

Opinnäytetyö (AMK)

Liiketalous/Taloushallinto

2018

Jenna Uusi-Salava

# PÄÄOMASIJOITTAJIEN SIJOITUSKRITEERIT JA YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

– Startup-yritykset

Jenna Uusi-Salava

# PÄÄOMASIOITTAJIEN SIOITUSKRITERIT JA YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

- Startup-yritykset

Tämän opinnäytetyön toimeksiantaja on startup-yritys, jonka seuraava vaihe on tuotteen kaupallistaminen sekä myyminen. Tätä varten yritys tarvitsee lisärahoitusta ja pääomasijoitus on yksi hyvä vaihtoehto. Pääomasijoittajat eivät kuitenkaan sijoita kaikkiin rahoitusta hakeviin yrityksiin vaan heillä on tietyt sijoituskriteerit, joilla he valitsevat kohdeyritykset. Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on tutkia täyttääkö toimeksiantaja pääomasijoittajien sijoituskriteerit ja miten sijoittajat arvioivat yrityksiä?

Teoriaosuudessa tutkitaan ensin pääomasijoitusta yleisesti ja sitten syvennytään tarkemmin pääomasijoittajien sijoituskriteereihin sekä arvonmäärittämissä. Pääomasijoitus on rajattu yksityisen sektorin enkelisijoittamiseen sekä pääomarahastojen venture capital-sijoittamiseen.

Empiirisessä osiossa arvioidaan toimeksiantajaa sijoituskriteereihin perustuvilla arviointilomakkeilla. Arvioinnin avulla saadaan selville, onko yrityksessä osa-alueita joita tulisi sijoittajien näkökulmasta vahvistaa. Tämän jälkeen määritetään näiden mahdollisten vahvistettavien osa-alueiden arvo sovelletulla Scorecard arvonmäärittämis menetelmällä.

Tutkimuksen tulokset auttavat toimeksiantajaa kohdistamaan resurssit tarvittaviin osa-alueisiin ja näin tehostamaan liiketoimintaansa joka on todella tärkeää varsinkin aikaisen vaiheen yrityksille. Arvioinnin tuloksena löytyi muutama osa-alue, joita toimeksiantajan tulisi vahvistaa maksimoidakseen yritysarvonsa.

Yleisinä johtopäätöksinä voidaan sanoa, että pääomasijoittajat kiinnittävät erityisen paljon huomiota tiimiin, liiketoiminnan skaalautuvuuteen ja IPR- eli immateriaalioikeuksien suojaukseen. Startup-yritysten arvonmäärittäminen on erittäin haastavaa eikä sitä pysty tekemään täysin luotettavalla tavalla, koska arvonmäärittäminen perustuu usein oletuksien ja arviointien tekemiseen.

ASIASANAT:

Sijoitustoiminta, sijoittajat, yrityksen arvonmäärittäminen, startup-yritykset

BACHELOR'S THESIS | ABSTRACT

TURKU UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Business administration | Financial Management

2018 | 51 pages, 5 pages in appendices

Jenna Uusi-Salava

# THE INVESTMENT CRITERIA OF PRIVATE EQUITY INVESTORS AND THE VALUATION OF THE COMPANY

- Startup

The commissioner of this thesis is a startup whose next stage is starting of sales and commercialization of the product. To this, the company needs additional financing where private equity is one good alternative. However, private equity investors do not invest in all companies applying for financing since they have certain investment criteria to choose portfolio companies. The purpose of this thesis is to look into if the client company meets the investing criteria of the private equity investors and how the private equity investors evaluate companies.

In the first part of the theory section, the private equity is discussed in general after which the investment criteria and value proposition models of investors are analyzed in more detail. Private equity is limited to angel investing and private equity funds venture capital investing.

In the empirical section, the target company is studied with assessments forms based on investment criteria. The assessment helps to determine if there are areas in the company that should be strengthened from the point of view of investors. After this, the value of the possible sectors that needs to be strengthened is determined with an applied Scorecard value proposition method.

The results of the study help the case company to concentrate on resources where they are needed and therefore intensify business which is especially important for an early stage company. As a result of the evaluation, a few sectors that the case company should strengthen to maximize the value of the company were found.

As a conclusion, private equity investors pay special attention to team, scalability of business and IPR (immaterial rights protection). The valuation of a startup is very challenging, and it cannot be made completely reliable since the valuation is usually based on estimations.

KEYWORDS:

Investment activities, investors, determination of value, startup

# SISÄLTÖ

<b>KÄYTETYT LYHENTEET TAI SANASTO</b>	<b>6</b>
<b>1 JOHDANTO</b>	<b>7</b>
<b>2 PÄÄOMASIJOITTAMINEN</b>	<b>9</b>
2.1 Yrityksen elinkaari ja pääomasijoitus	9
2.2 Pääomasijoituksen hyvät ja huonot puolet	12
2.3 Enkelisijoittaminen	14
2.4 Pääomarahastot	15
<b>3 SIJOITTAJIEN SIJOITUSKRITEERIT</b>	<b>17</b>
3.1 Bisnesenkeleiden sijoituskriteerit	17
3.2 Venture Capital sijoittajien sijoituskriteerit	17
3.3 Liiketoimintasuunnitelma	18
3.4 Taustakartoitus (Due diligence)	19
3.4.1 Tiimi	19
3.4.2 Markkinoiden potentiaali	20
3.4.3 Kilpailuetu markkinoilla	21
3.4.4 Tuote / palvelu ja teknologia	22
3.4.5 Sijoituksen houkuttelevuus	23
3.4.6 Nykytilanne / saavutukset	24
3.5 Bisnesenkelin ja VC-sijoittajan erot	25
<b>4 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS</b>	<b>27</b>
4.1 Valuaatio	27
4.2 Arvonmäärittämismallit	27
4.3 Kassavirtaperusteinen malli	28
4.4 Skenaarioanalyysi	30
4.5 Vertailuarvonmäärittäminen	30
4.6 Venture Capital -menetelmä	31
4.7 Berkus-malli	32
4.8 Scorecard-menetelmä	32
4.9 Arvonmäärittämismallien käytettävyys	33
<b>5 CASE YRITYS X OY</b>	<b>35</b>

5.1 Due Diligence-arviointi	35
5.2 Scorecard-arviointi	41
5.3 Arvioinnin tulokset	44
5.4 Vahvistettavien osa-alueiden vaikutus yrityksen arvoon	44

<b>6 JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	<b>46</b>
-------------------------	-----------

<b>LÄHTEET</b>	<b>50</b>
----------------	-----------

## **LIITTEET**

Liite 1. Scorecard-arviointilomake	
Liite 2. X Oy Scorecard arviointi ja laskelmat	

## **KAAVAT**

Kaava 1. Vapaan kassavirran malli (FCF)	28
Kaava 2. CAPM-malli	28
Kaava 3. WACC	29
Kaava 4. Venture Capital-menetelmä	31

## **TAULUKOT**

Taulukko 1. Bisnesenkeliä ja VC-sijoittajien 10 tärkeintä valintakriteeriä	25
Taulukko 2. Berkus-mallin mukaiset yrityksen arvotekijät	32
Taulukko 3. Scorecard -menetelmän esimerkkilaskelma	33
Taulukko 4. Due diligence-arviointi X Oy	40
Taulukko 5. Scorecard-arviointi X Oy	43
Taulukko 6. Scorecard-laskelma nykytilanne	45
Taulukko 7. Scorecard-laskelma tavoite	45

## KÄYTETYT LYHENTEET TAI SANASTO

Epäsystemaattinen riski	Riski, joka on yrityskohtainen riski. Tämä riski voidaan poistaa hajauttamalla. (Knüpfer & Puttonen, 254)
IRR	Sisäinen korkokanta joka tarkoittaa korkokantaa, jolla investoinnin nettonykyarvo on nolla. (Knüpfer & Puttonen, 263)
Nettonykyarvo	Tulevien kassavirtojen nykyarvo tuottovaatimuksella diskontattuna. (Knüpfer & Puttonen, 258)
P/E-luku (Price-to-earnings)	Tunnusluku joka kuvaa yrityksen oman pääoman arvoa suhteessa nettotulokseen. (Koski 2017, 117)
Systemaattinen riski	Riski jota ei pystyä hajauttamalla poistamaan, vaikuttaa markkinoilla kaikkiin osakkeisiin yhtäaikaisesti. (Knüpfer & Puttonen, 263)
Vapaa kassavirta	Sijoittajalle jäävä kassavirta, saadaan vähentämällä liiketoiminnan kassavirrasta nettoinvestoinnit sekä käyttöpääoman muutos. (Knüpfer & Puttonen, 265)

# 1 JOHDANTO

Suomi kuuluu Euroopan kärkimaihin sijoituksissa aloittaviin yrityksiin. Suhteutettuna bruttokansantuotteeseen Suomalaisiin startup- yrityksiin tehtiin eniten pääomasijoituksia Euroopassa vuosien 2013 ja 2017 välillä. (Pääomasijoittajat 2018d) Sijoitusten kokonaissumma kasvoi vuonna 2016 42 prosenttia ollen näin 383 miljoonaa euroa. Kotimaan pääomasijoituksia oli 80 miljoonaa, bisnesenkeleiden sijoituksia 53 miljoonaa euroa, ulkomaisia suoria sijoituksia 216 miljoonaa sekä muita sijoituksia 34 miljoonaa euroa. Eniten kasvua oli kansainvälisissä sijoituksissa, bisnesenkeleiden tekemissä sijoituksissa sekä joukkorahoituksissa. (Fvca 2017) Tästä voidaan päätellä, että pääomasijoituksista on tullut merkittävä rahoitusmuoto kasvuyrityksille pankkilainan ohella. Pääomasijoitus eroaa kuitenkin pankkilainasta hakuprosessien, tarvittavien vakuuksien sekä takaisinmaksun osalta. Pankkilaina on myös aina vieraan pääoman ehtoista, kun taas pääomasijoitus tehdään useimmiten oman pääoman ehtoisena.

Startup-yrityksen määritelmä ei ole ihan yksiselitteinen. Startup-yrityksestä käytetään useasti myös nimitystä kasvuyritys. OECD:n ja EU:n määritelmän mukaan kasvuyritys on yritys joka aloitustilanteessa työllistää minimissään 10 henkeä ja seuraavana kolmena vuonna työllisyys kasvaa keskimäärin 20 prosenttia. (TEM 2018) Tämä määritelmä kuitenkin rajaa mikroyritykset pois joita Suomen yrityksistä on suurin osa. Mikä sitten voisi olla totuudenmukaisempi määritelmä startup-yritykselle? Sijoittaja Antti Parviaisen mukaan startup-yrityksiksi kutsutaan yrityksiä jotka kuuluvat siemenvaiheeseen tai aikaiseen vaiheeseen. Myöhäisen kasvuvaiheen yrityksiä harvoin mielletään startup-yrityksiksi. (Parviainen 2017, 20.) Suomen pääomasijoitusyhdistys määrittelee startup-yritykset nuoriksi innovatiivisiksi yrityksiksi, jotka tyypillisesti pyrkivät nopeaan kansainväliseen kasvuun skaalautuvalla liiketoiminnalla. (Fvca 2018) Opinnäytetyössä startup-yrityksen määritelmänä käytetään Parviaisen ja Suomen pääomasijoitusyhdistyksen määritelmää.

Tällä hetkellä on meneillään startup-buumi ja lukuisia uusia yrityksiä perustetaan vuosittain. Pääomasijoittajat saavat useita rahoitushakemuksia joista vain pieni osa hyväksytään. Pääomasijoittajat arvioivat kohdeyrityksiä eri tavalla kuin pankit. Pankit tarkastelevat yrityksen sen hetkistä taloudellista tilannetta ja maksukykyä, kun sen sijaan pääomasijoittaja arvioi yrityksen kasvumahdollisuuksia. (PwC Suomi 2006, 7.) Sekä julkinen sektori että yksityinen sektori tekevät pääomasijoituksia. Opinnäytetyössä tutkitaan

yksityisen sektorin pääomasijoittamista eli yksityistä riskisijoittamista joka rajataan enkeli- ja venture capital-sijoittamiseen. Miten pääomasijoittajat arvioivat kohdeyrityksiä?

Startup-yritysten arvonmääritys poikkeaa perinteisistä menetelmistä, sillä tällaisilla yrityksillä ei välttämättä vielä ole vakiintunutta liiketoimintaa, aikaisempia tilikausia ja liikevaihtoa. Tällaisessa tapauksessa arvo perustuu melkein pelkästään liikeideaan ja odotettuun tulevaisuuden kasvuun. Sijoittajat kuitenkin määrittelevät jonkinlaisen arvon yrityksille arvioidessaan sijoituksen kannattavuutta. Miten startup-yritysten arvo voidaan sitten määrittää?

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on, tutkia minkälaisiin yrityksiin pääomasijoittajat sijoittavat ja sitä kautta määrittää mitä osa-alueita toimeksiantajan tulisi liiketoiminnassaan vahvistaa saadakseen rahoituksen. Jotta voidaan arvioida vahvistettavien osa-alueiden taloudellinen vaikutus, selvitetään myös, miten pääomasijoittajat määrittelevät yrityksen arvon. Tutkimuksessa selvitettyjä asioita on tarkoitus käyttää hyväksi toimeksiantajan X Oy:n lisärahoituksen hankkimisessa. Toimeksiantaja on teknologiateollisuuden yritys, jolla on toimiva prototyyppi ja nyt yritys aikoo hakea lisärahoitusta tuotteen kaupallistamiseksi ja myynnin käynnistämiseksi.

Tutkimus toteutetaan kvalitatiivisena Case- eli tapaustutkimuksena ja aineistonkeruumenetelmänä on keskustelut toimeksiantaja X Oy:n edustajien kanssa. Tutkimuksen analyysimenetelmänä on teorialähtöinen sisällönanalyysi, joka toteutetaan strukturoidun analyysirungon avulla.

Tutkimuskysymykset ovat:

1. Mitä osa-alueita X Oy:n tulisi vahvistaa saadakseen pääomasijoituksen?
  - Alakysymys: Mitkä ovat pääomasijoittajien sijoituskriteerit?
2. Kuinka paljon vahvistettavat osa-alueet vaikuttavat yrityksen arvoon?
  - Alakysymys: Miten pääomasijoittajat määrittelevät yrityksen arvon?



## 2 PÄÄOMASIJOITTAMINEN

Pääomasijoitus on pitkäaikaisen pääoman sijoittamista noteeraamattomiin yrityksiin. Sijoitukset ovat määräaikaisia ja sijoittajan tavoitteena on irtautuminen sijoituksesta tietyn ajankulun jälkeen. Pääasiallinen sijoituksen tuotto syntyy tavallisesti realisoimalla sijoitus irtauduttaessa yrityksestä. Irtautuminen voi tapahtua monella eri tavalla. Sijoittaja voi myydä osuutensa yhtiön alkuperäisille omistajille, yritykselle, toiselle toimijalle tai listamalla yritys pörssiin. (PwC Suomi 2006, 7-10.) Yksityisellä sektorilla pääomasijoituksia tekevät yksityiset riskisijoittajat eli niin sanottu bisnesenkelit, ammattisijoittajat ja pääomasijoittajat eli niin sanotut venture capital -sijoittajat (VC). (Lainema 2011, 49-51.)

Pääomasijoittaminen tehdään useimmiten joko oman pääoman ehtoisena tai välirahoituksena eli mezzanine financingina, jossa on sekä oman, että vieraan pääoman piirteitä. Rahoitusinstrumentteja ovat osakkeet, optiolaina, vaihtovelkakirjalaina ja pääomalaina. (Lindblad 2014)

### 2.1 Yrityksen elinkaari ja pääomasijoitus

Yrityksen kehitysvaihe määrittelee useasti yrityksen rahoitustarpeen. Aikaisemmassa vaiheessa olevat yritykset tarvitsevat rahoitusta yleensä vähemmän kuin kypsemässä voimakkaassa kasvuvaiheessa oleva yritys. Sijoittajat ovat usein erikoistuneet tietyssä kehitysvaiheessa oleviin yrityksiin. (Etula 2015, 14.)

Sijoittajat määrittelevät kohdeyritysten kehitysvaiheet seuraavanlaisesti: siemenvaihe, käynnistysvaihe, aikainen kasvuvaihe, nopea kasvuvaihe, siirtymävaihe, tervehdyttäminen, toimivan johdon yritysosto (MBO) ja ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI).

- Siemenvaihe on ennen varsinaisen liiketoiminnan aloittamista. Rahoitusta haetaan tutkimukseen, tuotekehitykseen ja alustavaan yrityksen toiminnan organisointiin.
- Käynnistysvaiheessa rahoitusta haetaan tuotekehitykseen ja koemarkkinointiin. Yritystä voidaan olla vasta perustamassa tai se on voinut toimia jo hetken aikaa. Tuotetta ei ole vielä kaupallistettu.

- Aikaisessa kasvuvaiheessa yrityksen tuotekehitys on onnistunut ja prototyyppi on valmis. Rahoitusta haetaan kaupallistamiseen ja myyntiin. Yritys ei tässä vaiheessa useinkaan tuota vielä voittoa.
- Nopeassa kasvuvaiheessa yritys on kasvava yritys, jonka toiminta saattaa olla vielä tappiollista. Rahoitusta haetaan tuotantokapasiteetin kasvattamiseen, markkinointiin tai tuotteen jatkokehitykseen. Rahoituksen tarkoitus voi olla myös käyttöpääoman lisääminen.
- Siirtymävaiheessa yritys on vielä yksityisessä omistuksessa oleva yritys, joka on listautumassa pörssiin lyhyen ajan kuluessa.
- Tervehdyttämisen vaiheessa yrityksellä on rahoitusvaikeuksia. Rahoituksen tarkoitus on yrityksen liiketoiminnan tervehdyttäminen, jotta toiminta olisi taas kannattavaa.
- Toimivan johdon yritysosto (MBO) tarkoittaa vaihetta jossa, yrityksen toimiva johto ja mahdolliset sijoittajat ovat ostamassa liiketoiminnan tai koko yrityksen (Management Buy Out). Ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI) tarkoittaa vaihetta jossa, yrityksen ulkopuolinen ryhmä on ostamassa yrityksen ja ryhtyy yrityksen toimivaksi johdoksi (Management Buy In). (PwC Suomi 2006, 12.)

Käyttämäni määritelmän mukaan, ensimmäiset kolme vaihetta kuuluvat startup-yritykselle. X Oy:llä tuotekehitys on saatu päätökseen ja seuraava vaihe on tuotteen kaupallistaminen ja myynnin käynnistäminen. X Oy kuuluu siis aikaiseen kasvuvaiheeseen.

Rahoitusinstrumenttien kannattavuus vaihtelee yrityksen elinkaaren vaiheen mukaan. Alkuvaiheeseen eli siemenvaiheeseen sopii parhaiten sekä yrittäjän että rahoittajan kannalta suunnattu osakeanti. Alkuvaiheen rahoituksessa riski on kaikkein korkein, mutta samalla myös arvonnousupotentiaali on suurin. Suunnatussa osakeannissa arvonnousu pystytään hyödyntämään paremmin kuin esimerkiksi lainarahoituksessa, jossa ei pystytä hyödyntämään arvonnousua ollenkaan. Lainarahoituksessa riski on kuitenkin lähes yhtä suuri kuin suunnatussa osakeannissa. Yrittäjän näkökulmasta katsottuna suunnattu osakeanti ei rasita tulosta, kun taas lainarahan lyhennykset pienentävät tulosta. Vaihtovelkakirjalaina sopii yrityksille, joilla tuotekehitys on saatu päätökseen ja kassavirtaa on jo muodostunut. Yrityksellä pitää olla näyttöä lainantakaisinmaksukyvyistä. Tästä syystä vaihtovelkakirjalaina sopii parhaiten voimakkaasti kasvavalle yritykselle, joka tarvitsee lisärahoitusta ennen listautumista tai isompaa pääomasijoituskierrosta. Pääomalainalle ei ole määritelty mitään tiettyä sopivaa kohtaa elinkaareissa vaan pääomalaina sopii yritykselle, jonka pääoma on negatiivinen. (Koski 2017, 137-138; Fordell 2018)

Aikaisemmin oli tyypillistä, että bisnesenkelit sijoittivat aikaisen vaiheen yrityksiin ja VC-sijoittajat tulivat mukaan kohdeyritykseen myöhäisemmässä vaiheessa. Tämä on kuitenkin muuttumassa VC-sijoittajien lisätessä sijoituksia huomattavasti siemen- ja käynnistysvaiheen yrityksiin. Siemenvaiheen sijoitukset ovat melkein nelinkertaistuneet vuodesta 2011 vuoteen 2016. (FIBAN 2017b) Kehitys ei ole ollut samanlaista kasvuvaiheen yritysten kohdalla, mutta silläkin osa-alueella on ollut kasvua. (FIBAN 2017a) Vuonna 2017 yksityisen sektorin VC-sijoitukset ovat jatkaneet kasvuaan, siemenvaiheen sijoitusten ollessa taas suurin kasvaja. Pääomasijoitusmarkkinat ovat hiljalleen muuttumassa myös yksityisvetoisemmaksi, julkisen sektorin alkaessa rahoittamaan VC-rahastoja suorien yksityissijoitusten sijaan. (Pääomasijoittajat 2018c)

Bisnesenkeleiden tekemät sijoitukset ovat myös kasvaneet vuosien 2011 ja 2016 välillä. Vuonna 2016 bisnesenkelin tekemä mediaanisijoitus oli 20 000 euroa, jolla oli saatu 2 prosentin mediaaniomistus. Keskiarvosijoituksen ollessa 72 600 euroa. Suurin osa sijoituksista tehdään ryhmissä, joten rahoituskierron ja luovutettavan omistuosuuden kokoon vaikuttaa sijoittajien ryhmän koko. (FIBAN 2017b)

Venture capital-sijoitukset aikaisen vaiheen yrityksiin ovat tyypillisesti ensimmäisillä rahoituskierroksilla noin 200 000-500 000 euroa. Seuraavilla kierroksilla sijoitusten koko on jo miljoonia, mutta silloin yrityksellä pitää olla selkeää näyttöä tuotteen kysynnästä, liiketoimintamallin toimivuudesta ja tiimin kyvystä kansainväliseen kasvuun. Pääomasijoitusten rahoituskierrokset ovat viime vuosina huomattavasti kasvaneet kansainvälisten isojen pääomasijoittajien tullessa mukaan Suomen pääomasijoitusmarkkinoille. Vuonna 2017 Suomalaiset aikaisen vaiheen yritykset keräsivät ulkomaista pääomaa yhteensä 208 miljoonaa euroa, kun sama luku oli vuonna 2010 21 miljoonaa euroa. Suomalaisten pääomasijoitusrahastojen sijoituksista sen sijaan 30 prosenttia menee jo ulkomaisille yrittäjille. Usein Suomalainen pääomasijoittaja on kuitenkin edellytys kansainvälisen pääomasijoituksen saamiseen, sijoittajan toimiessa linkkinä ulkomaille. (Pääomasijoittajat 2017, 13; Pääomasijoittajat 2018c)

Hallitus kaavailee pääomarahastojen verotukseen muutoksia, joilla saataisiin houkutelua Suomalaiset säätiöt tekemään rahastojen kautta sijoituksia kotimaisiin kasvuyrityksiin. Yleinen käytäntö länsimaissa on, että yleishyödylliset säätiöt saavat sijoitustoiminnasta saadut tuotot verovapaana. Suomessa tätä käytäntöä ei ole, joka aiheuttaa sen, että säätiöt sijoittavat rahojansa ulkomaisten rahastojen kautta ulkomaille oleviin kasvuyrityksiin. Uudistuksen ei katsota vähentävän valtion verotuloja vaan verotulot pääomarahastoista korvaantuisivat kasvuyritysten luomien työpaikkojen ansiotuloveroilla. Jos

uudistus toteutetaan, tarkoittaa se jopa satojen miljoonien sijoituksia kotimaisiin kasvuyrityksiin. (Valtanen 2018)

## 2.2 Pääomasijoituksen hyvät ja huonot puolet

Ennen pääomasijoituksen hakemista yrittäjän on ymmärrettävä, että samalla sijoittajasta tulee yksi yrityksen omistajista ja irtautumisvaiheessa yritys saatetaan myydä ulkopuolisille. Yrittäjän on siis hyvä pohtia sijoittajan mukanaolon hyviä ja huonoja puolia. Pääomasijoituksen hyvät puolet ovat:

- Alkuvaiheen rahoituksen turvaaminen
- Yrityksen uskottavuuden lisääntyminen
- Sijoittajan ammattitaito, ja verkostot
- Yrittäjäriskin jakaantuminen
- Menestymisen tuoma arvon nousu
- Parempi hallitustyöskentely
- Rahoitusta ei lyhennetä sijoitusaikana
- Rahoituksesta ei tule korkokuluja

(Yritystulkki 2018; Pääomasijoittajat 2018b, 9; Simola 2015)

Alkuvaiheen rahoituksen turvaaminen. Kasvun mahdollistaja on riittävä alkuvaiheen rahoitus. Tyypillisesti alkuvaiheen yritysten ensimmäiset vuodet ovat tappiollisia. Kasvamisen ainoastaan tulorahoituksen turvin on hidasta ja kovaan kasvuun tähtäävälle yritykselle lisärahoitus on usein välttämätöntä. Kasvavat markkinat ovat usein kilpaillut ja yritys joka kasvaa hitaasti voi menettää mahdollisuutensa markkinoilla, vaikka yrityksellä olisi-kin teknologisesti kilpailijoita parempi ratkaisu. (Pääomasijoittajat 2018b, 9)

Yrityksen uskottavuuden lisääntyminen. Tällä tarkoitetaan uskottavuutta rahoittajien ja tavarantoimittajien silmissä. Pääomasijoitus vahvistaa yrityksen omaa pääomaa, jolloin on helpompi saada rahoitusta myös muilta rahoittajilta. Tavarantoimittajat myös luottavat paremmin yrityksen maksukykyyn, kun yrityksen ainoa tulolähde ei ole yrityksen oma kassavirta. (Yritystulkki 2018)

Sijoittajan ammattitaito ja verkostot. Kokenut sijoittaja on sijoittanut jo moniin kasvuyrityksiin, jolloin hänelle on kertynyt kokemusta ja tietoa oikeista kasvuyritysten toimintamalleista, käytännöistä sekä kansainvälisille markkinoille menemisestä. Aikaisen

vaiheen kasvuyritykset tarvitsevat usein useamman rahoituskierroksen kasvun rahoittamiseksi. Pääomasijoittaja voi auttaa yritystä uusien rahoitusten keräämisessä. (Pääomasijoittajat 2018b, 9.)

Yrittäjäriskin jakaantuminen. Pääomasijoitus tehdään yleensä oman pääoman ehtoisena, joka tarkoittaa, että sijoitusta ei lähtökohtaisesti makseta takaisin ennen irtautumisvaihetta. Pääomasijoittaja jakaa siis omistamisen ja liiketoiminnan riskit yhdessä yrittäjän kanssa sijoituksen aikana. (Pääomasijoittajat 2018b, 9.)

Menestyksen tuoma arvon nousu. Pääomasijoittajan mahdollistaman kasvun myötä myös yrittäjän oman omistuosuuden arvo kasvaa. Arvon noususta syntyy tuottoa, josta hyötyvät kaikki yrityksen omistajat. (Pääomasijoittajat 2018b, 9.)

Parempi hallitustyöskentely. Pääomasijoittajilla on usein jo ennestään kokemusta hallitustyöskentelystä. Monet alkuvaiheen yrittäjät eivät kiinnitä huomiota hallitustyöskentelyyn, pääomasijoittaja tuo toimivan hallintotyöskentelyn periaatteet yritykseen. Hyvin toimiva hallitus on edellytys myöhemmin tapahtuvassa listautumisessa tai myymisessä. (Pääomasijoittajat 2018b, 9.)

Pääomasijoitus tehdään usein oman pääoman ehtoisena sijoituksena sijoitetun vapaan omanpääoman rahastoon eli SVOP-rahastoon. Tällöin se saadaan palauttaa vain, jos sidotulle omalle pääomalle jää täysi kate. Sijoituksesta SVOP-rahastoon ei myöskään saa maksaa korkoa. (Lukander 2013)

Huonot puolet ovat:

- Sijoittajasta tulee yksi omistajista
- Rahoituksen mahdollinen jaksottaminen
- Epävarmuus yrityksen jatkosta
- Mahdolliset pääomasijoittajan talousvaikeudet
- Hallinnointipalkkio ja osingonjaon kieltäminen
- Osakassopimuksen monimutkaisuus ja toteuttaminen
- Hidas hakuprosessi (Yritystulkki 2018; Pääomasijoittajat 2018b; Investopedia 2018; PwC Suomi 2006)

Sijoittajasta tulee yksi omistajista. Kun sijoitus tehdään oman pääoman ehtoisena, tarkoittaa se, että sijoittajasta tulee samalla yksi yrityksen omistajista. Sijoittaja saa samalla päätösvaltaa yrityksen asioihin: mitä enemmän omistuosuutta, sitä enemmän

sijoittajalla on päätösvaltaa. Tällaisessa tilanteessa on yleistä, että yrittäjän täytyy kysyä sijoittajan mielipidettä koskien kuluja, laajentamista ja henkilöstön muutoksia. Tämä voi aiheuttaa kitkaa yrittäjän ja sijoittajan välille. Jos sijoittaja kokee, että yrittäjä ei sovi toteuttamaan uutta liiketoimintamallia, yrittäjä voidaan korvata palkallisella toimitusjohtajalla. (Pääomasijoittajat 2018b, 10; Investopedia 2018; Yritystulkki 2018)

Koska sijoitukset ovat yleensä isoja, sijoittaja voi olla haluton sijoittamaan koko summan kerralla. Tämä yleensä tarkoittaa sitä, että yrittäjälle osoitetaan tavoitteita, joiden täytyy täytyä ennen kuin rahoitusta annetaan lisää. (Investopedia 2018)

Epävarmuus yrityksen jatkosta. Irtautumisvaiheessa yritys saatetaan myydä ulkopuolisille, tämä luo epävarmuutta yrityksen jatkosta. Mahdolliset pääomasijoittajan talousvaikeudet voivat vaikuttaa myös yrityksen toimintaan. Hallinnointipalkkio ja mahdollinen osingonjakokieltä tarkoittaa, että vaikka sijoituksen tuotto usein realisoituu vasta irtautumisvaiheessa, pääomasijoittaja voi ennen tätä nostaa yrityksestä rahaa muun muassa hallinnointipalkkiona. Sijoittaja voi myös kieltää osingonjaon yrityksestä osakassopimuksella, jolloin ennen irtautumisvaihetta yrittäjä ei voi nostaa osinkoa yrityksestä. (Yritystulkki 2018)

Osakassopimuksen monimutkaisuus ja toteuttaminen. Sijoittajat vaativat osakassopimuksen tekemistä, joka on monisivuinen sopimus tiukkoine sanktiopykäläineen. Toteuttamisvastuu jää yleensä yrittäjälle ja sijoittaja osallistuu van vähän operatiiviseen toimintaan. (Yritystulkki 2018)

Hidas hakuprosessi. Usein sopivan sijoittajan löytäminen vie aikaa. Pääomasijoittajan kanssa saatetaan käydä myös useampia neuvottelukierroksia ja sijoittaja myös teettää yrityksestä taustakartoituksen ennen rahoituksen saamista. Nopeimmillaan aikaisen vaiheen yritys voi saada sijoituksen kahden kuukauden sisällä. Sijoituksen suuruus on silloin muutama sata tuhatta. Isommissa miljoonien eurojen sijoituksissa hakuprosessi kestää tyypillisesti ainakin kolmesta neljään kuukauteen jopa puoli vuotta, tämä pitää ottaa huomioon suunnitellessa liiketoiminnan rahoittamista. (Pääomasijoittajat 2018b, 15; Pwc Suomi 2006, 24.)

### 2.3 Enkelisijoittaminen

Tällä sijoitusmuodolla tarkoitetaan yksityishenkilön tekemää sijoitusta listaamattomaan kasvuyritykseen. Sijoittajalla ei ole perhesiteitä kyseiseen yritykseen ja sijoitus on aina

vähemmistösjointus. Bisnesenkeli pyrkii usein aktiivisesti vaikuttamaan sijoituksensa onnistumiseen ja tuo yhtiöön pääoman lisäksi myös osaamisensa ja verkostonsa. Tällä yhdistelmällä usein saavutetaan parempia tuloksia yrityksessä kuin pelkän pääoman sijoittamisella. (Etula 2014, 12 -15.)

Enkeliinvestointi on aina määräaikainen, tavoiteajan ollessa noin viisi vuotta, mutta yli kymmenen vuoden sijoituksiakin on. Hyvin usein investointi pyritään tekemään yritykseen, jonka toimiala kuuluu sijoittajan osaamisalueeseen sekä sijaitsee maantieteellisesti lähellä. Kaukana sijaitsevaan yritykseen investoidaan yleensä yhteisinvestoinnin kautta. Tässä tapauksessa lähimpänä oleva bisnesenkeli osallistuu aktiivisesti yhtiön toimintaan ja edustaa sijoittajaryhmää. Bisnesenkeli toimii silloin niin sanotun ankkuriinvestoinnin roolissa, jossa hän pyrkii edesauttamaan kaupan syntymistä muun muassa houkuttelemalla muita sijoittajia mukaan, neuvottelemalla kaupan ehdoista sekä arvioimalla yrityksen potentiaalia ja tarkistamalla faktoja. (Etula 2014, 16; Parviainen 2017, 56.)

Bisnesenkeliin hakeminen kannattaa aloittaa Finnish Business Angel Network (FIBAN) ry:n sivuilta. Rahoitusta hakevat yritykset voivat jättää hakemuksensa sivustoille, joista parhaimmat valitaan pitchaamaan eli esittelemään lyhyesti yrityksensä ja liikeideansa sijoittajille. Bisnesenkeleiden kohdeyrityksen valinnan painotukset vaihtelevat, mutta on muutamia asioita, joita kannattaa aina pitchissä esittää. Näitä ovat:

- Minkä ainutlaatuisen innovaation yrityksesi on keksinyt?
- Mikä on se tarve tai ongelma, jonka innovaatio ratkaisee?
- Miksi ja millä tavalla asiakkaat maksaisivat innovaatiosta?
- Miten ratkaisu on muita vaihtoehtoja parempi? (Salminen 2013)

Tämän jälkeen sijoittaja tekee yritykseen vielä tarkemman due diligence-taustatarkastuksen, jonka jälkeen sijoittaja tekee päätöksensä. (FIBAN 2018)

## 2.4 Pääomarahastot

Suomessa pääomarahastot muodostuvat yleensä osakeyhtiömuotoisesta hallinnointiyhtiöstä sekä yhdestä tai useammasta määräaikaisesta kommandiittiyhtiömuotoisesta rahastosta. Osakeyhtiömuotoisen hallinnointiyhtiön tehtävänä on toimia rahaston vastuunalaisena yhtiömiehenä ja muut sijoittajat toimivat äänettöminä yhtiömiehinä kommandiittiyhtiön kautta. Sijoitusneuvoston hyväksymät sijoituskohteet toteutetaan

hallinnointiyhtiön kautta. Hallinnointiyhtiön osakkaat ja sijoitusjohtajat tekevät yhteistyötä kohdeyritysten kanssa useimmiten toimimalla kohdeyrityksen hallituksessa. Bisnesenkeleiden tapaan pääomarahastojen sijoitukset ovat myös määräaikaista. (Lauriala 2008,148-149.)

Pääomarahastojen toiminta voidaan jakaa kahteen pääryhmään, venture capital- ja buy-out toimintaan. Venture capital-sijoittamisella tarkoitetaan sijoittamista yrityksiin, jotka ovat elinkaarensa aikaisessa vaiheessa. Aikaisen vaiheen yritysten kassavirta on tyypillisesti vielä negatiivinen ja yritykset tarvitsevat rahoitusta uusien tuotteiden, palveluiden tai liiketoimintamallin kehittämiseen. Buyout-sijoittamisella tarkoitetaan kannattavien ja kassavirtaa tuottavien yritysten jalostamista, kasvattamista ja kehittämistä rahoituksen avulla. (Sentica 2018)

Yrityksen menestymisen kannalta erittäin tärkeää on oikean pääomasijoittajan löytäminen. Markkinoilla toimii paljon pääomasijoittajia jotka eroavat toisistaan kokemuksen, toimiala- ja sijoitusfokuksen sekä riskiprofiilin osalta. Sijoittajaa hakiessa yrittäjän kannattaa hakea pääomasijoittajaa jolla on oikeanlaista toimialakokemusta tai vahvaa osaamista tarvittavasta osa-alueesta. Analysoidessaan kohdeyrityksiä pääomasijoittajat käyttävät paljon ulkopuolisia asiantuntijoita. Vaikka yritys ei saisikaan rahoitusta, analyysistä on kuitenkin paljon hyötyä yrittäjälle. Pääomasijoittajan hakeminen kannattaa aloittaa pääomasijoittajat.fi sivustoilta joita ylläpitää pääomasijoitusyhdistys ry. (Sasse 2016; Pääomasijoittajat 2018a) Myös pääomasijoittajien hakuprosessi sisältää pitchauksen sekä due diligence-taustakartoituksen.



## 3 SJOITTAJIEN SJOITUSKRITEERIT

### 3.1 Bisnesenkeleiden sijoituskriteerit

Bisnesenkeleiden sijoituskriteerit vaihtelevat, mutta joitain yhtäläisyyksiäkin on. Sekä Parviainen että Etula korostavat bisnesenkeleiden motivaation sijoittamiseen olevan usein muualla kuin rahassa. Niin sanottu ”impact investing” eli vaikuttavuussijoittaminen on merkittävä motivaatiotekijä bisnesenkeleiden keskuudessa. Tällä tarkoitetaan sitä, että sijoittaja sijoittaa yritykseen jolla uskoo olevan vaikutusta esimerkiksi kestävään kehitykseen. (Parviainen 2017, 57; Etula 2014, 16-17.) Lainema sen sijaan sanoo bisnesenkeleitä motivoivan innostavan liikeidean sekä tiimin auttaminen kasvuun ja menestykseen. (Lainema 2011, 53-54) Vaikka bisnesenkelin motivaatio sijoituksen tekemiseen on muu kuin sijoituksesta saatava tuotto, on tuotollakin merkitystä. Ilman sijoituksesta saatavaa rahaa sijoituksia ei pystytä jatkamaan. (Etula 2014, 16.)

### 3.2 Venture Capital sijoittajien sijoituskriteerit

Pääomarahastot, jotka ovat erikoistuneet siemen- ja aikaisen vaiheen yrityksiin kiinnittävät huomiota seuraaviin asioihin rahoitusta hakevissa yrityksissä: teknologinen kilpailuetu, tiimi, yrityksen kehitysvaihe, liiketoimintamallin skaalautuvuus ja kansainvälinen kysyntä, tehdyt sopimukset, arvio tulevaisuuden rahoitustarpeesta.

Teknologinen kilpailuetu varmistaa useasti menestymisen kilpailuilla kasvavilla markkinoilla. Pääomasijoittaja on helpompi vakuuttaa menestymismahdollisuuksista, jos yrityksellä on patenti tai innovaatio, joka tuo kilpailuetua markkinoilla. (Pääomasijoittajat 2018b, 11.) Teknologian riskisyyteen ja kypsyyteen kiinnitetään myös huomiota. (Lauriala 2008, 153.)

Tiimi on pääomasijoittajien huomion keskipisteessä, sillä yritysten arvonnousu perustuu ennen kaikkea tiimin osaamiseen. Huomiota kiinnitetään nykyisen tiimin lisäksi myös yrityksen kykyyn rekrytoida huippuosaajia. Odotus on, että yritys ymmärtää tiimin vahvuudet ja mahdolliset kehitystarpeet. Yrityksen avainhenkilöillä on suuri merkitys onnistuneeseen liiketoimintaan. Yrittäjän kannattaa sitouttaa avainhenkilöt yritykseen sopimuksilla ja taloudellisilla kannustimilla. Pääomasijoittajat kiinnittävät huomiota myös johtajien aikaisempiin näyttöihin omilla sektoreillaan. Tiimi on teknologiaakin tärkeämpi, sillä moni

kohdeyhtiö on saanut rahoitusta puutteellisesta teknologiasta huolimatta, mikäli tiimi on vakuuttava. Pääomasijoittajat yleensä myös edellyttävät, että yrittäjä ja tiimin jäsenet toimivat vain kohdeyrityksessä, eivätkä jaa energiaansa usean yrityksen tai työpaikan kesken. (Pääomasijoittajat 2018b, 10-11; Lauriala 2008,152.)

Yrityksen kehitysvaihe on useasti ratkaiseva tekijä sijoittajan kiinnostuksen saamiseksi. Pääomasijoittajat ovat usein erikoistuneet tietyssä kehitysvaiheessa oleviin ja tietyn kokeisiin yrityksiin. Startup-yritysten kohdalla pääomasijoittaja haluaa tyypillisesti 10-30 prosentin omistusosuuden yrityksestä. Liiketoimintamallin skaalautuvuus ja näyttö kansainvälisestä kysynnästä on perusedellytys sijoitukselle. Kohdeyhtiön ei odoteta olevan vielä voitollinen, mutta yrityksen pitää pystyä vakuuttamaan, että sen tuotteelle tai palvelulle on kysyntää ja kiinnostusta. Yrityksellä pitää olla toimiva kaupallistamismalli ja näyttöä kansainvälistymisen onnistumisesta. Jotta kansainvälistyminen on mahdollista, liiketoimintamallin pitää olla skaalautuva. Yrityksellä pitää olla myyntisuunnitelma: potentiaalinen asiakasmäärä, miten asiakas tavoitetaan, miten kauppa saadaan vietyä loppuun ja onko tuotteella asiakaspitoa? Pääomasijoittajat jotka hakevat skaalautuvaa kasvua, haluavat tietää myös asiakkaan hankintakustannukset sekä resurssitarpeen. (Pääomasijoittajat 2018b, 11.) Kohdemarkkinoiden ja niillä vallitsevan kilpailutilanteen tunteminen on tärkeää pääomasijoittajan korkean arvostustason takaamiseksi. (Lauriala 2008, 153.) Skaalautuva liiketoimintamalli tarkoittaa, että yritys pystyy kasvattamaan tuotantoaan ilman, että se kasvattaa kuluja samassa mittakaavassa. (Pulkinen 2017)

Aikaisemmin tehtyihin sopimuksiin kiinnitetään myös huomiota. Liiketoiminnan kannalta oleellisten sopimusten pitää olla tehtynä, näitä ovat esimerkiksi: osakassopimus, ja immateriaalioikeudet. Työsopimuksilla pitää olla varmistettu, että myös työntekijöiden patentit kuuluvat yritykselle. Yrityksellä pitää olla arvio tulevaisuuden rahoitustarpeesta. Startup-yritysten kasvustrategian toteuttaminen vaatii tyypillisesti useamman rahoituskierroksen. Pääomasijoittaja haluaa selkeän arvion kasvustrategian myöhäisempien vaiheiden rahoitustarpeesta. (Pääomasijoittajat 2018b, 12.)

### 3.3 Liiketoimintasuunnitelma

Sekä bisnesenkelit että VC-sijoittajat edellyttävät, että yrityksellä on liiketoimintasuunnitelma. Liiketoimintasuunnitelmassa esitetään yrityksen liikeidea ja siihen liittyvät kehittämistavoitteet. Liiketoimintasuunnitelmassa tulisi olla ainakin seuraavat osa-alueet: markkinamahdollisuus, menestystekijät, tarvittavat resurssit ja toimenpiteet tavoitteiden

saavuttamiseksi. Liiketoiminnan suunnittelu tulee perustua markkinafaktoihin, jotka pystytään näyttämään toteen. Sijoittajan pitää myös pystyä suunnitelman perusteella arvioimaan yrittäjän kykyä ymmärtää potentiaalisten asiakkaiden tarpeita sekä markkinoita. Liiketoimintasuunnitelma on myös due diligence taustakartoituksen perusta. (PwC Suomi 2006, 16.)

### 3.4 Taustakartoitus (Due diligence)

Ennen sijoittamispäätöstä sekä VC- että enkelisijoittajat tekevät kohdeyhtiöön taustakartoituksen eli due diligence-arvioinnin. Taustakartoituksessa sijoittaja tekee tarkemman ennakkotarkastuksen kohdeyhtiön sisäisiin asioihin. Due diligence-taustakartoituksia on eri laajuisia, seuraavat due diligence osa-alueet ovat Etulan enkelisijoitus oppaasta, mutta niiden voidaan ajatella sopivan myös VC-sijoittajien tekemään arviointiin. Due diligence-arvioinnin osa-alueet ovat: tiimi, potentiaaliset asiakkaat, IPR, talous sekä muut yhtiön hallintoon liittyvät asiat.

#### 3.4.1 Tiimi

Huippuhyvä tiimi voi toteuttaa onnistuneesti huonommankin idean, mutta huono tiimi ei saa huippuhyvää ideaa kasvuun. Tutkimusten mukaan kohdeyhtiön liiketoimintasuunnitelmaa joudutaan muuttamaan jopa yli kuusi kertaa rahoituspäätöksen jälkeen oikean mallin löytämiseksi. Yhtiöllä pitää olla hyvä tiimi toteuttamassa uudet suunnitelmat. (Etula 2014, 32.)

Tiimi ei koostu yhdestä ihmisestä. Sijoittaja sijoittaa harvoin yritykseen, jossa on vain yksi henkilö. Yrittäjän pitää siis koota osaava tiimi ympärilleen. Bisnesenkelit edellyttävät tiimiltä korkeaa motivaatiota, tahtoa ja liiketoimintaosaamista, jolla on kyky esittää liikeideansa ja tuotteensa vaikuttavasti sijoittajille, partnereille ja asiakkaille. Yrittäjän aikaisempia epäonnistumisia, kuten esimerkiksi konkurssia, ei välttämättä nähdä negatiivisesti, vaan ennemminkin ne nähdään oppimiskokemuksina. (Etula 2014, 32-33.)

Tiimin täydellisyyden arviointi sisältää kahdeksan eri osa-aluetta: tahto, osaaminen, rohkeus, suhdeverkosto, myyntihenkisyys, valmennettavuus / oppimiskyky, luotettavuus ja heterogeenisuus / täydentävyys.

Tahtoa kuvaa parhaiten se, että kuinka kauan ja kuinka intensiivisesti yrittäjätiimi on vienyt yritystään eteenpäin. Osaamista kuvaa tiimin saavuttamat konkreettiset tulokset ja rohkeudella tarkoitetaan henkilöiden omaa sijoitusta yritykseen muun muassa talkootyöntien, rahallisten sijoitusten ja lainoitusten kautta. Suhdeverkoston laajuus koostuu osaltaan tiimin aikaisemmasta työhistoriasta ja kokemuksesta. Mitä useammassa asiassa on ehditty olla mukana, sitä enemmän on opittu ja sitä laajempi verkosto. Myyntihenkisyyden on yksi tiimin avaintekijöistä ja -ominaisuuksista ja tässä yhteydessä kyse on pääasiassa yrittäjien asenteesta ja suhtautumisesta myyntitoimintaan. Valmennettavuus tai oppimiskyky tarkoittaa tiimin kykyä kehittyä ja kasvaa yrityksen mukana. Tämä tulee esille muun muassa kyvyssä toteuttaa uudet liiketoimintasuunnitelmat. Tiimin luotettavuus on itsestäänselvyys, tämä käsitetään myös uskollisuutena porukalle ja idealle, jota tarkastellaan sen kautta, että onko henkilön oma etu vai yhtiön etu toiminnassa etusijalla. Heterogeenisuus ja täydentävyys varmistavat sen, että kullakin tiimin jäsenellä on jokin vahvuus joka täydentää tiimiä ja että tiimin jäsenillä on selkeät syyt ja roolit olla mukana yrityksen toiminnassa. Heterogeenisuus tarkoittaa sitä, että tiimissä on mukana henkilöitä, jotka pystyvät toimimaan toisen osa-alueella hyväksyttävällä tavalla. (Etula 2014, 33-35.)

### 3.4.2 Markkinoiden potentiaali

Markkinoiden potentiaali tarkoittaa yrityksen mahdollisuuksia kasvuun ja merkittävään arvonnousuun, jonka kautta sijoittajan tuotto realisoituu. Markkinoiden potentiaali voidaan jakaa viiteen eri osa-alueeseen: markkinoiden koko, markkinarako, liikevaihtomahdollisuus viiden vuoden päästä, kilpailutilanne ja momentum. (Etula 2014, 35.)

Markkinan koon arviointi kertoo yrityksen teoreettisen kasvun mahdollisuuden. Markkinoiden kokoa arvioidaan kolmen eri osa-alueen avulla: kokonaismarkkinoiden, soveltuvan markkinan ja kohdemarkkinan avulla. Kohdemarkkinan koko pitää olla sen verran iso, että kohdeyritys pystyy saavuttamaan jopa yhdestä viiteen prosentin markkinaosuudella merkittävän liikevaihdon. Kohdemarkkinat käsittävät ne potentiaaliset asiakkaat, jotka aiotaan saada käyttämään tuotetta kolmen vuoden sisällä. Soveltuva markkina kattaa kaikki ne asiakkaat, joilla on ongelma, jonka tuote ratkaisee ja he myös pystyvät käyttämään tuotetta. Kokonaismarkkinat kattaa kaikki ne asiakkaat, joilla on ongelma, jonka tuote ratkaisee. Soveltuvia markkinoita tarkastellaan keskipitkällä aikavälillä ja kokonaismarkkinoita pitkällä aikavälillä, markkinaosuuksia arvioidaan myös. Arvioituun

markkinaosuuteen kannattaa kiinnittää huomiota sillä, jos yritys esittää sijoittajalle saavansa yli 50 prosentin markkinaosuuden, sitä harvemmin uskotaan. Harvoin yritykset pystyvät saamaan yli kymmenen prosentin markkinaosuuksia. (Etula 2014, 36.)

Markkinarako eli niche tarkoittaa tarkemmin määriteltyä markkinasegmenttiä, joka sopii yrityksen toiminnan kohteeksi. Markkinarako on pieni markkinasegmentti, jonka asiakkailla on tietty tarve, jota kilpailijat eivät pysty täyttämään, mutta yrityksen tuote tai palvelu täyttää. Jos yrityksen tuotteelle löytyy selkeä markkinarako, on yrityksellä hyvät mahdollisuudet kasvuun. (Strategy Train 2018) Liikevaihtomahdollisuus viiden vuoden päästä markkinoiden näkökulmasta katsottuna kertoo, onko yrityksen toiminnot sitä luokkaa, että yritys pystyy toimimaan kasvumarkkinoilla. Ainoastaan jos yrityksen liiketoimintamalli toimii parhaimmalla tavalla, yrityksen on mahdollista saavuttaa liikevaihto jonka kasvumarkkinat mahdollistavat. Kilpailutilannetta tarkastellaan sen kautta, että kuinka paljon kilpailijoita tuotteelle tai palvelulle on. Jos markkinoilla on jo ennestään paljon kilpailijoita, ovat ne jo kylläiset eikä uudelle toimijalle ole enää tilaa. Momentum tarkoittaa ratkaisevaa ajankohtaa mennä markkinoille. Joskus loistavakaan idea ei tuota tulosta, koska asiakkaat eivät ole vielä valmiita omaksumaan tuotetta. Tämä riski on etenkin uutta teknologiaa sisältävillä tuotteilla. (Etula 2014, 36-37.)

### 3.4.3 Kilpailuetu markkinoilla

Markkinoiden potentiaalissa arvioidaan markkinoiden luomaa menestysmahdollisuutta, kilpailuetu sen sijaan keskittyy yrityksen sisäisiin tekijöihin. Mitkä edellytykset kohdeyrityksellä on toimia markkinoilla muita yrityksiä paremmin? Kilpailuetu markkinoilla jaetaan neljään osa-alueeseen: IPR-suoja, ratkaisun jäljitettävyyden, myyntikanavat, toiminta- sekä ansaintamalli. (Etula 2014, 37.)

IPR-suoja on merkittävä kilpailuetu etenkin teknologiateollisuudessa, tämä edellyttää oikein tehtyä suojausta. Pelkästään patentin olemassaolo ei välttämättä tuo lisäarvoa ja varsinkin on näin, jos patentti on maakohtainen patentti tai tavaramerkki. Yrityksen tulisi myös varmistaa toimintavapaus (freedom to operate) joka osoittaa, että IPR-asiaan on perehdytty asiaankuuluvalla tavalla, eikä muiden patenteja ole loukattu. Ratkaisun jäljitettävyyden vaikeus nousee merkittäväksi tekijäksi, jos yrityksellä ei ole mahdollisuutta saada patenttia. Silloin tuotetta on vaikea kopioida ja yrityksen kilpailuetu säilyy. (Etula 2014, 37-38.)

Myyntikanavien kohdalla arvioidaan, että onko yrityksellä merkittäviä kilpailuetuja esimerkiksi tehtyjen sopimusten kautta. Tällaisia ovat esimerkiksi avainjakelukanavat, karenssit ja yksinoikeudet. (Etula 204, 37.) Eri tyyppisten myyntikanavien hyödyntäminen, on usein paras tapa kasvattaa myyntiä nopeasti. Myyntikanavien käynnistäminen vaatii systemaattista työtä kumppaneiden etsinnässä, arvioinnissa ja valinnassa. Sopimuksia tehtäessä tulee ottaa huomioon kumppanuuden muoto ja oman toiminnan erityispiirteet. Nopean kasvun tavoittelu vaatii yleensä myyntikanavien käyttöä. Pelkästään suoramyyntin käyttäminen tuo monia haasteita myyntiresurssien kasvaessa. Myyntikanavia käyttäen yritys saa käyttöönsä kumppaneiden resurssit ja valmiit asiakassuhteet, joita pystytään hyvin rakennetuilla toimintatavoilla hyödyntämään tehokkaasti. (Kaihovaara 2014) Poikkeava toiminta- tai ansaintamalli voi olla niin ratkaiseva tekijä markkinoilla, että se pakottaa muut toimijat vetäytymään. Tämä on merkittävä kilpailuetu. (Etula 2014, 38.)

#### 3.4.4 Tuote / palvelu ja teknologia

Tuote tai palvelu ja teknologia -osio jaetaan neljään osa-alueeseen: asiakkaan ongelman tunnistaminen, asiakkaalle tuotettu lisäarvo, tuotteen tai palvelun skaalautuvuus ja teknologia. (Etula 2014, 38.)

Asiakkaan ongelman tunnistamisessa arvioidaan ongelmaa, jonka yrityksen tuote ratkaisee. Ratkaistavan ongelman olemassaolo on tuotteen menestymisen kannalta keskeisin asia. Ongelman tunnistamisessa oleellista on, että tuoko tuote tai palvelu ratkaisun asiaan joka asiakkaan on pakko ratkaista (must have), vai onko ongelma enemmänkin sen kaltainen johon asiakkaan mielestä olisi mukavaa saada ratkaisu (nice to have). Tuotteen tai palvelun tuottama lisäarvo on myös keskeinen asia, kun arvioidaan tuotetta. Lisäarvo voi olla tuotteen tai palvelun tuottama kustannus- tai ajansäästö. Tuotteessa voi olla myös ainutlaatuisia ominaisuuksia, jotka tuovat lisäarvoa asiakkaalle. Tuotteen tai palvelun skaalautuvuus on perusedellytys sijoituksen saamiselle. Tätä arvioidaan muun muassa sen kautta, että pystyykö yritys vastaamaan eri kokoihin tilauksiin ja kauanko toimitus kestäisi. Tarkastelussa on myös mahdolliset tuotannon pullonkaulat. Teknologiaa arvioidaan sen kautta, että missä vaiheessa teknologia tai tuote on. Varhaisessa vaiheessa olevasta tuotteesta tai teknologiasta syntyy vielä paljon kuluja ennen kuin se saadaan markkinoille. Ero jo markkinoilla oleviin tuotteisiin pitää siis olla huomattava. (Etula 2014, 38-39.)

### 3.4.5 Sijoituksen houkuttelevuus

Mitä enemmän sijoittaja pystyy saavuttamaan sijoituksellaan, sitä houkuttelevammaksi sijoitus koetaan. Tämä osio jaetaan viiteen osa-alueeseen: vaikutusmahdollisuus maailman kehittymiseen, rahoituksen vivutus, tulevaisuuden rahoitustarve, lisäarvo portfolion muille yrityksille, exit-mahdollisuus. (Etula 2014, 39.)

Vaikutusmahdollisuus maailman kehittymiseen eli impact investment on monelle henkilösijoittajalle keskeinen valintakriteeri sijoitustilanteessa. Jos sijoituksella ei pystytä vaikuttamaan kestävään kehitykseen, voi sijoitus jäädä tekemättä, vaikka kohde olisi muuten hyvä. (Etula 2014, 40.) Suomalaisen VC-sijoittajien keskuudessa vaikuttavuussijoittaminen ei ole vielä tärkeä valintakriteeri, mutta kiinnostus vaikuttavuussijoittamista kohtaan on kuitenkin lisääntynyt. Tuotosta ei olla kuitenkaan valmiita luopumaan vaikuttavuuden takia. Globaalilla tasolla vaikutusmahdollisuus on jo tärkeä motivointitekijä. (Sitra 2017) Pääomasijoitustoiminta on kansainvälistynyt Suomessa ulkomaisten pääomasijoittajien sijoittaessa yhä enemmän Suomalaisiin kasvuyrityksiin. Tämän takia voidaan ajatella vaikuttavuussijoittamisen olevan tärkeä tekijä jo nyt ja sen merkityksen voidaan olettaa kasvavan tulevaisuudessa.

Rahoituksen vivutus tarkoittaa tilannetta, jossa sijoittaja rahoittaa yritystä osin lainarahoilla ja saa yrityksestä tuottoa enemmän kuin lainan korko on. (Knüpfer & Puttonen 2014, 186.) Tulevaisuuden rahoitustarve voi tarkoittaa sijoittajan kannalta sijoituksen huonontumista seuraavien syiden takia: seuraava rahoituskierros voi sitoa avainhenkilöiden resursseja liikaa väärään aikaan, sijoittajan omistusosuus saattaa muuttua ja uudet sijoittajat saattavat tuoda mukanaan ehtoja, jotka vaikuttavat sijoitukseen. Mitä pidemmälle pärjätään haettavalla rahoituksella ja mitä vähemmän jatkossa tarvitaan lisärahoitusta, nämä tekevät sijoituksesta houkuttelevamman. Lisäarvolla portfolion muille yrityksille tarkoitetaan tilannetta, jossa sijoittaja on sijoittanut useampaan yritykseen ja uusi sijoitus tuo lisäarvoa portfolion eli osakesalkun muille sijoituksille. Tämä on joskus jopa rahoituksen saamisen edellytys. Jos sijoittaja on keskittynyt yrityksiin, joiden toiminta tukee toisiaan, on sijoittajan helpompi pysyä toimialan kehityksessä mukana ja hallita ryhmää yrityksiä. Parhaimmassa tapauksessa sijoittaja on sijoittanut yrityksiin, jotka voivat tehdä yhteistyötä, esimerkiksi ostamalla tuotteita tai palveluita toisiltaan. Irtautumismahdollisuus on sijoittajan näkökulmasta kaiken toiminnan lähtökohta. Tässä kohtaa sijoitus realisoituu yrityksen arvonnousun myötä. Mikäli sijoittaja ei näe yrityksessä houkuttelevaa irtautumismahdollisuutta, sijoitus jää usein syntymättä. Jotkut

bisnesenkelit tekevät myös niin sanottuja kassakone-sijoituksia, joiden tarkoitus on tuottaa tasaista kassavirtaa osinkojen muodossa eikä irtautumiseen välttämättä tähdätä ollenkaan. VC-sijoittajat tähtäävät kuitenkin aina irtautumisen onnistumiseen. (Etula 2014, 40-41.)

#### 3.4.6 Nykytilanne / saavutukset

Sijoittajat kiinnittävät huomiota myös yrityksen nykytilanteeseen ja saavutuksiin. Nykytilanteen määrittäminen auttaa sijoittajaa arvioimaan yrittäjän kykyä viedä yritystään eteenpäin ja saada tuloksia aikaiseksi. Yrityksen nykytilannetta arvioidaan viiden osaluonon kautta: markkinointi, myynti, tuotteen valmiusaste, tehdyt sopimukset ja kassa. (Etula 2014, 41.)

Markkinoinnin nykytilaa arvioidaan sen mukaan, kuinka paljon tunnettavuutta yritys on pystynyt saavuttamaan yleisesti sekä yrityksen kohdemarkkinoilla. Huomiota kiinnitetään myös markkinointi- ja viestintämateriaalin laatuun ja määrään sekä mahdolliseen yrityksen näkyvyyteen mediassa esimerkiksi lehtien sivuilla. Myynnin tulevia tuloksia arvioidessa huomiota kiinnitetään tarjouskantaan, tilauskantaan sekä edellisten vuosien liikevaihtoon. Näistä keskeisimmät ovat tarjous- ja tilauskannan arvot sekä se, kuinka moni tarjous on johtanut kauppaan asti. Sijoittajan saa parhaiten vakuutettua liikeidean ja tuotteen toimivuudesta, kun yrityksellä on maksavia ja tyytyväisiä asiakkaita. Tuotteen valmiusasteesta voidaan päätellä tarvittava aika ja vielä syntyvät kustannukset, ennen kuin tuote on valmis myytäväksi. Jos yrityksellä on valmis tuote, mutta ei vielä myyntiä, pitää pohtia syytä tähän. Jos tuotteelle on oikeasti kysyntää, tulisiko tiimiä vahvistaa? Tehtyjä sopimuksia arvioidaan myös. Sopimusten tärkeys unohdetaan usein alkavissa yrityksissä ja ne ovat tekemättä. Hyvin tehdyillä sopimuksilla pystytään sitouttamaan kumppanit, työntekijä ja asiakkaat. Kassan tilanne kertoo lisää yhtiön tilasta. Onko yritys konkurssin partaalla ja tarvitsee rahoitusta niin sanotun kuolemanlaakson ylittämiseen tai haetaanko rahoitusta aggressiivisemmän kasvun vauhdittamiseen. Siitä voidaan myös välillisesti päätellä yrityksen prosessien kunnosta ja onko yritys kykenevä tekemään kannattavaa liiketoimintaa vain paperilla vai myös oikeasti. (Etula 2014, 41-42.)



### 3.5 Bisnesenkelin ja VC-sijoittajan erot

Tärkein ero bisnesenkelin ja VC-sijoittajan välillä on, että bisnesenkeli sijoittaa omaa rahansa ja VC-sijoittaja sijoittaa toisten rahaa. Sitoutumisessa liiketoimintaan ja tuottotavoitteissa on myös eroja. Bisnesenkelit haluavat usein toimia hallituksessa ja näin ollen ovat todella sitoutuneita yhtiöön, johon ovat sijoittaneet. VC-sijoittajat sen sijaan sijoittavat yrityksiin joista odottavat saavansa sijoituksensa takaisin moninkertaisena ja he myös hakevat nopeaa irtautumista yrityksestä. (Lainema 2011, 51-53.) Mark Van Osnabrugge ja Robert Robinson vertailevat bisnesenkeleiden ja VC-sijoittajien valintakriteerejä. Alla olevassa taulukossa on listattuna valintakriteerit yhdestä kymmeneen, ykköksen ollessa tärkein valintakriteeri. (Lainema 2011, 93-94.)

Taulukko 1. Bisnesenkelien ja VC-sijoittajien 10 tärkeintä valintakriteeriä

VALINTAKRITEERIT	TÄRKEYSJÄRJESTYS	
	BISNESENKELIT	VC-SIJOITTAJAT
Yrittäjien innostus	1	7
Yrittäjien uskottavuus	2	1
Liikevaihtopotentiaali	3	5
Yrittäjien osaaminen	4	2
Myönteinen kuva yrittäjistä	5	9
Markkinan kasvupotentiaali	6	6
Tuotteen/palvelun laatu	7	10
Arvioitu tuotto sijoittajalle	8	4
Markkinarako eli niche	9	3
Yrittäjän aikaisemmat saavutukset	10	8

Taulukosta selviää, että sijoittajat arvostavat eri asioita tehdessään sijoituspäätöstä. Bisnesenkelit ovat usein itsekin yrittäjiä tai ainakin ovat johtaneet yrityksiä, heille on tärkeää yrittäjän innostus ja uskottavuus. Markkinaraolla, yrittäjän aikaisemmilla saavutuksilla ja tuotto-odotuksilla ei ole niin paljon merkitystä bisnesenkeleille. Koska VC-sijoittajat sijoittavat toisten ihmisten rahaa, joka on sijoitettu pääomasijoitusrahastoihin korkealla tuotto-odotuksella, heille on tärkeää sijoituksesta saatava arvioitu tuotto. Tuotto-odotukseen vaikuttaa uskottava liikeidea, yrittäjän osaaminen ja markkinarako. (Lainema 2011, 94.)

Sitoutuminen yrityksen liiketoimintaan on myös erilaista enkelisijoituksessa ja VC -sijoituksessa. Bisnesenkelit ovat hyvin sitoutuneita kohdeyhtiön liiketoimintaan toimimalla yrityksen hallituksessa tai tukemalla muulla tavalla yrittäjää. VC-sijoittajat pyrkivät myös tukemaan yrittäjää, mutta eivät ole niin sitoutuneita, kuin bisnesenkelit. VC-sijoittajat pyrkivät irtautumaan yrityksestä mahdollisimman nopeasti. Exit-vaihetta saatetaan myös pyrkiä nopeuttamaan vastoin alkuperäistä suunnitelmaa ja yrittäjän intressejä. (Lainema 2011, 52-53.)

Sekä bisnesenkeleistä että VC-sijoittajista on tullut valikoivimpia sijoituskohteiden valinnassa. Bisnesenkeleiden kohdalla tämä tarkoittaa entistä kehittyvämpää riskienhallintaa ja sijoitusten hajauttamista käyttäen myös aivan uusia rahoituskanavia. Uudet rahoituskanavat ovat sen sijaan mahdollistaneet sijoitusportfolioiden laajentumisen ja passiivisempien sijoitusten tekemisen entistä helpommin. Tämä mahdollistaa paremman sijoitusportfolion tuoton sekä sijoitusten jatkuvuuden. Bisnesenkeli kuitenkin toimii vielä aktiivisesti huolella valikoitujen kohdeyritysten toiminnassa. (Pääomasijoittajat 2018b)

Suomessa on Tekesin ja Business Finlandin toimesta selvitetty startup-yritysten menestystekijöitä ja menestymisen esteitä. Tekesin tutkimuksessa startup-yritysten menestymisestä, neljä pääomasijoittajien valintakriteeriä nousi ratkaisevaksi menestystekijäksi. Ne ovat tiimin monialainen osaaminen, kyky verkostoitua, skaalautuva liiketoimintamalli ja kyky suojata innovaatiotaan. (Pietarila 2016) Business Finlandin selvityksessä sen sijaan selvitettiin menestymisen esteitä haastatteleamalla startup-yrittäjiä. Kolme suurinta kasvun estettä ovat rahoituksen puute, haastava kilpailuympäristö ja asiantuntevien työntekijöiden löytäminen. (Yrittäjät 2018) Näiden kahden tutkimuksen perusteella voidaan päätellä tiimin olevan startup-yritysten menestyksen kulmakivi.

## 4 YRITYKSEN ARVONMÄÄRITYS

### 4.1 Valuaatio

Valuaatiolla tarkoitetaan yrityksen arvoa. Termillä voidaan viitata joko sijoitusta edeltäneeseen valuaatioon (pre money valuation) tai sijoituksen jälkeiseen valuaatioon joka määrittää myös sijoittajan saaman osuuden yhtiöstä (post money valuation). Suomessa sijoittajien keskuudessa valuaatiolla tarkoitetaan yleensä sijoitusta edeltänyttä valuaatiota. Kun valuaatioon ennen sijoitusta lisätään pääomasijoitus, osaamispääomasijoitus ja verkostopääomasijoitus saadaan lopputulokseksi sijoituksen jälkeinen valuaatio. (Etula 2014, 26.)

Pääomasijoittajat edellyttävät sijoituksilleen erittäin korkeita tuottoja kohdeyrityksiin liittyvän korkean riskin, likviditeetin puutteen ja sijoittajan yritykselle tuoman lisäarvon takia. Korkealla tuottovaatimuksella on negatiivinen vaikutus yrityksen pre-money arvoon. Mitä korkeampi tuottovaatimus, sitä alhaisempi on osakkeiden nykyarvo. Pääomasijoittajat perustelevat korkeaa tuottovaatimusta seuraavilla tekijöillä: korkea riski, likviditeetin puute ja lisäarvo. (Lauriala 2004, 68.)

### 4.2 Arvonmäärittäysmallit

Arvonmäärittämiseen on olemassa monta eri tapaa. Pääomasijoittajien laskelmat perustuvat arvioon siitä, minkä arvoinen yritys on ennen sijoitusta, mikä on yrityksen potentiaalinen tuotto ja minkä arvoinen yritys on irtautumis- eli exit-vaiheessa. (PwC-Suomi 2006, 25.) Perinteiset arvonmäärittäysmallit pohjautuvat usein yrityksen tilinpäätöksistä saataviin talouden tunnuslukuihin sekä tulevaisuuden ennustamiseen. Startup-yrityksen arvonmäärittämisen tekee hankalaksi se, että yrityksen historia on lyhyt ja taloudellisia tunnuslukuja on vähän. Tämän takia arvo perustuu pitkälti tuleviin kassavirtoihin, joiden ennustaminen on hankalaa. Tämä huonontaa laskelman luotettavuutta. Startup-yritysten kohdalla historiaa ja nykytilaa arvioidaan tunnuslukujen sijaan saavutettujen tulosten ja nykytilan perusteella. (Parviainen 2017, 124.)

### 4.3 Kassavirtaperusteinen malli

Diskontattujen kassavirtojen malli (DCF) on yksi käytetyimmistä tuottoarvomalleista. Siinä tulevien kassavirtojen arvo muutetaan diskonttauskorolla nykyhetkeen, jolloin niiden yhteenlaskettu summa vastaa yrityksen arvoa. Silloin kun lasketaan oman pääoman arvoa sijoittajan kannalta, diskonttauskorkona käytetään sijoittajan tuottovaatimusta. Laskettaessa koko yrityksen arvoa diskonttauskorkona käytetään koko pääoman painotettua kustannusta eli WACC-korkoa. Kassavirtalaskelmista on olemassa erilaisia malleja, seuraava kaava on vapaan kassavirran mallin kaava. (Kallunki & Niemelä 2007, 110; Lauriala 2008, 301; Parviainen 2017, 125.)

Kaava 1. Vapaan kassavirran malli (FCF)

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

Tulevaisuuden kassavirrat lasketaan ennustamalla vuosittaiset tuloslaskelmat ja taseet. Menojen ja tuottojen ennustamisessa voidaan käyttää yksityiskohtaista tai yleisluontoisempaa lähestymistapaa ennustettaessa tuloslaskelmaa ja tasetta. Yksityiskohtaisessa lähestymistavassa tuloslaskelman ja taseen ennuste perustuu yrityksen tuotteiden ja palveluiden raportointiin kustannuksiin ja tuloihin. Varsinkin startup-yritysten kohdalla yksityiskohtaisemman ennusteen tekeminen on välttämätöntä, mutta sen tekeminen vaatii paljon aikaa ja tietoa yrityksen toiminnoista ja tuotteista. (Seppänen 2017, 208.)

Yksi tapa määrittää sijoittajan tuottovaatimus on Capital Asset Pricing Model (CAPM). CAPM-mallissa tuottovaatimus koostuu riskittömästä tuotosta ja riskillisestä eli riskipremiosta. (Kallunki & Niemelä 2007, 136.)

Kaava 2. CAPM-malli

$$E(\mathcal{R}_i) = \mathcal{R}_f + \beta_i + [E(\mathcal{R}_m) - \mathcal{R}_f]$$

missä  $E(\mathcal{R}_i)$  = yrityksen i osakkeen tuottovaatimus

$\mathcal{R}_f$  = riskittömän sijoituskohteen tuotto

$\beta_i$  = yrityksen i osakkeen riskiä kuvaava beta-kerroin

$E(\mathcal{R}_m)$  = ns. markkinaportfolion odotettu tuotto

Beeta kuvaa yrityksen systemaattista riskiä. Beetan laskemiseen on monta eri tapaa, laskutavan valitsemiseen vaikuttaa se onko yritys listattu pörssiin vai onko kyseessä listaamaton yritys. Listatun yrityksen beeta voidaan määrittää osakkeen ja markkinoiden historiallisista tuottotiedoista. Osaketuottojen sijaan listaamattoman yrityksen beeta lasketaan joko käyttäen vertailutietoja listatuista yrityksistä tai määrittämällä tilinpäätösbeeta. (Vaihekoski 2004, 205 & 218.)

Vieras pääoma on yleensä rahoituslaitokselta saatu laina tai pitkäaikainen joukkovelkakirjalaina. Vieraan pääoman tuottovaatimus on rahoittajan vaatima tuotto lainalle. Vieraan pääoman tuottovaatimus eli kustannus lasketaan joko olemassa olevan lainan kesikorkona tai uusien lainojen kesikorkona siinä tapauksessa, että yritys uudelleen rahoittaisi kokonaan tai osittain lainansa. (Kallunki & Niemelä 2007, 132.)

Kun on tiedossa oman pääoman ja vieraan pääoman kustannukset, voidaan laskea WACC. Pääoman painotuksina käytetään niiden osuutta koko pääomasta. Vieraan pääoman korko saadaan yleensä vähentää verotuksessa, joka täytyy ottaa laskelmassa huomioon vieraan pääoman tuottovaatimusta pienentävänä tekijänä. Kaava jossa on otettu korkojen vähennysoikeus huomioon, on seuraavanlainen:

Kaava 3. WACC

$$WACC = r_A = \frac{D}{V} \times r_D \times (1 - T_C) + \frac{E}{V} \times r_E$$

missä  $r_E$  on yrityksen oman pääoman kustannus

$r_D$  on vieraan pääoman kustannus

$E$  on oman pääoman arvo euroina

$D$  on vieraan pääoman määrä

$V$  on koko pääoman arvo euroissa eli  $V = D + E$  ja

$T_C$  on yritysveroprosentti, jos korkojen vähennysoikeutta ei ole, jätetään kaavasta pois  $(1 - T_C)$ .

#### 4.4 Skenaarioanalyysi

Skenaarioanalyysi, jota nimitetään myös First Chicago-metodiksi ja todennäköisyyksillä painotettujen skenaarioiden DCF-menetelmäksi, on DCF-malliin perustuva arvonmäärittäjämalli. Menetelmässä tehdään kohdeyritykselle kolme erilaista tulevaisuuden ennustetta eli skenaariota, nämä ovat yleensä huono, neutraali ja hyvä. Kaikille näille eri skenaarioille tehdään oma kassavirtalaskelma. Saadut arvot painotetaan sen mukaan, mikä on niiden todennäköisyys. Tämä tietenkin vaatii sen, että pystytään arvioimaan jokaisen skenaarion toteutumisen todennäköisyys. Mallia voidaan myös soveltaa niin, että laskelma ottaa huomioon yrityskohtaisia riskitekijöitä. Tällöin skenaarioihin lisätään yritys-kohtainen riskitapahtuma, esimerkiksi mahdollinen konkurssiriski ja tätä skenaariota painotetaan toteutumisen todennäköisyydellä. On huomioitava, että kun otetaan huomioon yritys-kohtaiset riskit, diskonttauskorkona käytetään markkinakorkoa ilman yrityksen riskipreemiota. Tämä siksi, että koska se on otettu jo huomioon eri skenaarioiden painoituksissa. (Parviainen 2017, 129-130; Seppänen 2017, 302-303; Catty 2008)

Esimerkkilaskelma:

- Hyvä skenaario: yrityksen nykyarvo 10 000 000 euroa, todennäköisyys 10 %
- Neutraali skenaario: yrityksen nykyarvo 1 000 000 euroa, todennäköisyys 20 %
- Huono skenaario: yrityksen nykyarvo 300 000 euroa, todennäköisyys 30 %
- Epäonnistuminen, konkurssi: yrityksen arvo 0 euroa, todennäköisyys 40 %

Jokaisen skenaarion nykyarvo kerrotaan todennäköisyys prosentilla. Täten laskelma on  $10\% \times 10\,000\,000 + 20\% \times 1\,000\,000 + 30\% \times 300\,000 + 40\% \times 0$

Joten esimerkkilaskelman yrityksen markkina-arvoksi saadaan 1 290 000,00 euroa (Parviainen 2017, 129-130.)

#### 4.5 Vertailuarvonmäärittäminen

Vertailuarvonmäärittäjämalli perustuu samalla toimialalla toimivien vertailukelpoisten yritysten tunnuslukujen vertailuun. Menetelmä toimii parhaiten verrokkiyritysten ollessa mahdollisimman samankaltaisia. Kohdeyritykselle lasketaan tunnuslukuja, joita vertailaan verrokkiyrityksen tunnuslukuihin. Laskelmassa yrityksen arvo saadaan laskemalla erilaisia tilinpäätöksen tunnuslukuja. Käytännössä ei kuitenkaan löydy täysin identtistä

vertailuyritystä, jolloin laskelmassa joudutaan tekemään oletuksia ja arvioita. Tämän takia laskelma on herkkä ennuste- ja mittausvirheille. (Seppänen 2017, 131; Lauriala 2008, 303.)

#### 4.6 Venture Capital -menetelmä

Venture Capital-menetelmä (VC), toiselta nimeltään pääomasijoittajamenetelmä on yksinkertainen sijoittajan näkökulmaan perustuva nettonykyarvomenetelmä (NPV), jossa on yhtäläisyyksiä myös sisäisen korkokannan menetelmään (IRR). (Lauriala 2004, 68-69) Menetelmässä lasketaan yrityksen päätearvo pääomasijoittajan exit- eli irtautumisvaiheessa. Ensin arvioidaan sijoitusaika, joka on yleensä pääomarahastoilla noin 3-5 vuotta. Tämän jälkeen tehdään arvio yrityksen exit -vuoden nettotuloksesta eli tilikauden voitosta. Arvioitu nettotulos kerrotaan jollakin sopivalla arvokertoimella eli P/E-luvulla, joka kuvastaa yrityksen kasvuodotuksia exitin jälkeen. Tuloksena saadaan yrityksen kokonaisarvo exit -vuonna, joka diskonttataan vielä pääomasijoittajan diskonttauskorolla nykyhetkeen, jolloin tuloksena saadaan yrityksen tämänhetkinen arvo.

#### Kaava 4. Venture Capital-menetelmä

$$V_0 = \frac{V_T}{(1 - i)^T} = \frac{E_T \times P/E}{(1 + i)^T}$$

missä  $V_0$  = yrityksen nykyarvo rahoituksen jälkeen

$V_T$  = yrityksen arvo exit-hetkellä

$E_T$  = verojen jälkeinen nettotulos pääomasijoittajan exit-hetkellä

P/E = arvokerroin, joka kuvaa yrityksen arvoa rahoittajan suunnitellulla exit-hetkellä ja yrityksen nettotulokseen kohdistuvia kasvuodotuksia pääomasijoittajan exitin jälkeen

$i$  = yritykselle asetettu tuottovaatimus

$T$  = tarkasteluperiodin eli arvioidun sijoitusajan pituus.

Sopivan arvokertoimen P/E luvun valinta:

- $4 < P/E < 8$  jos yrityksen odotetaan tekevän tasaista tulosta exit-hetken jälkeen
- $8 < P/E < 15$  jos yritykseltä odotetaan kohtuullista kasvua exit-hetken jälkeen
- $P/E > 15$  jos yritykseltä odotetaan voimakasta kasvua exit-hetken jälkeen (Koski 2017, 118-120.)

#### 4.7 Berkus-malli

Amerikkalainen riskisijoittaja David Berkus on kehittänyt yksinkertaisen arvonmäärittämissä aikaisen vaiheen yrityksille.

Taulukko 2. Berkus-mallin mukaiset yrityksen arvotekijät

Terve yritysidea	100 000 €
Prototyyppi	100 000 €
Hyvä johtotiimi	100 000 – 200 000 €
Hyvä hallitus	100 000 €
Saavutukset, myynti	100 000 €

Malli antaa hyvän arvion kohdeyrityksen kehitysvaiheesta, mutta arvonmäärittämissä mallina ei Berkus-menetelmä anna tarkkaa arviota yrityksen kokonaisarvosta. Taulukon arvot myös muuttuvat sen mukaan missä maassa yritys sijaitsee. Menetelmän hankaluus on oikean arvon asettaminen jokaiselle arvotekijälle, esimerkiksi Amerikassa arvot ovat 500 000 dollaria arvotekijää kohden ja yrityksen maksimi arvo on näin ollen 2,5 miljoonaa dollaria. Amerikassa käytettävät rajat eivät kuitenkaan välttämättä ole relevantteja Suomessa. (Lainema 2011, 103.)

#### 4.8 Scorecard-menetelmä

Scorecard menetelmän on kehittänyt Yhdysvaltalainen bisnesenkeli Bill Payne. Menetelmän ensimmäinen vaihe on etsiä kohdeyrityksen toimialalta samankaltaisia yrityksiä ja määrittää näiden pre-money arvo eli arvo ennen sijoitusta. Seuraavassa vaiheessa kohdeyritystä vertaillaan valittuihin vertailuyrityksiin ja näiden tekemiin sijoitussopimuksiin tarkastelemalla ennalta määritettyjä osa-alueita. Painotus prosentit kuvastavat sijoittajan näkemystä siitä kuinka aikaisen vaiheen yrityksen arvo rakentuu. Näitä prosentteja voidaan muuttaa, jos koetaan toimialan yritysten arvon rakentuvan eri tavalla, mutta eri vertailutekijöiden yhteenlasketun summan pitää olla aina 100 prosenttia. (Payne 2011)

Seuraavaksi vertailutekijöitä arvioidaan kohdeyritykseen. Esimerkiksi jos koetaan, että kohdeyrityksellä on keskiarvoa parempi vertailutekijä, arvioidaan prosentiksi yli 100 prosenttia ylittävä luku. Tasan 100 prosenttia tarkoittaa, että vertailutekijä on



keskimääräisesti yhtä hyvä ja alle 100 tarkoittaa, että kohdeyrityksen vertailutekijä ei ole yhtä hyvä keskimääräisesti. Kun kohdeyrityksen prosentit on saatu määritettyä, pystytään laskemaan muuttajat kertomalla painotus prosentti kohdeyrityksen prosentilla. Sen jälkeen muuttajat lasketaan yhteen ja tällä luvulla kerrotaan vertailuyritysten pre-money keskiarvo. Alla vielä Scorecard-menetelmän esimerkkilaskelma, jossa vertailuyritysten pre-money arvoksi on asetettu 800 000 ja arvoksi saadaan silloin 952 000. (Payne 2011)

Taulukko 3. Scorecard -menetelmän esimerkkilaskelma

Vertailutekijä	Painotus maksimi %	Kohdeyritys %	Muuttuja
Johtotiimin vahvuus	30	150	0,45
Markkinapotentiaali	25	100	0,25
Tuote / teknologia	15	140	0,21
Kilpailuympäristö	10	120	0,12
Markkinointi /myyntikanavat / kumppanit	10	70	0,07
Lisärahoituksen tarve	5	100	0,05
Muut tekijät	5	80	0,04
Summa			1,19

#### 4.9 Arvonmääritysmallien käytettävyys

Startup-yrityksille on kehitetty useita eri arvonmääritysmalleja. Startup-yritysten luonteen takia kaikki nämä kuitenkin perustuvat arvioiden ja ennusteiden tekemiseen. Jotta arviot ja ennusteet olisivat luotettavia, vaativat ne paljon tietoa yrityksen toiminnoista, tuotteista ja vertailuyrityksistä. (Seppänen 2017, 186.)

Kassavirtamalli on yleensä paremmin käytettävissä myöhäisemmän vaiheen yhtiöihin, joilla on jo positiivista kassavirtaa ja useampi tilikausi takana. Kassavirtamallissa diskonttaus korko on merkittävässä asemassa, aikaisen vaiheen kasvuyritysten kohdalla laskelmassa käytettävä diskonttaus korko on huomattavasti korkeampi kuin esimerkiksi pörs-siyhtiöissä. Tämän takia osa sijoittajista eivät käytä kassavirtamallia aikaisen vaiheen kasvuyrityksen arvon määrittämiseen. Koska tuottoarvomenetelmä edellyttää

ennustamista, menetelmään liittyy aina ennustevirheiden ja subjektiivisuuden mahdollisuus. (Parviainen 2017, 125-126.)

Malleissa jotka perustuvat vertailuyrityksen arvoon ongelmana on vertailuyritysten tietojen saaminen ja niiden oikeellisuus. Startup-yritysten kohdalla usein on niin, että ei löydy vertailuyritystä joka olisi täysin samankaltainen kohdeyrityksen kanssa. Ulkopuolisilla ei välttämättä ole mahdollisuutta saada tietoa vertailuyrityksen markkina-arvosta. Vertailuyrityksen rahoituskierron on myös voitu toteuttaa jostain syystä liian korkeaan tai matalaan arvoon, jolloin markkina-arvo ei ole luotettava. (Parviainen 2017, 132.)

Berkus-malli on yksinkertainen, mutta vaikeus on yksittäisen arvotekijän arvon asettaminen. Arvo jota käytetään Amerikassa, ei toimi Suomessa. Berkus-malli ei myöskään anna kovinkaan tarkkaa arviota yrityksen arvosta vaan ennemminkin se toimii paremmin yrityksen tilanteen kartoittamisessa.

Arvonmäärittämissä käytettävyydestä kertoo myös se, että useista arvonmäärittämissä huolimatta, sijoittajat käyttävät usein erilaista lähestymistapaa kohdeyrityksen arvonmäärittämiseen. Käytetty laskentamalli perustuu sijoittajan ja yrittäjän välisissä neuvotteluissa muodostuneeseen käsitykseen kohdeyrityksen rahoitustarpeesta. Sijoittaja määrittelee myös rahoituksen riittävyyden, joka perustuu kohdeyrityksen arvioon pääoman käyttönopeudesta eli burn rate arvioon. Tämän jälkeen sijoittaja arvioi tarvittavan omistusosuuden vastaamaan sijoitusta. Omistusosuutta pitää jäädä myös riittävästi kohdeyrityksen tiimille, jotta se kannustaa tiimiä kehittämään yritystä eteenpäin. Laskutoimituksen lopputuloksena sijoittaja saa kohdeyrityksen pre-money arvon. (Savisalo 2013)

## 5 CASE YRITYS X OY

Sijoittajilla on tietyt sijoituskriteerit jotka näkyvät myös arvon määrittämisessä. Jos yritys on vahva osa-alueilla, joihin sijoittajat kiinnittävät huomiota, nostaa se myös yrityksen arvoa huomattavasti. Mitä osa-alueita tulisi vahvistaa X Oy:ssä sijoittajien näkökulmasta? X Oy:tä arvioidaan käyttäen sekä due diligence- että scorecard-arviointia. Näissä arvioinneissa käydään läpi samoja osa-alueita, mutta niitä tarkastellaan osittain hieman eri näkökulmista. Ensin käydään läpi due diligence-arviointi ja sen jälkeen scorecard-arviointi.

### 5.1 Due Diligence-arviointi

Tiimin merkitys on huomattava, tämä tulee esille sekä sijoittajien valintakriteereissä että arvonmäärittämisalustoilla. Hyvän tiimin uskotaan saavan huomattavasti paremman liiketoiminnan, mutta sen sijaan huono tiimi ei saa hyvääkään liiketoimintaa. Due diligence-arvioinnissa tiimiä arvioidaan kahdeksan eri osa-alueen kautta: tahdon, osaamisen, rohkeuden, suhdeverkoston, myyntihenkisyyden, valmennettavuuden / oppimiskyvyn, luotettavuuden / uskollisuuden ja heterogeenisuuden avulla.

Tällä hetkellä tiimi koostuu yrittäjästä ja tuotekehitysinsinööristä. Yritys käyttää myös toisinaan konsultteja vahvistamaan tiimiä tarvittavissa osa-alueissa. Konsultteja ei silti lueta mukaan tiimiin tässä arvioinnissa, sillä sijoittajat yleensä edellyttävät tiimin jäsenten toimivan ainoastaan kohdeyrityksessä.

Tahdon arviointi perustuu yrittäjätiimin sinnikkyteen viedä yritystä eteenpäin. X Oy on perustettu joulukuussa 2015 eli yritys on toiminut yli kaksi vuotta. Idea tuotteesta on kuitenkin syntynyt jo tätä aikaisemmin ja tätä ideaa on kehitetty muun toiminnan ohessa. Tuotteen kehittäminen on vaatinut aikaa ja sen toimivuuteen on haluttu panostaa ennen sen kaupallistamista. Prototyyppi jota nyt lähdetään kaupallistamaan, on tuotteen neljäs versio.

Osaamisen arviointi perustuu saavutettuihin konkreettisiin tuloksiin. Yritys on itse kehittänyt tuotteen ja heillä on nyt toimiva prototyyppi. Asiakaskontakteja on tehty ja tarjouksia lähetetty. Ensimmäinen tilaus tuotteesta on saatu, mutta tuotetta ei ole vielä toimitettu.

Rohkeudesta kertoo tiimin uskallus ”heittäytyä” yritykseen mukaan muun muassa talkootuntien, rahallisten sijoitusten ja lainoitusten kautta. Yrittäjä on sijoittanut omaa rahaa yritykseen jo huomattavan summan eli hän on täysillä mukana yrityksessä.

Suhdeverkoston laajuuden arviointi perustuu tiimin jäsenten aikaisempaan työhistoriaan ja kokemuksiin. Yrittäjä on pitkän linjan yrittäjä ja tuotekehitys insinöörillä on työvuosia myös jo useampi takana muutamasta eri yrityksestä. Vaikka konsultteja ei lueta mukaan osaksi tiimiä, yritys pystyy kuitenkin hyödyntämään myös heidän suhdeverkostoja, jotka ulottuvat ulkomaille asti.

Myyntihenkisyyden arviointi perustuu yrittäjän asenteeseen ja suhtautumiseen myyntitoimintaan. Yrittäjällä on ennestään menestyviä yrityksiä, jotka ovat toimineet jo monta vuotta. Ilman myyntihenkisyyttä, tämä ei olisi ollut mahdollista.

Valmennettavuuden ja oppimiskyvyn arviointi perustuu tiimin kykyyn kehittyä ja kasvaa yrityksen mukana. Yritys käyttää jo nyt ulkopuolisia konsultteja eli tiimillä on kyky huomata puutteita omassa osaamisessaan. Vakituinen tiimi on pieni jolloin tiimin jäsenet toimivat monissa rooleissa, joten uusia asioita joudutaan opettelemaan jatkuvasti.

Luotettavuuden arviointi perustuu tiimin jäsenten uskollisuuteen porukalle ja idealle. Yrittäjä on laittanut omaa rahaa ja aikaa jo huomattavat määrät kiinni yrityksen ja tuotteen kehittämiseen. Yritys on tällä hetkellä niin kutsutussa kuolemanlaaksossa ja kaikki resurssit on nyt kohdistettu tämän vaiheen ylittämiseen.

Heterogeenisuuden arviointi perustuu tiimin jäsenten kykyyn toimia tarvittaessa toisen tiimin jäsenen osa-alueella hyväksyttävällä tavalla. Tiimi on pieni, joten henkilöiden erikoisosaamista on tarvittaessa hyvin hankala paikata nopealla aikataululla.

Markkinoiden potentiaali on erittäin tärkeä sijoituskriteeri sijoittajille, ollen kuitenkin VC-sijoittajille tärkeämpi kuin enkelisijoittajille. Mitä potentiaalisemmat kohdemarkkinat ovat, sitä paremmat mahdollisuudet kohdeyrityksellä on kasvuun. Kasvun myötä yrityksen arvo nousee ja sijoituksen tuotto realisoituu. Due diligence-arvioinnissa markkinoiden potentiaali on jaettu viiteen eri osa-alueeseen: markkinoiden koko, markkinarako eli niche, liikevaihtomahdollisuus viiden vuoden päästä, kilpailutilanne ja momentum.

Markkinoiden koon arviointi perustuu yrityksen teoreettisiin kasvun mahdollisuuksiin. Markkinoiden kokoa on arvioitu X Oy:n toimesta ja markkinat vaikuttavat potentiaalisilta. Tähän vaikuttaa potentiaalisten asiakkaiden kohtaamat muuttuneiden säännösten tuomat uudet ongelmat, joihin X Oy:n tuote tuo ratkaisun.

Markkinaraon arviointi perustuu siihen, että onko tuotteelle olemassa pienempää markkinasegmenttiä, jonka kohderyhmällä on selkeä tarve, jota kilpailijat eivät tyydytä. Toisin kuin kilpailijoiden tuotteet, X Oy:n tuote on räätälöitävissä. Tarjouskyselyiden perusteella räätälöitävyys on myös osoittautunut yhdeksi asiakkaiden tarpeeksi, jota kilpailijat eivät pysty täyttämään, tämä luo yritykselle markkinaraon.

Kilpailutilanteen arviointi perustuu kilpailijamäärään markkinoilla. X Oy:n tutkimusten mukaan kansainvälisillä markkinoilla on kolme suoraa kilpailijaa.

Liikevaihtomahdollisuus viiden vuoden päästä arviointi perustuu siihen, että onko, yrityksen strategia ja toimintamalli sitä luokkaa, että yritys pystyy toimimaan kasvumarkkinoilla ja näin ollen saavuttamaan liikevaihdon johon sillä olisi hyvin toimivana mahdollisuus. X Oy:n liiketoimintamalli on vielä siinä vaiheessa, että sarjatuotantoa ei ole aloitettu. Tarvittavat suunnitelmat on kuitenkin tehty.

Momentum eli ratkaiseva ajankohta jolloin tuotteelle tai palvelulle on markkinoilla veto-voimaa. Tämä on yksi sijoittajan vaikeimmista määritettävistä asioista. X Oy:n kohdalla tämä on vaikea määrittää, koska tuote on innovatiivinen. X Oy pyrkii kasvamaan kansainvälisellä tasolla ja näin ollen on tutkinut eri maiden lainsäädäntöä, muun muassa työturvallisuussäädöksiä. Monessa maissa näihin säädöksiin on tulossa ja on jo tullut muutoksia jotka edesauttavat tuotteen saamisessa markkinoille.

Due diligence-arvioinnin markkinoiden kilpailuetu osa-alueessa arvioidaan yrityksen edellytyksiä toimia markkinoilla paremmin kuin muut yritykset. Kilpailuedun osa-alueet ovat: IPR-suoja, ratkaisun jäljitettävyyden, myyntikanavat ja toiminta- sekä ansaintamalli.

IPR-suojan arviointi perustuu patentin olemassaoloon, laajuuteen ja toimintavapauteen. X Oy on hakenut kansainvälistä patenttia. Useampi patenttitutkimus on myös tehty, tällä on haluttu varmistaa, että muiden patenteja ei loukata.

Ratkaisun jäljitettävyyden arviointi perustuu siihen, kuinka hyvin tuote on kopioitavissa ja onko tuotteessa joitain yksittäisiä ratkaisuja, joita on vaikea jäljitellä. Tuote on kopioitavissa, mutta yritys on hakenut patenttia. Patentti takaa sen, että tuotetta ei saa kopioida.

Myyntikanavien arviointi perustuu siihen, onko yrityksellä myyntikanaviin liittyviä sopimuksia, jotka tuovat merkittäviä kilpailuetuja. Tällaisia sopimuksia ovat esimerkiksi avainjakelukanavat, karenssit ja yksinoikeudet. X Oy:llä ei ole sopimuksia, jotka koskisivat myyntikanavia.

Toiminta- tai ansaintamallin arviointi perustuu toiminta- tai ansaintamallin poikkeavuuteen muista toimijoista. Jos yrityksen toimintamalli on toimivampi kuin kilpailijoiden, on tämä huomattava kilpailuetu. Kilpailijoista poiketen X Oy:n tuote on räätälöitävissä asiakkaan tarpeisiin, jolloin yrityksen toimintamalli on asiakaslähtöistä ja näin ollen toimivampi kuin kilpailijoiden.

Tuotetta ja teknologiaa arvioidaan asiakkaan näkökulmasta. Vastaako tuote asiakkaan tarpeisiin ja mikä on tuotteen tuottama lisäarvo asiakkaalle. Tuotteen skaalautuvuus on sijoituksen saamisen perusedellytys, joten sitä ja tuotteen valmiusastetta arvioidaan myös. Tuote tai palvelu ja teknologia -osio jaetaan neljään osa-alueeseen: asiakkaan ongelman tunnistaminen, asiakkaalle tuotettu lisäarvo, tuotteen skaalautuvuus ja teknologia.

Asiakkaan ongelman tunnistamisen arviointi perustuu ongelman määrittelyyn, jonka tuote ratkaisee. Tuoko tuote ratkaisun ongelmaan joka on pakko ratkaista (must have), vai onko ongelma enemmänkin sen kaltainen, joka olisi mukava ratkaista (nice to have), mutta ei välttämätöntä. X Oy:n tuote ratkaisee ongelman, joka on syntynyt jo muuttuneiden tai muuttumassa olevien säännösten takia. Säännösten pakottavuuden takia ongelma on sellainen, joka pitää ratkaista (must have).

Asiakkaalle tuotettua lisäarvoa arvioidaan tuotteen ominaisuuksien kautta. Tuoko tuote asiakkaalle kustannus- tai ajansäästöä tai onko tuotteen ominaisuudet ainutlaatuisia, jotka tuovat lisäarvoa asiakkaalle. Uutta teknologiaa sisältävien tuotteiden ostaminen on asiakkaalle aina riski. Tämän takia niiden tuottama lisäarvo pitää olla merkittävämpi kuin vanhojen tuotteiden. X Oy:n tuote tuo sekä kustannus- että ajansäästöä asiakkaalle. Tuote on myös räätälöitävissä, jolloin siinä on myös lisäominaisuus, joka tuo lisäarvoa asiakkaalle.

Tuotteen skaalautuvuuden arviointi perustuu yrityksen kykyyn vastaamaan eri kokosiin tilauksiin hyväksyttävässä toimitusajassa sekä arviointiin tuotannon toimivuuteen mahdollisten pullonkaulojen varalta. X Oy ei ole aloittanut vielä sarjatuotantoa. Tuotannon suunnitelmassa on otettu huomioon skaalautuvuus ja tämän pitäisi olla mahdollista.

Teknologian tai tuotteen arviointi perustuu valmiusasteeseen. Keskeneräisestä tuotteesta syntyy vielä paljon kustannuksia, ennen kuin se saadaan markkinoille. X Oy:llä on valmis proto, jota nyt on lähdetty kaupallistamaan.

Etulan due diligence-arvioinnin yksi osa-alue on sijoituksen houkuttelevuus eli mitä sijoittaja saavuttaa sijoittamalla kohdeyhtiöön? Tämä on aina sijoittajakohtainen, eikä sitä näin ollen kokonaan arvioida tässä opinnäytetyössä. Tähän osa-alueeseen kuuluu: vaikutusmahdollisuus maailman kehittymiseen, rahoituksen vivutus, tulevaisuuden rahoitustarve, lisäarvo portfolion muille yrityksille ja irtautumismahdollisuus.

Vaikutusmahdollisuutta maailman kehittymiseen arvioidaan tuotteen ja yrityksen vaikutuksilla esimerkiksi lähialueen parantamiseen ja kestävään kehitykseen. Tämä on bisneskeleille merkittävä motivaatiotekijä sijoituksen tekemiseen. X Oy:n tuotteella on positiivinen vaikutus työturvallisuuteen. Näin sen voidaan myös omalta osaltaan ajatella vaikuttavan kestävään kehitykseen.

Tulevaisuuden rahoitustarvetta arvioidaan sen mukaan, kuinka pitkälle yritys pärjää haettavalla rahoituksella ja kuinka paljon ulkopuolista rahoitusta yritys tarvitsee jatkossa. Seuraavat rahoituskierrokset voivat huonontaa jo yrityksessä mukana olevan sijoittajan omistusosuutta sekä sijoituksen ehtoja. Mitä vähemmän jatkossa tarvitaan lisärahoitusta, sitä houkuttelevammaksi sijoittaja kokee sijoituksen. X Oy tarvitsee rahoitusta tuotteen kaupallistamiseen ja myyntiin. Jos tuotteen lanseeraus markkinoille onnistuu odotetusti, lisärahoitusta on silloin saatavilla myös vieraan pääoman ehtoisesti eli esimerkiksi pankkilainana.

Yrityksen nykytilaa ja jo saavutettuja tuloksia arvioimalla, sijoittaja arvioi yrittäjän kykyä viedä yritystään eteenpäin ja saavuttaa konkreettisia tuloksia. Yrityksen nykytilannetta arvioidaan viiden osa-alueen kautta: markkinointi, myynti, tuotteen valmiusaste, sopimukset ja kassa.

Markkinoinnin nykytilan arviointi perustuu yrityksen saavuttamaan tunnettavuuteen yleisellä tasolla sekä kohdemarkkinoilla. Huomiota kiinnitetään myös markkinointi- ja viestintämateriaalin laatuun sekä yrityksen näkyvyyteen mediassa esimerkiksi lehtien sivuilla. X Oy on kiertänyt messuja sekä Suomessa että muualla Euroopassa. Yrityksellä on internet- ja Facebook-sivut ja yrityksestä on tehty muutama lehtiartikkeli. Yrityksen Facebook-sivuja ei ole kuitenkaan aktiivisesti päivitetty. Markkinointimateriaalia messuja varten on olemassa ja se on todettu toimivaksi kiinnostuksen herättämiseksi.

Myynnin nykytilaa arvioidaan tarkastelemalla tuotteesta tehtyjen tarjousten ja tilausten lukumäärää. Huomiota kiinnitetään myös edellisten vuosien liikevaihtoon ja siihen, kuinka moni tarjous on johtanut kauppaan asti. Sijoittajan saa parhaiten vakuutettua liikeidean ja tuotteen toimivuudesta, kun yrityksellä on maksavia ja tyytyväisiä asiakkaita.

Tarjouspyyntöjä on tullut jonkin verran ja yksi tilaus on tehty. Tuotetta ole vielä toimitettu asiakkaalle, joten asiakastytyväisyydestä ei ole tietoa.

Tuotteen valmiusasteen arviointi perustuu kustannusten ja ajan arviointiin ennen tuotteen saamista myyntiin. Jos yrityksellä on valmis tuote jota ei ole saatu vielä myytyä, pitää pohtia onko syy kysynnässä vai tiimin vahvuudessa. X Oy:n tuote on valmis, mutta sen myynti on vielä alkutekijöissään. Tähän asti tuotekehitykseen on panostettu enemmän kuin myyntiin. Messuilla saatujen asiakaspalautteiden perusteella tuotteelle on kysyntää.

Sopimusten arviointi perustuu siihen, että kuinka sitoutuneita yrityksen kumppanit, työntekijät ja asiakkaat ovat? Aloittavilla yrityksillä on usein sopimukset vielä tekemättä, mutta niihin kannattaa heti mahdollisuuden tullen panostaa, sillä esimerkiksi myyntikannava sopimukset tuovat kilpailuetua markkinoilla. X Oy ole solminut vielä sopimuksia.

Kassan tilanne kertoo yrityksen nykytilanteesta paljon. Minkälaiseen tarkoitukseen rahoitusta ollaan hakemassa; kuolemanlaakson ylittämiseen vai aggressiiviseen kasvuun? Sijoittajat eivät oleta yrityksen olevan alkuvaiheessa vielä voitollinen, mutta jos yrityksen kassan tilanne on huono myynnistä huolimatta, kertoo tämä liiketoiminnan huonosta hoidosta. Koska X Oy on keskittynyt tähän asti tuotteen kehittämiseen ja sen valmiiksi saamiseen, ei liikevaihtoa ole syntynyt.

Taulukko 4. Due diligence-arviointi X Oy

<b>X Oy DUE DILIGENCE ARVIOINTI</b>		
<b>TIIMI</b>	<b>HYVÄ</b>	<b>KEHITETTÄVÄÄ</b>
Tahto	X	
Osaaminen		X
Rohkeus	X	
Suhdeverkosto	X	
Myyntihenkisyys	X	
Valmennettavuus / oppimiskyky	X	
Luotettavuus / uskollisuus	X	
Heterogeenisuus		X
<b>MARKKINOIDEN POTENTIAALI</b>	<b>HYVÄ</b>	<b>KEHITETTÄVÄÄ</b>
Markkinoiden koko	X	



Markkinarako eli niche	X	
Kilpailutilanne	X	
Liikevaihtomahdollisuus 5 v. päästä	X	
Momentum	X	
<b>KILPAILUETU</b>	HYVÄ	KEHITETTÄVÄÄ
IPR-suoja	X	
Ratkaisun jäljitettävyys	X	
Myyntikanavat		X
Toiminta- tai ansaintamalli	X	
<b>TUOTE JA TEKNOLOGIA</b>	HYVÄ	KEHITETTÄVÄÄ
Asiakkaan ongelman tunnistaminen	X	
Asiakkaalle tuotettu lisäarvo	X	
Tuotteen skaalautuvuus		X
Teknologia / tuote	X	
<b>SIJOITUKSEN HOUKUTTELEVUUS</b>	HYVÄ	KEHITETTÄVÄÄ
Vaikutusmahdollisuus maailman kehittymiseen	X	
Tulevaisuuden rahoitustarve	X	
<b>NYKYTILANNE JA SAAVUTUKSET</b>	HYVÄ	KEHITETTÄVÄÄ
Markkinointi		X
Myynti		X
tuotteen valmiusaste	X	
Sopimukset		X
Kassa		X

## 5.2 Scorecard-arviointi

Scorecard-menetelmän on kehittänyt bisnesenkeli Bill Payne. Menetelmään on kehitetty kohdeyrityksen prosenttien määrittämiseksi yrityksen arviointilomake. X Oy:tä arvioidaan myös tämän arviointilomakkeen avulla. Arvioinnissa annetaan pisteitä sen mukaan kuinka totta väittämät ovat. Scorecard-arvioinnin osa-alueet ovat: johtotiimi, markkinan potentiaali, tuote / teknologia, kilpailuympäristö, markkinointi / myyntikanavat ja yhteistyökumppanit, tulevaisuuden rahoitustarve sekä muut tekijät. Arviointilomake löytyy opin- näytetyön liitteestä.

Johtotiimin arviointi perustuu yrittäjän kokemukseen, valmiuteen luopumaan toimitusjohtajan tehtävistä, valmennettavuuteen ja johtoryhmän kokoon. X Oy:n yrittäjällä on pitkä kokemus yrittäjyydestä ja toimitusjohtajana olemisesta. Tarpeen vaatiessa yrittäjä on valmis luopumaan toimitusjohtajan paikasta. Yrittäjä on myös valmis ottamaan vastaan neuvoja, tämän todistaa myös se, että yritys käyttää nyt jo konsultteja apuna. Tiimi on tällä hetkellä pieni ja yrittäjä on yksin johtotiimissä.

Potentiaaliset markkinat tulos perustuu yrityksen tutkimukseen potentiaalisen markkinan koosta. Markkinan koko on laskettu käyttämällä tilastotietoa tuotteen ostomäärästä, johon X Oy:n tuote on asennettavissa. Tästä luvusta on laskettu tietty prosentti, jonka arvioidaan vastaavan tuotteen potentiaalista asiakasmäärää. Tarjouspyyntöjen perusteella tuote kiinnostaa eniten ulkomailla.

Tuote ja teknologia osio tarkastelee tuotteen valmiusastetta, houkuttelevuutta ja kopioitavuutta. X Oy:llä on valmis proto, jota on käyty messuilla esittelemässä. Tuote on kiinnostanut asiakkaita ja saanut hyvää palautetta. Ensimmäinen tilaus tuotteesta on tehty. Patenttihakemus on myös tehty ja jos se menee läpi se tarkoittaa, että tuotetta ei saa kopioida.

Kilpailuympäristön arviointi perustuu sen toimijoiden lukumäärään ja kilpailevien tuotteiden vahvuuteen. Globaalisti X Oy:lle on löydetty kolme suoraa kilpailijaa, joilla on samankaltainen tuote, mutta X Oy:n tuote on asiakaslähtöisempi ja näin ollen vahvempi kuin kilpailijoiden. Kilpailijat ovat kuitenkin toimineet markkinoilla jo pidemmän aikaa ja kerenneet saavuttamaan tunnettavuutta.

Markkinointi / myyntikanavat / yhteistyökumppanit arviointi perustuu yrityksen nykytilanteeseen tässä kategoriassa. X Oy:llä ei ole vielä kumppaneita eikä myyntikanavista ole vielä keskusteltu.

Lisärahoituksen tarvetta tulevaisuudessa arvioidaan myös scorecard-arvioinnissa. Arviointilomakkeella tulee myös hyvin esille, kuinka sijoittaja kokee mahdollisten seuraavien rahoituskierrosten huonontavan sijoituksensa ehtoja ja erityisen huonona pidetään, jos seuraava rahoitus otetaan VC-sijoittajilta. Tämä johtuu siitä, että lomakkeen tekijä on itse bisnesenkeli ja enkelisijoitukset ovat yleisesti pienempiä kuin VC-sijoitukset. Isompi sijoittaja saa sijoituksellaan isomman omistusosuuden mikä saattaa huonontaa pienemmän sijoittajan sijoituksen ehtoja. X Oy:lle pääomasijoitus toimisi hyvänä rahoituksen viivuttajana joka mahdollistaa jatkossa rahoituksen saamisen vieraan pääoman ehtoisena pankkilainana tai esimerkiksi Tekesiltä. Rahoituksen turvin saadaan myös tuote

kaupallistettua, jolloin toivottavasti myös myyntiä syntyy, joka sen sijaan tarkoittaa kasvavirtaa yritykselle.

Muut asiat kategoriassa on tarkoitus tuoda esille, jos yrityksellä on jokin muu positiivinen tai negatiivinen tekijä, jota ei aikaisemmissa kohdissa ole vielä arvioitu. Due diligence-arvioinnissa käytiin läpi yrityksen nykytilaa. Siinä löytyi enemmän kehitettävää kuin hyvää. Nykytilan arvioinnin tulos lisätään tähän scorecard muut asiat kategoriaan.

Taulukko 5. Scorecard-arviointi X Oy

<b>SCORECARD -MENETELMÄ X Oy YRITYKSEN ARVIOINTI</b>	
<b>JOHTOTIIMI 0-30%</b>	<b>PISTEET</b>
Yrittäjän kokemus	+++ / 3
Yrittäjä suostuvainen tarvittaessa siirtymään sivuun toimitusjohtajan paikalta	+++ / 3
Yrittäjän valmennettavuus	+++ / 3
Johtotiimin koko ja täydellisyys	- / -1
<b>MARKKINAN POTENTIAALI 25%</b>	
Kohdemarkkinan koko	++ / 2
Yrityksen liikevaihto 5 vuotta	++ / 2
<b>TUOTE / TEKNOLOGIA 15%</b>	
Tuotteen valmiusaste	+++ / 3
Tuotteen houkuttelevuus	++ / 2
Tuotteen kopioitavuus	+++ / 3
<b>KILPAILUYMPÄRISTÖ 10%</b>	
Kilpailijoiden vahvuus	- / -1
Kilpailevien tuotteiden vahvuus	+++ / 3
<b>MARKKINOINTI / MYYNTIKANAVAT / YHTEISTYÖKUMPPANIT 10%</b>	
Myyntikanavat, myynti ja markkinointi kumppanit	-- / -2
<b>TULEVAISUUDEN RAHOITUSTARVE 5%</b>	
Lisärahoituksen tarve	+++ / 3
<b>MUUT TEKIJÄT 5%</b>	
Muut	-- / -2

### 5.3 Arvioinnin tulokset

Arviointien tuloksena kehitettävää löytyi tiimin, myyntikanavien, tuotteen skaalautuvuuden, kilpailuympäristön sekä nykytilanteen osa-alueilla. Yritys pystyy itse suoraan vaikuttamaan kaikkiin muihin osa-alueisiin paitsi kilpailuympäristöön. Kilpailuympäristöä ja tuotteen skaalautuvuutta lukuun ottamatta osa-alueet ovat sellaisia joihin pystytään vaikuttamaan panostamalla myyntiin ja markkinointiin.

### 5.4 Vahvistettavien osa-alueiden vaikutus yrityksen arvoon

Jotta nähdään vahvistettavien osa-alueiden taloudellinen vaikutus yrityksen arvoon, tehdään laskelma scorecard-menetelmää soveltaen. Scorecard-arviointia käytetään apuna määrittäessä kohdeyrityksen prosenttia. Koska ei ole saatavilla aitoa vertailuyrityksen arvoa, käytetään Berkus-menetelmän antamaa arvoa X Oy:n tilanteessa olevalle yritykselle. Vertailuyrityksen arvo on siis 300 000 euroa. Laskelmaa varten ei pystytä myöskään vertaamaan X Oy:tä vertailuyritykseen, joten kohdeyrityksen prosentit lasketaan käyttäen apuna scorecard-arvioinnin pisteitä. Liitteessä scorecard arvioinnin pisteisiin perustuva laskelma kohdeyrityksen prosenteista. Prosentit on laskettu seuraavasti:

- Kohdeyrityksen korkeimmaksi mahdolliseksi prosentiksi määritettiin 200 prosenttia.
- Sen jälkeen laskettiin jokaisen vertailutekijän maksimi pistemäärä arviointilomakkeella. Esimerkiksi johtotiimi kategoriassa oli yhteensä 12 pluspistettä ja 10 miinuspistettä eli kokonaisasteikko on 22 pistettä.
- Sen jälkeen yhden pisteen antama prosenttimäärä laskettiin jakamalla maksimi prosenttimäärä pisteiden kokonaisasteikolla. Johtotiimi kategoriassa se on  $200 / 22 = 9,1$  prosenttia.
- Tämän jälkeen kohdeyrityksen prosentin sai kertomalla kategorian kokonaispisteet yhden pisteen prosentilla. Johtotiimi kategoriassa se on  $8 \text{ pistettä} \times 9,1 \text{ prosenttia} = 163,6$  prosenttia.
- Yrityksen arvo lasketaan vertailuyrityksen arvo  $\times$  kohdeyrityksen prosenttien avulla määritetty muuttuja.
- Vertailuksi yrityksen arvo laskettiin vielä maksimi kohdeyrityksen prosenteilla, jolloin saatiin määritettyä vahvistettavien osa-alueiden taloudellinen vaikutus.

Taulukko 6. Scorecard-laskelma nykytilanne

Vertailutekijä	Painotus	Kohdeyritys %	Muuttuja
Johtotiimin vahvuus	0,3	163,6 %	0,491
Markkinapotentiaali	0,25	200,0 %	0,500
Tuote / teknologia	0,15	188,9 %	0,283
Kilpailuympäristö	0,1	133,3 %	0,133
Markkinointi /myyntikanavat / kumppanit	0,1	133,3 %	0,033
Lisärahoituksen tarve	0,05	200,0 %	0,100
Muut tekijät	0,05	0,0 %	0,000
Muuttujat yhteensä			1,541

Tällä laskelmalla muuttujaksi saatiin 1,541. Vertailuyrityksen arvo kerrotaan tällä muuttujalla ja tulokseksi saadaan kohdeyrityksen arvo. Kohdeyrityksen arvo on 300 000 x 1,541 = 462 272,70 euroa. Seuraavaksi lasketaan vertailuksi yrityksen arvo niin, että kohdeyrityksen prosentit ovat kaikissa kategorioissa täydet 200 prosenttia.

Taulukko 7. Scorecard-laskelma tavoite

Vertailutekijä	Painotus	Kohdeyritys %	Muuttuja
Johtotiimin vahvuus	0,3	200,0 %	0,600
Markkinapotentiaali	0,25	200,0 %	0,500
Tuote / teknologia	0,15	200,0 %	0,300
Kilpailuympäristö	0,1	200,0 %	0,200
Markkinointi /myyntikanavat / kumppanit	0,1	200,0 %	0,200
Lisärahoituksen tarve	0,05	200,0 %	0,100
Muut tekijät	0,05	200,0 %	0,100
Muuttujat yhteensä			2,000

Tällä laskelmalla kohdeyrityksen arvo olisi 300 000 x 2,0 = 600 000 euroa. Laskelmien yrityksen arvo eroaa euroissa 137727,30 ja erotus on prosenteissa 23 prosenttia.

Täytyy huomioida, että näin laskettuna ilman aitoa vertailuyritystä scorecard-laskelma ei anna todellista yrityksen arvoa. Laskelmista on kuitenkin pääteltävissä vahvistettavien osa-alueiden taloudellinen vaikutus yrityksen arvoon.

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia minkälaisiin yrityksiin pääomasijoittajat sijoittavat ja sitä kautta määrittää mitä osa-alueita toimeksiantajan tulisi liiketoiminnassaan vahvistaa saadakseen pääomasijoituksen. Tavoitteena oli myös tutkia miten pääomasijoittajat määrittävät yrityksen arvon, jotta voitaisiin arvioida vahvistettavien osa-alueiden taloudellinen vaikutus. Tutkimuskysymykset olivat seuraavat:

1. Mitä osa-alueita X Oy:n tulisi vahvistaa saadakseen pääomasijoituksen?
  - Alakysymys: Mitkä ovat pääomasijoittajien sijoituskriteerit?
2. Kuinka paljon vahvistettavat osa-alueet vaikuttavat yrityksen arvoon?
  - Alakysymys: Miten pääomasijoittajat määrittelevät yrityksen arvon?

Kysymyksiin etsittiin vastauksia pääomasijoittamiseen liittyvästä kirjallisuudesta ja internet julkaisuista. Empiiriseen osioon kerättiin aineistoa keskustelemalla toimeksiantajan edustajien kanssa. Aineiston analyysimenetelmänä oli teorialähtöinen analyysimenetelmä ja analyysiin käytettiin strukturoitua analyysirunkoa.

Startup-yritysten on vaikea saada pankkilainaa tarvittavien vakuuksien takia, tämän takia pääomasijoituksista on tullut merkittävä startup-yritysten rahoitusmuoto. Pääomasijoittajat eivät kuitenkaan anna rahoitusta kaikille halukkaille vaan rahoitusta saavat yritykset, jotka täyttävät sijoittajien vaatimukset. Pääomasijoittajien tuotto realisoituu yritysten arvonnousun myötä ja tuottoa odotetaan viimeistään kymmenen vuoden päästä, mutta usein jo nopeammin. Tämän takia yrityksellä pitää olla edellytyksiä nopeaan kasvuun ja menestykseen.

Suomen pääomasijoitusmarkkinoilla isoin osa rahoituksesta tulee ulkomailta. Suomalaiset säätiöt sen sijaan nykyisten veromenettelyiden takia sijoittavat omaisuuttaan ulkomaisten pääomarahastojen kautta ulkomaisiin yrityksiin. Verouudistuksen toteutuminen tarkoittaisi parhaimmassa tapauksessa miljoonien lisärahoitusta kotimaisiin kasvuyrityksiin. Tällöin myös nykyistä useampi yritys onnistuisi saamaan pääomasijoituksen.

Tekesin hiljattain tekemä selvitys aikaisen vaiheen kasvuyritysten menestystekijöistä puoltaa myös sijoittajien näkemyksiä yrityksen menestystekijöistä. Ratkaiseviksi menestystekijöiksi nousi tiimin monialainen osaaminen, kyky verkostoitua, skaalautuva liiketoimintamalli sekä kyky suojata innovaatiotaan. Ei siis pelkästään rahoituksen saamiseksi vaan myös saadakseen yrityksen menestymään, pitää edellä oleviin asioihin kiinnittää jo

aikaisessa vaiheessa huomiota. Business Finland on sen sijaan selvittänyt yritysten kasvun esteitä haastatteleamalla startup-yrittäjiä. Kolme merkittävintä kasvun estettä selvi-tyksen mukaan ovat: rahoituksen puute, haastava kilpailuympäristö ja asiantuntevien työntekijöiden löytäminen. Tiimi näyttäisi olevan se ratkaisevin ja haastavin tekijä start-up-yrityksen menestymisessä. Osaava tiimi on rahoituksen ja menestymisen edellytys, mutta osaavan tiimin kokoaminen on yksi isoimmista haasteista.

Toimeksiantaja on siinä vaiheessa, että prototyyppi on valmis ja nyt tarvitaan rahoitusta tuotteen kaupallistamiseen ja myyntiin. Pääomasijoitus on varteen otettava vaihtoehto, mutta täyttääkö yritys sijoittajien valintakriteerit? Opinnäytetyössä tutkitaan tätä ottamalla selvää sijoittajien sijoituskriteereistä ja tavoista arvioida yrityksiä. Tämän jälkeen yritystä arvioidaan näiden mukaan. Arvioinnissa nousi esille seuraavia asioita:

Sekä due diligence- että scorecard arvioinneissa tärkeimmäksi vahvistettavaksi osa-alueeksi muodostui tiimi. Yrittäjällä itsellään on vahva kokemus yrittäjyydestä, mutta yrityk-sestä puuttuu henkilö, joka keskittyisi ainoastaan myyntiin ja markkinointiin. Sovelletulla scorecard-laskelmalla määritettiin, että yrityksen arvoa on mahdollista nostaa jopa 23 prosenttia. Tärkein tekijä osa-alueiden vahvistamisessa on panostaminen myyntiin ja markkinointiin. Näin ollen myynnin ja markkinoinnin ammattilaisen rekrytoiminen on kannattavaa sekä taloudellisesti että myös pääomasijoituksen saamiseksi.

Tuotteen lanseerauksen onnistuminen on yrityksen tulevaisuuden kannalta erittäin tärkeää. X Oy on panostanut tuotekehitykseen ja tämä näkyy ominaisuuksiltaan kilpailijoita parempana tuotteena. Tämä on tuonut merkittävän kilpailuedun potentiaalisilla markki-noilla. Näitä ominaisuuksia ja etenkin niiden tuomia hyötyjä tulee markkinoinnissa koros-taa, jotta asiakas kiinnostuu tuotteesta. Kasvavat markkinat houkuttelevat kuitenkin kil-pailijoita. Nyt pitäisikin huolehtia, että markkinoille päästään ennen kuin ne ovat kylläiset. Kasvustrategia ja kasvun rahoittaminen ovat avainasemassa markkinoiden valloittami-nessa, sillä teknologisesti paras ratkaisukaan ei auta yritystä, jos markkinat katoavat.

Sijoitusta hakiessa yrityksellä pitää olla arvio tulevaisuuden rahoitustarpeesta. Rahoitus-tarve riippuu aina siitä, kuinka nopeaa kasvua tavoitellaan. Yritys, joka tarvitsee useam-man ison rahoituskierroksen toisilta sijoittajilta, ei välttämättä houkuttele. X Oy:n toiminta on jo niin pitkällä, että tuote on myyntivalmis. Rahoitusta tarvitaan nyt tuotteen kaupallis-tamiseen ja myyntiin. Jos tuotteen lanseeraus onnistuu hyvin, yritys rupeaa saamaan omaa kassavirtaa tulorahoituksen muodossa ja pankkilainan saaminen helpottuu. Aikai-sen vaiheen yrityksen on kuitenkin vaikea saada niin paljon pankkilainaa kuin esimerkiksi

isoimmat pääomasijoittajien rahoituskierrokset ovat. Tämä on syytä ottaa huomioon, jos yrityksen nopea kasvu vaatii huomattavaa lisärahoitusta.

Sijoittajat kiinnittävät myös erittäin paljon huomiota liiketoiminnan skaalautuvuuteen, sillä kansainvälistymisen onnistumisen edellytys on skaalautuva liiketoimintamalli. Sarjatuotantoa ei ole vielä aloitettu, mutta tuotannon suunnittelussa on pyritty ottamaan huomioon liiketoiminnan skaalautuvuus. Mahdollisiin tuotannon pullonkauloihin tulee kiinnittää huomiota. Tuotannon pitää toimia niin pienissä kuin isoissakin tilauksissa moitteettomasti, jotta asiakkaiden luottamus säilyy.

Arvioidessaan yritystä sijoittajat kiinnittävät huomiota myös tehtyihin sopimuksiin. X Oy:n työntekijöiden kanssa työ sopimukset on tehty sekä varmistettu, että innovaatioiden immateriaalioikeudet ovat yrityksen nimissä. Asiakkaiden ja kumppaneiden kanssa tehtäviin sopimuksiin tulee jatkossa kiinnittää huomiota. Etenkin myyntikanava sopimukset ovat tärkeitä kasvun kannalta, niiden tuomien lisäresurssien ja valmiiden asiakassuhteiden takia.

Sopivan pääomasijoittajan löytyminen on tärkeää niin yrityksen menestymisen kuin myös rahoituksen saamisen kannalta. Pääomasijoittajat ovat usein erikoistuneet tiettyyn toimialaan tai heillä on erikoisosaamista jostain liiketoiminnan osa-alueesta. X Oy:tä auttaisi sijoituksen saaminen pääomasijoittajalta, jolla olisi kokemusta teknologiateollisuuden alan yrityksen kasvun ohjaamisesta sekä laajentumisesta kansainvälisille markkinoille. X Oy:n tuotteelle on tällä hetkellä eniten kiinnostusta ulkomailla. Tällöin yrityksellä on hyvät mahdollisuudet saada rahoitusta myös ulkomaiselta pääomasijoittajalta. Suomalainen pääomasijoittaja kannattaa kuitenkin ottaa mukaan auttamaan rahoituksen saamisessa.

Start-up yritysten arvon määrittämiseen on olemassa monta eri tapaa. Koska startup-yrityksillä ei ole montaa tilikautta takana, ei perinteiset arvonmäärittäsmallit useinkaan toimi näiden yritysten kohdalla. Tämän takia on kehitetty vaihtoehtoisia arvonmäärittäsmalleja, jotka usein perustuvat yrityksen nykytilanteeseen ja vertailuun samankaltaiseen yritykseen. Arvonmäärittäys luotettavalla tavalla on kuitenkin haasteellista mallien vaatimien ennusteiden ja arvioiden onnistumisen takia. Käytännössä arvonmäärittäys perustuu usein kohdeyrityksen rahoituksen tarpeeseen ja sijoittajan haluamaan omistusosuuteen.

Alun perin tutkimuksen tavoitteena oli selvittää toimeksiantajan yrityksen arvo. Arvonmäärittäys luotettavasti osoittautui kuitenkin erittäin hankalaksi puuttuvien vertailuyrityksen tietojen takia. Kassavirtalaskelmassa ei tarvita vertailuyrityksen arvoa, mutta startup-



yrittäjien lyhyen historian takia luotettavan laskelman tekeminen vaatii aikaa ja paljon tietoa yrityksen tuotteista ja toiminnoista. Teoriaosan edetessä koettiin hyödyllisemmäksi tutkia toimeksiantajan vahvuuksia ja mahdollisia kehityskohteita liiketoiminnassa sijoittajan näkökulmasta. Kun yrityksellä on tiedossa vahvuudet ja kehityskohteet, resursseja osataan paremmin kohdistaa tarvittaville osa-alueille ja näin ollen pystytään vahvistamaan osa-alueita, joilla on vaikutusta yrityksen arvoon sekä rahoituksen saamiseen.

Taloudellista näkökulmaa opinnäytetyön empiiriseen osaan tuo vahvistettavien osa-alueiden arvon määrittäminen. Laskelmat on tehty soveltamalla Scorecard-menetelmää. Vaikka laskelmassa laskettiin koko yrityksen arvo, ei se ole kuitenkaan luotettava, sillä Scorecard-laskelma perustuu vertailuyritysten keskiarvoon, jota ei tähän opinnäytetyöhön ollut saatavilla. Laskemalla yrityksen arvon nykytilanteessa sekä tilanteessa, jossa kaikkien osa-alueiden kohdeyritys prosentit ovat täydet, nähdään näiden osa-alueiden taloudellinen merkitys. Kohdeyrityksen prosenttien määrittäminen perustui Scorecard-arviointilomakkeesta saataviin plus- ja miinuspisteisiin. Scorecard-arviointilomakkeen eri osa-alueiden pisteet eivät ole kuitenkaan lineaarisia keskenään, joten tämä piti ottaa huomioon arvoasteikossa luomalla joka osa-alueelle oma asteikko. Koin ratkaisun onnistuneeksi, sillä laskelman avulla vahvistettavien osa-alueiden merkitys konkretisoituu.

Opinnäytetyön aihe olisi voinut olla tarkemmin rajattu. Paremmin rajattu aihe olisi mahdollistanut syvällisemmän tutkimuksen valitusta aiheesta. Aiheen laajuuteen vaikutti kuitenkin se, että rahoitusmuotona pääomasijoitus ei ollut toimeksiantajalle kovin tuttu, joten opinnäytetyöstä haluttiin mahdollisimman laaja katsaus aiheesta.

Jatkotutkimuksen aihe voisi olla Scorecard-menetelmän kehittäminen niin, että vertailuyritystä ei tarvita laskelman tekemiseen, vaan kohdeyrityksen prosentit määritettäisiin arviointilomakkeen avulla. Jotta tulos olisi luotettavampi, pitäisi arviointilomaketta muokata niin, että eri osa-alueista saatavat pisteet olisivat samat joka osa-alueessa. Tällöin arviointi olisi lineaarinen. Tällaisen mallin luominen helpottaisi startup-yrittäjien arvonmäärittämistä.

## LÄHTEET

Catty J. The First Chicago Method. Corporate Valuation Services Limited. Viitattu 19.3.2018

Etula, S. 2014. Osaamista, verkostoja, rahaa. Opas enkelisijoituksen hakemiseen. FiBAN. Viitattu 18.2.2018

[https://www.fiban.org/uploads/7/8/5/7/78578870/opas\\_enkelisijoituksen\\_hakemiseen.pdf](https://www.fiban.org/uploads/7/8/5/7/78578870/opas_enkelisijoituksen_hakemiseen.pdf)

FiBAN 2018. Find a business angel investor – submit your pitch. Finnish Business Angels Network. Viitattu 18.5.2018

<https://www.fiban.org/submit.html>

FiBAN 2017a. Startup-sijoitukset Suomessa 2016. Finnish Business Angels Network. Viitattu 26.3.2018

<https://www.slideshare.net/FiBAN/startupsijoitukset-suomessa-2016>

FiBAN 2017b. Suomalaiset aikaisen vaiheen kasvuyritykset keräsivät rahoitusta 383 miljoonaa euroa – kasvua 42 prosenttia. Finnish Business Angels Network. Viitattu 26.3.2018

<https://www.fiban.org/news/startup-sijoitukset-2016>

Fordell T. 2018. Vaihtovelkakirjalaina eli VVK-laina yrityksille. Sijoittaja.fi. Viitattu 15.3.2018

<https://www.sijoittaja.fi/sijoittajan-tori/vaihtovelkakirjalaina-eli-vvk-laina-yrityksille/>

Investopedia 2018. What are some of the disadvantages to taking venture capital? Viitattu 17.5.2018

<https://www.investopedia.com/ask/answers/011915/what-are-some-disadvantages-taking-venture-capital.asp>

Kallunki J-P; Niemelä J. 2007. Uusi yrityksen arvonmääritys. 4. painos. Helsinki. Talentum Media Oy

Kaihovaara A. 2014. Myyntikanavat ja kumppaniverkostot. Myyntisyke. Viitattu 10.4.2018

<https://www.myyntisyke.fi/myyntikanavat-ja-kumppaniverkostot>

Knüpfer, S; Puttonen, V. 2014. Moderni rahoitus. 7. uudistettu painos. Helsinki. Talentum Media Oy

Koski T. 2017. Pk-Yrityksen strateginen talousjohtaminen. Helsinki. Helsingin Kamari Oy

Lainema, M. 2011. Enkeleitä, onko heitä? Helsinki. Denali Oy

Lauriala J. 2004. Pääomasijoittaminen. Helsinki. Edita Publishing Oy.

Lauriala J. 2008. Rahoitusstrategia -modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. Helsinki. WSOYpro

Lindblad 2014. Pääomasijoitus rahoituskeinona. Viitattu 21.1.2018

<https://lindblad.fi/paaomasijoitus/>

Lukander 2013. Varojen palauttaminen SVOP-rahastosta. Lukander Ruohola HTO. Viitattu 16.5.2018

<http://www.lrhto.fi/artikkelit/yhtiooikeus/varojen-palauttaminen-svop-rahastosta/>

Parviainen, A. 2017. Startup-sijoittaminen. Helsinki. Alma Talent Oy

Payne B. 2011. Scorecard Valuation Methodology. Bill Payne & Associates. Viitattu 19.3.2018

<http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>

- Pulkkinen V. 2017. Mitä tarkoittaa skaalautuminen? Indires Oy. Viitattu 2.4.2018  
<https://www.inderes.fi/mita-tarκοittaa-skaalautuminen>
- PwC Suomi 2006. Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun. PricewaterhouseCoopers. Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. Viitattu 21.1.2018  
[https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus\\_06.pdf](https://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/paaomasijoitus_06.pdf)
- Pääomasijoittajat 2018a. Löydä oikea pääomasijoittaja. Viitattu 18.5.2018  
<http://paaomasijoittajat.fi/yrityksille/kuinka-loydän-oikeän-paaomasijoittajan/#startup>
- Pääomasijoittajat 2018b. Näin haet pääomasijoitusta – opas yrittäjälle. Viitattu 1.3.2018  
<http://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/2018/02/Nain-haet-paaomasijoitusta-opas-yritykselle.pdf>
- Pääomasijoittajat 2018c. Suomalaiset aikaisen vaiheen kasvuyritykset keräsivät 349 miljoonan euron ennätysmäisen rahoituspotin – rahoituskanavat murroksessa. Viitattu 6.4.2018  
<http://paaomasijoittajat.fi/startup-rahoitus-2017/>
- Pääomasijoittajat 2018d. Suomalaiset startupit ja aikaisen vaiheen kasvuyritykset pääomasijoittajille Euroopan houkuttelevampia. Viitattu 19.5.2018  
<http://paaomasijoittajat.fi/suomalaiset-startupit-ja-aikaisen-vaiheen-kasvuyritykset-paaomasijoittajille-euroopan-houkuttelevimpia/>
- Salminen J. 2013. Jaakko Salminen: Bisnesenkeli haussa miten toimia? Kasvu Open. Viitattu 18.5.2018  
<https://www.kasvuopen.fi/blogi/bisnesenkeli-haussa-miten-toimia>
- Sasse J. Valitse pääomasijoittaja oikein. Tesi. Viitattu 18.5.2018  
<http://www.teollisuussijoitus.fi/yhtio/ajankohtaista/blogi/jan-sasse/valitse-paaomasijoittaja-oikein/>
- Savisalo S. 2013. Mikä on startupin arvo? Varsinais-Suomen Yrittäjät. Viitattu 27.3.2018  
<https://www.y-lehti.fi/uutiset/nayta/8556>
- Simola, K. 2015. Mistä PK-yritys saa rahaa? -Katso yhdeksän eri mahdollisuutta. Yrittäjät. Viitattu 16.5.2018  
<https://www.yrittajat.fi/uutiset/495181-mista-pk-yritys-saa-rahaa-katso-yhdeksän-eri-mahdollisuutta>
- Sentica 2018. Mitä on pääomasijoittaminen? Viitattu 31.3.2018  
<http://www.sentica.fi/paaomasijoittaminen>
- Seppänen H. 2017 Yrityksen arvonnäyttö. Helsinki. Alma Talent Oy
- Strategy Train 2018. Sanasto. Viitattu 2.4.2018  
[http://st.merig.eu/index.php?id=67&L=2&tx\\_a21glossaryadvancedoutput\\_pi1\[char\]=n&cHash=b60f10233d](http://st.merig.eu/index.php?id=67&L=2&tx_a21glossaryadvancedoutput_pi1[char]=n&cHash=b60f10233d)
- Vaihekoski M. 2004. Rahoitusalan sovellukset ja Excel. Helsinki. WSOY
- Valtanen T. 2018. Hallitus kaavaillee veroetua miljardiomaisuutta hallinnoiville säätiöille – ”Veroporkkana toisi satoja miljoonia kasvuyrityksiin”. Yle uutiset. Viitattu 18.4.2018.  
<https://yle.fi/uutiset/3-10121825>
- Verohallinto 2017. Arvopaperien luovutusten verotus. Viitattu 28.2.2018  
<https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48262/ arvopaperien-luovutusten-verotus/>
- Yrittäjät 2018. Selvitys paljastaa esteet startupien kasvulle – 3 syytä. Viitattu 6.4.2018  
<https://www.yrittajat.fi/uutiset/572908-selvitys-paljastaa-esteet-startupien-kasvulle-3-syytä>

## Scorecard-arviointilomake

### Johtotiimin vahvuus

#### Yrittäjän kokemus

- + useampi vuosi kokemusta liiketoimesta
- ++ kokemusta tältä toimialalta
- +++ toimitusjohtaja kokemusta
- ++ talousjohtajan, operatiivisen johtajan tai teknologiajohtajan kokemusta
- + tuotepäällikön kokemus
- myynti tai teknologia kokemus
- ei kokemusta liiketoimesta

#### Yrittäjä suostuvainen tarvittaessa siirtymään sivuun toimitusjohtajan paikalta

- Ei suostuvainen
- 0 neutraali
- +++ suostuvainen

#### Yrittäjän valmennettavuus

- +++ yrittäjä on valmennettavissa
- yrittäjä ei ole valmennettavissa

#### Kuinka valmis on johtoryhmä?

- yrittäjä yksin
- 0 yksi pätevä henkilö yrittäjän lisäksi
- + tiimi identifioitu mutta ei vielä toiminnassa
- +++ pätevä tiimi muodostettu ja toiminnassa

### Potentiaaliset markkinat

**Kohdemarkkinan koko**

- < 50 000 000 €
- + 100 000 000 €
- ++ > 100 000 000 €

**Kohdeyrityksen potentiaalinen viiden vuoden liikevaihto**

- < 20 000 000 €
- ++ 20 000 000 – 50 000 000 €
- > 100 000 000 € (vaatii huomattavaa lisärahoitusta)

**Tuotteen vahvuus ja immateriaalioikeudet****Onko tuote määritetty ja kehitetty?**

- ei hyvin määritetty, prototyyppi kehittämättä
- 0 hyvin määritetty, prototyyppi vaikuttaa kiinnostavalta
- ++ hyvää palautetta potentiaalisilta asiakkailta
- +++ saatuja tilauksia tai ennakkomyyntiä tuotteesta

**Houkutteleeko tuote asiakkaita?**

- tuote on ”vitamiini tabletti”
- ++ tuote on ”kivunlievittäjä”
- +++ tuote on ”kivunlievittäjä” ilman sivuvaikutuksia

**Onko tuote muiden kopioitavissa?**

- tuote on helposti kopioitavissa, immateriaalioikeudet puuttuvat
- 0 tuote on hankala kopioida
- ++ uniikki tuote, joka on suojattu liikesalaisuudella
- +++ pitävät patentti suojat

## **Kilpailuympäristö**

### **Kilpailijoiden vahvuus kohdemarkkinassa**

- yhden toimijan hallitsema
- monen toimijan hallitsema
- ++ pirstaloitunut, monta pientä toimijaa

### **Kilpailevien tuotteiden vahvuus**

- erinomaiset kilpailevat tuotteet
- +++ kilpailevat tuotteet ovat heikkoja

## **Markkinointi / myynti / kumppanit**

### **Myyntikanavat, myynti ja markkinointi kumppanit**

- myyntikanavista ei ole edes keskusteltu
- ++ pilottivaiheen testaajat määritetty ja heihin otettu yhteyttä
- +++ myyntikanavat suojattu, asiakkaat tehneet (kokeilu) tilauksia
- kumppaneita ei ole määritetty
- ++ avain kumppanit hankittu

### **Lisärahoituksen tarve**

- +++ ei tarvetta
- 0 toinen enkelisijoitus kierros
- venture capital-sijoituksen tarve

### **Muut**

- ++ muut positiiviset tekijät
- muut negatiiviset tekijät

## X Oy Scorecard arviointi ja laskelmat

TIIMI 0-30%	Pisteet			Kokonaisasteikko	Maksimi prosentit	Yhden pisteen prosentit	Yhteispisteet kokonaisasteikolla	Kohdeyritys %
		Min.	Max					
Yrittäjän kokemus	3	-3	3					
Yrittäjä suostuvainen tarvittaessa siirtymään sivuun toimitusjohtajan paikalta	3	-3	3					
Yrittäjän valmennettavuus	3	-3	3					
Johtotiimin koko ja täydellisyys	-1	-1	3					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>8</b>	<b>-10</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>200</b>	<b>9,1</b>	<b>18</b>	<b>163,6</b>
<b>MARKKINAN POTENTIAALI 25%</b>								
Kohdemarkkinan koko	2	-2	2					
Yrityksen liikevaihto 5 vuotta	2	-2	2					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>200</b>	<b>25,0</b>	<b>8</b>	<b>200,0</b>
<b>TUOTE / TEKNOLOGIA 15%</b>								
Tuotteen valmiusaste	3	-3	3					
Tuotteen houkuttelevuus	2	-3	3					
Tuotteen kopioitavuus	3	-3	3					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>8</b>	<b>-9</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>200</b>	<b>11,1</b>	<b>17</b>	<b>188,9</b>
<b>KILPAILUYMPÄRISTÖ 10%</b>								
Kilpailijoiden vahvuus	-1	-2	2					
Kilpailevien tuotteiden vahvuus	3	-2	3					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>2</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>200</b>	<b>22,2</b>	<b>6</b>	<b>133,3</b>
<b>MARKKINOINTI / MYYNTIKANAVAT / YHTEISTYÖKUMPPANIT 10%</b>								
Myyntikanavat, myynti ja markkinointikumppanit	-2	-3	3					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>200</b>	<b>33,3</b>	<b>1</b>	<b>33,3</b>
<b>TULEVAISUUDEN RAHOITUSTARVE 5%</b>								
Lisärahoituksen tarve	3	-2	3					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>200</b>	<b>40,0</b>	<b>5</b>	<b>200,0</b>
<b>MUUT TEKIJÄT 5%</b>								
Muut	-2	-2	2					
<b>Pisteet yhteensä</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>200</b>	<b>50,0</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>

- Kohdeyrityksen korkeimmaksi mahdolliseksi prosentiksi määritettiin 200 prosenttia.
- Sen jälkeen laskettiin jokaisen vertailutekijän maksimi pistemäärä arviointilomakkeella. Esimerkiksi johtotiimi kategoriassa oli yhteensä 12 pluspistettä ja 10 miinuspistettä eli kokonaisasteikko on 22 pistettä.
- Sen jälkeen yhden pisteen antama prosenttimäärä laskettiin jakamalla maksimi prosenttimäärä pisteiden kokonaisasteikolla. Johtotiimi kategoriassa se on  $200 / 22 = 9,1$  prosenttia.
- Tämän jälkeen kohdeyrityksen prosentin sai kertomalla kategorian kokonaispisteet yhden pisteen prosentilla. Johtotiimi kategoriassa se on  $8 \text{ pistettä} \times 9,1 \text{ prosenttia} = 163,6$  prosenttia.
- Yrityksen arvo lasketaan vertailuyrityksen arvo x kohdeyrityksen prosenttien avulla määritetty muuttuja.

Vertailutekijä	Painotus	Kohde- yritys %	Muuttuja
Johtotiimin vahvuus	0,3	163,6 %	0,491
Markkinapotentiaali	0,25	200,0 %	0,500
Tuote / teknologia	0,15	188,9 %	0,283
Kilpailuympäristö	0,1	133,3 %	0,133
Markkinointi /myyntikanavat / kumppanit	0,1	33,3 %	0,033
Lisärahoituksen tarve	0,05	200,0 %	0,100
Muut tekijät	0,05	0,0 %	0,000
Muuttujat yhteensä			1,541

Vertailuyrityksen arvo **300 000,00 €**

Yrityksen arvo lasketaan 300 000€ x  
1,1541 =

**462 272,7 €**

Vertailutekijä	Painotus	Kohde- yritys %	Muuttuja
Johtotiimin vahvuus	0,3	200,0 %	0,600
Markkinapotentiaali	0,25	200,0 %	0,500
Tuote / teknologia	0,15	200,0 %	0,300
Kilpailuympäristö	0,1	200,0 %	0,200
Markkinointi /myyntikanavat / kumppanit	0,1	200,0 %	0,200
Lisärahoituksen tarve	0,05	200,0 %	0,100
Muut tekijät	0,05	200,0 %	0,100
Muuttujat yhteensä			2,000

Yrityksen arvo lasketaan 300 000€ x  
2,0 =

**600000**

Laskelmien € ja % ero

**137 727,3 €**

**23 %**