarkastelussa on nähty eri rahoittajatahojen välinen dynamiikka, joka sisältää jatkorahoituksen mahdollistamisen, mutta myös intressiristiriidat rahoittajien välillä. Tämän tutkimuksen kannalta kiinnostava asetelma on esimerkiksi Hellmannin & Thielen (2015) tarkastelema enkelisijoittajien ja pääomasijoittajien välinen dynamiikka. Heidän tutkimuksessaan tarkasteltiin enkelisijoittajien ja pääomasijoittajien välille mahdollisesti syntyvää eturistiriitaa, jossa yrityksen hakiessa jatkorahoitusta pääomasijoittajalta, enkelisijoittaja voidaan nähdä ylimääräisenä tekijänä pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen välillä. Tutkimuksen mukaan pääomasijoittajan sijoitettua yritykseen, ei enkelisijoittajan inhimilliselle, sosiaaliselle tai rahalliselle

pääomalle ole enää tarvetta. Toisaalta tutkimus korostaa, että yksi merkittävimmistä syistä pääomasijoittajan kiinnostumiselle kohdeyrityksestä on nimenomaan enkelisijoittaja. Voidaankin nähdä, että enkelisijoittajan rooli on auttaa yritystä kehittymään tasolle, jossa pääomasijoittajat kiinnostuvat yrityksestä. Ibrahim (2008) tutki samaa dynamiikkaa pääomasijoittajan ja enkelisijoittajan välillä ja toi esille, että enkelisijoittaja saattaa aiheuttaa informaation epäsymmetriaa, agenttikustannuksia sekä muita epävarmuustekijöitä pääomasijoittajalle. Hän kuitenkin arvioi, että enkelisijoittamisen kehittyessä ammattimaisemmaksi ja sijoitussopimusmallien kehittyessä kohti pääomasijoittajien sopimusmalleja mainitut negatiiviset vaikutukset tulevat vähenemään.

Kuvio 1 kokoaa yhteen rahoitusvaihtoehtojen soveltumista eri yrityksen elinkaaren eri vaiheisiin. Erityispiirteinä Bergerin & Udellin (1998) näkemykseen on tuotu suomalainen ja eurooppalainen konteksti, jossa Piekkolan (2007) tutkimuksen mukaan julkisia rahoitusinstrumentteja on saatavilla aina yrityksen varhaisista vaiheista myöhäisempiin vaiheisiin. Tässä tutkimuksessa keskitytään yrityksen iän ja koon akselilla vaiheeseen, jossa vaihtoehdot koostuvat enkelisijoittajista, lyhytaikaisista velkainstrumenteista sekä julkisista instrumenteista ja sisäpiirin rahoituksesta. Sisäpiirin rahoitus on tutkimuksessa rajattu pois, koska se on luonteeltaan hyvin erilainen kuin muut instrumentit, jotka ovat luonteeltaan kaupallisia tai poliittisia myöntävän tahon mukaan.



Kuvio 1: Kasvuyrityksen rahoitusmahdollisuudet tutkimuksen kontekstissa, mukailen Berger & Udell (1998); Piekkola (2007)

Vastaavaa kirjallisuudessa esiintyvää terminologiaa käyttäen enkelisijoittajat toimivat siis ikään kuin siltarahoittajina kuviossa 1 havainnollistuvan rahoituksen kuolemanlaakson (death valley) yli. Kuviossa 1 kuolemanlaakso sijoittuu yrityksen iän ja koon akselilla aikaan ennen pääomasijoittajien rahoituksen tuottamia mahdollisuuksia. Tällöin myös lyhytaikaiset lainat rahoituslaitoksilta voidaan nähdä epäedullisina yrityksille niiden korkean kustannuksen vuoksi, joka juontuu luonnollisesti riskipitoisuudesta. (Berger & Udell, 1998)

## 2.2 Rahoitusmuodot

Rahoituksen lähteet -kategoria käsittelee nimensä mukaisesti rahoituksen lähteitä, pääasiassa oman pääoman ehtoisia lähteitä, mutta myös esimerkiksi perinteisten pankkien roolia yritysten rahoittajana sivuten. Erityisesti Pohjois-Amerikassa ja Euroopassa rahoituslähteiden on todettu muodostaneen jo verrattain kypsän ekosysteemin globaalin finanssikriisin jälkeisessä maailmassa (Mukherjee ym. 2024). Tutkimuskenttä on peräänkuuluttanut erityisesti pitkittäistutkimusten tuottamaa dataa ekosysteemin vaikutuksista sekä tarkempaa määrittelyä ekosysteemin osille. Toisaalta Clayton ym. (2024) havainnoivat 36 vuoden pitkittäisotannan tutkimuksella, että eri ekosysteemin

rahoitusmuodoilla on ollut vaikutusta yrittäjävetoisten yritysten selviytymiseen; tutkimus tosin käsitteli vain yhden toimialan yrityksiä. Varsinaiseksi rahoituksen lähteiksi tutkimuskentässä on tunnistettu pääomasijoittajat (venture capital), enkelisijoittajat (angel investors), yrityshautomot ja kiihdyttämöt (accelerators ja incubators) sekä julkinen rahoitus yksityisen rahoituksen tukena (Esim. Clayton ym. 2024; Mukherjee ym. 2024; Vega-Pascual ym. 2024).

Tässä tutkimuksessa pääomasijoittajilla tarkoitetaan sekä pääomasijoitusrahastoja, institutionaalisia sijoittajia ja yksityisiä sijoittajia, joiden toiminta poikkeaa enkelisijoittamisen piirteistä. Pääomasijoittajat määritellään kirjallisuudessa rahoittajatahoiksi, jotka ovat erikoistuneet rahoittamaan uusia, rajua kasvua tavoittelevia yrityksiä erityisesti eri teknologia-aloilta. Sijoituksen aikaväliä on kuvattu keskipitkäksi ja pitkäksi sekä sijoituksen tapahtuvan konkreettisesti vaihtamalla kohdeyrityksen osakkeita pääomaan (Mason, 2019; Tollington, 2011). Pääosin pääomasijoittajien toimintamalli on kerätä rahoitusta joukolta sijoittajia ja sijoittaa varoja eri sijoituskohteisiin portfoliomaisesti. Tyypillisesti pääomasijoittajan keräämällä varallisuudella on kymmenen vuoden sijoitusaika kahden vuoden jatko-optiolla, jonka aikana pääomasijoittaja pyrkii tuottamaan sijoittajilleen tuottoa. Tuottoa haetaan tyypillisesti kasvattamalla sijoituskohteita luokkaan, missä se voidaan myydä eteenpäin eri muodoissa, esimerkiksi pörssilistautumisella (IPO) (Berger & Udell, 1998). Yksittäisiin yrityksiin kohdistuvat sijoitussummat ovat usein yli 1 M€ eli poikkeavat siten merkittävästi yrityksen elinkaaren varhaisempien vaiheiden mahdollisuuksista kerätä pääomaa (Bonini & Capizzi, 2019). Sijoituskohteiden kasvattaminen tapahtuu tarjoamalla erilaisia konsultointipalveluita, muokkaamalla yrityksen johtoa sekä päihittämällä erilaisia operatiivisia sekä strategisia haasteita. Pääomasijoittajien tuottamaa tukea kuvaa hyvin vuosittaisten vierailukertojen määrä yrityksessä, keskimäärin 19 kertaa (Berger & Udell, 1998). Pääomasijoittajat mahdollistavat usein nopeaa kasvua ja tuovat paljon lisäarvoa toiminnan ammattimaistumiseen, mutta usein myös syrjäyttävät yrityksen perustajat yrityksen johdosta ja tuovat yritykselle ulkopuolisen toimitusjohtajan. Ammattimaistumisella tarkoitetaan esimerkiksi HR-käytäntöjen kehittymistä sekä vastaavia, muodollisia käytänteitä. (Hellmann & Puri, 2002)

Yrityskiihdyttämöjen (accelerators, seed accelerators, startup accelerators) rooli kasvuyritysten rahoituskentässä on osittain kiistelty kirjallisuudessa. Kiihdyttämöiden keskeinen rooli ei ole rahoittaa kasvuyrityksiä tai startup yrityksiä, mutta niiden toiminta tähtää rahoituskelpoisuuden nostamiseen sekä sisältää tyypillisesti verrattain pieniä 0–150 000 USD sijoituksia yrityksiin. Tästä syystä kiihdyttämöiden rooli voidaan nähdä kiinteäksi osaksi kasvuyritysten rahoitusekosysteemiä. Sijoitusta vastaan tyypillisesti luovutaan noin 5–8 % omistusosuudesta. Yhteensä kiihdyttämöiden tuottaman

pääomamarkkinan on arvioitu olevan noin 16 miljardin USD suuruinen ja kiihdyttämöitä on arvioitu olevan noin 2000 kappaletta globaalisti. Kiihdyttämöt ovat tyypillisesti koulutusorientoituneita, kiinteäpituisia ja kurssin kaltaisia ohjelmia, joissa hyödynnetään kokeneiden liiketoimintaosaajien, kuten pääomasijoittajien, enkelisijoittajien ja entisten yrittäjien, näkemystä sekä kokemusta kasvuyritysten kehittämisessä. Kiihdyttämön ohjelma huipentuu tyypillisesti demopäivään, jossa yrittäjät pääsevät esittelemään yritystään erilaisille potentiaalisille sijoittajatahoille. (Cohen ym. 2019; Hallen ym. 2020; Hochberg, 2016)

Erilaisiin kiihdyttämöratkaisuihin on osallistunut merkittävä määrä kansainvälisesti tunnettuja kasvuyrityksiä, mutta kiistanalaiseksi kirjallisuudessa kiihdyttämöiden roolin tekee akateemisen tiedon puuttuminen mekanismista, millä juuri kiihdyttämöt kykenevät auttamaan kasvuyritysten kehitystä. Keskeisinä hyötyinä on kuitenkin tunnistettu kiihdyttämöiden tarjoamat verkostot, mentorointi, strateginen ohjaus, arvonluonnin tiivistäminen, työskentely tilat ja alkuvaiheen sijoitukset (seed investment). Vahvaa korrelaatiota on myös havaittu kiihdyttämön ohjelmaan osallistumisen ja tärkeiden virstapylväiden, kuten pääomasijoituksen tai enkelisijoituksen, saamisen välillä. Erityisesti korrelaatiota on havaittu virstapylväiden saavuttamiseen kuluvan ajan ja kiihdyttämön ohjelmaan osallistumisen välillä. (Cohen ym. 2019; Hallen ym. 2020; Hochberg, 2016)

Yrityskiihdyttämöjen keskittyessä enemmän liiketoiminnalliseen ja markkinaorientoituneeseen näkökulmaan, yrityshautomoiden rooli puolestaan on nähty ikään kuin siltojen rakentajana erityisesti liike-elämän sekä teknisten alojen korkeakoulujen ja muiden tieteellisten tahojen välillä (Lamine ym. 2018). Hautomot ovat myös huomattavasti kiihdyttämöitä vanhempi konsepti. Ensimmäiset hautomot on pilotoitu Yhdysvalloissa 1950-luvulla, kun taas ensimmäiset kiihdyttämöt on perustettu 2000-luvun puolivälin vaiheilla (Cohen ym. 2019; Lamine ym. 2018). Zedtwitz ja Grimaldi (2006) tunnistavat tutkimuksessaan viisi perustyyppiä yrityshautomoille: yliopistollinen-, alueellinen-, yrityksen sisäinen-, itsenäinen kaupallinen- ja virtuaalinen yrityshautomo. Hautomoista 80–90 % arvioitiin olevan alueellisia tai yliopistojen yhteydessä toimivia. Tämän arvioitiin vaikuttavan hautomoiden kompetenssiin, koska hautomot on perustettu täyttämään poliittisia tai julkisen keskustelun tahtotiloja, eikä liiketoiminnallisia tarpeita. Heidän mukaansa hautomoiden kompetenssit yritysten kehittämiseen vaihtelevat suuresti käytössä olevien resurssien ja hautomon toiminta-ajatuksen mukaan. Nowak ja Grantham (2000) esittävät erityisesti virtuaalisten hautomoiden sopivuutta nykyiseen nopeasti muuttuvaan liiketoimintakenttään. Heidän mukaansa erityisesti virtuaalialustalla toimivan hautomon keskeisenä etuna on saavutettavuus sekä yritysten että inhimillistä pääomaa tuovien tahojen suhteen. Zedtwitzin Grimaldin (2006) tutkimuksessa kompetenssia yritysten kehittämiseen



arvioitiin Porterin (1986) strategisen fokuksen jaolla, ja huomioon otettiin myös voittoa tavoittelemattomuus sekä voittoa tavoitteleva toiminnan luonne. Keskeisinä lisäarvoina startuppien kehitykselle on tunnistettu erilaisiin liiketoiminnan tukitoimintojen tuottaminen, pääomat, pääsy yliopistojen erilaisiin resursseihin sekä verkostoitumismahdollisuudet. Keskeisenä haasteena tunnistettiin strateginen yhteensopivuus hautomon ja yrityksen välillä (Lamine ym. 2018; Zedtwitz & Grimaldi, 2006). Toisaalta van Rijnsoever (2020) esittää, että hautomoiden keskeinen lisäarvo yrityksille, erityisesti rahoituksen suhteen, on toimia kohtaamispaikkana rahoituksen tarvitsijan ja tarjoajan välillä. Hänen mukaansa hautomoiden avulla voidaan kaventaa yritysten ja pääomasijoittajien välistä etäisyyttä ja siten parantaa yritysten rahoitusmahdollisuuksia.

Viimeisen vuosikymmenen aikana on yleistynyt niin sanottu venture studio -malli, joka muistuttaa kiihdyttämöitä ja hautomoita, mutta eroaa niistä olennaisesti. Mallille ei ole vakiintunut suomen kielistä termiä. Malli eroaa aiemmista olennaisesti siten, että sen ajatuksena on ensin tunnistaa markkinarako, johon aletaan kehittämään liiketoimintamallia esimerkiksi kokeneiden yrittäjien voimin. Liiketoimintamallin kehittyttyä sopivalle asteelle rekrytoidaan, ikään kuin jälkikäteen, liiketoimintamallille yrittäjä tai ydintiimi, jonka tehtävä on ottaa liiketoimintamalli johtoonsa ja kasvattaa sekä kehittää nyt startupiksi kehittyneitä liiketoimintamallia. Venture studioiden taustalla on tyypillisesti rahastoitua pääomaa, jota voidaan sijoittaa liiketoimintamalleihin. Tyypillisesti venture studiossa on saman aikaisesti kehitteillä useampia liiketoimintamalleja. Venture studion omistusosuus startupiksi kehittyneestä yrityksestä on verrattain suuri, 30–80 %, mitä perustellaan suuremmalla riskillä, kuin muissa saman kaltaisissa malleissa. Venture studion vaikutusaika yrityksen kehitykseen ja kasvuun ei myöskään ole määrääkainen kuten kiihdyttämöissä tai hautomoissa, vaan venture studion tiimi tukee yritystä tarvittavan ajan. (Patel & Chan, 2024)

Julkisten rahoituslähteiden välillä on merkittäviä eroja maiden välillä. Tämä johtuu vallalla olevista poliittisista suuntauksista sekä yleisestä kulttuurista julkisten ja yksityisten tahojen väliseen dynamiikkaan liittyen. Owen ja Vedanthachari (2023) tutkivat julkisten tahojen rahoitusta yliopistojen teknologiseen innovaation luontiin ja innovaatioiden kaupallistutumiseen liittyen Iso-Britanniassa. He esittävät, että julkiset rahoitukset ovat merkittäviä mahdollistajia hyvin varhaisessa vaiheessa olevien teknologioiden kehittämisessä eli kaupallisesta näkökulmasta rahoituksen siemenkierrosta (pre seed) edeltävänä aikana. Piekkola (2007) puolestaan tutki suomalaisessa kontekstissa julkisten tutkimus- ja kehitysrahoitusten vaikutusta pieniin ja keskisuuriin yrityksiin. Tutkimus esittää, että suomalaisessa kontekstissa rahoituksella oli merkittävä vaikutus tuottavuuden kasvuun. Mina ym. (2021) mukaan erityisesti Euroopassa on huomattu pienten ja keskisuurien yritysten painivan rahoitushaasteiden

parissa enemmän, kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Tästä syystä on alettu kehittää yhteisiä eurooppalaisia rahoitusinstrumentteja pienten ja keskisuurien yritysten kasvun rahoittamiseksi. Sama tutkimus indikoi, että rahoitusinstrumentilla on huomattu positiivisia vaikutuksia yritysten kasvuun ja kehitykseen sekä lisärahoituksen saamiseen esimerkiksi pääomasijoittajilta ja patenttien määrään.

Tämän tutkimuksen empiirisen osuuden kannalta olennaisena maantieteellisenä rajauksena voidaan ottaa kantaa Suomessa saatavilla oleviin julkisiin rahoituksiin. Suomessa kasvuyritysten julkisia rahoituslähteitä ovat Business Finland, Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus (ELY-keskus) sekä Finnvera. Business Finland keskittyy rahoittamaan Suomessa kasvuun ja kansainvälistymiseen pyrkiviä pieniä ja keskisuuria sekä ns. mid cap -yrityksiä. ELY-keskuksen rooli on moninainen sen rahoittaessa laaja-alaisesti sekä Suomen sisäisillä maantieteellisillä rajauksilla että toimialarajauksilla. Finnveran rooli on tukea aloittavia yrityksiä, mutta myös kasvuun tähtääviä yrityksiä erilaisilla takaus- ja lainainstrumenteilla. (Business Finland: Asiakkaille Suomessa; Elinkeino-, liikenne-, ympäristökeskus: Yritysrahoitus; Finnvera: Rahoitustoiminta)

Enkelisijoittajia on kirjallisuudessa määritelty varakkaiksi yksityishenkilöiksi, joilla usein on yrittäjätaustaa ja jotka sijoittavat varallisuuttaan pieniin yksityisomisteisiin yhtiöihin (Werth, 2017). Erityisesti kirjallisuudessa on korostettu enkelisijoittajien sijoittamista yrityksiin kasvun varhaisessa, korkeariskisessä vaiheessa (Ibrahim, 2008). Langen ym. (2024) toteuttaman systemaattisen kirjallisuuskatsauksen mukaan enkelisijoittajat ovat erittäin tärkeässä asemassa kasvuyritysten rahoitusekosysteemissä. Katsauksen mukaan enkelisijoittajan rooli korostuu varhaisessa vaiheessa olevien startupien selviytymisessä ei-rahamääräisen kontribuution takia. Erityisinä teemoina kontribuutiolle nähdään erityisosaaminen, verkostot ja mentorointisuhde yrityksen johtoon. Tutkimuksessa todettiin enkeleillä olevan positiivinen vaikutus lisärahoituksen saantiin rahoituskierroksen fasilitoinnin avulla, mikä tukee Ibrahimin (2008) näkemystä dynamiikasta sekä Bergerin ja Udellin (1998) näkemystä yrityksen rahoitusmahdollisuuksista eri elinkaaren vaiheissa. Seuraavassa alaluvuissa perehdytään tarkemmin enkelisijoittajiin kasvuyrityksen rahoitusmuotona.

Taulukko 1 havainnollistaa eri rahoitusmuotojen ei-rahamääräisiä lisäarvoja. Rahoitusvaiheet on arvioitu luokittelulla Pre-Seed, Seed, rahoituskierrokset A-C, jotka edustavat karkeaa jakoa yrityksen alkuvaiheen rahoituskierröksistä. Pre-Seed kierrokselle tyypillinen tilanne on, ettei yrityksellä ole välttämättä konkreettista liiketoimintaa, vaan rahoituskierroksen avulla toimintaa pyritään kehittämään tai markkinoille meno aloittamaan. Seed kierrokselle ominaista on, että rahoitusta hakevalla yrityksellä on liiketoimintaa, mutta rahoituskierroksen avulla pyritään skaalaamaan tai kehittämään toimintaa taloudellisesti kestäväälle tasolle. Myöhemmillä kierroksilla, kierrokset A-C,

tyypillinen tilanne on liiketoiminnan jatkokehittäminen elinkaaren myöhempien teemojen ympärillä tai edelleen toiminnan skaalaaminen. (Berger & Udell, 1998)

Taulukko 1: Kasvuyrityksen rahoituskentän ei-rahamääräisistä lisäarvoista.

	Yrityshautomot	Yrityskiihdyttämöt	Venture studiot	Enkelisijoittajat	Pääomasijoittajat
Rahoitusvaihe	Seed ja alkukierrokset	Seed ja alkukierrokset	Pre-seed	Pre-Seed ja Seed	Seed ja kierrokset A-C
Pääomamäärä	-	<150 000 US \$	-	10 000 - 250 000 US \$	> n. 330 000 \$
Omistusosuus	-	5-8 %	30-80 %	-	-
Verkostot	Zedtwitz & Grimaldi (2006); Nowak - Grantham (2000)	Cohen ym. (2019)		Lange ym. (2024); Macht & Robinson (2009)	
Mentorointi		Cohen ym. (2019)		Lange ym. (2024)	
Strateginen ohjaus		Cohen ym. (2019)	Patel - Chan (2024)	Lange ym. (2024); Macht & Robinson (2009)	Berger - Udell (1998)
Arvonluonnin tiivistäminen		Cohen ym. (2019)	Patel - Chan (2024)		
Toimitilat	Zedtwitz & Grimaldi (2006)	Cohen ym. (2019)			
Tieteelliset resurssit	Zedtwitz & Grimaldi (2006)				
Mahdollisuus lisärahoitukseen	van Rijnsoever (2020)	Hallen ym. (2020); Hochberg (2016)	Patel - Chan (2024)	Lange ym. (2024); Ibrahim (2008); Kerr ym. (2014); Macht - Robinson (2009); Capizzi ym. (2022 & 2024)	Berger - Udell (1998)
Toimialakohtainen erikoisosaaminen			Patel - Chan (2024)	Lange ym. (2024)	Berger - Udell (1998)
Koulutus		Cohen ym. (2019); Hochberg (2016)			

Pääomamäärien ja omistusosuuksien osalta luvut on kirjattu, mikäli kirjallisuudessa on vallinnut yksimielisyyttä niiden suhteen. Esimerkiksi enkelisijoittajien kohdalla kirjallisuudessa ei esiinny yksimielisyyttä, vaan summat vaihtelevat erittäin paljon tapauskohtaisesti, joten ne on jätetty taulukkoon kirjaamatta. Ei-rahamääräisten ominaisuuksien suhteen luokittelua on tehty tässä ja seuraavassa luvussa esiintyvien teemojen pohjalta ja eri kirjallisuuden lähteistä on yhdistetty saman luokan alle ominaisuuksia, mikäli ne ovat osoittaneet samankaltaisuutta. Julkiset rahoitusinstrumentit on jätetty taulukosta pois, koska niiden tarjoamat ei-rahamääräiset ominaisuudet rajautuvat tutkimuksen ulkopuolelle.

### 3 Enkelisijoittaminen

#### 3.1 Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona

Enkelisijoittajat määritellään kirjallisuudessa varakkaiksi yksityishenkilöiksi (engl. High net worth individuals), joiden likvidi omaisuus on arvoltaan yli miljoona Yhdysvaltain dollaria. Omaisuuden arvosta voidaan kuitenkin usein määritelmän suhteen tinkiä. Yleisempänä määritelmänä enkelisijoittajalle pidetään yksityishenkilöä, joka sijoittaa omaa varallisuuttaan listaamattomiin, pieniin, mutta kasvuhaluisiin yrityksiin, joihin sijoittajalle ei ole sukulaisuussuhdetta. Tyypillisesti enkelisijoittajalla on myös omaa yrittäjätaustaa tai muuta liikkeenjohdollista kokemusta, jonka avulla hän auttaa sijoituskohteitaan kasvamaan. Kokemuksensa vuoksi enkelisijoittajalla on usein aktiivinen rooli sijoituskohteen johdon tukemisessa sekä vähemmistöosuus yrityksen omistuksesta. Kokonaisuutena enkelisijoittajien on todettu olevan hyvin heterogeeninen joukko erilaisia taustoja, toimintatapoja, sijoitusstrategioita sekä taipumuksia sijoittaa tietyssä yrityksen elinkaaren vaiheessa. (Cumming & Groh, 2018)

Sijoittamisen motiivina enkelisijoittajilla on todettu olevan taloudellisen motiivin lisäksi ensisijaisesti halu päästä takaisin osaksi startup ekosysteemiä tai antaa takaisin yrittäjäyhteisölle oman yrittäjäyksen jälkeen. Nämä voidaan nähdä yhtenä olennaisimmista eroista esimerkiksi pääomasijoittajatahoihin, joiden pääasiallinen tavoite on taloudellisen hyvän tuottaminen pääomasijoitusyhtiön rahastoon sijoittaneille tahoille. Samaan teemaan liittyen voidaan todeta, että enkelisijoittajilla ei ole samankaltaista aikapainetta irtaantua sijoituskohteesta, kuin pääomasijoittajilla, joille tyypillinen sijoitusyhtiön on aiemmin mainitusti noin kymmenen vuotta. Yhtenä aspektina on myös esitetty ero, jossa enkelisijoittajat sijoittavat omaa, henkilökohtaista varallisuuttaan pääomasijoittajien sijoittaessa yhtiön käytössä olevaa varallisuutta. Tämän on nähty vaikuttavan enkelisijoittajien kiinnostukseen sijoituskohteita kohtaan ja pyrkimykseen auttaa sijoituskohteita menestymään. (Capizzi ym. 2022)

Tenca ym. (2019) tekemän kirjallisuuskatsauksen mukaan enkelisijoittajien on tutkittu käyttävän kuutta kriteeriä sijoituspäätöksen tekemisessä. Heidän mukaansa kriteerit olivat kirjallisuudessa esiintymisen yleisyysjärjestyksessä: yrityksen johdon inhimillinen pääoma, liiketoiminnallinen mahdollisuus, liiketoimintasuunnitelma, yhteensopivuus sijoittajan kanssa, luottamus tai empatia yrityksen johtoa kohtaan ja ulkoinen suositus. Mason ja Stark (2004) puolestaan esittävät, että enkelisijoittajan sijoituspäätös perustuu ennen kaikkea sijoittajan ja yrittäjän väliseen yhteensopivuuteen sekä sijoittajan tuntumaan yrityksen liikeideasta. Heidän mukaansa tämä on keskeisen ero esimerkiksi pääomasijoittajiin verraten, sillä enkelisijoittajalla ei ole usein käytössään vastaavia resursseja markkinatilanteen tutkimiseen ja taloudellisten ennusteiden tarkastamiseen, kuin pääomasijoittajilla. Enkelisijoittajilla on myös heidän mukaansa huomattavasti

pienempi määrä potentiaalisia sijoituskohteita, joten enkelisijoittajien halu ottaa riskiä voi olla suurempi.

Capizzi ym. (2025) tarkastelivat yrittäjän inhimillisen pääoman ja enkelin kontribuutiota suhteessa yrityksen menestykseen. Tutkimuksessaan he toteavat, että yrittäjällä tulee olla merkittäviä määriä inhimillistä pääomaa, jotta enkeli on halukas sijoittamaan yritykseen. Tätä tukee myös Tenca ym. (2019) kirjallisuuskatsaus. Inhimillisellä pääomalla tutkimuksessa tarkoitetaan yrittäjän saavuttamia taitoja ja kykyjä, mitkä hän on saanut joko muodollisen koulutuksen tai kokemuksen kautta. Muodollisen koulutuksen kautta saavutettua henkistä pääomaa kuvataan tutkimuksessa yleiseksi inhimilliseksi pääomaksi (general human capital), jolla nähdään lisäarvoa liikeidean argumentoinnissa, markkinan navigoinnissa sekä vastaavissa yleisen tason haasteissa. Kokemuksen kautta saavutettua inhimillistä pääomaa (specific human capital) nimitetään puolestaan erityiseksi henkiseksi pääomaksi, jonka suurin lisäarvo materialisoituu kontekstisidonnaisessa ongelmanratkaisussa eli käytännön liiketoiminnassa. Tutkimuksessa enkelisijoittajan kontribuutio yrityksen toimintaan tarkoittaa mentoroinnin kaltaista aktiviteettia, jossa enkelisijoittaja auttaa yrittäjää ratkaisemaan erilaisia strategisen ja operatiivisen tason haasteita. Toisesta näkökulmasta ajateltuna enkelisijoittaja lisää yrityksen resurssiperusteisen näkökulman (resource-based view) mukaista kilpailuetua tuomalla yrityksen käyttöön inhimillistä pääomaa. Näin ollen tutkimuksessa laadittiin hypoteesit, joita testattiin määrällisen tutkimuksen keinoin. Tuloksina Capizzi ym. (2025) osoittavat, että enkelin kontribuutio yrityksen kehittämiseen on keskeinen tekijä startupin selviytymiselle ja erityisesti lyhyen aikavälin kasvulle, muttei pidemmän aikavälin taloudelliselle menestykselle.

Liiketoiminnallisella mahdollisuudella Tenca ym. (2019) tarkoittavat tuotteen ominaisuuksia, markkinan kokoa ja potentiaalia, valittua strategiaa sekä organisaatiota. Näitä on pohdittu myös Masonin ja Starkin (2004) julkaisussa liiketoimintasuunnitelman näkökulmasta. Keskeisenä teemana on havaittu yrittäjän sekä sijoittajan yksimieliset näkemykset edellä mainituista teemoista, joiden on kohdattava tarkasti. Toisaalta samassa julkaisussa pohdittiin erityisesti enkelisijoittajan mahdollisuutta ja resursseja tutkia ulkoisiin markkinoihin liittyviä teemoja. Erityisesti todettiin, että verrattuna pääomasijoittajiin sekä perinteisiin pankkeihin, enkelisijoittajalla on huomattavasti vähemmän resursseja. Tästä syystä enkelisijoittajien on todettu luottavan enemmän intuitioon ja kokemukseen faktojen vertaamisen ollessa puutteellista. Toisaalta myös riskienhallintatekniikat vaihtelevat olennaisesti pääomasijoittajien, pankkien ja enkelisijoittajien välillä. Erityisesti pankit pyrkivät hallitsemaan riskiä ennen sijoituspäätöstä ja siten ovat vähemmän halukkaita ottamaan riskiä. Pääoma- ja enkelisijoittajien riskinsietokyky on huomattavasti suurempi ja riskiä hallitaan sijoituspäätöksen jälkeisessä ajassa osallistumalla yrityksen toimintaan.

Yhteensopivuus sijoittajan ja yrittäjän välillä (investor-entrepreneur fit) on intuition ohella eräs eniten vaikuttavimmista teemoista. Yhteensopivuuteen vaikuttavina teemoina on tunnistettu sijoittajan kokemus vastaavan kaltaisesta liiketoiminnasta, kehitysvaiheesta tai kehitysteemasta, mutta myös yrittäjän ja sijoittajan välisen kemian on nähty olevan tärkeä teema yhteensopivuudessa. Kemian lisäksi sijoittajien päätöksiin on todettu vaikuttavan luottamuksen muodostuminen sekä empatia yrittäjää kohtaan. (Mason & Stark, 2004)

Capizzi ym. (2025) tiivistävät yhteensopivuuteen liittyvät teemat summaamalla, että enkelisijoittajat veikkaavat mieluummin ratsastajaa, kuin hevosta. Tämä tarkoittaa sitä, että yrittäjällä tai ydintiimillä on huomattavasti suurempi merkitys positiivisen sijoituspäätöksen saamiseen, kuin puhtailla liiketoiminnallisilla ominaisuuksilla.

Enkelisijoittajien sijoitukset tapahtuvat tyypillisesti hyvin varhaisessa yrityksen kehityskaaren vaiheessa, kuitenkin vaihdellen laajasti yksittäisten sijoittajien välillä. Varhaiseen sijoitusvaiheeseen liittyvät myös pääomasijoittajiin verrattuna pienet sijoitussummat, jotka vaihtelevat tyypillisesti 10 000 USD ja 250 000 USD välillä yksittäisten enkelisijoittajien kohdalla. (Capizzi ym. 2022; Cumming & Groh, 2018) Sijoitettavien summien suhteen enkelisijoittamisen kenttä on kuitenkin ollut murroksessa. Esimerkiksi Mason ym. (2019) esittävät, että yhtenä tuoreimmista muutoksista enkelisijoittamisen kentässä on enkelisijoittamisen ammattimaistumisen lisäksi sijoittaminen erilaisissa epäformaaleissa ryhmissä, syndikaateissa, jota korostavat myös Bonini ym. (2018). He nostavat tarkasteluun myös enkelisijoittajaverkostot sekä enkelisijoittajaryhmät.

Enkelisijoittajien erilaisille yhteenliittymille on käytetty monia eri termejä, joten tässä tutkimuksessa enkelisijoittajien yhteenliittymiä kuvataan termillä syndikaatti. Syndikaatilla tarkoitetaan enkelisijoittajien välistä yhteistoimintaa sijoitusmielessä riippumatta toiminnan virallisuudesta tai muodollisuudesta. Mason ym. (2019) mukaan syndikaattien vahvuudet ovat erityisesti jatkorahoituskiirroksilla, joissa pääomatarve on suurempi. Jatkorahoituskiirroksilla useamman enkelin yhteenliittymällä voidaan tarjota enemmän pääomaa yrityksen käyttöön. Kriittisenä erona pääomasijoittajiin painotetaan kuitenkin, että vaikkakin enkelisijoittajat muodostavat kokonaisuuden, jokainen enkelisijoittaja päättää omasta sijoituksestaan itse. Masonin ja Harrisonin (1996) mukaan enkelisijoittajista koostuvat epäformaalit syndikaatit kieltäytyvät rahoittamasta yritystä herkästi. Heidän tutkimuksessaan keskeisimmiksi syiksi nousi puutteellinen markkinanäkemykset tai puutteellinen näkemys taloudellisesta kehityksestä, jota tukee Tenca ym. (2019) esitys yksittäisten enkelisijoittajien sijoituskriteereistä. Erilaisissa verkostoissa toimivien enkelisijoittajien on kuitenkin todettu sijoittavan useammin ja rahamääräisesti enemmän, kuin yksittäisinä sijoittajina toimivien enkeleiden. Syyksi on

esitetty verkostojen tuomaa suurempaa määrää potentiaalisia sijoituskohteita sekä verkostojen varmistamaa potentiaalisten sijoituskohteiden laatua. (Bonini ym. 2018)

Sosiaalisen sukupuolen (gender) vaikutuksia kasvuyritysten rahoitukseen on tutkittu laajasti erityisesti syrjinnän, rahoituksen saamisen sekä sijoittamisen näkökulmista. Tutkimuskenttä on osittain ristiriitainen: toisaalta sosiaalisen sukupuolen vaikutukset eri teemoihin on todettu monissa tutkimuksissa pieniksi verrattuna kokonaisotantaan, mutta toisaalta niiden olemassaolon on nähty itsessään olevan syy tutkia asiaa enemmän. Enkellisijoittamisen näkökulmasta mielenkiintoisia löydöksiä ovat olleet esimerkiksi naispuoliseksi tunnistautuvien sijoittajien herkempi sijoittaminen naispuoliseksi tunnistautuvien perustajien yrityksiin. Silti sijoittajat eivät nimenneet sosiaalisen sukupuolen vaikuttavan heidän sijoituskriteereihinsä. Toisena löydöksenä on esitetty naisiksi tunnistautuville olevan tyypillisempää sijoittaa yhteistyössä toisen toimijan kanssa ennemmin kuin täysin itsenäisesti ja siten omaan harkintakykyyn nojaten. (Harrison & Mason, 2007)

Ewens ja Townsend (2020) puolestaan esittävät, että heidän tutkimuksessaan sosiaalisella sukupuolella oli merkitystä kasvuyritysten rahoituksen saannille. He korostavat, että muilla sijoituskohteen ominaisuuksilla kuten riskillä ja liikeidealla ei ollut yhtä suurta merkitystä. He jäävät pohtimaan myös symmetrisen syrjinnän vaikutusta: miespuoliset sijoittajat suosivat miespuolisia yrittäjiä, kun taas naispuoliset naispuolisia ja niin edelleen. Heidän mukaansa nykyisellään tilanteeseen on saatettu joutua historiallisen kehityksen takia. Tämänhetkisistä enkellisijoittajista valtaosa on entisiä yrittäjiä ja historiassa yrittäminen on ollut miesten keskuudessa yleisempää. Näin ollen saman sosiaalisen sukupuolen suosiminen sijoituspäätöksessä voi olla pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna muutoksessa ja pelikenttä tasaantumassa. Edelman ym. (2018) tukevat Ewensin ja Townsendin (2020) näkemystä ja tarkastelevat asiaa erityisesti ennakkoluulojen ja sosiaalisten stereotyyppien kautta. Heidän mukaansa sosiaalisella sukupuolella on erityisesti naispuolisten yrittäjien kohdalla vaikutusta rahoituksen saantiin miespuolisilta sijoittajilta. Lisäksi sosiaalinen sukupuoli vaikuttaa sosiaalisten stereotyyppien aiheuttaman harhan yleisyyteen. Naispuolisten sijoittajien kohdalla taas ei havaittu muutoksia positiivisten sijoituspäätösten suhteen, mikäli myös yrittäjä oli naispuolinen.

Boulton ym. (2019) tutkivat samaan teemaan liittyen yrittäjän henkilökohtaisten ominaisuuksien, kuten sosiaalisen sukupuolen ja rodun, vaikutuksia sijoitusneuvotteluihin. He esittävät, että henkilökohtaisilla ominaisuuksilla on empiirisen data mukaan vaikutusta sijoitusneuvotteluihin, mutta näkevät sen johtuvan homofiiliasta eli ihmisluonnon luonnollisesta taipumuksesta suosia itsensä kaltaisia henkilöitä esimerkiksi päätöksenteossa. Tämä näkemys on linjassa Capizzi ym. (2025) sekä Masonin ja Starkin (2004) kanssa, joten esimerkiksi naisyrittäjien perustamat yritysten

voidaan todeta saavan vähemmän rahoitusta sijoittajilta varsinkin teoreettisella tasolla, koska suurin osa sijoituksia tekevistä henkilöistä on miehiä johtuen menneiden vuosikymmenten sosioekonomisesta asetelmasta (Edelman ym. 2018; Ewens & Townsend, 2020; Harrison & Mason, 2007)

Toisena ajankohtaisena teemana kirjallisuuteen on noussut vihreä sijoittaminen (green investing) myös enkelisijoittajien osalta. Enkelisijoittajien on todettu olevan entistä kiinnostuneempia vihreistä sijoituskohteista, jotka määritellään hyvin lavasti kirjallisuudessa yrityksiksi, joiden toiminnalla on vaikutusta vastuullisuuden teemoihin. Määritelmä ei ota kantaa toimialoihin tai vastuullisuuden alalajeihin. Teoriakentässä keskustelua on aiheuttanut myös vihreiden sijoituskohteiden pääomaintensiivisyys sekä taloudellisen, historiallisen näytön rajallisuus, minkä on todettu olevan enkelisijoittajille yrityksen tiedostettu ominaisuus sijoituskohteita arvioitaessa. Tutkimukset korostavat, että on vielä epävarmaa, miten vastuullisuuden teemoihin nojautuvien liiketoimien kehittyminen etenee tulevaisuudessa, vaikkakin vastuullisuuteen liittyvälle innovaatiolla on ehdoton tarve. Rajavetoa on tehty myös sijoittajatyyppeihin vihreiden enkelisijoittajien sekä vaaleanvihreiden enkelisijoittajien välille, jossa vaikuttavana tekijänä esitetään sijoittajan motivaatio. Vihreiden enkelien motivaatiotekijänä esitetään olevan ensisijaisesti vaikutukset vastuullisuusteemoihin, kun taas vaalean vihreiden motivaattorina ensisijaisesti henkilökohtaiset taloudelliset teemat. (Mukherjee ym. 2024b; Siefkes ym. 2025)

Vihreän sijoittamisen lisäksi enkelisijoittaminen on todettu myös tärkeäksi muutosagentiksi vastuullisuusteemojen korostuessa yrityskentässä. Enkelisijoittajien on arvioitu olevan jopa hyvin halukkaita toimimaan muutosagentteina vastuullisuuden eri teemoissa, koska enkelisijoittajilla tyypillisesti on oma henkilökohtainen agendansa, miten he haluavat muuttaa maailmaa oman toimintansa keinoin. Vastuullisuusteemojen huomioimisesta on jopa esitetty tulevan lähitulevaisuudessa mahdollisesti yksi keskeisistä enkelisijoittajan lisäarvoista muiden ei-rahamääräisten lisäarvojen rinnalle. (Siefkes, 2025)

Vastuullisuuden ja vihreän sijoittamisen yläkategoriana kirjallisuudessa on viime vuosien aikana keskusteltu myös vaikuttavuussijoittamisesta (impact investing). Koska keskustelu on hiljattain aloitettu kirjallisuudessa, ei täysin yksiselitteisiä määritelmiä vielä esiinny. Kantavana teemana vaikuttavuussijoittamisessa kuitenkin nähdään sijoituskohteen kriteerien painopisteen muuttuminen puhtaasti rahallisesta lisäarvosta sosiaalisen lisäarvon tuottamiseen. Lisäarvon painottuessa ei-rahamääräiseen lisäarvoon, voidaan sijoituksen rahamääräisestä tuotto-odotuksesta tinkiä. Sijoittajatahoista kirjallisuudessa ei olla päästy yksimielisyyteen, koska esimerkiksi pääomasijoittajien luonteeseen kuuluu tuotto-odotuksen maksimointi. Näin ollen voidaan erimuotoiset



vihreän sijoittamisen ilmentymät nähdä vaikuttavuussijoittamisen alalajina, mitä on kuitenkin tutkittu kirjallisuudessa toistaiseksi vähän. (Roundy ym. 2017)

### 3.2 Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyritykselle

Enkelissijoittajien osallisuudella kasvuyrityksen toimintaan on todettu olevan positiivisia vaikutuksia esimerkiksi yrityksen selviytymiselle, työllistämiselle, patentoinnille, lisärahoitukselle sekä omistajien irtaantumiselle yrityksestä. Keskeisen lisäarvon on kuitenkin arvioitu olevan jokin muu, kuin puhtaasti rahoituksellinen, koska enkelisijoittajien mahdollisuudet panostaa yksittäiseen yritykseen ovat rahamääräisesti hyvin pienet verrattuna esimerkiksi pääomasijoitusrahastoihin. Karkea lisäarvoluokittelu on tehty sosiaalisen ja henkisen pääoman luokkiin, joita tukevat myös muut tutkimukset, joissa tosin on käytetty tarkempia luokkajakoja. (Kerr ym. 2014)

Myös Croce ym. (2021) tutkivat italialaisia yrityksiä määrällisen tutkimuksen keinoin ja totesivat enkelisijoittamisella sekä yrittäjän valmentamisella olevan positiivisia vaikutuksia yrityksen kasvuun ja kehitykseen. Tutkimus korostaa vaikutuksia myynnin kehitykseen erityisesti yrityksissä, jotka tavoittelevat suurempaa kasvuharppausta, mutta huomioi, että eri kasvun mittarit kehittyivät positiiviseen suuntaan kaikissa, myös maltillisempaa kasvua tavoittelevissa, yrityksissä.

Esimerkkinä tarkemmasta luokittelusta ja hyvin tämän tutkimuksen kaltaisessa tutkimusasetelmassa Macht ja Robinson (2009) haastattelivat Iso-Britannialaisia pk-yritysten perustajia ja löysivät neljä keskeistä lisäarvoluokkaa enkelisijoittajille rahoitusmuotona. Nämä neljä luokkaa olivat rahoitushaasteiden päihittäminen, osallisuus eli yrityksen johtamisen ja johtajien tukeminen, verkostojen tuominen ja lisärahoituksen fasilitointi. Rahoitushaasteiden päihittämisen suhteen eli operatiivisiin rahoitustarpeisiin tutkimus ottaa hyvin kevyesti kantaa. Heidän haastattelijoukkonsa yritykset eivät vielä olleet saaneet lisärahoitusta vieraan tai oman pääoman ehtoisena, vaan rahoituksessa on turvauduttu enkelisijoittajan sijoitukseen. Täten tutkimuksessa päästään johtopäätökseen, jonka mukaan enkelisijoittajat ovat auttaneet yrityksiä rahoitushaasteissa. Tutkimuksen tulokset jättävät kuitenkin avoimeksi muissa teorialähteissä esitetyn enkelisijoittajan osallisuuden riskien hallintaan esimerkiksi pankkien näkökulmasta. Osallisuus sijoituskohteen liiketoimintaan esiintyy tutkimuksessa erilaisissa muodoissa. Rajanvetoa tehdään aktiiviseen (hands-on) rooliin ja passiiviseen (hands-off) rooliin. Molemmissa malleissa nähdään hyötyjä, passiivisessa mallissa muodollisten raportointikäytäntöjen suhteen ja aktiivisessa mallissa pragmaattisten teemojen suhteen. Niin ikään verkostojen käyttöön tuomista kommentoidaan laveasti johtuen hyödyntämisen tapauskohtaisuudesta, mutta erityisesti verkostojen hyödyntämisen nopeutta ja tehokkuutta korostetaan positiivisessa mielessä. Lisärahoituksen fasilitoinnin suhteen lisäarvoa enkelisijoittajista

nähdään erityisesti olleen rahoittajien kiinnostuessa sijoituskohteesta enkelisijoittajan osallisuuden myötä.

Tenca ym. (2019) puolestaan lisäävät tai tarkentavat edeltävää jaottelua tunnistamalla kirjallisuuskatsauksessaan kuusi enkelisijoittajan lisäarvoa, jotka kirjallisuudessa esiintyivät yleisyysjärjestyksessä: kokemus- tai tietoaukon paikkaaminen, lisärahoituksen fasilitointi, verkostot, sijoituskohteen monitorointi, johdon mentorointi, rahoitushaasteiden tai aukkojen päihittäminen.

Enkelisijoittajan vaikutukset yrityksen jatkorahoituksen saannille on yksi hyvin paljon tutkittu teema teoriakentässä. Capizzi ym. (2022) tutkivat 176 yrityksen otannalla enkelisijoittajien vaikutusta jatkorahoituksen saantiin erityisesti pääomasijoittajilta. Heidän mukaansa pääomasijoittajatyypisten sijoitustahojen ja enkelisijoittajien välinen suhde on verrattain vähän tutkittu ilmiö. Heidän julkaisussaan pohditaan enkelisijoittajien ja pääomasijoitusyhtiöiden olevan toistensa substituuotteja yrityksen elinkaaren eri vaiheiden välillä. Tämä ajattelu juontuu rahoituksen elinkaariteoriasta (financing life-cycle theory) ja on sen mukainen.

Elinkaariteoriasta juontaen enkelisijoittajien ja pääomasijoitusyhtiöiden välille syntyy eturistiriita sijoituskohteen elinkaaren myöhemmissä vaiheissa, kun pääomasijoitusyhtiöt eivät enää tarvitse enkelisijoittajia mukaan rahoitus- ja omistusrakenteeseen. Capizzi ym. (2022) tutkimuksen näkökulma puolestaan on, että enkelisijoittajat toimivat fasilitaattoreina tuleville rahoitusmuodoille, heidän tutkimusasetannassaan erityisesti pääomasijoittajatyypisille rahoituksille. He toteavat, että erityisesti enkelin osallisuus sijoittajaverkostoihin vaikuttaa positiivisesti sijoituskohteen menestykseen jatkorahoituksen hankkimisessa. Vastaavasti enkelisijoittajan negatiivinen sijoituspäätös on tarkasteluryhmässä vaikuttanut negatiivisesti myös pääomasijoittajien sijoituspäätöksiin. Toisaalta enkelisijoittajan tekemä laajempi tarkkailu ja osallistuminen yrityksen toimintaan voi tutkimuksen mukaan antaa negatiivisen signaalin pääomasijoittajalle, joka luonnollisesti voi vaikuttaa lisärahoituksen saamiseen negatiivisesti. Tämä näkökulma korostui erityisesti kokemattomien enkelisijoittajien kohdalla, joiden arvioitiin vaikuttavan arvaamattomasti tulevien rahoituskierrosten kulkuun. Capizzi ym. (2022) näkemystä osaltaan tukee Cain ja Polzin (2025) näkemys enkelisijoittajien käyttäytymisestä muillakin kuin puhtaasti enkelisijoittamisen areenoilla. Heidän mukaansa enkelisijoittajat pyrkivät aktiivisesti jakamaan tietoa sijoituskohteistaan peitotakseen informaation asymmetrian negatiiviset vaikutukset. Tällä nähdään positiivisia vaikutuksia lisärahoituksen saantiin, mutta epäselväksi jää toteutetaanko informaation jakamista enkelisijoittajien omien intressien vai yrityksen intressien pohjalta.

Johnson ja Sohl (2012) puolestaan toteavat julkaisussaan, että listautumisen yhteydessä enkelisijoittajien tukemilla yrityksillä on todettu olevan pienempi

alihinnoittelu, kuin pääomasijoitusyhtiöiden tukemilla yrityksillä. Tämä tukee perustajan intressiä vastaanottaa tukea enkelisijoittajalta pääomasijoitusyhtiöin sijaan, suotuisamman hinnoittelun mahdollistaessa perustajalle suuremman taloudellisen hyödyn listautumisesta.

Capizzi ym. (2024) Tarkastelivat myös enkelisijoittajien vaikutusta lisärahoituksen saamiseen pankeilta. Heidän mukaansa pankkien rooli on erityisen tärkeä likvidin pääoman näkökulmasta, tyypillisiä rahoituksellisia tarpeita ovat esimerkiksi käyttöpääoman vahvistaminen, erityisesti positiivisen kassavirran luomisen ollessa hidasta. Tutkimuksessa korostettiin tämän tilanteen vallitsevan myös yritysten kohdalla, joiden toiminta ei perustu tyypillisesti pääomaintensiiviseen disruptiiviseen teknologiaan. Tutkimuksessa löydettiin todisteita 114 enkelisijoittajan sijoituskohteen sekä 498 muun yrityksen otoksesta, joiden mukaan enkelisijoittajan tuki yritykselle helpottaa yrityksen lisärahoituksen saamista pankeilta. Tutkimuksessa arvioitiin, että lainan tarjoajat ottavat enkelisijoittajan kontribuution huomioon informaation epäsymmetriaa ja siten riskiä arvioitaessa. Kontribuutiosta otettiin huomioon sekä inhimillisen pääoman tuominen yritykseen että enkelisijoittajan toteuttama monitorointi.

Suomalaisessa kontekstissa enkelisijoittamista on tutkittu esimerkiksi Lahden (2011) toimesta. Tutkimuksessa havainnoitiin suomalaista enkelisijoittamiskenttää vuosien 1994 ja 2006 välillä. Tätä kenttää verrattiin aiempaan, Lumme ym. (1998) tutkimukseen. Yleisesti voidaan todeta, että verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltoihin tai Ison-Britannian enkelisijoittamiskenttään, suomalainen enkelisijoittaminen oli hyvin varhaisessa kehitysvaiheessa vuonna 2011, vaikkakin verrattuna vuoden 1998 tilanteeseen merkittävää kehitystä oli tapahtunut. Merkittävimpinä kehitysaskelina tutkimuksessa esitettiin Sitran alaisuuteen perustettu organisaatio, jonka tehtävänä oli toimia kohtaamispaikkana sijoittajien ja sijoituskohteiden välillä. Tutkimuksen tarkasteluvälillä oli perustettu myös First North -markkinapaikka pörssiin, minkä arvioitiin tuottavan enkelisijoittajille paremmat mahdollisuudet irtautua sijoituskohteestaan pörssilistautumisen muodossa. Markkinapaikan tehokkuutta ei kuitenkaan tutkimuksen ajankohtana voitu todistaa, koska suomalaiset pörssilistautumiset olivat harvinaisia tutkimuksen ajankohtana.

Tutkimusten välisessä vertailussa käy ilmi, että enkelisijoittajien yrittäjätaustaisuus oli vähentynyt tutkimusten välillä. Vuonna 2006 enkelisijoittajista yrittäjätaustaisia oli enää 83 %, kun taas vuonna 1998 enkelisijoittajista 95 % oli yrittäjätaustaisia. Lisäksi tutkimuksia verratessa havaittiin, että sijoitusten tiheys oli kasvussa, kuten myös sijoitetun pääoman määrä sekä syndikaateissa sijoittamisen yleisyys. Omistusosuuden koko puolestaan oli laskussa, minkä arvioitiin johtuvan kehittyneestä riskienhallinnasta. Sijoitusmahdollisuuksien määrässä oli tapahtunut huomattavaa nousua tutkimusten välillä ja sijoittamisen kriteeristön arvioitiin vuonna 2006 noudattavan karkeasti

kansainvälisesti tunnustettua kriteeristöä. Mahdollisesti suomalaisena erikoisuutena 2006 esitettiin, että suomalaiset enkelisijoittajat pyrkivät sijoituskohteen hallitukseen jäseneksi sen sijaan, että olisivat mukana päivätason operatiivisessa toiminnassa. (Lahti, 2011)

Taulukko 2 kiteyttää luvun teemoja enkelisijoittajien vaikutuksista kasvuyritykselle. Näiden vaikutusten pohjalta rakennettiin tämän tutkimuksen empiirinen osuus, johon pureudutaan seuraavassa luvussa. Rahamääräisenä lisäarvona taulukossa nähdään teemat, jotka liittyvät puhtaasti joko yrittäjän henkilökohtaiseen taloudelliseen etuun tai yrityksen taloudelliseen etuun. Ei-rahamääräisenä sen sijaan nähdään myös teemat, jotka liittyvät rahamääräisiin teemoihin, mutta näyttelevät enemmän valmistelevaa tai mahdollistavaa roolia rahamääräisyydessä. Potentiaaliset tulevaisuuden ei-rahamääräiset teemat puolestaan havainnollistavat suuntaa, johon teorian perusteella enkelisijoittajan tuoma lisäarvo voi levittäytyä tulevien vuosien aikana.

Taulukko 2: Enkelisijoittajan vaikutukset kasvuyritykselle.

Rahamääräinen	Pääomasijoittajan kiinnostuksen mahdollistaminen Capizzi ym. (2022) Edullisempi hinnoittelu listautumisessa Johnson - Sohl (2012) Pienempi riskiarvio vieraan pääoman ehtoisessa rahoituksessa (pankit) Capizzi ym. (2024)
Ei-rahamääräinen	Rahoitushaasteiden päihittäminen Macht & Robinson (2009); Tenca ym. (2019) Yrityksen johtamisen tukeminen Macht & Robinson (2009); Tenca ym. (2019) Yrityksen johtajien tukeminen Macht & Robinson (2009); Tenca ym. (2019) Verkostot Macht & Robinson (2009); Tenca ym. (2019); Cai & Polzin (2025) Lisärahoituksen fasilitointi Macht & Robinson (2009); Tenca ym. (2019)
Potentiaaliset tulevaisuudet ei-rahamääräiset teemat	Vastuullisuusosaaminen Mukherjee ym. 2024b; Siefkes ym. 2025

Kokonaisuutena enkelisijoittajien lisäarvot kasvuyritykselle näyttäytyvät kirjallisuudessa runsaina, mutta epätarkasti kuvattuina sekä yksipuolisesti tarkasteltuina. Tätä aukkoa tässä tutkimuksessa paikataan tutkimusmenetelmällä, jossa otetaan huomioon sekä enkelisijoittajien että yrittäjien näkökulmat ja pyritään tuottamaan konkreettisia esimerkkejä kategorioiksi luokiteltujen lisäarvojen taustalle.

## 4 Menetelmät

### 4.1 Laadullinen haastattelu- ja tapaustutkimus

Tutkimus päätettiin toteuttaa laadullisena haastattelututkimuksena, sillä suomalaisesta enkelisijoittamiskentästä ei ollut saatavilla tutkimusasetelman mukaista ajankohtaista empiiristä aineistoa. Aineisto kerättiin puolistrukturoiduilla haastatteluilla, joissa haastateltiin sekä enkelisijoittajia, että sijoituskohteena olleiden yritysten perustajia muodostaen näin pareja haastateltavista. Heiltä arvioitiin saatavan paras ja realistisin kuva tutkimuksen teemoista. Puolistrukturoidun haastattelun tarkoituksena on jättää tilaa tilanteenmukaisille lisäkysymyksille ja välttää ohjaamasta haastateltavien vastauksia liiallisesti, jotta aineistoa voidaan yleistää kohti aiemmissa luvuissa käsiteltyä teoriaa. Toisaalta aineistonkeruurunko haluttiin pitää tiukkana melko suuren haastattelumäärän ja lyhyen aikataulun vuoksi. Tämän avulla tutkimuksen analyysivaihe saatiin pidettyä riittävän linjakkaana Pro Gradu -tutkielman laajuuteen nähden.

Laadulliseen tutkimukseen päädyttiin, jotta voitaisiin tunnistaa syvällisempiä mekanismeja enkelisijoittajien lisäarvojen taustalla ja päästä siten pohtimaan kausaliteettia. Enkelisijoittajien lisäarvosta kasvuyritykselle on myös olemassa verrattain paljon määrällistä tutkimusta, joka ei ota kantaa taustalla oleviin tekijöihin. Tämä tutkimus puolestaan pyrkii ottamaan niihin kantaa. Laadullisen tapaustutkimuksen arvioitiin mahdollistavan näitä teemoja ja tuottavan riittävän yleistettävyyden teorian suuntaan. Yleistettävyyttä vahvistettiin entisestään tutkimalla monia yksittäistapauksia, vaikka tutkimuksen tavoitteena ei ole löytää täydellisesti yleistettävää mallia, vaan pyrkiä selvittämään aineistosta mitä tapauksissa tapahtui, millä tavalla ja mikä yhteys asioilla oli. (Welch ym. 2011)

Haastatteluja pyrittiin toteuttamaan noin kymmenen kappaletta siten, että puolet ovat enkelisijoittajia, puolet yritysten perustajia tai toimitusjohtajia. Tutkimuksen edetessä huomattiin, että parien muodostaminen haastateltavista osoittautui arvioitua haastavammaksi. Tällöin haastattelujen kokonaismäärä nostettiin 11 haastatteluun ja paria muodostamattomien haastateltavien osalta haastattelujoukkoa valikoitiin tarkemmin. Tarkempi valikointi tapahtui valitsemalla henkilöitä, joilla on laaja kokemus- ja näkemyspohja enkelisijoittamisen vaikutuksista kasvuyritysten kehitykselle. Näin heidän tuottamansa aineisto rikasti muuta aineistoa tuottamalla kontekstia suomalaisesta enkelisijoituskentästä sekä antamalla laajemman ja kehittyneemmän näkökulman yksittäisen tapauksen tarkastelun sijaan.

Kokonaisuutena tutkimuksen filosofista asetelmaa voidaan luonnehtia positivismia edustavaksi, mitä korostaa erityisesti oletus luonnollisten kausaliteettien löytämiseen aineistosta. Toisaalta filosofinen asetelma voidaan nähdä tarkemmin falsifikationistiseksi, joka korostaa tapaustutkimuksen ja laadullisen

tutkimusmenetelmän luonnetta. Falsifikationistisessa filosofiassa teoriaa ei voida todistaa täysin oikeaksi, vaan ainoastaan kumota empiiristen havaintojen pohjalta. Tätä asetelmaa lisäksi korostaa tässä tutkimuksessa erityisesti abduktiivinen tutkimusote, joka on kuvattu alla alaluvussa Aineiston analyysi. (Welch ym. 2011)

## 4.2 Aineiston keruu

Haastattelujen vastaajajoukko muodostettiin kahdesta haastateltavien perustyyppistä: Enkelisijoittajista ja yrittäjistä. Haastateltavien joukon muodostamisessa pyrittiin luomaan joukko, joka edustaa tyypillistä laajempaa joukkoa kasvuyritys-enkelisijoittaja pareja. Näin yksittäistapauksia voidaan luonnehtia teoreettisesti kiinnostaviksi niiden äärimmäisyyden tai kriittisyyden takia ja kokonaisuutena tapaustutkimusta voidaan luonnehtia tyypilliseksi tilanteeksi enkelisijoittajakentässä. Näiden valintojen voidaan katsoa tukevan valittua analyysitapaa. (Welch ym. 2011; Yin, 2012)

Enkelisijoittajien osalta pyrittiin hakemaan mahdollisimman laajan näkemyksen omaavia ja hyvin verkostoituneita enkelisijoittajia, joilla olisi muutakin rajapintaa, kuin oma kokemus. Rajapintoina esiintyivät hallituspaikat esimerkiksi enkelisijoittamiseen liittyvissä järjestöissä sekä laaja osallistuminen muiden verkostojen toimintaan. Myös alueelliset erot Suomen sisällä otettiin huomioon haastatteleamalla sekä pääkaupunkiseudulla että laajasti muualla Suomessa toimivia enkelisijoittajia. Tällä pyrittiin ottamaan huomioon esimerkiksi Grillin (2019) ja Harrison ym. (2010) esittämä enkelisijoittajien alueellinen vaikutus sekä motivaatioiden että itsessään vaikutusten ja sijoittamisen yleisyyden suhteen. Enkelisijoittajien oman kokemuksen laajuutta kuvaa sijoituskohteiden lukumäärä, joka vaihteli neljän ja 50 yrityksen välillä haastateltavien kesken. Sijoituskohteiden lukumäärän mediaani haastattelujoukossa oli kymmenen kappaletta. Myös enkelisijoittajana toimimisen aikaväliä voidaan pitää kokemuksen mittarina, joka puolestaan vaihteli kolmen ja 12 vuoden välillä mediaanin ollessa yhdeksän vuotta.

Yrittäjien suhteen pyrittiin saamaan laaja otos eri kasvun ja kehityksen vaiheessa olevia yrittäjiä. Yritykset olivat hyvin laajasti eri kehitysvaiheissa aina ensimmäisten asiakkuuksien hankinnasta skaalauksen myöhempisiin vaiheisiin. Koska enkelisijoittamisen ympärillä vallitsee alalle tyypillinen salamyhkäisyys, ei saatavilla ole julkista listaa, josta voitaisiin valikoida täysin sattumanvaraisesti enkelisijoittajien tukemia yrityksiä haastatteluun. Haastateltavat yrittäjät valikoituivatkin enkelisijoittajien suosituksesta. Tällä tekniikalla voidaan nähdä sekä positiivisia että mahdollisesti negatiivisia puolia. Positiivisina puolina voidaan esittää esimerkiksi Machtin & Robinsonin (2009) tutkimuksen esittämä ajatus haastatteluparien muodostamisesta: dataa voitaisiin vertailla paremmin, mikäli haastateltava enkelisijoittaja olisi sijoittanut haastateltavaan yritykseen sekä toiminut yrityksessä aktiivisesti. Tämä parantaisi

tutkimuksen ulkoista validiteettia sekä yleistettävyyttä ja tuottaisi siten luotettavamman aineiston. Mahdollisena negatiivisena puolena voidaan nähdä haastateltavan yrittäjäjoukon valikoituminen subjektiivisten näkemysten tai enkelisijoittajien intressien pohjalta, jolloin haastattelujen tuottama aineisto saattaa painottua liian positiivissävytteiseksi. Haastatteluiden toteuduttua kuitenkin arvioitiin, että myös haastatellut yrittäjät edustavat riittävän monipuolista otantaa heidän kokemustensa enkelisijoittajista ollessa monipuolisia. Haastatteluparien muodostaminen onnistui osittain. Parien muodostamista sekä enkelisijoittajien ja yrittäjien profiileja havainnollistetaan taulukossa 3. Enkelisijoittajien tausta on tiivistetty haastateltavien omasta luonnehdinnasta haastattelun aikana, kuten myös enkelisijoittajauran pituus sekä sijoituskohteiden lukumäärä ja sijoituksen ajankohta haastateltuun yritykseen. Täten havainnot perustuvat haastateltavien omaan muistikuvaan tapahtuneesta.

Sijoituskohteiden osata liiketoiminnan vaiheet on tiivistetty niin ikään haastateltavien omasta luonnehdinnasta. Huolimatta liiketoiminnan nykyvaiheiden päätyemisestä osittain samoihin kategorioihin, voidaan todeta liiketoimintojen kuitenkin olleen keskenään hyvin erilaisissa kehityksen vaiheissa. Toinen yritys edusti huomattavasti nopeammin skaalautuvaa liiketoimintamallia ja toinen hitaammin skaalautuvaa, jossa kehityksen vaihe on edelleen teknologian kehityksen kanssa tekemisissä, tosin asiakasprojektien tukemana:

*Founder 2: ” Sanoisin, että me ollaan vielä sellaisessa ”early adapter” vaiheessa, että vielä pitää hakea product-market fit:iä”*

*Founder 3: ”Ideavaiheessa ollaan saatu rahoitusta ja sitten myös asiakkaita. Meillä on jo useamman vuoden tässä liikevaihto vähän grindannut paikoillaan, että ei olla oltu kassavirtaposiitivisia, nyt me aletaan selkeästi olemaan jonkinlaisessa skaalausvaiheessa”*

Taulukossa 3 havainnollistetaan myös, ettei kaikilla haastatelluilla yrittäjillä ja enkelisijoittajilla ollut suhdetta toiseen haastateltavaan. Näiden henkilöiden profiilit on kuvattu taulukon alemmassa osassa kohdassa muut haastatellut. Huolimatta sijoittamiskytköksen puuttumisesta haastatellut rikastuttivat aineistoa paitsi substanssitetämyksellään, mutta erityyppisillä suhteilla yrittäjiin ja sijoittajiin. Esimerkiksi Founder 2 mainitsi saavansa enkelisijoittajalta mentorointiapua, vaikka enkelisijoittaja ei ole sijoittanut yritykseen. Enkelisijoittajat 1, 4 ja 6 puolestaan rikastuttivat haastattelujoukkoa tuomalla erilaisia näkemyksiä enkelisijoittajana toimimisen taustamotivaatioihin korostamalla toiminnassaan esimerkiksi sijoituskohteen yrittäjän sukupuolta tai yrityksen maantieteellistä sijaintia. Näin saatiin otettua huomioon edellä mainittu esimerkiksi Grillin (2019) ja Harrison ym. (2010) esittämä alueellinen vaikutus sekä havainnoitua teoriakentässä keskusteluun noussutta sosiaalisen sukupuolen merkitystä.

Taulukko 3: Haastattelujoukko ja haastateltavien välinen suhde.

Haastatteluparit							
Enkelisijoittaja	Tausta	Toiminta enkelisijoittajana (vuotta)	Sijoituskohteiden lukumäärä	Sijoitus haastateltavaan yhtiöön	Sijoituskohte	Liiketoiminnan vaihe sijoituksen ajankohtana	Liiketoiminnan nykyvaihe
Enkeli 2	Founder	12	50	2018 2017	Founder 3 Founder 5	Idea Idea	Skaalauksen alkuvaihe Konkurssi
Enkeli 3	Founder	3	10	2024	Founder 1	Idea	Skaalaus
Enkeli 5	Yrittäjä/liikkeenjohto/ liikkeenjohdon konsultointi	9	9	2016	Founder 4	Skaalaus	Jatkoskaalaus
Muut haastatellut							
Founder 2						Idea	Skaalauksen alkuvaihe
Enkeli 1	Yrittäjäperhe/liikkeenj ohto/korporaatio/fou nder	8	4	-			
Enkeli 4	Toimitusjohtaja/liikke enjohto	12	10	-			
Enkeli 6	Toimitusjohtaja/liikke enjohto	13	12	-			
		Keskiarvo: 9,5 vuotta Mediaani: 10,5 vuotta	Keskiarvo: 15,8 kpl Mediaani: 10 kpl				

Haastattelurunkoa lähdettiin rakentamaan osittain Machtin ja Robinsonin (2009) tutkimuksen pohjalta, koska tutkimusasetannassa oli huomattavasti samankaltaisuutta. Haastattelukysymyksiä rakennettiin heidän ehdottamiensa neljän enkelisijoittajiin liittyvän päähyödyn pohjalta. Heidän ehdottamansa päähyödyt ovat: Rahoitushaasteiden päihittäminen, osallistuminen, kontaktien tarjoaminen sekä lisärahoituksen fasilointi. Näiden lisäksi kysymyksiä asetettiin kartoittamaan sekä enkelisijoittamista rajoitusmuotona että kartoittamaan haastateltavien henkilökohtaista taustaa ja sijoituskohteen liiketoiminnallista tilannetta sijoituksen ajankohtana. Näillä teemoilla rikastettiin aineiston laatua luomalla kontekstia muiden kysymysten vastausten ympärille. Kysymykset asetettiin haastatteluissa tilanteen mukaisesti. Tällä tarkoitetaan, että mikäli keskustelu polveili luonnollisesti myöhemmäksi suunniteltuihin kysymyksiin, kysyttiin aihepiiriin kysymyksiä silloin haastateltavalta ja väliin jääneisiin kysymyksiin palattiin myöhemmin haastattelussa.

Aineistonkeruuvuorossa esitettyjen kysymysten lisäksi haastateltavilta kysyttiin tilanteenmukaisesti tarkentavia kysymyksiä kuten: Voisitko tarkentaa, miksi, millä tavalla? Näin saatiin kerättyä tarkempaa aineistoa, mikäli haastateltavan vastaus uhkasi jäädä yleiselle tasolle. Haastateltavia kehoitettiin myös menemään vastauksissaan konkreettiselle tasolle, jotta voitiin välttää haastateltavan oman päättelyn vaikutukset analyysin aineistoon ja siten itsessään analyysiin. Haastattelukysymykset ja niiden kirjallisuuden pohjalta muodostetun teorian operationalisointi kysymyksiksi havainnollistetaan taulukossa 4.



Taulukko 4: Operationalisointitaulukko ja haastattelukysymykset.

Tutkimusongelma	Osaongelmat	Keskustelet käsitteet tai teoria ja lähdte	Haastatteluteemat	Haastattelukysymykset
Mikäliäisiä vaikutuksia onkelaatun rahoitusmuotojen laatuun ja määrään?	1. Mikäliäisiä rahoitusmuotojen laatuun ja määrään onkelaatun rahoitusmuotoja?	Enkelaatun keskeinen laatu- ja määrän (Cappazzi ym. 2022)	Ruvutitoidet	Mikäliäisiä rahoitusmuotoja onkelaatun rahoitusmuotoja?
		Enkelaatun laatu- ja määrän (Cappazzi ym. 2022)		Mikäliäisiä rahoitusmuotoja onkelaatun rahoitusmuotoja?
Mikäliäisiä vaikutuksia onkelaatun rahoitusmuotojen laatuun ja määrään?	2. Mikäliäisiä rahoitusmuotojen laatuun ja määrään onkelaatun rahoitusmuotoja?	Enkelaatun keskeinen laatu- ja määrän (Cappazzi ym. 2022)	Ruvutitoidet	Mikäliäisiä rahoitusmuotoja onkelaatun rahoitusmuotoja?
		Enkelaatun laatu- ja määrän (Cappazzi ym. 2022)		Mikäliäisiä rahoitusmuotoja onkelaatun rahoitusmuotoja?
Mikäliäisiä vaikutuksia onkelaatun rahoitusmuotojen laatuun ja määrään?	3. Mikäliäisiä vaikutuksia onkelaatun rahoitusmuotojen laatuun ja määrään onkelaatun rahoitusmuotoja?	Enkelaatun keskeinen laatu- ja määrän (Cappazzi ym. 2022)	Ruvutitoidet	Mikäliäisiä rahoitusmuotoja onkelaatun rahoitusmuotoja?
		Enkelaatun laatu- ja määrän (Cappazzi ym. 2022)		Mikäliäisiä rahoitusmuotoja onkelaatun rahoitusmuotoja?

Haastattelut päätettiin toteuttaa etäyhteyksin aikataulullisten syiden vuoksi. Haastattelut sovittiin ennakkoon pääasiassa sähköpostitse, jolloin haastateltaville jaettiin myös tutkimustietolomakkeet sekä tietojenkäsittelyilmoitus. Dokumentteihin tutustuminen varmistettiin haastattelun alussa. Haastatteluissa hyödynnettiin videokuvaa, jotta haastateltavien sanattomat imaisut saatiin taltioitua ja otettua huomioon aineiston litterointivaiheessa. Videokuvan avulla saatiin myös parannettua haastattelijan ja haastateltavan vuorovaikutusta. Founder 1 haastattelussa haastattelijan kamera ei toiminut teknisen virheen vuoksi ja Founder 4 haastattelussa kamerat jouduttiin sammuttamaan haastattelun alkukolmanneksen aikana pätkivän verkkoyhteyden vuoksi. Kummassakin tapauksessa haastattelujen tunnelman perusteella kameran toimimattomuus ei haitannut aineiston keruuta.

Tunnelma haastatteluissa pyrittiin pitämään avoimena ja kevyenä. Tähän pyrittiin esittäytymällä ja tutustumalla lyhyesti ennen varsinaisen haastattelun aloittamista, tarkoituksena luoda luottamus haastattelijan ja haastateltavan välille. Tunnelman keveys ja avoimuus konkretisoitui haastatteluissa vitsailuna ja naurahteluna, joka voitiin erottaa selkeästi varsinaisesta haastattelun tuottamasta aineistosta. Haastattelujen suunniteltu kesto oli noin 60 minuuttia sisältäen tutustumisen. Toteutmana haastattelujen keston keskiarvo noin 45 minuuttia sekä mediaani noin 48 minuuttia. Haastattelujen jälkeen aineisto litteroitiin, jolloin aineistosta poistettiin tunnistetiedot. Haastatteluja toteutettiin yhteensä 11 kappaletta, kuusi enkelisijoittajaa ja viisi yrittäjää. Haastattelujen määrä arvioitiin riittäväksi tutkimuksen rajauksen puitteissa, koska havaintojen saturaatio saavutettiin 3–4 saman ryhmän edustajan haastattelun jälkeen.

### **4.3 Aineiston analyysi**

Tutkimuksen analyysiosuus toteutettiin analyttisen yleistettävyyden keinoin, jota kuvataan kirjallisuudessa soveltuvaksi erityisesti tilanteisiin, joissa tapaustutkimuksella haastetaan, tuetaan tai kehitetään olemassa olevaa teoriaa (Yin, 2012). Tämän tutkimuksen asetelmaan metodi soveltuu erityisen hyvin, koska tavoitteena on paljastaa yksittäisistä tapauksista syvällisempiä mekanismeja, miten enkelisijoittajat ovat olleet eiramäärällisesti hyödyksi kasvuyritysten kehitykselle. Prosessina analyysi toteutettiin ensin arvioimalla miten empiirinen aineisto ottaa kantaa olemassa olevaan teoriaan. Tämän jälkeen arvioitiin, miten aineisto poikkeaa olemassa olevasta, teoreettisesta näkemystä, mitä uutta aineisto voi antaa ja miten aineistosta tehdyt johtopäätökset olisivat yleistettävissä samankaltaisiin asetelmiin. Tätä metodiikkaa tukee myös Staken (1995) näkemys laadullisen tutkimuksen analyysistä, jossa tekniikkaa kuvataan teoreettiseksi yleistämiseksi. Praktiikan tasolla käytetyt termit kuvaavat samaa metodologiaa, joka valittiin tutkimuksen toteuttamiseen. Yinin (2012) esityksen mukaisesti tutkimuksen

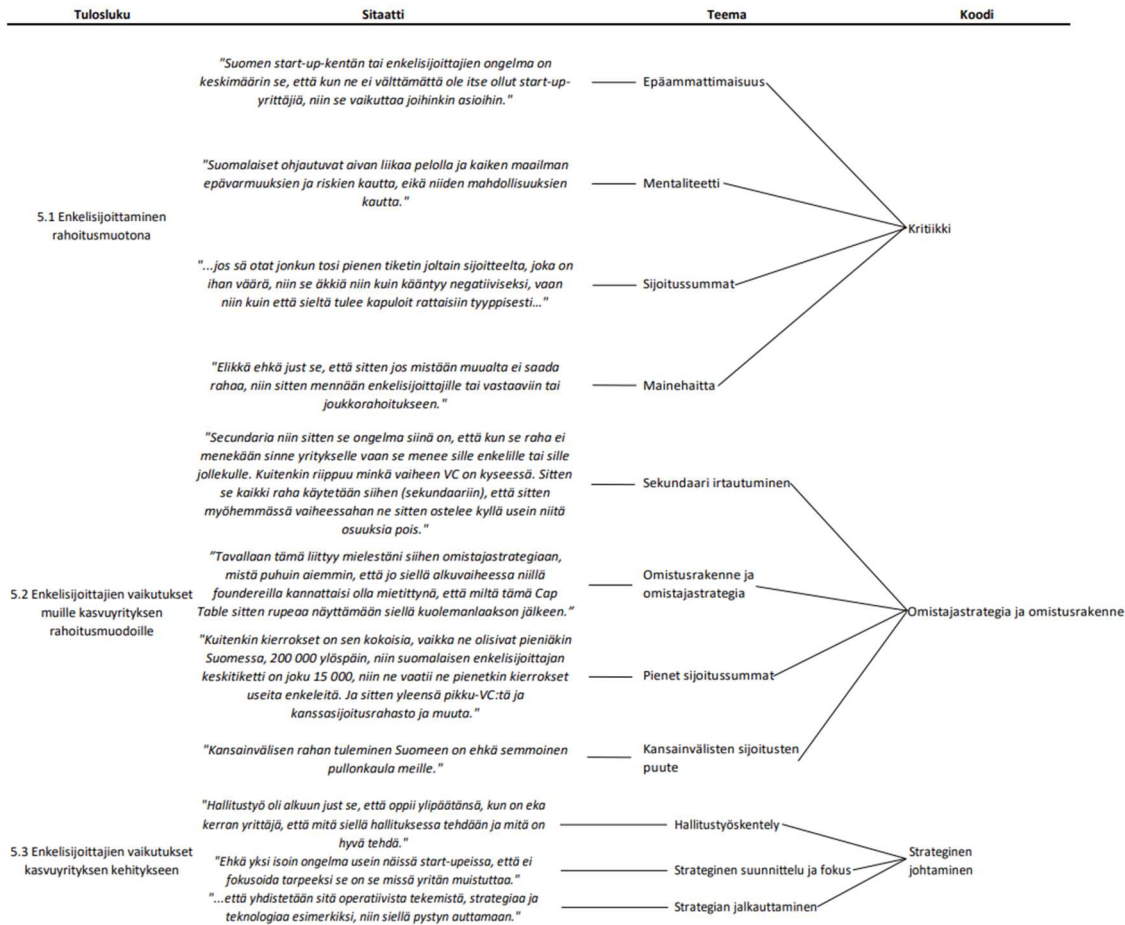
metodi rajaa yleistettävyyden samankaltaisiin tilanteisiin ja jättää tilastollisen yleistettävyyden ulkopuolelle.

Tutkimuksessa hyödynnettiin abduktiivista lähestymistapaa, koska aineiston keruu järjestettiin teorian pohjalta, jättäen kuitenkin tilaa olemassa olevan teorian ulkopuolisille ajankohtaisille teemoille. Teorialuvun kirjallisuuden ja empiiristen havaintojen välillä pyrittiin käymään vuoropuhelua ja teoreettisen kontekstin sekä aineiston välillä liikuttiin rohkeasti tarkentaen esiin nousseita teemoja, jota korostaa myös analyysitapa. Haysin ja McKibbenin (2021) mukaisesti tämä lähestymistapa tukee valittua analyysimuotoa, mutta maksimoi erityisesti yleistettävyyttä. Luonnollisen yleistettävyyden osalta tutkimuksessa otettiin huomioon aineistoa kerätessä kontekstin luominen vastaajan tilanteen ympärille. Tämän avulla voitiin ymmärtää paremmin vastaajan vastausten taustatiedot ja luoda johtopäätöksiä täten yleistettävämmin.

Tutkimuksen siirrettävyyden (inferential generalizability/transferability) osalta tutkimuksessa pyritään tuottamaan riittävä määrä mainittua kontekstietoa lukijalle, jotta siirrettävyyttä voidaan arvioida. Tässä tutkimuksessa vastaavan haastattelujoukon rakentaminen uudelleen on mahdollista. Tämä on kuitenkin haastavaa, sillä haastatteluun osallistuneiden henkilöiden tulee säilyä nimettöminä, jonka takia tunnistetietoja on jouduttu poistamaan verrattain suuri määrä esimerkiksi yritysten tarkkojen toimialojen ja tapauksiin liittyvien tahojen nimien osalta. Analyyttisen yleistettävyyden varaan rakennettiin tutkimuksessa paljon, koska tutkimusasetantaan otettiin vaikutteita Machtin ja Robinsonin (2009) tutkimuksen jatkotutkimusehdotuksista sekä osaltaan toistettavuudesta. Intersektionaalisen yleistettävyyden osalta tutkimusjoukon sosiaalisia rakenteita ja luonnetta pyrittiin ymmärtämään tutustumalla teoriakenttään ennen haastattelujen toteuttamista sekä keskustelemalla tutkimuksen ulkopuolella aiheita sivuavista teemoista. Tämä loi valmiuksia haastatella vastaajajoukkoa sekä aineistonkeruurunkoon tukeutuen, että tilanteenmukaisilla kysymyksillä. (Hays & McKibben, 2021)

Konkreettisesti analyysiä aloitettiin rakentamaan litteroimalla koneellisesti haastatteluaineisto sanatarkasti, jonka jälkeen litteroinnit tarkistettiin manuaalisesti verraten videotallenteeseen, jolloin saatiin taltioitua myös sanattomat ilmaukset. Tässä vaiheessa aineistosta poistettiin kaikki tunnistetiedot, mukaan lukien mainitut yritysten nimet, tarkat toimialat, yhteistyökumppanien nimet sekä kaikki muu tieto, minkä perusteella haastateltava olisi voitu tunnistaa yksittäiseksi henkilöksi tai yrityksen edustajaksi. Litteroinnin jälkeen kaikkiin aineistoihin tutustuttiin huolellisesti lukemalla aineistot. Aineistoista pyrittiin ensisijaisesti löytämään toistuvia teemoja sekä teoreettisen viitekehyksen luomia teemoja, jonka jälkeen teemat jaoteltiin eri koodeille. Tämän avulla aineisto muokattiin suppeammaksi ja spesifimmäksi, mikä mahdollisti kunkin teeman

erillisen analysoinnin. Analyysin kulkua havainnollistaa esimerkin omaisesti kuvio 2: Analyysin kulku.



Kuvio 2: Analyysin kulku

Erillisen analysoinnin jälkeen koodeille jaettujen teemojen kesken tarkasteltiin yhteneväisyyksiä kokonaisuuden näkökulmasta. Erityisesti tarkasteltiin keskinäisiä vaikutuksia ja miten enkelsijoittajat sekä vastaavasti yrittäjät ovat kokeneet saman koodin asiat. Tätä vertailevaa asetantaa hyödynnetään myöhemmin Tulokset -luvussa. Koodeille jakamisen ja vertailun jälkeen havainnoitiin koodien soveltumista teoreettisen viitekehyksen eri osa-alueille. Lisäksi havainnoitiin mitkä teemat ja koodit jäävät teoreettisen viitekehyksen ulkopuolelle sekä mitkä teoreettisessa viitekehyksessä esiintyvät teemat ja koodit jäävät löytymättä aineistosta. Näin ollen voitiin katsoa noudatetuksi analyttisen yleistämisen analyysitavan peruskeinoja esimerkiksi Welch ym. (2011) ja Yinin (2012) mukaisesti.

#### 4.4 Tutkimuksen luotettavuus ja tutkimusetiikka

Tutkimuksen eettisyydessä noudatettiin Tutkimuseettisen neuvottelukunnan 2019 ohjetta (TENK, 2019). Tutkimuksessa kunnioitettiin tutkimukseen osallistuneiden henkilöiden ihmisarvoa ja itsemääräämisoikeutta sovittamalla esimerkiksi haastattelujen ajankohdat

heidän aikataulujensa mukaan sekä tarjoamalla mahdollisuus vetäytyä tutkimuksesta henkilön niin halutessaan ajankohdasta riippumatta. Haastattelujen toteuttaminen etäyhteyden avulla tarjosi myös sosiaalisesti hyväksyttävämmän tilanteen tarvittaessa vetäytyä tutkimuksesta, verrattuna paikan päällä tapahtuvaan haastatteluun. Tutkimuksessa kunnioitettiin aineellista ja aineetonta kulttuuriperintöä sekä luonnon monimuotoisuutta eikä tutkijan tietoisuuteen noussut vähemmistöryhmien osallistuminen tutkimukseen. Tutkimuskohteille ei katsota tutkimuksesta aiheutuvan merkittäviä riskejä, vahinkoja tai haittaa, sillä aineisto on anonymisoitu, eikä aineistosta voida tunnistaa haastateltavaa. Tästä syystä ja haastattelupariasetelman vuoksi tulosluvussa esiintyvät lainaukset haastateltavilta on jätetty kokonaan nimettä, jotta parien väliset yhteydet eivät ole tunnistettavissa. Näin voidaan taata, ettei haastatelluille koidu tutkimuksesta haittaa antamisensa haastattelukommenttien perusteella.

Haastateltaville tarjottiin tarvittava tieto tietojen käsittelystä, haastatteluun osallistumisen vapaaehtoisuudesta sekä erillinen suostumus haastatteluun osallistumisesta kirjallisesti sähköpostin välityksellä. Dokumentteihin tutustuminen varmistettiin suullisesti ennen haastattelun aloittamista. Haastateltaville jaettiin tutkijan sekä ohjaajan yhteystiedot, joiden avulla he voivat vetää lausuntonsa tutkimuksesta. Jaetuissa dokumenteissa otetaan selkeästi kantaa tutkimuksen tavoitteisiin sekä osallistumisen mahdollisiin riskeihin. Tutkimukseen ei osallistunut alaikäisiä eikä vajaakykyisiä henkilöitä. (TENK, 2019)

Luottavuustarkastelun näkökulmasta ei voi tarpeeksi korostaa, että kyseessä on tapaustutkimuksen kaltainen tutkimusasetanta, jossa haastateltavien ja tutkijan välinen luottamus on avainasemassa. Itsessään tutkimuksen luotettavuutta tarkastellaan Pratt ym. (2020) tuottaman rungon kautta. Runko soveltuu tämän tutkimuksen tilanteeseen erityisen hyvin, sillä se tarkastelee luotettavuutta tutkijan oman äänen näkökulmasta keskittyen haastatteleamalla kerättyyn aineistoon. Tässä tutkimuksessa tutkija on pyrkinyt tietoisesti välttämään oman äänensä välittymistä haastatteluaineistoon ja se konkretisoituu aineiston litteroinnissa, joka on tehty koneellisesti ja tarkastettu manuaalisesti. Siirrettävyyttä sivuttiin edellä, mutta tarkemmin voidaan arvioida, että vastaavan haastattelujoukon rakentaminen on mahdollista valikoimalla rajatun alueen merkittäviä enkelisijoittajia ja pyytämällä heiltä henkilökohtaisia kontakteja potentiaalisesti haastateltavista kasvuyrityksistä. Kasvuyritysten profiilit on kuvattu edellä. Epästabiliuden ja ilmiön tekijät otettiin huomioon tutkimuksessa.

Varmistettavuus otettiin tutkimuksessa erityisesti aineiston osalta huomioon toteuttamalla litterointi mahdollisimman nopeasti haastattelun jälkeen, jolloin keskustelu oli haastattelijan muistissa. Toisaalta, mikäli epäselvyyksiä esiintyi, kykeni haastattelija litteroinnin aikana palaamaan ääninauhoitteeseen sekä videomateriaaliin haastateltavan sanoman varmistamiseksi. Haastateltavilta oli myös kysytty lupa ottaa uudelleen yhteyttä,

mikäli epäselvyyksiä ilmenisi. Rakennevaliditeetin suhteen abduktiivinen lähestymistapa voisi aiheuttaa haasteita, mutta aineiston ja teorian välinen liikkuminen on raportoitu edeltävässä luvussa, jolloin teema voidaan katsoa korjatuksi.

Sisäinen validiteetti voidaan todeta hyväksi, koska haastatteluissa saavutettiin melko nopeasti, 3–4 haastattelun jälkeen vastausten osalta saturaatiopiste, jolloin voitiin varmistua toistuvista teemoista. Ennen tutkimusta ulkoinen validiteetti tunnistettiin potentiaalisesti haasteeksi, jota pyrittiin korjaamaan valikoimalla haastattelijoukko tarkoin. Haastattelijoukon valikointia ja rakentumista on kuvattu edellä. Toistettavuutta pyrittiin rakentamaan tässä tutkimuksessa muodostamalla tutkimusasetanta edellä mainitulla tavalla. Toistettavuus voidaan katsoa onnistuneeksi, koska mahdolliselle seuraavan tutkimuksen tekijälle on tarjolla riittävä aineisto lähes vastaavan tutkimuksen toteuttamiseen.

Pratt ym. (2020) mukaan luotettavuustarkastelua voidaan toteuttaa myös tapausten välisten toistettavuuksien avulla, minkä voidaan nähdä olevan tämän tutkimuksen vahvuusalueita saturaatiopisteen saavuttamisen vuoksi. Autenttisuus nähdään myös tutkimuksessa vahvuudeksi, koska haastateltavat osallistuivat tutkimukseen vapaaehtoisesti ja heihin yhteydenottaminen haastatteluja varten sujui hyvin vaivattomasti. Haastateltavilla oli myös etäyhteyksin suoritettujen haastattelujen myötä sosiaalista tilaa poistua tutkimuksesta, mikäli he olisivat niin halunneet toimia.

Uskottavuutta erityisesti akateemisesta näkökulmasta on rakennettu luomalla vahva teoreettinen pohja sekä kansainvälisen tutkimuksen että tämän tutkimuksen näkökulmasta olennaisen, kotimaisen tutkimuksen osalta. Myös tutkimusasetannan rakentuminen aiempaan jatkotutkimusesitykseen vahvistaa osaltaan akateemista uskottavuutta. Kriittisyys havainnollistuu tutkimuksen abduktiivisessa lähestymistavassa, jonka ohjaavana tekijänä on käytetty ajatusta datan laadukkuudesta, teemojen ajankohtaisuudesta sekä soveltumisesta käyttötarkoitukseen. Myös haastatteluaineistossa esiintyvät erilaiset näkökulmat enkelisijoittajien ja yrittäjien välillä luovat erinomaisen pohjan tutkijan toteuttamalle kriittiselle suhtautumiselle aineistoon. Tutkimuksessa ei hyödynnetä pitkittäisaineistoa, mutta tarkastelussa olleet tapaukset ovat tuoreimmillaan noin kuusi kuukautta vanhoja. Tällöin voidaan katsoa haastateltavien ajatusten tapahtumista olleen jalostuneita ja siten realistisempia kuin jos tutkimus olisi toteutettu tapauksen ajankohtana.

## 5 Tulokset

Tässä luvussa perehdytään aineiston analyysiin tulosten muodossa. Luku on järjestetty tutkimuskysymysten mukaisessa järjestyksessä. Ensimmäinen alaluku pohtii enkelisijoittamista rahoitusmuotona, jäsentäen käsittelyn sijoituksen luonteenpiirteistä sijoittajien taustamotivaatioon, sijoituspäätökseen vaikuttaviin tekijöihin, enkelisijoittajasyndikaattien mahdollisuuteen sekä sijoittajaraportointiin. Alaluvun lopuksi tarkastellaan enkelisijoittamisen mahdollisia haittavaikutuksia kasvuyritykselle. Toisessa alaluvussa tarkastelun näkökulmana on enkelisijoittajan ja sijoituksen vaikutukset kasvuyrityksen rahoitukselle yrityksen elinkaaren erivaiheissa. Teemaa jäsennetään omistusrakenteen, rahoituskentän, sekä konkreettisen avun näkökulmista aineiston pohjalta. Viimeisessä alaluvussa enkelisijoittajien lisäarvoa kasvuyrityksen kehitykselle pohditaan konkreettisen lisäarvojen kautta antaen käytännönläheisiä esimerkkejä. Jokaisen alaluvun lopuksi alaluvun teemat pyritään vetämään yhteen analyyttisen yleistyksen muodossa.

### 5.1 Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona

Sekä enkelisijoittajien että yrittäjien haastatteluissa korostui enkelisijoittamisen olevan humanimpi ja inhimillisempi sijoitusmuoto, kuin verrattavissa olevat esimerkiksi pääomasijoitusyhtiöiden sijoitukset. Vastaajat korostivat henkilökohtaisen suhteen merkitystä yrittäjä-sijoittajasuhteessa sekä kontaktien sijoittajan ja yrittäjän välillä olevan hyvin epäformaaleita ja henkilökohtaisia. Henkilökohtaisten kontaktien katsottiin auttavan yrittäjää vaikeiden aikojen ylitse sekä vaalivan sijoittajien malttia yrityksen kohdatessa vastoinkäymisiä. Näitä teemoja ilmensivät esimerkiksi vastaajajoukon kommentit:

*”Saatan vaan soittaa perustajalle ja kysyä, että miten sinä voit, mitä sinulle kuuluu?”*

*”...tässä on ollut erinäisiä vaiheita ja koronat ja kaikki muut välissä, niin sieltä on löytynyt kuitenkin sellaista ymmärrystä, aikaperspektiivistä ja on pitkämielisyyttä ja on sitä kestäväää tukea ollut.”*

Tähän ilmentymään liittyvät olennaisesti sijoittajien taustamotivaatiot, joissa korostui erityisesti yrittäjyhteisölle takaisin antaminen, joka oli yleisin haastatteluissa mainittu sijoittamisen motivaatiotekijä. Motivaatiotekijä osoittaa enkelisijoittajien kokemukseräistä ymmärrystä yrittäjien tilanteista ja korostaa enkelisijoittamisen humaania olemusta sijoitusmuotona. Haastateltavat kuitenkin korostivat myös, ettei enkelisijoittaminen ole hyväntekeväisyyttä. Sijoitetuille varoille odotetaan tuottoa, mutta kasvuyrityksiin sijoittamisen realiteetit kasvun onnistumisen todennäköisyyden suhteen

vaikuttivat olevan hyvin selvät sijoittajille, eikä taloudellisen hyvän tavoittelun annettu mennä inhimillisyyden edelle. Mielenkiintoisena havaintona saatiin myös vielä yritystään myymättömien yrittäjien kiinnostus ryhtyä enkelisijoittajaksi yrittäjäuransa jälkeen. He kokivat jo tässä vaiheessa saaneensa yhteisöltä siinä määrin tukea ja apua, että he kokivat tavoittelemisen arvoiseksi kyetä myös antamaan takaisin yhteisölle myöhemmässä vaiheessa urallaan. Kahdella haastellulla enkelisijoittajalla oli vahvana motivaatiotekijänä myös alueellinen vaikuttaminen. Heidän agendallaan oli tukea toiminta-alueensa kasvuyrityksiä ja siten auttaa omaa aluettansa kehittymään.

Tästä laajempaan kontekstiin nostettuna lähes kaikilla enkelisijoittajilla vaikutti aineiston perusteella olevan myös yhteiskunnallisen vaikuttavuuden motiivi, erityisesti kansantalouden tasolle nostettuna. Kasvuyritykset nähtiin suomalaisen kansantalouden kasvun ja kehityksen näkökulmasta hyvin keskeisiksi toimijoiksi. Enkelisijoittamisen vaikutus kasvuyrityksen sekä siten kansantalouden kehitykseen nähtiin perhosvaikutteisena. Toisin sanoen, verrattain pienellä sijoitussummalla nähtiin olevan suuri potentiaali edistää kansantalouden kasvua ja kehitystä. Pienellä osalla haastatelluista sijoittajista motivaatiotekijöihin vaikutti huomattavasti sosiaalisen vaikutuksen tekeminen. Tämä oli määritelty heidän omaan sijoitusstrategiaansa, jota puolestaan käytettiin myös kriteeristönä sijoituspäätöksen tekemisessä. Sama teema nousi myös haastatelluiden yrittäjien kommentoissa, joissa asia nähtiin myös rahoituskierrosten suunnitteluun vaikuttavana tekijänä: pelkästään kovat luvut ja ennusteet taloudellisesta menetyksestä eivät riitä enkelisijoitusten saantiin.

Kirjallisuudessa viime vuosien aikana keskusteluun noussut sosiaalisen sukupuolen vaikutus positiivisten sijoituspäätösten saamiseen nousi aineistossa vain yhden haastattelun osalta. Siinä enkelisijoittaja kommentoi tavoittelevansa tietyn sosiaalisen sukupuolen tukemista kehittääkseen koko yritysmaailman diversiteettiä. Näin voidaan todeta, että aiemmin esitelty syrjivyyden sijoituspäätöksissä ei esiintynyt tämän tutkimuksen aineistossa, vaan päinvastoin. Vähemmistöön kuulumisella voitaisiin jopa nähdä myönteisiä vaikutuksia positiivisten sijoituspäätösten tekemiseen:

*”...jos saataisiin naissijoittajia lisää, niin jonkun pitää olla siellä niin sanotusti kuokka kädessä ja siellä etulinjassa. Niin ehkä sitä, ettei pelkästään sinne founder-puolelle, vaan myös sinne sijoittajapuolelle saataisiin diversiteettiä. Koko tämän muokkaaminen, tiedätkö?”*

Verrattain pienen vastaajajoukon myötä teeman voidaan kuitenkin nähdä liittyvän enemmän jokaisen enkelisijoittajan mainitsemaan sijoituspäätöksissä käytettävään kriteeriin eli yrityksen ydintiimiin. Tiimi nähtiin kaikkein eniten sijoituspäätökseen vaikuttavana tekijänä ja sosiaalisen sukupuolen teemaan se liittyy yrittäjän ja sijoittajan yhteensopivuuden osalta. Enkelisijoittajat sijoittavat henkilökohtaisesti henkilökohtaista varallisuuttaan omien mieltymystensä perusteella, joten sijoittajan samaistuminen samaa



sosiaalista sukupuolta olevaan yrittäjään voidaan nähdä ennen kaikkea luonnollisena asiana. Tämä ei kuitenkaan poista yritysmaailman miesvaltaisuutta, mutta antaa viitteen siitä, että miesvaltaisuus on poistumassa eikä se ole millään tavalla tavoiteltava asetelma vaan menneiden aikojen sosiaalisen normin tuotos.

Muita arvostettuja ominaisuuksia yrityksen ydintiimissä olivat osaamisen diversiteetti, valmennettavuus, kehittymisen nälkä sekä kirjallisuudessa vähemmän esiintynyt resilienssi. Osaamisen diversiteettiä arvioitiin yksittäisten yritysten kohdalla tapauskohtaisesti, mutta erityisesti sijoittajat painottivat, ettei ydintiimin tarvitse olla osaamisprofiileiltaan täydellisiä. Täydellisyys nähtiin jopa negatiivisesti vaikuttavana tekijänä sijoituspäätöksiin. Enkelisijoittajat arvostivat enemmän osaamisprofiilien aukkojen tunnistamista sekä erityisesti yrittäjien kykyä hakea näiden aukkojen tilkitsemiseen enkelisijoittajan apua.

Samaan teemaan liittyy useiden sijoittajien mainitsema yrittäjien valmennettavuus. Tällä tarkoitettiin yrittäjien kykyä ottaa vastaan sijoittajilta saamaansa palautetta ja omaksua sijoittajien tarjoamaa kokemusperäistä tietoa, mikä tukee edellä esiteltyä inhimillisen pääoman kasvattamisen näkökulmaa. Resilienssin puolestaan nähtiin olevan keskeinen osa yrittäjien kykyä kasvattaa ja kehittää yritystä. Kasvuyrityksen johtaminen nähtiin jopa jonkinlaisena kuninkuuslajina, johon kuuluu äärimmäisen vaikeat tilanteet, joissa yrittäjän resilienssillä on suurin vaikutus tilanteen ratkeamiseen positiiviseen suuntaan. Resilienssi nähtiin kuitenkin verrattain vaikeasti arvioitavana sijoituspäätöstä tehdessä. Sijoittajat kokivat resilienssin arvioinnin olevan yksiä keskeisimpiä kehitettäviä teemoja heissä itsessään sijoittajina.

*”...ihmisen tavallaan tämmöistä resilienssiä vastoinkäymisissä on tosi vaikea testata, mutta sitä kiinnostaisi vielä enemmän pystyä etukäteen arvioimaan, että miten se kestää vaikeita tilanteita.”*

Tuotteeseen ja markkinaan liittyvät teemat nousivat kriteereistä toiseksi yleisimmäksi ydintiimin jälkeen. Todennäköisesti johtuen haastattelujoukon suomalaisuudesta, erityisesti kansainväliselle markkinalle soveltuvuutta arvostettiin erityisesti. Niin sanottu ”born global” ominaisuus nähtiin joissain tapauksissa lähes välttämättömyytenä riittävälle skaalautuvuudelle, mikä luonnollisesti esiintyi myös erillisenä arvostettavana ominaisuutena. Vaikkakin tuotteella tavoiteltavan markkinan tuli olla riittävän suuri, myös riittävän tarkkaa rajausta markkinassa pidettiin arvossa ja tuotteen piti ratkaista konkreettinen, aito markkinassa esiintyvä ongelma tai haaste.

Osittain myös yrityksen ydintiimin kriteerinä, mutta myös erikseen tarkasteltavana seikkana nähtiin yrityksen perustajien, ja usein siten omistajien, omistajastrategia. Arvo omistajastrategialle nähtiin kahdesta tulokulmasta. Enkelisijoittajat pitivät arvossa selkeää visiota, minkä takia sijoittajilta haetaan rahoitusta, mikä on sijoittajien rooli yrityksen strategiassa, mutta myös yrittäjien omasta tulevaisuuden visiosta haluttiin tietoa

ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Tämä tarve juontui enkelisijoittajan luonnollisesta kiinnostuksesta oman sijoituksensa taloudelliseen kehitysnäkymään eli onko yritys tarkoitus esimerkiksi myydä myöhemmässä vaiheessa suuremmalle sijoittajalle ja perustajien myös irtaantua yrityksen palveluksesta vai onko yrittäjien tarkoitus jatkaa yrityksen palveluksessa hyvinkin pitkään.

Enkelisijoittajakentässä paljon tutkitut ja hyödynnetyt erimuotoiset syndikaatit saivat haastattelujoukossa moninaisen vastaanoton. Kokonaisuudessaan enkelisijoittajat pitivät syndikaatteja erinomaisena sijoittamisen muotona paitsi kasvavien sijoitussummien myötä, mutta myös tehokkaana tapana sijoittaa henkilökohtaisesta näkökulmasta keveämmän selvitysprosessin vuoksi. Syndikaateissa selvitysprosessin suorittaa aineiston perusteella syvällisemmin tyypillisesti vain johtavassa asemassa oleva sijoittaja, jolloin muiden sijoittajien ajankäyttö prosessiin on maltillisempi. Näin olleen syndikaatit nähtiin enkelisijoittajien näkökulmasta myös erinomaisena tapana uusille, kokemattomille enkelisijoittajille tutustua kenttään ja päästä sijoittamaan ensimmäisiä sijoituksia. Tällöin heidän henkilökohtainen kokemattomuutensa korvataan joko johtavassa asemassa olevan sijoittajan kokemuksella ja selvitysprosessilla tai muiden syndikaatin enkelisijoittajien avustuksella.

Yrittäjien suunnasta syndikaatit puolestaan saivat negatiivisävytteisempiä kommentteja. Sijoitussumman kasvanut koko verrattuna yksittäiseen enkelisijoittajaan nähtiin edelleen positiivisena asiana. Haasteina nähtiin sijoittajien kokemattomuus, kommunikaation potentiaalinen monimutkaisuus sekä sijoittajaryhmän sekä yrittäjän välinen yhteensopivuus. Yhteensopivuudessa nähtiin haasteita sekä henkilökohtaisella tasolla että esimerkiksi yrityksen ja toimialan tasolla. Sijoittajien kokemattomuus sekä kommunikaation monimutkaisuus nitoutuivat aineistossa yhteen yrittäjien kritisoidessa kokemattomien sijoittajien esittämiä kysymyksiä yrityksen toiminnasta, jotka nähtiin irrelevanteiksi. Irrelevanttisuus johtui aineistossa muutamista syistä. Yksinkertainen kokemuksen puute sijoittajana toimimisesta oli yleisin havainto, mutta myös kokemattomuus erityisesti startup-tyyppisen yrityksen toiminnasta saattoi aineiston perusteella olla merkittävä syy, joka oli johtanut esimerkiksi irrelevanttien mittarien seuraamiselle sekä sen perusteella kysymysten esittämiselle.

Syndikaatin tai sijoittajaryhmän ja yrityksen sekä yrittäjän välistä yhteensopivuutta kritisoitiin osittain syndikaatin jäsenten kokemattomuuden näkökulmasta, mutta erityisesti tilanteissa, joissa syndikaattia ei oltu rakennettu rahoitustarvelähtöisesti, vaan sijoitustarvelähtöisesti. Toisin sanoen kaikkein heikoimmat syndikaatit olivat aineiston perusteella mallit, joissa oli etsitty sijoittajajoukko, jonka jälkeen etsitty sijoituskohteita ilman erityisempää keskittymistä tiettyyn toimialaan tai liiketoimintamalliin. Tätä näkökulmaa vahvistaa myös käänteisesti tarkasteltuna aineistossa noussut kommentti, jonka mukaan syndikaatit ovat parhaimmillaan, kun ne koostuvat entisistä startup-

yrittäjistä, jotka syndikaatin avulla keskittyvät selkeästi tiettyyn toimialaan tai liiketoimintamalliin:

*”Silloin se syndikaatti on hyvä, jos sen syndikaatin sijoittajat ovat itse entisiä startup-operaattoreita, eli niitä, jotka on perustanut startup-yrityksiä ja vienyt niitä markkinoille. Koska Suomessa iso osa enkelisijoittajista ei ole entisiä startup-yrittäjiä, eli ne on kaiken maailman teollisuusfirmoja myyneitä tai mitä lienee. Ne on fiksuja tyyppisiä, ne on tehnyt paljon asioita, mutta se, että ainakin silloin kun mä olin näitä asioita tekemässä, niin keskimääräinen järjestöläinen ei ollut entinen startup-yrittäjä.”*

Toinen tarkastelun näkökulma syndikaatteihin on niiden kehittyminen formaaleimmaksi, järjestäytyneemmäksi toiminnaksi. Kuten syndikaatit yleensäkin, myös formaalitus ja epäformaalitus syndikaateissa sai ristiriitaisen vastaanoton aineistossa. Formaalien, selkeästi organisoitujen syndikaattien etuna nähtiin erityisesti enkelisijoittajien näkökulmasta mahdollisuus uusien sijoittajien toimintaan mukaan tuomiselle ja sijoittamisen suhteelliselle helppoudelle. Epäformaalien syndikaattien hyvänä puolena nähtiin toiminnan ketteryys, sijoittajien laadukkuus ja ketteryyden myötä mahdollisuus selkeään keskittymiseen sijoituskohteiden tyyppien osalta. Haasteena luonnollisesti nähtiin, että epäformaalien syndikaattien toiminta on ikään kuin suljettua ja puolittain salaista, eikä varsinkaan uusilla sijoittajilla ole helppoa mahdollisuutta päästä toimintaan mukaan.

Yleisesti syndikaattien toiminnassa nousi hyvin usein kommentit johtavan sijoittajan eli niin sanotun ”Lead investorin” rooli. Johtavan sijoittajan, varsinkin hyvän sellaisen, nähtiin sekä enkelisijoittajien että yrittäjien näkökulmasta ratkaisevan monia keskeisiä syndikaattien haasteita. Yrittäjien näkökulmasta kommenttien painopiste asettui erityisesti kommunikaatioon liittyviin asioihin. Johtavan sijoittajan nähtiin olevan erinomainen portinvartija sijoittajien ja yrityksen välillä tasapainottamassa ja kanavoimassa kommunikaatiota molemmin suuntaisesti. Yrittäjien kommentit viittasivat sekä sijoittajaryhmän kysymysten tiivistämiseen ja rytmittämiseen että yrityksen tilannetiedon välittämiseen sekä suodattamiseen sijoittajien suuntaan. Tällä nähtiin olevan vaikutusta yrittäjän kykyyn keskittyä yrityksensä johtamiseen sijoittajaviestinnän sijaan.

Toisena vahvuutena hyvällä johtavalla sijoittajalla nähtiin kyky organisoida yrityksen tarpeen mukaisia syndikaatteja. Tämän nähtiin vastaavan erityisesti syndikaatin ja yrityksen väliseen yhteensopivuus haasteeseen, mutta potentiaalisesti myös epäformaalien syndikaattien sulkeutuneisuuteen. Johtava sijoittaja voisi henkilökohtaisesti auttaa uusia sijoittajia tutustumaan sijoittamiseen, mutta pitää esimerkiksi kommunikaatiokuorman poissa yrittäjältä. Kolmantena teemana johtavan sijoittajan roolissa nousi roolin merkittävän suuri työkuorma sekä suoran korvauksen puute roolissa toimimisesta. Aineiston perusteella Suomessa vallalla oleva malli, jossa

johtava sijoittaja tuottaa syndikaatille merkittävää lisäarvoa hyvää hyvyttään tai perustuen suurempaan sijoituksen arvonnousuun nähtiin ongelmallisena arvonnousun riskiprofiilin vuoksi. Mahdollisena vaihtoehtona tälle nähtiin esimerkiksi osallistumismaksut syndikaattiin, jolla katettaisiin johtavan sijoittajan toiminnan kuluja sekä muodostettaisiin korvaus lisäarvon tuottamisesta.

Liittyen myös syndikaattien kommunikaatiohaasteeseen sekä yleisesti enkelisijoittamiseen yksi haastatteluissa paljon keskusteltu teema oli yrityksen raportointi sijoittajien suuntaan. Raportointi on aineiston perusteella ollut normaali käytäntö institutionaalisten sijoittajien toiminnassa jo pitkään, mutta enkelisijoittamiseen se on vasta rantautumassa. Sekä enkelisijoittajien että yrittäjien haastatteluissa havaittiin lähes kokonaisvaltaista yksimielisyyttä raportoinnin tarpeellisuudelle, koska se edistäisi molempien intressejä, eli yrityksen kasvua ja kehitystä, mutta myös sijoittajien kykyä tuottaa yritykselle lisäarvoa. Aineistosta havaittiin, että enkelisijoittajilla on valtava tarve tietää yrityksen tilanteesta, jotta he voivat ajoissa tarjota apuaan yrityksen kohtaamiin haasteisiin. Myös yrittäjien suunnalta korostettiin, että mikäli apua erityisiin teemoihin halutaan, tulee sitä kyetä myös pyytää.

Nykyvallillaan raportoinnin keinot vaihtelivat aineiston perusteella suuresti yksinkertaisista sähköpostiviesteistä enemmän panostusta vaativiin kuukausikirje-tyyppisiin viestimisen välineisiin. Yrittäjien yhteinen sanoma oli, että yrittäjän tulisi itsenäisesti kyetä rakentamaan raportointitapa, alusta ja kynnykseltä, jotta sijoittajia voidaan hyödyntää tarkoituksenmukaisella tavalla. Kuten syndikaattien suhteen, myös raportoinnin suhteen aineistossa keskusteltiin raportoinnin muodollisuuden tarpeesta. Kunkin tahon intressien mukaisesti enkelisijoittajien joukossa korostui ajatus sopimusperusteisesta minimiraportoinnista, joka takaisi riittävän tiedonkulun yrityksen ja sijoittajien välillä. Yrittäjien keskuudessa kuitenkin korostui huoli raportoinnin vaivalloisuudesta. Raportoinnin pelättiin vievän aikaa muulta varsinaiselta yrityksen johtamiseen ja kehittämiseen liittyvältä toiminnalta, joka ei ole enkelisijoittajienkaan intresseissä.

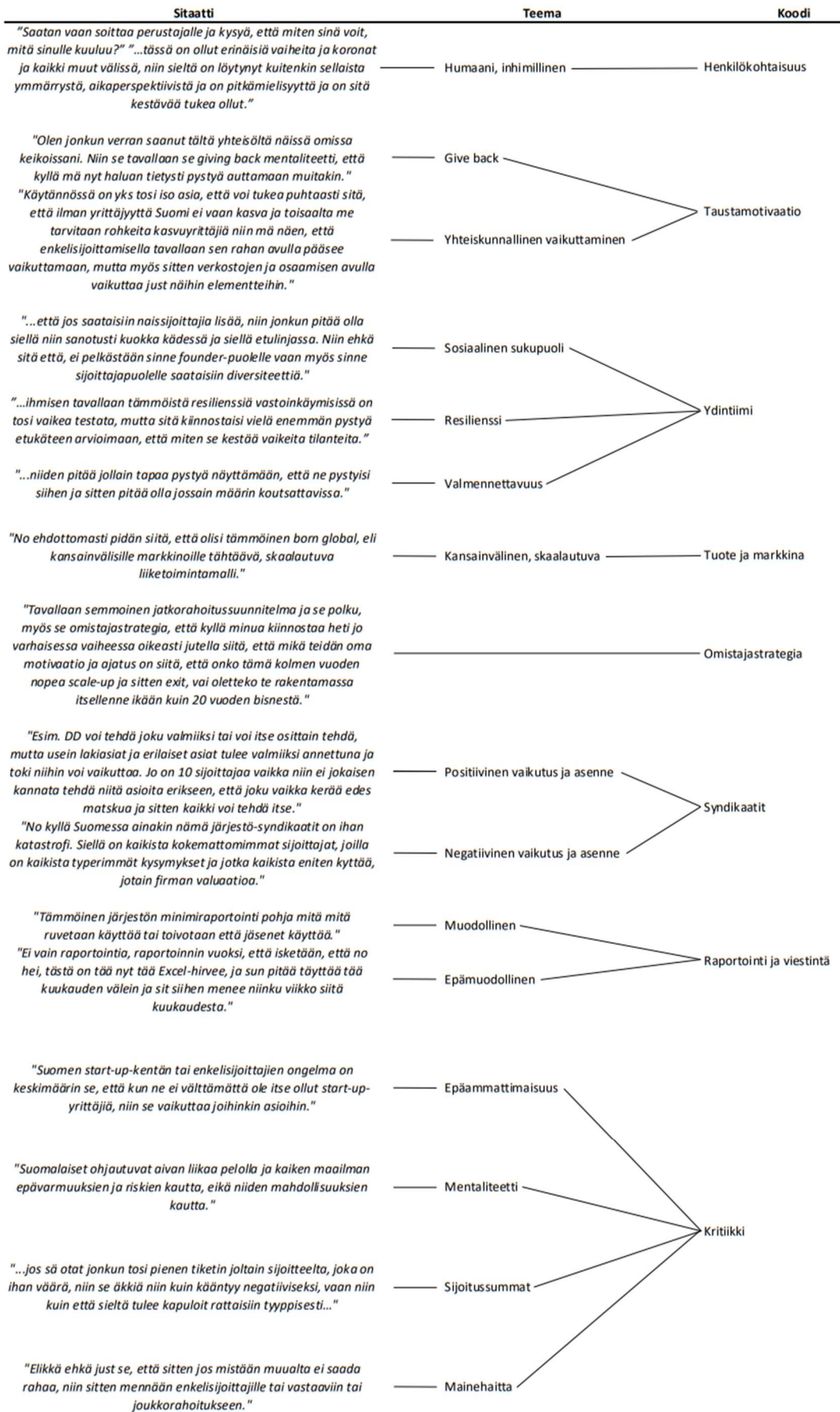
Huomattavana mahdollisuutena aineistossa esiintyi vain muutamien haastateltujen kohdalla mahdollisuus niin sanotusta kaksikäyttöraportoinnista. Tällaisena mahdollisuutena nähtiin esimerkiksi hallituksen kokousten pöytäkirjat, jotka mahdollistaisivat lakisääteisesti vaaditun dokumentin hyödyntämisen käytännönläheisissä tarpeissa. Samasta näkökulmasta ajateltuna hallituksen kokousten pöytäkirjat olisivat vaivaton mahdollisuus, koska hyvin tyypillisesti enkelisijoittajat ovat myös joko yrityksen hallituksessa jäsenenä tai jopa puheenjohtajina tai jonkinlaisessa tarkkailijajäsenen roolissa, jolloin erillistä kommunikointiprosessia ei olisi tarpeellista rakentaa. Haasteellisena voitiin kuitenkin nähdä riski hallituksen kokousten keskittymisestä liian operatiivisiin teemoihin, varsinaisen tarkoituksen jäädessä

vähemmälle huomiolle. Toisaalta myös erityisesti nuorempien yritysten hallitustyöskentelyn voidaan olettaa olevan liian epäkypsällä tasolla.

Kirjallisuudesta poiketen aineistossa esiintyi myös enkelisijoittajia kohtaan negatiivisia affekteja. Luonnollisesti erityisesti yrittäjien suunnasta kritisoitiin suomalaisen enkelisijoittajakentän epäammattimaisuutta sekä puutteellista kokemusta esimerkiksi startup-yrittämisen suhteen, joka korostui myös edellä. Osittain johtuen kokemattomuudesta startup-yrityksiin ja niihin liittyvään suureen ambitiotasoon yrityksen kasvun suhteen, haasteellisena nähtiin myös ambitiotason erilaisuus. Yrittäjien suunnalta kritisoitiin enkelisijoittajien tyytymistä maltillisiin kasvulukuihin, erityisesti verrattuna Yhdysvaltalaiseen, Piilaakson mentaliteettiin sekä ajattelun rakentuminen riskien ja uhkien varaan opportunistisen ajattelun sijaan. Myös sijoitussummien pientä kokoluokkaa kritisoitiin erityisesti sijoituksen mukana tulevan raportointivelvollisuuden näkökulmasta. Pienellä sijoitussummalla ei nähty olevan riittävää lisäarvoa raportoinnin ja sijoittajasuhteiden hoitamiseen liittyvään vaivaan nähden.

Yllättävänä, mahdollisesti vain suomalaisen kontekstiin liittyvänä ongelmallisuutena aineistossa nousi myös enkelisijoituksen hakemiseen liittyvä potentiaalinen mainehaitta yritykselle. Teema ei ollut aineistossa yleinen, mutta merkittävä, koska argumenttia rakennettiin suomalaisen enkelisijoituskentän sekä startup-yritysten määrän rajallisuudesta, joka on johtanut potentiaalisten sijoituskohteiden määrän rajallisuuteen. Tämä puolestaan on johtanut sijoituskohteiden laadun laskemiseen, jolloin potentiaalinen mainehaitta rakentuu mielikuvamaisesta kategorisoinnista, jossa yritys ei ole saanut rahoitusta muualta, joten ovat päätyneet enkelisijoitusten pariin.

Luvun tulosten muodostumista analyysin myötä havainnollistetaan kuviossa 3: Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona analyysi. Kuvio konkretisoi tässä luvussa esiin nostettuja aiheita ja aiheisiin liittyviä antaa käytännön esimerkkejä.



Kuvio 3: Enkelisijoittaminen rahoitusmuotona -analyysi

Näistä syistä voidaan enkelisijoittamista kuvailla aineiston perusteella henkilökohtaiseksi ja inhimilliseksi sijoitusmuodoksi, jossa kylmillä faktoilla on pienempi merkitys, kuin tunteisiin vetoavilla, pehmeillä arvoilla. Sijoituskohteilta vaaditaan kansainvälistä potentiaalia. Sijoitusmuotona erityyppiset syndikaatit ovat hyvin yleisiä, mutta sisältävät sekä uhkia että mahdollisuuksia. Syndikaattien osalta myös johtavien sijoittajien rooli korostuu ja toimintamalli voi olla murroksessa. Lisäksi yksittäisissä enkelisijoittajissa nähdään pelkkien mahdollisuuksien sijaan myös uhkia yrityksen toiminnalle, mutta merkittävimpänä menestykseen johtavana tekijänä korostuvat enkelisijoittajan kokemus sekä yrittäjän taito kommunikoida.

## **5.2 Enkelisijoittajan vaikutukset muille kasvuyrityksen rahoitusmuodoille**

Aineiston perusteella kaikki haastatellut enkelisijoittajat sijoittavat lähtökohtaisesti alkuvaiheen rahoituskierroksilla uusiin sijoituskohteisiin. Kuten kirjallisuuden perusteella oli odotettavissa, myös aineisto tukee enkelisijoittajan merkittävää roolia kasvuyrityksen rahoitusteemoissa sekä enkelisijoitusten ulkopuolisissa rahoituksissa että enkelisijoittajan omissa lisäsijoituksissa. Sekä enkelisijoittajien että yrittäjien suunnasta aineisto korosti enkelisijoittajan roolia, koska enkelisijoittajat tyypillisesti ovat parhaiten verkostoituneita myös muiden rahoitusmahdollisuuksien suuntaan.

Aineisto korosti erityisesti enkelisijoittajien kontakteja pääomasijoitusyhtiöihin, minkä nähtiin olevan jopa ekosysteemimäinen enkelisijoittajien tuottaessa pääomasijoitusyhtiöille potentiaalisia sijoituskohteita. Haasteellisena kuitenkin pidettiin erityisesti enkelisijoittajien suunnasta tilannetta, jossa pääomasijoitusyhtiö sijoittaa yritykseen suuren määrän pääomaa ja siten peittoaa enkelisijoittajien vaikutusvallan yrityksen toimintaan. Käytännön tasolla aineistossa tämän kaltainen tilanne oli hyvin harvinainen, mutta mahdollinen. Toisaalta enkelisijoittajat ja yrittäjät näkivät pääosin positiivisena mahdollisuutena pääomasijoitusyhtiön sijoituksen mukana teoriassa mahdollistuvan osittaisen tai kokonaan irtaantumisen yrityksestä.

Tämä ”sekundaari exit” voisi aineiston perusteella olla sekä enkelisijoittajille että yrityksille mielekäs vaihtoehto, koska enkelisijoittajat voisivat teoriassa tehdä sijoituksillaan tuottoa jo tässä vaiheessa ja yrittäjät pystyisivät pitämään yrityksen omistusrakenteen mahdollisimman yksinkertaisena. Tämä malli kuitenkin olettaa, että yrityksen toiminta olisi enkelisijoituksen avulla huomattavasti jo kehittynyt ja yrityksen valuaatio olisi noussut. Aineiston perusteella on kuitenkin hyvin harvinaista, että enkelisijoittajille tarjotaan mahdollisuutta irtaantumiseen, sillä pääomasijoitusyhtiön intresseissä on, että kaikki yritykseen sijoitettava pääoma allokoitetaan yrityksen kasvuun ja kehitykseen enkelisijoittajien ulos ostamisen sijaan. Mikäli irtaantuminen kuitenkin tapahtuisi, on aineiston perusteella edelleen harvinaista, että enkelisijoittajat ostettaisiin preemiolla ulos toiminnasta.

Yrityksen omistusrakenteeseen (Cap table) liittyen aineistossa esiintyi myös sijoitusten kriteereissä esitetty yrityksen perustajien omistajastrategian korostuminen. Aineiston perusteella sekä enkelisijoittajien että yrittäjien kokemus on, että omistusrakennetta sekä omistajastrategiaa on hyvä harkita jo hyvissä ajoin yrityksen kehityksen alkuvaiheissa:

*”Tavallaan tämä liittyy mielestäni siihen omistajastrategiaan, mistä puhuin aiemmin, että jo siellä alkuvaiheessa niillä foundereilla kannattaisi olla mietittynä, että miltä tämä Cap Table sitten rupeaa näyttämään siellä kuolemanlaakson jälkeen.”*

Omistusrakennetta ajateltiin sekä yrityksen toiminnan yksinkertaisuuden näkökulmasta, mutta myös sijoittajaviestinnällisestä näkökulmasta. Aineisto korostaa, että on ennen kaikkea yrityksen ja yrittäjän etu, jos yrityksen omistusrakenteessa on varhaisessa vaiheessa tullut mukaan nimekkäitä enkelisijoittajia, jotka indikoivat laadukasta sijoituskohdetta myös yrityksen myöhemmissä elinkaaren vaiheissa hyödynnettäville rahoittajatahoille.

Valitettavana, mutta rahoituksen elinkaariteoriaa tukevana teemana aineistossa korostui suomalaisten enkelisijoitusten pienet pääomamäärät. Enkelisijoittajille suunnattujen rahoituskierrosten kokoluokkia arvioitiin jopa siten, että syndikaattien tai muiden enkelisijoittajien ryhmittymien rooli on välttämätön, jotta sijoitetulle pääomalle saadaan aitoa vaikutusta yrityksessä. Erityisesti yrittäjien suunnasta korostui, että rahoituskierrosta haettaessa, aivan varhaisin vaihe pois lukien, rahoituskierron koostuu jonkinlaisesta yhdistelmästä syndikaatteja, ryhmittymiä, pääomasijoitusrahastoja ja muita rahoittajatahoja. Yhdistelmä on myös yksittäisten sijoittajien intressin mukaista, koska suuremmalla pääomamäärällä saadaan todennäköisesti suurempi vaikutus aikaan yrityksen toimintaan. Enkelisijoittajien ja yrittäjien yhteinen kanta kuitenkin oli, että Suomessa on verrattain vähän tarjolla kansainvälistä, suurempaa pääomaa, joka olisi erityisesti myöhemmillä rahoituskierroksilla yrityksen näkökulmasta käyttökelpoista. Kansainvälisille, suuremmille pääomasijoituksille olisi aineiston perusteella käyttöä myös rahoituskierrosten määrän näkökulmasta. Suuremmat pääomat mahdollistaisivat rahoituskierrosten järjestämisen harvemmin.

Rahoituskierrosten järjestämisessä, paitsi vaivan ja resurssien näkökulmasta mutta myös sopimusteknisestä näkökulmasta haasteelliseksi nähtiin uusien rahoituskierrosten mukanaan tuomat sijoitusehdot (term sheet), jotka aineiston perusteella lähes poikkeuksetta heikentävät aiempien sijoittajien asemaa. Sijoitusehdot sanellaan aineiston perusteella usein uuden, pääomamäärältään suuremman, sijoittajan toimesta ja hyvin vahvasta neuvotteluasemasta, joka perustuu luonnollisesti pääomamäärään. Sijoitussummien ollessa pieniä ja kansainvälisten pääomien puuttuessa aineiston perusteella myös suomalainen kasvuyritysten rahoituskenttä on kuitenkin



monipuolistumassa, joka voi entisestään korostaa varhaisten enkelisijoittajien roolia lisärahoituskierrosten järjestämisessä.

Aineiston perusteella enkelisijoitusten jälkeen lisärahoituskierrosten järjestäminen on kuitenkin usein välttämätöntä, jolloin enkelisijoittajan rooli korostuu lisärahoitusten mahdollistajana. Aineistossa haastateltavat jopa korostivat, että ensimmäisten enkelisijoitusten kohdalla olennaista ei ole sijoituksen määrä tai sen saaminen, vaan kuka yritykseen sijoittaa. Erityisesti haastateltujen yrittäjien näkemys oli hyvin yhtenäinen siitä, että enkelisijoittaja on avaintekijä seuraavilla rahoituskiirroksilla, koska enkelisijoittajalla on kyky esitellä yritystä muille sijoittajatahoille melko neutraalista asemasta. Tähän teemaan enkelisijoittajat korostivat sijoittajasuhteen ylläpitämistä rahoituskierrosten välissä sekä edellä kuvatun raportointi teeman puitteissa että henkilökohtaisella tasolla. Myös yrityksen toiminnan haasteet tulisi yrittäjien ja enkelisijoittajien näkemyksen mukaan tuoda esille sijoittajille, koska ne viestivät ennen kaikkea yrityksen ydintiimin ja aiempien sijoittajien kyvystä peitota haasteita ja siten luovat yrityksestä entistä houkuttelevamman sijoituskohteen. Eräs yrittäjä tiivisti asettelman:

*”Se on iso ongelma, että foundereiden pitäisi ymmärtää, että ne nykyiset sijoittajat on kaikista todennäköisempiä sijoittaa lisää, ja ne on kaikista parhaita puhemiehiä tuomaan niitä seuraavan kerroksen sijoittajia, että niihin kannattaa pitää suhteet kunnossa ja kannattaa pitää se kommunikaatio avoimena, kannattaa jakaa ongelmat hyvin avoimesti, koska vain silloin, kun jakaa ongelmat avoimesti, niin ne nykyiset sijoittajat voivat auttaa...”*

Myös aiempia sijoituksia tehneiden enkelisijoittajien omat lisäsijoitukset olivat aineiston perusteella hyvin yleisiä, jopa tilanteissa, joissa yrityksen alkuperäinen liiketoimintaidea tai -malli oli jouduttu, mahdollisesti useamminkin, muuttamaan olennaisesti. Tämä kuvastaa hyvin kirjallisuudessa esitettyä enkelisijoittajien taipumusta veikata ratsastajaa, eikä hevosta. Mikäli lisärahoituskierrosta lähdettiin rakentamaan, korostui aineistossa konkreettisenä teemana enkelisijoittajien apu uusien sijoittajamateriaalien rakentamisessa sekä rahoituksen rakenteen suunnittelussa. Yrittäjät korostivat erityisesti enkelisijoittajien tuomaa kykyä hahmottaa eri skenaarioita rahoituskierrokselle ja siten saaneensa konkreettista apua rahoituskierroksen läpivientiin.

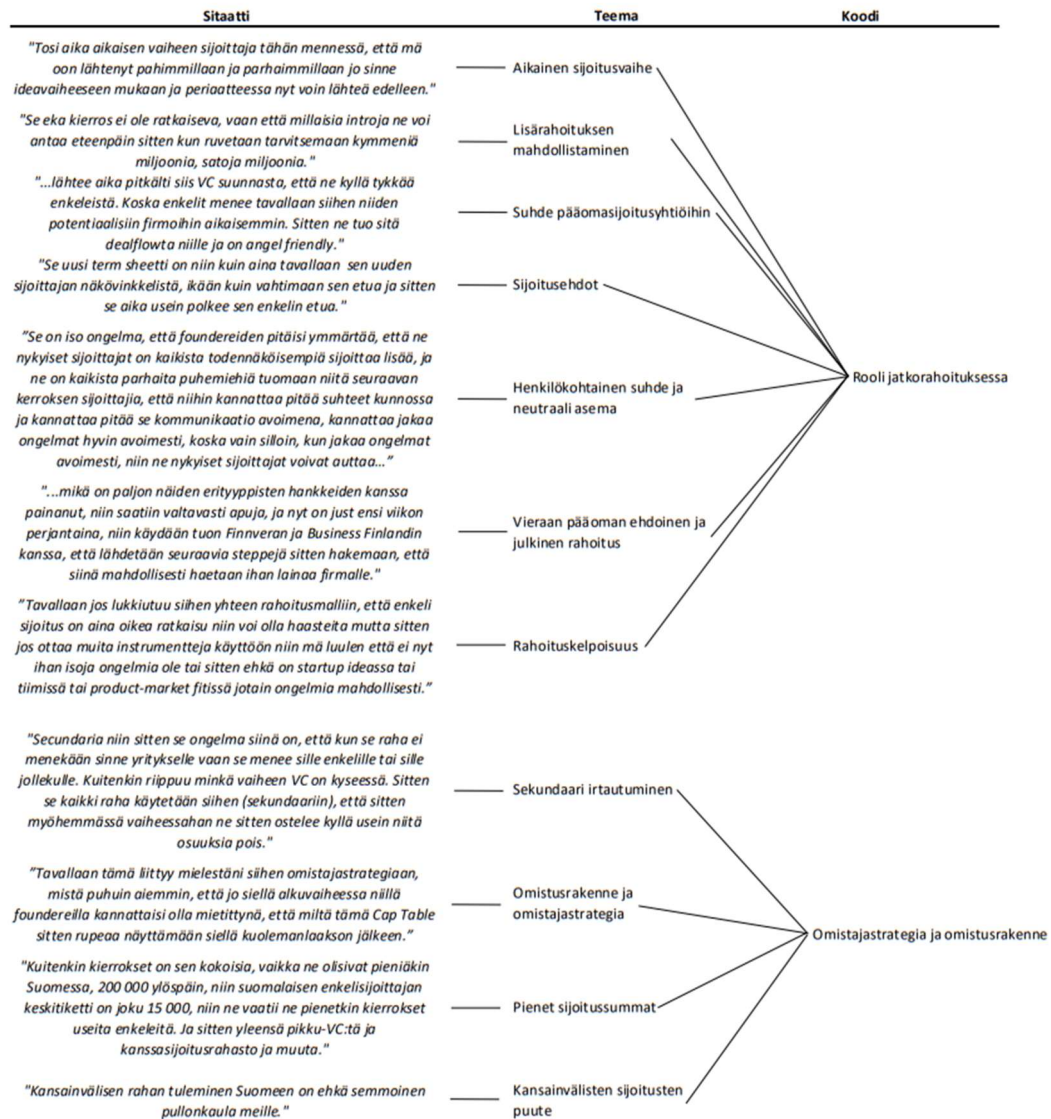
Rahoituskierrosten rakentamisessa nähtiin enkelisijoittajilla lisäarvoa myös vieraan pääoman ehtoisten sekä julkisten rahoitusinstrumenttien hyödyntämisessä. Enkelisijoittajien kokemuspohjan kautta hankittu verkosto ja siten suorat kontaktit esimerkiksi pankkisektorille olivat aineiston perusteella olleet hyödyksi rahoituksia rakennettaessa. Mikäli lisärahoitusta rakennettiin jonkin erityisen projektin, esimerkiksi kansainvälistymisen ympärille, yrittäjät painottivat, että enkelisijoittajien apu

rahoitusinstrumenttien hakuprosessissa korostui luonnollisesti etenkin tilanteissa, joissa enkelisijoittajalla oli aiempaa runsasta kokemusta kansainvälistymishankkeista.

Yleisesti lisärahoitusten suhteen enkelisijoittajien yhteinen näkemys kuitenkin oli, että yritys saa rahoitusta, mikäli rahoituskelpoisuuden eri kriteerit täyttyvät. Tällä näkemyksellä aineistossa korostettiin erityisesti jo aiemmin esiteltyjä enkelisijoittamisen peruskriteereitä eli esimerkiksi tiimiä ja tuotteeseen sekä markkinaan liittyviä teemoja, jota havainnollistetaan seuraavassa lainauksessa. Joissain tapauksissa enkelisijoittajien näkemys olikin, että rahoituskelpoisuuden saavuttamiseksi enkelisijoittajan rooli on valmentaa yrityksessä rahoituskelpoisuuden taustatekijät riittävälle tasolle, jotta yritys voi saada elinkaaren vaiheessaan seuraavaa rahoitusta. Toisena teemana korostui, että yrittäjän tulee havaita eri elinkaaren vaiheissa sijoittajille myytävän sijoituskohteen muuttuminen. Yrityksen alkuvaiheissa sijoittajat ovat kiinnostuneita esimerkiksi tiimistä, tuotteesta ja markkinasta, mutta myöhemmillä rahoituskerroksilla sijoittajat ovatkin enemmän kiinnostuneita yrityksestä toimivana koneistona, oletuksella, että aiempien teemojen toimivuus on jo todettu.

*”Tavallaan jos lukkiutuu siihen yhteen rahoitusmalliin, että enkeli sijoitus on aina oikea ratkaisu niin voi olla haasteita mutta sitten jos ottaa muita instrumentteja käyttöön niin mä luulen että ei nyt ihan isoja ongelmia ole tai sitten ehkä on startup ideassa tai tiimissä tai product-market fitissä jotain ongelmia mahdollisesti.”*

Kuviossa 4 havainnollistetaan luvun tulosten muodostumista sekä esitetään konkreettisia näkökulmia aineiston pohjalta havainnoidusta enkelisijoittajien vaikutuksista kasvuyrityksen muille rahoitusmuodoille.



Kuvio 4: Enkelisijoittajien vaikutukset muille kasvuyritysten rahoitusmuodoille -analyysi

Enkelisijoittajien vaikutus muille kasvuyrityksen rahoitusmuodoille on täten aineiston perusteella keskeinen. Akuuteimman rahoitustarpeen täyttämisen jälkeen enkelisijoittajien keskeinen rooli on toimia lisärahoitusten mahdollistajana oman brändinsä sekä verkostojensa turvin. Enkelisijoittajien asema jatkorahoitus kierroksilla on jossain määrin kiittämätön uusien sijoittajien heikentäessä heidän asemaansa neuvottelujen keskeisestä asemasta huolimatta. Jatkorahoitus kierrosten epäonnistuessa tai vaarantuessa on yrityksen kuitenkin mahdollista kääntyä enkelisijoittajan puoleen pyytämään apua, jolloin aiemmin esitelty henkilökohtaisuus korostuu.

### 5.3 Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen

Perusasetelmana enkelisijoittajan vaikutuksille kasvuyrityksen kehitykseen osoittautui kirjallisuuden pohjalta tehty jako aktiivisen osallistumisen ja passiivisen roolin (hands-on ja hands-off) välille. Enkelisijoittajan roolin määräytyminen on aineiston perusteella

hyvin tapauskohtaista ja ennen kaikkea yrittäjän vastuulla määritellä rahoitusta haettaessa enkelisijoittajan karkea asema yrityksen toiminnassa. Haastatelluista enkelisijoittajista valtaosa koki haluavansa ja osallistuvansa yrityksen toimintaan aktiivisesti, kuitenkin selkeällä erolla varsinaisesti yrityksessä työskenteleviin yrittäjiin ja muuhun henkilöstöön.

Lahden (2011) mukaisesti myös tämän tutkimuksen otannassa suomalaisten enkelisijoittajien formaalina roolina yritysten organisaatioissa esiintyivät hallituksen jäsenyydet, hallituksen puheenjohtajuus sekä erilaiset neuvonantajaroolit. Enkelisijoittajat itse mieltävät aineiston perusteella roolinsa niin ikään tapauskohtaisesti aktiivisen osallistumisen ja passiivisen roolin piiriin formaalista positiosta riippumatta. Enkelisijoittajien näkökulmasta haasteellisena pidetään aktiivisen osallistumisen vaatimia aikaresursseja, mutta myös varsinaisen, suoran palkkion puuttumista aktiivisesta osallistumisesta yrityksen kehitykseen. Haastatteluissa tietyt enkelisijoittajat myös kommentoivat välttävänsä aktiivista osallistumista edellä mainitusta syystä, mutta toisaalta tapauskohtaisesti harkitsevansa aktiivisempia rooleja, mikäli sijoituskohte on heille esimerkiksi oppimisen näkökulmasta mielenkiintoinen. Tämän voitaisiin nähdä olevan ristiriitainen tilanne yrityksen edun näkökulmasta, mutta toisaalta varsinkin kokeneemmille enkelisijoittajille hyvin inhimillinen tulokulma roolin määrittelemiseen. Toisaalta aineiston perusteella on tyypillistä, että enkelisijoittajan roolin aktiivisuus elää ajassa ja yrityksen kehityksen mukana. Toiminnan alkuvaiheessa yrityksellä voi olla enemmän tarvetta kehitysresursseille ja enkelisijoittajalla enemmän annettavaa yrityksen toiminnalle. Luonnollista on aineiston mukaan myös eri enkelisijoittajien olla eri vaiheissa enemmän aktiivisia ja passiivisia sijoittajien lisäarvon ja yrityksen tarpeiden mukaisesti.

Enkelisijoittajien verkostot ovat yksi aiheen kirjallisuudessa eniten tutkituista teemoista. Tämän tutkimuksen aineistossa verkostojen tuoma lisäarvo yrityksen toimintaan konkretisoitui kahteen pääteemaan monien yksittäistapausten lisäksi. Enkelisijoittajien ammatilliset verkostot korostuivat aineistossa erityisesti, mikäli enkelisijoittajalla oli taustallaan yrittäjäuran ulkopuolista kokemusta esimerkiksi erilaisista korporaatiotehtävistä. Tällöin lisäarvona korostuivat suorat henkilötason kontaktit potentiaaliin asiakasyrityksiin sekä yrityksen käyttöön tuotava ymmärrys esimerkiksi suurempien yritysten hankintaprosesseista. Toisena pääteemana verkostojen osalta nousivat eri markkina-alueiden henkilötason kontaktit, jotka usein juonsivat juurensa jonkun muun kuin enkelisijoittamiseen liittyvän järjestön toiminnasta. Markkina-alueet olivat aineistossa sekä kansainvälisiä että kotimaisia ja verkostojen hyödyntämistä niiden tutkimiseen tai myynnin avaamiseen pidettiin ensisijaisena keinona.

Yleisesti myynnilliset ja markkinoinnilliset teemat enkelisijoittajan konkreettisina lisäarvoina korostuivat sekä yrittäjien että enkelisijoittajien suunnalta. Potentiaalisten asiakkuuksien tuottaminen yritykselle erityisesti toiminnan alkuvaiheissa nähtiin hyvin arvokkaaksi, mutta myös myöhemmissä vaiheissa arvoa nähtiin enkelisijoittajien kyvyllä avata yritykselle ovia potentiaalisiin asiakkuuksiin:

*”Asiakasliidejä olen laittanut myös.”*

*”Ovien avaamiskykyä tai sitä brand ambassador-kykyä minun laajat verkostot huomioiden.”*

*”Tulee asiakkaita ja myös kumppaneita, jotka pystyy jeesimään meidän liiketoimintaa.”*

*”Me pystytään saamaan tiettyjä asiakkuuksia, mitä me ei muuten voitaisi saada, tai saamaan tiettyjä ja tekemään tiettyjä hyviä rekryjä, avainhenkilöitä.”*

Hyvin suurena ryhmänä aineistossa nousivat erilaiset käytännönläheiset teemat, joissa enkelisijoittajat olivat kyenneet tuomaan ratkaisuja hyvin erilaisiin tilanteisiin lähtien sopimusjuridisten velvoitteiden täyttämisestä päätyen raaka-aineiden hankintaan ja kateprosentin määrittämiseen. Kokonaisuutena käytännön teemoissa enkelisijoittajien tuoma lisäarvo oli aineistossa hyvin tarveperusteista, yllättäen ilmentyvää, operatiivista sekä äärimmäisen käytännönläheistä.

Yrityksen strategiseen johtamiseen liittyvät asiat olivat sen sijaan selkeämmin havaittavissa aineistosta. Enkelisijoittajien rooli strategisen johtamisen tukena vaihteli yritysten kypsyystason ja elinkaaren vaiheiden mukaan. Elinkaaren alkuvaiheissa käytännön teemoina oli yrittäjien tukeminen hallitustyöskentelyn käynnistämisessä, hyvin konkreettisten teemojen avulla hallituksen muodostamisesta työskentelyn käytänteisiin. Myöhemmässä vaiheessa strateginen suunnittelu sekä strategisen fokuksen pitäminen olivat yrittäjien puolelta aineistoon nousseita teemoja, joissa he kokivat saaneensa enkelisijoittajilta lisäarvoa. Suunnittelun ja fokuksen kehittämisen pohjana aineiston perusteella voitiin nähdä enkelisijoittajien kokemuksen tuoma laajempi näköala yrityksen toimintaan, toimialaan, teknologioihin sekä muihin vastaavan tasoisiin teemoihin. Myös henkilösidonnaisia ominaisuuksia, kuten kykyä haastaa markkinoiden normaalitilannetta arvostettiin haastateltujen yrittäjien keskuudessa strategisen johtamisen apuvälineenä. Varsinaisen strategian muodostamisen jälkeen tiettyjen enkelisijoittajien lisäarvoksi aineistossa esiintyi strategian jalkauttamiseen liittyvät teemat esimerkiksi hyödynnettävien teknologioiden tai käytännön johtamisen tai johtamisjärjestelmien suhteen riippuen yrityksen toiminnan yleisestä kypsyystasosta. Varttuneemman kypsyyden saavuttaneilla yrityksillä voitiin esimerkiksi enkelisijoittajan avustuksella ottaa käyttöön alan standardien mukaisia laatu- ja johtamisjärjestelmiä.

Haastateltavan joukon edustaessa suomalaisia yrityksiä ja enkelisijoittajia kansainvälistymiseen liittyvän lisäarvon roolia ei voida aineiston perusteella väheksyä. Edellä mainitun verkostonäkökulman sekä julkisten rahoitusinstrumenttien lisäksi kansainvälistymisen teemat esiintyivät aineistossa myös strategisen johtamisen tasolla. Konkreettisia ilmentymiä olivat esimerkiksi markkinoille murtautumisen suunnittelu ja parhaat käytännöt, markkinan tunteminen tai kohdemarkkinaan markkinatutkimuksen tuottaminen sopivalla, tunnetulla toimijalla. Suomalaisen kotimarkkinan pienuuden ja monessa suhteessa viennillisten edellytysten ollessa heikot, voidaankin enkelisijoittajien tuomaa ymmärrystä ja osaamista pitää aineiston pohjalta yhtenä olennaisimmista lisäarvoista rajua kasvua tavoittelevalla yritykselle.

Aineistossa selkeästi profiloitavana lisäarvon teemana nousi eräänlainen tekninen apu, joka enkelisijoittajat olivat kyenneet yrityksille tuottamaan esimerkiksi kehittämisinvestointien taseaktivoinnin tai juridisten kysymysten suhteen. Juridisissa kysymyksissä viitattiin sekä edellä mainittujen sijoitusehtojen muotoilemiseen, että varsinaiseen liiketoimintaan liittyviin kaupankäynnin juridisiin asioihin. Aineiston perusteella olennaista teknisissä asioissa lisäarvon tuottamiselle oli asioiden hoitaminen sekä paremmin, mutta ennen kaikkea nopeammin enkelisijoittajan apua käyttäen.

Haastatellut yrittäjät korostivat myös konkreettisten lisäarvojen suhteen enkelisijoittamisen erityispiirteeksi edellä argumentoitua inhimillisyyttä. Yrittäjät kokivat toimitusjohtajayrittäjän roolin raskaaksi sekä yksinäiseksi. Aineiston perusteella enkelisijoittajat, osittain kokemuksensa perusteella, tunnistivat ja kykenivät siten tuomaan yrittäjille henkistä tukea vaikeissa tilanteissa sekä hyvinvoinnin että priorisoinnin näkökulmasta laittaen yrittäjien terveyden taloudellisen hyvän tavoittelun edelle. Yrittäjät puolestaan kokivat tämän erittäin arvokkaaksi, esimerkiksi:

*”...mä olen vähän uuvuksissa, että nyt pitää käydä hakemassa apua, ja ottaa pikku breikki. Mä en saanut mitään muuta kuin tukea, sympatiaa ja empatiaa siinä, että ehdottoman positiivinen juttu, mitä en ikinä unoha, oli, että sitten kun oli itse vaikeuksissa, niin ne oli tukemassa, eikä ollut sellainen, että katsotaan dollarit tai eurot edellä.”*

Kuviossa 5 havainnollistetaan aineiston muotoutumista luvun tuloksiin analyyttisen yleistämisen keinoin. Kuvio tarjoaa myös konkreettisia esimerkkejä sitaattien muodossa enkelisijoittajien vaikutuksista kasvuyrityksen kehitykseen.

Sitaatti	Teema	Koodi
"Niin tässä yhtiössä mä olin ollut jo kaksi vuotta advisory boardin jäsen, eli mä olin ollut kädet savessa rakentamassa sitä tulevaa menestystarinaa."	Aktiivinen osallistuminen	Roolin luonne
"Enemmän mä nyt oon nykyään nykyään passiivisena ja sitten jos mulla oli aikaisemmin aktiivisempi rooli, nythän mä siis työskentelen hallitusammattilaisena."	Passiivinen rooli	
"Tein hankintoja siis plus 10 vuotta ja sitä ennen vahvasti ostoa ja varaston hallintaa ja kehitystä, niin siltä puolelta tavallaan omia kontakteja ja ymmärrystä siitä, heidän bisneksistään."	Ammatilliset	Verkostot
"Sitten tietysti jos markkinaa haetaan pala kerrallaan, että esimerkiksi kaupunki kerrallaan tai jotain muuta niin sitten, että jos sattuu olemaan kaupunkiin missä on omaa verkostoa."	Markkina-alueiden kontaktit	
"Ovien avaamiskykyä tai sitä brand ambassador-kykyä minun laajat verkostot huomioiden."	Brand ambassador	Myynti ja markkinointi
"Asiakasliidejä laittanut myös."	Potentiaaliset asiakkuudet	
"Me pystytään saamaan tiettyjä asiakkuuksia, mitä me ei muuten voitaisi saada, tai saamaan tiettyjä, tekemään tiettyjä hyviä rekryjä tai avainhenkilöitä."	Legitiimiyys	
"Hallitustyö oli alkuun just se, että oppii ylipäätensä, kun on eka kerran yrittäjä, että mitä siellä hallituksessa tehdään ja mitä on hyvä tehdä."	Hallitustyöskentely	Strateginen johtaminen
"Ehkä yksi isoin ongelma usein näissä start-upeissa, että ei fokusoida tarpeeksi se on se missä yritän muistuttaa."	Strateginen suunnittelu ja fokus	
"...että yhdistetään sitä operatiivista tekemistä, strategiaa ja teknologiaa esimerkiksi, niin siellä pystyn auttamaan."	Strategian jalkauttaminen	
"Vientikauppaa melkein kaikki, kaikilla tärkeillä markkinoilla"	Verkostot	Kansainvälinen liiketoiminta
"Tietysti sitten aikanaan tutustuin hyvin tämmöisiin erilaisiin viennin tukiorganisaatioihin, Business Finlandiin ja tämä tyyppisiin, niitä tietysti käyttänyt melkein säännöllisesti."	Rahoitusinstrumentit	
"...vaikka jenkkimarkkina, niin kuin go to market, miten se toteutetaan parhaalla tavalla."	Kansainvälistymisstrategia	
"Jos on joku sopimus tai DD tai term sheet tai joku muu vastaava asia mistä haluu kysyä kommentteja tai neuvoja..."	Juridiikka	Tekninen apu
"...niin saatiin samantien tilitoimistojen nimiä, ketkä osaavat tiliöidä hankkeita oikein, kun meidän aikaisempi tilitoimisto ei ollut käytännössä koskaan tämmöisiä pyöritellyt."	Kirjanpito ja taloushallinto	
"Yleensä mä venttaan jostakin myrskystä mikä on sillä hetkellä."	Hyvinvointi	Henkinen tuki
"...ehkä sitä semmoista tavallaan semmoista myötälämistä siinä, että kun sieltä tulee se ahdistus ja tuska että mitä mä teen ensin tai mitä mä en tee tai muuta."	Priorisointi	

Kuvio 5: Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen -analyysi

Aineiston perusteella enkelisijoittajan vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen voidaan nähdä tapauskohtaisiksi, tarveperusteisiksi sekä inhimillisiksi. Onnistumisen edellytyksinä korostuvat avoin kommunikaatio, sijoittajan ja yrittäjän välinen yhteensopivuus sekä molemminpuolinen lisäarvon ja tarpeen määrittely. Enkelisijoittajan muodollisella asemalla yrityksen toiminnassa ei aineiston perusteella ollut merkitystä lopputulokseen, vaan olennaisimpana teemana korostuu sijoittajan ja yrittäjän välinen keskusteluyhteys.

## 6 Johtopäätökset

### 6.1 Tieteellinen kontribuutio

Tässä luvussa tarkastellaan tutkimuksen päätutkimuskysymyksen näkökulmaa, eli enkelisijoittajien vaikutuksia kasvuyritykselle verrattuna muihin kasvuyrityksen oman pääoman ehtoihin rahoitusmuotoihin. Tutkimuksen tavoitteena oli tarkentaa, todentaa sekä kartoittaa enkelisijoittajien tuottaman ei-rahamääräisen lisäarvon nykytilaa erityisesti suomalaisessa kontekstissa jatkaen Lahden (2011) sekä Machtin ja Robinsonin (2009) tutkimuksissa tehtyä työtä. Tutkimuksen tulokset sekä tukevat että haastavat olemassa olevaa teoreettista näkemystä enkelisijoittajan lisäarvoista. Myös tarkentavuutta voitiin tuottaa havainnollistamalla konkreettisia esimerkkejä enkelisijoittajien ja yrittäjien kohtaamista tilanteista sekä hyödyntämällä haastattelupareja aineiston keruussa. Toisaalta aineiston tuloksissa esiintyy teemoja, joita ei kirjallisuudesta kyetty tunnistamaan.

Bergerin ja Udellin (1998) sekä Masonin ja Harrisonin (1995) esittämät ajatukset enkelisijoittajien asemasta yrityksen varhaisen vaiheen rahoittajina sekä pääoma-aukon ja kuolemanlaakson ylityksen mahdollistajina saa tukea tämän tutkimuksen tuloksista. Enkelisijoittajien asema nähdään ennen kaikkea tulosten valossa mahdollistajana alkuvaiheen kehitykselle sekä varhaiselle kasvulle. Myöhempiä, pääomaintensiivisempää kasvua enkelisijoittajien on haastavampi rahoittaa sijoitussummien ollessa pienempiä verrattuna pääomasijoittajiin, mikä on täysin linjassa aiemmin esitettyyn ajatukseen enkelisijoittajien asemasta.

Olenaisena teemana tuloksissa toistuu enkelisijoittajien kyky fasilitoida lisärahoitusta myöhemmille kasvuvaiheille, joka nähdään Ibrahimin (2008) esittämän rahoittajatahojen välisen dynamiikan mukaiseksi. Huolestuttavana teemana tuloksissa nousee kuitenkin enkelisijoittajien heikentyvä asema jatkorahoituskiirroksilla erityisesti yrityksen omistusosuuksien myymisen suhteen, joka olisi enemmän Bergerin ja Udellin (1998) esittämän rahoituksen elinkaariteorian mukaista. Mikäli enkelisijoittajat voisivat irtaantua sijoituskohteesta haluamallaan ajankohdalla, olisi mahdollisesti enemmän pääomia allokoitavissa uusiin varhaisen vaiheen sijoituksiin. Tämä voisi luonnollisesti kiihdyttää enkelisijoitusten määrää sekä tahtia. Enkelisijoittajien ja erityisesti pääomasijoittajien välinen dynamiikka nähdään kuitenkin tulosten valossa erityisen tärkeäksi enkelisijoittajien tuottaessa pääomasijoittajille kypsempää sijoituskohteita, joilla pääomasijoittajat voivat tarjota mittavampia pääomia kasvun toteuttamiseen jatkossa.

Sijoituskohteista irtaantumista ja siten taloudellista hyvää tavoittelua suurempana teemana enkelisijoittajien taustamotivaatiot korostuvat tuloksissa. Muun muassa Capizzi ym. (2022) esittämä ajatus enkelisijoittajien halusta antaa takaisin startup-yhteisölle, halu



päästä takaisin osaksi ekosysteemiä sekä henkilökohtaisen varallisuuden sijoittamisen aiheuttama paine auttaa yritystä menestymään nousivat esiin. Lisäksi tuloksissa nousivat vaikuttavuussijoittamisen teemoja sekä alueellisesta että sosiaalisesta näkökulmasta tarkasteltuina, jotka antavat konkreettisempaa näkökulmaa Roundy ym. (2017) esittämään enkelisijoittamisen ja vaikuttavuussijoittamisen liitännäisyyteen. Kaikissa sijoittamisen motivaatioon liittyvissä tuloksissa voidaan kuitenkin yhteisenä tekijänä pitää motivaatioiden henkilökohtaisuutta, joka osaltaan vaikutti myös tuloksissa esiintyneisiin sijoituskriteerien korostumiseen.

Tutkimuksen tulokset ovat linjassa esimerkiksi Tenca ym. (2019) sekä Masonin ja Starkin (2004) esittämiin enkelisijoittamisen kriteereihin ja sijoituspäätöksen tekemiseen liittyviin aspekteihin. Tärkeimpänä teemana tulosten valossa voidaan nostaa edellä mainitun henkilökohtaisuuden alle sijoittuva enkelisijoittajan ja yrittäjän välinen yhteensopivuus, jonka voidaan nähdä vaikuttavan sekä kriteereihin ja sijoituspäätökseen, mutta erityisesti enkelisijoittajalta saatavan lisäarvon laadukkuuteen. Sijoituskriteereihin liittyvät tutkimuksen tulokset ovat hyvin linjassa aiemman tutkimuksen kanssa yrittäjän tai yrityksen ydintiimin ollessa kaikkein olennaisin arviointikriteeri. Tässä tutkimuksessa ei havaittu sosiaalisen sukupuolen vaikutusta sijoituspäätöksiin suoraan, jolleivät sosiaalisen sukupuolen teemat ole enkelisijoittajan harjoittaman vaikuttavuussijoittamisen piirissä, jolloin vähemmistössä oleva yrittäjän sosiaalinen sukupuoli voi vaikuttaa positiivisesti sijoituspäätökseen. Nämä seikat huomioon ottaen tulokset ovat linjassa sekä Boulton ym. (2019) tutkimuksen että jo aiemmin mainitun Roundy ym. (2017) tutkimuksen kanssa myös tästä näkökulmasta tarkasteltuna.

Kirjallisuudessa vähemmän käsiteltynä teemana ja tuloksissa merkittäväksi nostettuna aspektina sijoituskriteereissä nousi yrittäjän ja yrityksen ydintiimin resilienssi sekä sen arviointi sijoituspäätöstä tehdessä. Resilienssin voitaisiin katsoa olevan yksi kaikkein merkittävimmistä yrityksen ja siten sijoituksen menestykseen vaikuttavista teemoista, koska vahvan resilienssin avulla yrittäjä kykenee kohtaamaan kasvuyrityksen johtamiseen liittyviä haasteita paremmin sekä ylittämään haasteet potentiaalisesti helpommin ja nopeammin. Tämä puolestaan on myös enkelisijoittajan etujen mukaista, jolloin resilienssin arviointi sijoituspäätöstä tehdessä voidaan katsoa erittäin tärkeäksi kriteeriksi.

Teoreettisen kontribuution kannalta olennaisin tavoite tutkimuksessa oli olemassa olevan näkemyksen tarkentaminen, jota suoritettiin muodostamalla aineistonkeruuseen pareja, joilla voitiin sekä tarkentaa että todentaa Machtin ja Robinsonin (2009) tunnistamat viisi eri lisäarvoluokkaa: rahoitushaasteiden päihittäminen, yrityksen johtamisen tukeminen, yrityksen johtajien tukeminen, verkostot sekä lisärahoituksen fasilitointi. Jokaiseen lisäarvoluokkaan kyettiin tuottamaan konkreettisia yrittäjien ja enkelisijoittajien tahoilta todennettuja esimerkkejä.

Analyysin tulosten merkittävänä antina voidaan pitää kirjallisuudessa ohuesti käsiteltyä enkelisijoittajien henkisen tuen merkitystä yrittäjille. Teema voidaan nähdä sijoitettavaksi Tenca ym. (2019) esittämän mentoroinnin alle, mutta tämän tutkimuksen kontribuutiona korostuu enkelisijoittajien merkitys yrittäjien hyvinvoinnille ja jaksamiselle. Hyvinvoinnin ja jaksamisen teema voidaan nähdä hyvin olennaiseksi lisäarvotemaksi tulevaisuudessa muuttuvan taloudellisen paradigman myötä.

Erikoisena, potentiaalisesti tämän tutkimuksen teoreettista kontribuutiota lisäävänä tekijänä voidaan nähdä tuloksissa havaittu enkelisijoittamisen mahdollinen negatiivinen vaikutus kasvuyrityksen toimintaan. Tuloksissa esitetään, että vaikkakin enkelisijoittajien hyödyt kasvuyritykselle ovat lähes kiistattomat, voi yritykselle kertyä mainehaittoja tai brändillisiä menetyksiä mikäli yritys liitetään enkelisijoittamiseen liittyviin negatiivisiin mielikuviin, kuten epäammattimaisuuteen ja viimeiseen rahoitusmahdollisuuteen. Tutkimuksen kokonaiskuvassa mahdolliset negatiiviset vaikutukset ovat kuitenkin mielestäni hyvin pienet verrattuna potentiaalisiin hyötyihin, jolloin on rakentavampaa keskittyä positiivisiin puoliin, mutta tunnistaa mahdollisten haittavaikutusten olemassaolo.

Kirjallisuudessa enkelisijoittajasyndikaattien käyttäminen sijoitusmuotona nähtiin nousevana trendinä, jonka vahvuudet piilevät suuremmissa pääomamäärissä ja suuremmassa määrässä potentiaalisia sijoituskohteita. Tämän tutkimuksen tulokset vahvistavat tätä näkemystä, mutta lisäävät indikaation johtavien sijoittajien vahvasta roolista syndikaattitoiminnassa sekä syndikaattien olevan lähes yleisin tapa enkelisijoittajille suunnatuissa rahoituskierroksissa järjestellä toimintaa. Syndikaattien yleistymisen ei ole tullut vain positiivisten vaikutusten kanssa, vaan kenttään on ilmestynyt selviä ristiriitoja yrittäjien ja enkelisijoittajien välille. Kirjallisuudessa ei tämän tutkimuksen perusteella olla huomioitu tätä ristiriitaa ja jatkossa tulee ottaa huomioon syndikaatteja kehittäessä ensisijaisesti yrittäjien tarpeet. Ristiriidan voidaan nähdä vaikuttavan erityisesti Bonini ym. (2018) esittämään sijoituskohteiden laatuun ja sijoitusten määrään, mikäli syndikaattien kehitys jatkuu ristiriitaiseen suuntaan. Tätä kehityskulkua voidaan pitää todennäköisenä, koska yrittäjän havainnoissa keskeisen ei-rahamääräisen lisäarvon puutteellisuuden tai epäsopevuuden, on luonnollista pohtia rahoitusvaihtoehdoksi esimerkiksi pääomasijoittajaa, koska rahoitusmuotojen keskeinen ero hämärtyy.

Tässä tutkimuksessa vallitsevaa tieteellistä näkemystä tukevina teemoina nousivat enkelisijoittajien asema yritysten varhaisen vaiheen sijoittajina ja kuolemanlaakson ylittämiseen tarvittavina siltojen rakentajina. Enkelisijoittajien kyky mahdollistaa yritykselle lisärahoitusta nousi tuloksissa ja se tukee vallitsevaa tieteellistä näkemystä. Enkelisijoittajien taustamotivaatioiden voidaan todeta olevan niin ikään vallitsevan näkemyksen kanssa linjassa, tosin aineistossa korostuu, etteivät muuta taustamotivaatiot

kokonaan korvaa taloudellisen hyödyn tavoittelua. Taustamotivaatioihin liittyvä enkelisijoittajien asema vaikuttavuussijoittamisen kentässä on mahdollinen, kuten aiempi tutkimus on osoittanut. Paljon tutkitut enkelisijoittamisen sijoituskriteerit ja sijoituspäätökseen liittyvät aspektit ovat aiemman tutkimuksen kanssa linjassa, korostaen henkilökohtaisuutta ja lisäksi näkemyksen yrittäjän resilienssiin liittyvistä aspekteista. Tässä tutkimuksessa kyettiin löytämään Machtin ja Robinsonin (2009) esittämiin lisäarvoluokkiin liitettäviä aspekteja ja tämä tutkimus siten tukee heidän näkemystään.

Syndikaattien osalta tämä tutkimus tukee sijoitusmuodon hyvä puolia sekä yleisyyttä, mutta lisää teemaan näkemyksen syndikaattien mahdollisista haittapuolista. Myös kirjallisuudessa hyvin ohuesti, jos ollenkaan käsitellyt enkelisijoittajien mahdolliset negatiiviset vaikutukset yrityksen toimintaan tuodaan mahdollisesti uutena teemana tieteelliseen keskusteluun. Näin ollen tämä tutkimus osaltaan haastaa tieteellisen keskustelun yleistä linjaa. Enkelisijoittajien tuki yrittäjän henkiselä hyvinvoinnille voidaan niin ikään esittää mahdollisesti uutena tieteellisenä kontribuutiona, joka vaatii tarkennusta.

Verrattuna Lahden (2011) esittelemään enkelisijoittamisen kentän kokonaistilanteeseen Suomessa, voidaan tutkimuksen todeta antavan merkittäviä indikaatioita kentän kehittymisestä. Enkelisijoittaminen on ammattimaistunut, sijoitettavien pääomien määrät ovat potentiaalisesti kasvaneet yleistyneen syndikaattien käytön myötä ja lisääntyneen järjestötoiminnan myötä kenttä on järjestäytyneempi.

## 6.2 Käytännön sovellukset

Tutkimuksen tavoitteena oli syventää tietoa enkelisijoittajien ei-rahamääräisistä lisäarvoista kasvuyrityksen kehitykselle ja tuottaa kasvuyrittäjää puhuttelevaa materiaalia enkelisijoittamisen mahdollisuudesta kasvuyritysten rahoituskentässä. Tarkoitus oli herättää yrittäjä ajattelemaan rahoituksen valintoja strategisena valintana, jolla voi olla yrityksen kehityksen kannalta merkittäviä seurauksia. Tämän luvun tarkoituksena on esitellä näitä ajatuksia, mutta myös nostaa muille liike-elämän toimijoille aiheen teemoja keskusteluun.

Enkelisijoittajien ei-rahamääräiset lisäarvot kasvuyritykselle ovat tutkimuksen tulosten perusteella erittäin monimuotoisia, tarveperusteisia ja tilannesidonnaisia. Täten voidaan esittää, ettei niiden tutkiminen yrittäjää puhuttelevalla konkreetian tasolla ole tieteellisessä kontekstissa mielekäästä, vaan aiheen tutkiminen tulisi jättää alan järjestökentän tutkittavaksi. Heillä on mahdollisuus esittää enkelisijoittajien ja yrittäjien välisiä tarinoita tilannesidonnaisesti ja tehokkaasti, jolloin tämänkin tutkimuksen aineistossa esiintyvien tarinoiden värikäs luonne pääsee maksimaaliseen arvoonsa. Tässä tutkimuksessa on kuitenkin kyetty nostamaan joitain konkreettisia ja toivottavasti yrittäjiä puhuttelevia teemoja.

Tämän tutkimuksen tulosten perusteella kasvuyrittäjän näkökulmasta ensimmäinen askel oikeaan suuntaan enkelisijoittamisen suhteen on löytää yritykselle ensimmäinen enkelisijoittaja, joka on yritykselle tarkoituksenmukainen. Tarkoituksenmukaisuudessa on tulosten perusteella otettava huomioon yrittäjien oma omistajastrategia, liiketoiminnan luonne ja ambitiotaso, toimiala ja teknologinen näkökulma. Erityisen tärkeä teema on enkelisijoittajan kyky avata yritykselle ja yrittäjälle tarvittavia ovia myös enkelisijoittajan aktiivisen osallistumisen jälkeen. Ennen näitä erittäin tärkeitä tekijöitä on kuitenkin huolehdittava enkelisijoittajan ja yrittäjän arvojen sekä luonteen yhteensopivuudesta. Vain siten yhteistyön kulmakivi, kommunikaatio voi onnistua parhaalla mahdollisella tavalla.

Kommunikointi yrittäjän ja enkelisijoittajan välillä luo suhteelle onnistumisen edellytykset, joka korostuu tutkimuksen tuloksissa enkelisijoittajien lisäarvon tarveperusteisuuden, sijoittamisen henkilökohtaisuuden sekä lisäarvojen käytännölläheisyyden myötä. Kommunikointiin on muodostumassa tulosten perusteella kaksi kategoriaa: muodollinen ja epämuodollinen. Muodollisen mallin sisältäessä kaavamaisia raportoinnin omaisia kaavakkeita on epämuodolliselle tavalle mahdotonta esittää vallalla olevaa ratkaisua. Tässä tutkimuksessa on esitetty molemmista malleista joitain käytännön esimerkkejä, mutta lopulta tulosten perusteella jää yrittäjän itse ratkaistavaksi paras tapa vuoropuhelulle yrittäjän ja enkelisijoittajan välillä. Muodollisten mallien nähtiin tulosten perusteella sisältävän riskejä liiallisesta ajankäytöstä sekä kaavoihin kangistumisesta, kun taas epämuodollisen mallin nähtiin sisältävän yhtäläiset riskit, tosin enkelisijoittajan suunnasta.

Kommunikointi erilaisten syndikaattiratkaisujen ja yrittäjän välillä nousi tuloksissa potentiaalisesti keinoksi erottautua enkelisijoittajana. Yrittäjien toive on käyttää syndikaateissa johtavaa sijoittajaa, joka välittää tietoa yrittäjän ja sijoittajien välillä suodattaen epärelevantit ja yrittäjää potentiaalisesti kuormittavat aspektit. Tulosten perusteella johtavalta sijoittajalta vaaditaan paljon, ilman välitöntä korvausta tehdystä työstä ja päteviä johtavia sijoittajia vaikuttaa kentällä olevan vähän. Tähän ristiriitaan löydettävä malli voi olla keskeinen enkelisijoittajakentän haaste, johon käytännön toimijoiden tulee löytää ratkaisu.

Syndikaattien ollessa vallalla oleva malli enkelisijoittamisessa, on toiminnan kehityssuunnan oltava tarkoin harkittu ja ennen kaikkea yritysten tarpeiden perusteella rakennettu. Yrittäjät toivovat tutkimuksen tulosten perusteella syndikaateilta samoja asioita, kuin yksittäisiltä, kokeneilta enkelisijoittajilta. Yrittäjät arvostavat toimiala- ja teknologiaosaamista, kykyä avata ovia ja kykyä ymmärtää juuri heidän yrityksensä tilannetta. Täten syndikaatit tulisi tulosten perusteella muodostaa yritysten tarpeita ratkaiseviksi sekä selkeän fokuksen omaaviksi. Enkelisijoittajien suunnassa tulosten perusteella vallalla oleva syndikaattien muodostaminen uusien enkelisijoittajien mukaan

ottamiseksi sekä pääomamäärien kasvattamiseksi sisältää myös täten riskejä, jotka voivat materialisoitua yrittäjien kokemana mahdollisena mainehaittana.

Mahdollisia mainehaittoja merkittävämpänä teemana voidaan tulosten perusteella esittää enkelisijoittajan keskeisimmiksi käytännön sovellutuksiksi myös enkelisijoittajan kyky tukea yrittäjän hyvinvointia kanssa elämisen ja mentoroinnin keinoin. Tämän lisäarvotyypin tulisi olla jokaista liike-elämään osallistuvaa henkilöä puhutteleva sekä yritykselleen rahoitusta etsivän kasvuyrittäjän harkintaan otettava teema. Vaikka yrityksen kasvattamisen ei tule olla helppoa, yksin vastoinkäymisiä ei tarvitse kohdata.

Näin ollen voidaan tutkimuksen tulosten ja pohdinnan perusteella esittää enkelisijoittamista rahoitusmuotona harkitsevalle yrittäjälle esittää seuraavien asioiden huomioon ottamista:

- Punnitse tarkkaan omat, henkilökohtaiset arvot liiketoiminnan suhteen.
- Varmista, että omaat selkeän näkemyksen omasta omistajastrategiasta, liiketoiminnan luonteesta ja ambitiotasosta.
- Pohdi syndikaattien mahdollisuutta tarkoin ja selvitä potentiaalisen syndikaatin organisoitumisen taustat sekä johtavan sijoittajan rooli.
- Valitse ensimmäinen sijoittaja tarkoin ja tarkoituksenmukaisesti verraten listan edellisiin kohtiin.
- Luo sijoittajille kommunikointia varten tehokas sekä tarkoituksenmukainen kanava ja määrittele ohjaavat kynnykset kommunikointiin.
- Jaa yrityksen toimintaan liittyvät asiat avoimesti ja luo sijoittajien sekä itsesi välille kumppanuutta.

Enkelisijoittajille voidaan puolestaan pohdinnan ja tulosten perusteella esittää seuraavaa:

- Tunnista oma taustamotivaatiosi enkelisijoittamiselle.
- Tiedosta omat vahvuutesi ja taustasi.
- Asemoi itsesi tarkkaan kasvuyrityksen rahoituksen elinkaareen ja hyväksy se.
- Tiedosta oman ajankäyttösi rajallisuus ja tee selväksi oman toimintasi aktiivisuus sijoituskohteessa.
- Harkitse syndikaattien muodostamista tarkoin ja yrittäjien tarpeiden pohjalta.
- Mikäli toimit johtavana sijoittajana, huomioi informaation suodattamisen riskit sekä hyödyt.

### **6.3 Jatkotutkimusehdotukset**

Tutkimus jättää paljon tilaa paljon tilaa aineistolähtöisen tutkimusmetodin vuoksi. Aineistossa ja tuloksissa esiintyy runsaasti enkelisijoittamisen kentässä piileviä ajankohtaisia teemoja sekä indikaatioita eri teemojen kehityssuunnista. Tässä alaluvussa

nostetaan pohdintaan mielestäni aineiston ja tulosten perusteella vahvinta jatkotutkimuspotentiaalia edustavia teemoja.

Edellisessä aluvuossa tärkeäksi teemaksi nostettu enkelisijoittajien tuki yrittäjien hyvinvoinnille ja uupumuksen ehkäisylle on nykyisessä kirjallisuudessa kevyesti käsitelty ja sumuinen teema. Jatkotutkimuksen kannalta tärkeää on selventää, onko nämä teemat huomioitu enkelisijoittajan ja yrittäjän välisessä mentoroinnissa vai onko kyseessä mahdollisesti uusi ja täysin oma kategoriansa. Jatkotutkimukseen voidaan kytkeä myös poikkitieteellistä näkökulmaa hakemalla vaikutteita sekä tukevaa tutkimusta esimerkiksi psykologian teemoista, joissa voidaan tarkastella syvemmin enkelisijoittajan vaikutuksen mekanismeja. Teoreettisen kontribuution lisäksi jatkotutkimukselle voidaan nähdä myös käytännön sovellutuksia maailman yleisen taloustilanteen ollessa hyvin epävakaa ja yrittäjien kohdatessa ennen näkemätöntä epävarmuutta.

Toisena jatkotutkimuskohteena tämän tutkimuksen pohjalta voidaan nostaa johtavan sijoittajan rooli sekä kommunikaatiokanavien merkitys enkelisijoittajien tai sijoittajasyndikaattien sekä yrittäjien välillä. Potentiaalia jatkotutkimukselle aiheissa on sekä johtavan sijoittajan parhaiden käytäntöjen kartoittamisessa, kansainvälisen toimintamallin kartoittamisessa, että informaation asymmetrian vaikutuksissa käytettäessä johtavaa sijoittajaa yrityksen ja sijoittajasyndikaatin välillä. Parhaita käytäntöjä voi kartoittaa toiminnan osalta erityisesti suomalaisessa kontekstissa, jolloin otetaan huomioon suomalaisen markkinan erityispiirteet, mutta esimerkiksi palkitsemismallien ja sopimusteknisten asioiden osalta parhaita käytäntöjä voi olla hyödyllisempää kartoittaa kansainvälisessä kontekstissa suomalaisen enkelisijoituskentän ollessa kehittymättömämpi, kuin suuremmat kansainväliset kentät. Informaation asymmetriassa voidaan nähdä kaksi potentiaalista vaikutusta. Toisaalta asymmetria voi olla yritykselle ja sijoittajille edullinen asia, sen poistaessa operatiivista toimintaa häiritsevää taustakohinaa, mutta riskinä voidaan havaita epätäydellisen tiedon valossa tehdyt päätökset.

Osittain syndikaatteihin ja johtavan sijoittajan käyttöön liittyy jatkotutkimusaiheena enkelisijoittajien ja pääomasijoittajien välinen dynamiikka. Dynamiikassa voidaan tulosten perusteella todeta olevan sekä positiivisia että negatiivisia puolia, joten tutkimusta voitaisiin suunnata siten, että molempien tahojen kannalta päästäisiin yhä parempiin, reilumpiin lopputulemiin. Jatkotutkimuksessa on otettava tavoitteeksi pyrkimys kohti kokonaisvaltaisesti parempaa yhteistyötä, ensisijaisesti sijoituskohteet huomioon ottaen.

Yksittäiseen enkelisijoittajaan ja kasvuyrittäjään liittyvänä jatkotutkimusaiheena voidaan myös nostaa tuloksissa esiintynyt yrittäjän resilienssi sekä sen arvioiminen enkelisijoittajan tehdessä sijoituspäätöstä. Resilienssin vaikutukset yritysten menestykseen ja sijoituspäätösten tekemiseen saattavat lisäksi korostua nykyisessä,

volatiilissa maailman ja markkinoiden tilanteessa, minkä takia yritykset ja yrittäjät joutuvat entistä useammin tekemään potentiaalisesti rajuja muutoksia liiketoimintaansa.

Kokonaisuutena tutkimuksen tulokset viittaavat, että suomalainen enkelisijoituskenttä on kehittynyt paljon Lahden 2011 tutkimuksen jälkeen. Kentän järjestäytymisaste on kasvanut järjestöjen myötä, enkelisijoittajien toiminta on ammattimaistunut, mutta kentän voidaan nähdä olevan edelleen merkittävästi kansainvälistä tilannetta jäljessä. Enkelisijoittamisen suomalaisen nykytilan kartoittamiseksi suositellaan näistä syistä toteutettavaksi uudelleen vertaileva tutkimus Lahden (2011) tutkimukseen nojaten.

## 7 Yhteenveto

Tutkimuksen lähtökohtana oli selvittää syvempiä mekanismeja enkelisijoittajien vaikutuksista kasvuyritysten kehitykselle ja siten tarkentaa, haastaa sekä varmentaa olemassa olevaa tietoa. Tutkimus nähtiin tarpeelliseksi paitsi Machtin ja Robinsonin (2009) esittämien jatkotutkimustarpeiden vuoksi, mutta myös enkelisijoittamisen korostuneen aseman vuoksi. Enkelisijoittajien asema kasvuyritysten rahoituskentässä on korostunut esimerkiksi pankkien olemattoman riskinottokyvyn takia 2008 finanssikriisin jälkeen.

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan kasvuyritysten rahoituskenttää ja sen asemaa yritysten kasvussa, kehityksessä ja selviytymisessä sekä syvennyttään eritoten enkelisijoittajien tuomaan lisäarvoon yrityksen kehitykselle. Tutkimuksen otsikko on ”Enkelisijoittaminen kasvuyrityksen rahoitusmuotona” ja sen tarkastelukulmaa tarkennetaan päätutkimuskysymyksellä: ”Minkälaisia vaikutuksia enkelisijoittamisella on verrattuna muihin oman pääoman ehtoihin kasvuyritysten rahoitusmuotoihin?”. Päätutkimuskysymys korostaa tutkimuksen keskittymistä kasvuyrityksen johtamiseen liittyviin teemoihin rahoitusteknisen tarkastelun sijaan. Päätutkimuskysymys purettiin kolmeen alatutkimuskysymykseen: ”Minkälainen rahoitusmuoto enkelisijoittaminen on?”, ”Minkälaisia vaikutuksia enkelisijoittajalla on kasvuyrityksen muille oman pääoman ehtoisille rahoitusmuodoille?” ja ”Minkälaisia vaikutuksia enkelisijoittajalla on kasvuyrityksen kehitykseen?”.

Tutkimus toteutettiin laadullisena tapaustutkimuksena, jossa aineisto kerättiin haastatteluilla. Haastateltavina toimivat sekä enkelisijoittajia että yrittäjiä, jonka avulla voitiin muodostaa haastattelupareja ja siten todentaa enkelisijoittajien tuottamaa lisäarvoa. Tutkimuksessa tutkittiin, mitä vaikutuksia enkelisijoittajalla on kasvuyrityksen toimintaan ja mitkä teemat ovat kehittymässä aiheen ympärillä. Aiheen kirjallisuudesta tutkimukseen tuotiin kolme pääteemaa: kasvuyrityksen oman pääoman ehtoiset rahoitusmahdollisuudet, enkelisijoittaminen rahoitusmuotona ja enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyrityksen kehitykselle. Näin luotiin kokonaiskuva kasvuyritysten rahoituskentästä ja syvennyttiin enkelisijoittamisen teemaan tarkemmin ja luotiin pohja empiiriselle osuudelle.

Keskeisimpinä tuloksina tutkimuksessa esitetään enkelisijoittamisen olevan hyvin henkilökohtainen ja inhimillinen rahoitusmuoto. Kovien lukujen ja taloudellisten ennusteiden sijaan sijoituspäätöksissä korostuvat pehmeämmät teemat sekä ennen kaikkea yrittäjän sekä sijoittajan yhteensopivuus. Sijoituskohteilta toivotaan potentiaalia kasvaa kansainvälisillä markkinoilla ja syndikaattien käyttö sijoitussummien kasvattamiseksi on yleistynyt. Syndikaateissa havaittiin mahdollisuuksien lisäksi uhkia erityisesti sijoittajien kokemuksen ja selkeän fokuksen suhteen.



Enkelisijoittajan ja yrittäjän välillä keskeinen työskentelyn onnistumisen avain on tutkimuksen mukaan kommunikaatio. Enkelisijoittajalla todettiin olevan keskeinen asema jatkorahoituskierroksilla, mutta asemaa ei tueta palkkiomalleilla tai muilla systemaattisilla keinoilla. Enkelisijoittajien vaikutukset kasvuyritysten kehitykseen ovat tapauskohtaisia, tarveperusteisia sekä inhimillisiä. Vaikutusten vaikuttavuutta tukee yrittäjän ja sijoittajan välinen yhteensopivuus sekä molemmin puolinen määrittely sijoittajan roolille yrityksen toiminnassa.

Tutkimuksen rajoitteina voidaan pitää rajallista haastattelumäärää sekä haastattelujoukon maantieteellistä rajausta. Haastattelujoukko edustaa vain suomalaisia enkelisijoittajia ja kasvuyrittäjiä, jonka vuoksi tuloksissa saattaa olla kulttuuri- ja toimintatapasidonnaisia vaikutuksia. Täten tutkimuksen tuloksia suositellaan yleistettävän vain suomalaisessa kontekstissa.

Johtopäätöksinä tutkimuksen tuloksista voidaan esittää seuraavaa: Enkelisijoittajan käyttäminen kasvuyrityksen rahoitusmuotona sisältää valtavan potentiaalin hyödyttää yrityksen kasvua ja kehitystä, mutta sisältää myös riskejä. Riskinä tutkimuksessa tunnistettiin potentiaalinen mainehaitta yritykselle, sen valitessa huonomaineisen sijoittajan rahoituksen tarjoajakseen. Riskin välttämiseksi kasvuyrityksen yrittäjän on tunnistettava oma omistajastrategiansa ja osattava verrata käytettävää rahoitusmuotoa ja -tahoja siihen. Erityisesti ensimmäisen enkelisijoituksen kohdalla on yrittäjän osattava valita enkelisijoittaja strategisesta näkökulmasta oikein, jotta se mahdollistaa yrityksen kannalta optimaalisen lisäarvon muodostamisen myös yrityksen myöhemmissä elinkaaren vaiheissa.

Yrittäjän on harkittava enkelisijoittajasyndikaattien käyttöä tarkkaan ja pyrittävä määrittämään syndikaatille johtava sijoittaja, jonka kautta kanavoidaan muille sijoittajille viestiminen molemmin suuntaisesti. Viestimiseen voidaan käyttää muodollisia tapoja, mutta ennen kaikkea olennaisinta on sopia sijoittajien ja yrittäjän kesken tapa, kynnys ja viestimisen kanava. Viestinnän onnistuessa voidaan enkelisijoittajalla tutkimuksen perusteella olevan monipuolisia positiivisia vaikutuksia kasvuyrityksen kehitykseen. Vaikutuksia ovat konkreettisten liiketoimintaan liittyvien ongelmien ratkaisu, lisärahoituksen mahdollistaminen sekä yrittäjän hyvinvoinnin tukeminen.

Enkelisijoittamisella voidaan siten nähdä merkittävää potentiaalia kasvuyrityksen kehittämisen tukemiselle ja sitä voidaan luonnehtia henkilösidonnaiseksi rahoitusmuodoksi. Enkelisijoittajien potentiaali ylittää merkittävästi niiden sisältämän riskin ja on yrittäjän velvollisuus tutustua sijoittajakenttään riittävästi tehdäkseen parhaan mahdollisen päätöksen rahoitusmuodon valinnan suhteen. Toisaalta on myös rahoituksen tarjoajien velvollisuus tuottaa yrittäjän saataville luotettavaa tietoa päätöksenteon tueksi.

Verrattuna muihin kasvuyrityksen oman pääoman ehtoihin rahoitusmuotoihin, enkelisijoittamisen vaikutukset kasvuyrityksen kehitykseen ovat henkilökohtaisia, käytännönläheisiä ja myöhempiä kehitysvaiheita mahdollistavia.

## Lähteet

- Bonini, S. – Capizzi, V. (2019). The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities. *Venture Capital*, Vol. 21(2–3), 137–175.
- Bonini, S. – Capizzi, V. – Valletta, M. – Zocchi, P. (2018). Angel network affiliation and business angels' investment practices. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50, 592–608.
- Boulton, T. J. – Shohfi, T. D. – Zhu, P. (2019). Angels or Sharks? The Role of Personal Characteristics in Angel Investment Decisions. *Journal of Small Business Management*, Vol. 57(4), 1280–1303.
- Business Finland: Asiakkaille  
Suomessa.<[https://www.businessfinland.fi/suomalaisille-asiakkaille/palvelut/pk-yritys/pk-yritys?gclid=Cj0KCQiAn4SeBhCwARIsANeF9DKjT5FpndSd04zRntEkOGzXMaP95tS2jKpVea-Pl609C58n26OclaeAaAinyEALw\\_wcB](https://www.businessfinland.fi/suomalaisille-asiakkaille/palvelut/pk-yritys/pk-yritys?gclid=Cj0KCQiAn4SeBhCwARIsANeF9DKjT5FpndSd04zRntEkOGzXMaP95tS2jKpVea-Pl609C58n26OclaeAaAinyEALw_wcB)>, haettu 11.3.2025.
- Cai, W. – Polzin, F. (2025). Do Networks Matter? An Examination of the Role of Coinvestors in Equity Crowdfunding. *British Journal of Management*.
- Capizzi, V. – Carta, N., Cavezzali, E. – Rigoni, U. (2024). Entrepreneurial Firms and Bank Financing: Do Business Angels Play a Role? *European Financial Management*.
- Capizzi, V. – Croce, A. – Tenca, F. (2022). Do Business Angels' Investments Make It Easier to Raise Follow-on Venture Capital Financing? An Analysis of the Relevance of Business Angels' Investment Practices. *British Journal of Management*, Vol. 33(1), 306–326.
- Capizzi, V. – Scarlata, M. – Tenca, F. – Zocchi, P. (2025). Entrepreneurs' human capital and the performance of angel-backed companies. *Venture Capital*. Advance online publication.
- Clayton, P. – Feldman, M. – Montmartin, B. (2024). Entrepreneurial finance and regional ecosystem emergence. *Small Business Economics*, Vol. 62(4), 1493–1521.
- Cohen, S. – Fehder, D. C. – Hochberg, Y. V. – Murray, F. (2019). The design of startup accelerators. *Research Policy*, Vol. 48(7), 1781–1797.

- Colombo, M. G. – Dagnino, G. B. – Lehmann, E. E. – Salmador, M. P. (2019). The governance of entrepreneurial ecosystems. *Small Business Economics*, Vol. 52(2), 419–428.
- Croce, A. – Ughetto, E. – Bonini, S. – Capizzi, V. (2021). Gazelles, ponies, and the impact of business angels' characteristics on firm growth. *Journal of Small Business Management*, Vol. 59(2), 223–248.
- Cumming, D. – Deloof, M. – Manigart, S. – Wright, M. (2019). New directions in entrepreneurial finance. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 100, 252–260.
- Cumming, D. – Groh, A. P. (2018). Entrepreneurial finance: Unifying themes and future directions. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50, 538–555.
- Edelman, L. F. – Donnelly, R. – Manolova, T. – Brush, C. G. (2018). Gender stereotypes in the angel investment process. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, Vol. 10(2), 134–157.
- Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus: Yritysrahoitus. <<https://www.ELY-Keskus.fi/Yritysrahoitus>>, haettu 25.3.2025.
- Ewens, M. – Townsend, R. R. (2020). Are early stage investors biased against women? *Journal of Financial Economics*, Vol. 135(3), 653–677.
- Finnvera: Rahoitustoiminta <<https://www.finnvera.fi/finnvera/tietoa-finnverasta/rahoitustoiminta>>, haettu 11.3.2025.
- Frank, M. Z. – Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 67(2), 217–248.
- Grilli, L. (2019). There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups. *Regional Studies*, Vol. 53(5), 620–629.
- Hallen, B. L. – Cohen, S. L. – Bingham, C. B. (2020). Do accelerators work? If so, how? *Organization Science*, Vol. 31(2), 378–414.
- Harrison, R. – Mason, C. – Robson, P. (2010). Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 22(2), 113–137.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. (2007). Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 31(3), 445–472.
- Hays, D. G. – McKibben, W. B. (2021). Promoting Rigorous Research: Generalizability and Qualitative Research. *Journal of Counseling and Development*, Vol. 99(2), 178–188.

- Hellmann, T. – Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *Journal of Finance*, Vol. 57(1), 169–197.
- Hellmann, T. – Thiele, V. (2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 115(3), 639–653.
- Hochberg, Y. V. (2016). Accelerating entrepreneurs and ecosystems: The seed accelerator model. *Innovation Policy and the Economy* Vol. 16(1).
- Ibrahim, D. M. (2008). The (not so) puzzling behavior of angel investors. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61(5), 1403–1451.
- Johnson, W. C. – Sohl, J. E. (2012). Initial public offerings and pre-IPO shareholders: Angels versus venture capitalists. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, Vol. 17(4).
- Kerr, W. R. – Lerner, J. – Schoar, A. (2014). The consequences of entrepreneurial finance: Evidence from angel financings. *Review of Financial Studies*, Vol. 27(1), 20–55.
- Khyareh, M. M. – Khairandish, M. – Torabi, H. (2019). Macroeconomic effects of entrepreneurship: Evidences from factor, efficiency and innovation driven countries. *International Journal of Entrepreneurship*, Vol. 23(1), 1-10.
- Lahti, T. (2011). Angel investing: An examination of the evolution of the Finnish market. *Venture Capital*, Vol. 13(2), 147–173.
- Lamine, W. – Mian, S. – Fayolle, A. – Wright, M. – Klofsten, M. – Etzkowitz, H. (2018). Technology business incubation mechanisms and sustainable regional development. *Journal of Technology Transfer*, Vol. 43(5), 1121–1141.
- Lange, J. – Rezepa, S. – Zatrochová, M. (2024). The Role of Business Angels in the Early-Stage Financing of Startups: A Systematic Literature Review. *Administrative Sciences*, Vol. 14(10).
- Lumme, A. – Mason, C. M. – Suomi, M. (1998). Informal venture capital: Investors, investments and policy in Finland. *Kluwer Academic Publishers*.
- Macht, S. A. – Robinson, J. (2009). Do business angels benefit their investee companies? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, Vol. 15(2), 187–208.
- Mason, C. (2019). Venture Capital. Teoksessa: *International Encyclopedia of Human Geography*, toim. A. Kobayashi Vol. 2, 199–204.

- Mason, C. – Botelho, T. – Harrison, R. (2019). The changing nature of angel investing: some research implications. *Venture Capital*, Vol. 21(2/3), 177–194.
- Mason, C. – Harrison, R. (1996). Why “business angels” say no: A case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate. *International Small Business Journal*, Vol. 14(2), 35–51.
- Mason, C. M. (2009). Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. *International Small Business Journal*, Vol. 27(5), 536–556.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. (1995). Closing the regional equity capital gap: The role of informal venture capital. *Small Business Economics*, Vol. 7(2), 153–172.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. (2015). Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications. *Environment and Planning C: Government and Policy*, Vol. 33(1), 43–60.
- Mason, C. – Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International Small Business Journal*, Vol. 22(3), 227–248.
- Mina, A. – Minin, A. D. – Martelli, I. – Testa, G. – Santoleri, P. (2021). Public funding of innovation: Exploring applications and allocations of the European SME Instrument. *Research Policy*, Vol. 50(1).
- Mukherjee, A. – Owen, R. – Scott, J. M. – Lyon, F. (2024a). Financing green innovation startups: a systematic literature review on early-stage SME funding. *Venture Capital*.
- Mukherjee, A. – Owen, R. – Scott, J. M. – Lyon, F. (2024b). Financing green innovation startups: a systematic literature review on early-stage SME funding. *Venture Capital*.
- Munck, C. – Saublens, C. (2005). *European Business Angel Network: Directory of Business Angel Networks in Europe*. EBAN Secretariat.
- N. Berger, A. – F. Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22(6–8), 613–673.
- Nowak, M. J. – Grantham, C. E. (2000). The virtual incubator: Managing human capital in the software industry. *Research Policy*, Vol. 29(2), 125–134.

- Owen, R. – Vedanthachari, L. (2023). Exploring the Role of U.K. Government Policy in Developing the University Entrepreneurial Finance Ecosystem for Cleantech. *IEEE Transactions on Engineering Management*, Vol. 70(3), 1026–1039.
- Patel, P. C. – Chan, C. S. R. (2024). The influence of differences between venture studios on differences in venture outcomes. *Venture Capital*, Vol. 26(3), 283–301.
- Piekkola, H. (2007). Public Funding of R&D and Growth: Firm-Level Evidence from Finland. *Economics of Innovation and New Technology*, Vol. 16(3), 195–210.
- Porter, M. E. (1986). Changing Patterns of International Competition. *California Management Review*, Vol. 28(2), 9–40.
- Pratt, M. G. – Kaplan, S. – Whittington, R. (2020). Editorial Essay: The Tumult over Transparency: Decoupling Transparency from Replication in Establishing Trustworthy Qualitative Research. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 65(1), 1–19.
- Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22(6–8), 785–792.
- Roundy, P. – Holzhauser, H. – Dai, Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*, Vol. 13(3), 491–512.
- Siefkes, M. (2025). A guide to becoming green: Insights from angel investors developing sustainability-specific knowledge. *Journal of Small Business Management*, Vol. 63(1), 306–336.
- Siefkes, M. – Bjørgum, Ø. – Sørheim, R. (2025). Business angels investing in green ventures: how do they add value to their start-ups? *Venture Capital*, Vol. 27(1), 79–108.
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Sage, Thousand Oaks, CA
- Tenca, F. – Croce, A. – Ughetto, E. (2019). Business angels research in entrepreneurial finance: A literature review and a research agenda. Teoksessa: *Contemporary topics in finance: A collection of literature surveys* toim. A. Carretta S. – Fiordelisi 1–27. Palgrave Macmillan.
- Tutkimuseettisen neuvottelukunnan ohje (2019). Ihmiseen kohdistuvan tutkimuksen eettiset periaatteet ja ihmistieteiden eettinen ennakoarviointi Suomessa Tutkimuseettisen neuvottelukunnan julkaisuja. 3/2019, Helsinki.

- Tollington, J. F. (2011). The role of corporate venture capital in innovation. In: *The Role of Corporate Venture Capital in Innovation*. 1–85. Nova Science Publishers, Inc.
- van Rijnsoever, F. J. (2020). Meeting, mating, and intermediating: How incubators can overcome weak network problems in entrepreneurial ecosystems. *Research Policy*, Vol. 49(1).
- Vega-Pascual, M. – di Pietro, F. – Palacín-Sánchez, M.-J. – Alfalla-Luque, R. (2024). Linking financial ecosystem and the growth of young SMEs: evidence from Spanish regions. *Review of Managerial Science*.
- Welch, C. – Piekkari, R. – Plakoyiannaki, E. – Paavilainen-Mäntymäki, E. (2011). Theorising from case studies: Towards a pluralist future for international business research. *Journal of International Business Studies*, Vol. 42(5), 740–762.
- Werth, J. C. (2017). Angel investing. *The World Scientific Reference on Entrepreneurship* Vol. 2–4.
- Yin, R. K. (2012). Case study methods. *APA handbook of research methods in psychology*, Vol 2 141–155
- Zedtwitz, M. – Grimaldi, R. (2006). Are service profiles incubator-specific? Results from an empirical investigation in Italy. *Journal of Technology Transfer*, Vol. 31(4), 459–468.