

## **Kasvurahoituksen tarjonta aikaisen vaiheen innovaatioyrityksille Suomen pääomamarkkinoilla**

Jukka-Pekka Kiviranta

Opinnäytetyö  
Finanssi- ja talousasiantuntijan  
koulutusohjelma  
2013



<p><b>Tekijä tai tekijät</b> Kiviranta, Jukka-Pekka</p>	<p><b>Ryhmätunnus tai aloitusvuosi</b> 2009</p>
<p><b>Raportin nimi</b> Kasvurahoituksen tarjonta aikaisen vaiheen innovaatioyrityksille Suomen pääomamarkkinoilla</p>	<p><b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 63</p>
<p><b>Opettajat tai ohjaajat</b> Palomäki, Pekka</p>	
<p>Opinnäytetyö käsittelee kasvurahoituksen tarjontaa ja saatavuutta Suomessa aikaisen vaiheen yritystoiminnan näkökulmasta. Työn lähtökohta on se, että Suomessa on, ja syntyy, verrattain vähän innovatiivisia kasvuyrityksiä, vaikka monet yhteiskunnalliset edellytykset kasvuyritysten synnylle ovat Suomessa olemassa.</p> <p>Tavoitteena oli selvittää aikaisen vaiheen kasvurahoituksen saatavuuden ja tarjonnan osuutta kasvuyritysten vähäiseen määrään ja harkitusti valituilla kansainvälisillä vertailukohtilla selvittää mahdollisia puutteita ja eroavaisuuksia sekä pohtia syitä eroavaisuuksien takana.</p> <p>Aikaisen vaiheen yrityksiksi rajattiin työssä siemen-, start-up-, ja aikaisen kasvun vaiheen yritykset. Työ käsittelee ainoastaan osakeyhtiömuotoisten yritysten rahoitusta.</p> <p>Aineiston osalta työ on jaettu osakokonaisuuksiin, joita ovat julkinen rahoitus, yksityinen pääomasijoittaminen sekä luotto- ja rahoituslaitokset. Näitä osakokonaisuuksia käsitellään tutkimus- ja tilastotiedon avulla yksittäisinä vertailtavina segmentteinä.</p> <p>Opinnäytetyö on laadittu Finanssialan Keskusliiton tilauksesta Haaga-Helia ammattikorkeakoulussa.</p> <p>Työn tuloksena syntyi aiheesta tehtyjä tutkimuksia ja tilastotietoa yhteen kokoava kokonaiskatsaus aikaisen vaiheen yritysten kasvurahoituksen tarjontaan Suomessa.</p> <p>Tämän tutkimuksen perusteella havaitaan, että suurin ongelma yksityisen rahoituksen saatavuudessa aikaisen vaiheen kasvuhakuisille yrityksille on ammattimaisten pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymättömyys.</p>	
<p><b>Asiasanat</b> Kasvuyritykset, Yritysrahoitus, Yritystuki, Pääomasijoittaminen</p>	

Finance

<p><b>Authors</b> Kiviranta, Jukka-Pekka</p>	<p><b>Group or year of entry</b> 2009</p>
<p><b>The title of thesis</b> Availability of growth financing for early stage companies on Finnish capital markets</p>	<p><b>Number of pages and appendices</b> 63</p>
<p><b>Supervisor(s)</b> Palomäki, Pekka</p>	
<p>The thesis studies the availability of growth financing in Finland from the point of view of an early stage company. The starting point for the thesis is the fact that there are relatively few innovative growth companies in Finland even though many of the societal framework conditions for the emergence of new businesses are there.</p> <p>The aim of the thesis is to study the connection between availability of early stage funding and the relative lack of growth companies, to use deliberately selected international reference points to identify differences within the respective capital markets, as well as to consider the reasons behind the differences.</p> <p>For this thesis, companies in seed-, start-up- and early growth stages are considered to be early stage companies. The thesis also deals only with the funding of limited liability companies. The structure of the thesis is divided into subsections, which are public financing, private equity investments, and banks and credit institutions. These subsections are compared to selected international markets as individual segments for the purpose of achieving meaningful comparisons.</p> <p>The thesis was commissioned by the Federation of Finnish Financial Services and was written for Haaga-Helia University of Applied Sciences during 2012.</p> <p>The result of the thesis is a study that draws from a significant number of statistics, previous studies and publications to create an overview of the Finnish capital markets as pertains to financing early stage companies.</p> <p>Based on this study it was determined that the largest problem in the availability of financing for early-stage growth-oriented businesses in Finland is that the professional venture capital market is underdeveloped.</p>	
<p><b>Key words</b> Growth companies, Corporate finance, Venture Capital, Corporate Subsidies</p>	

# Sisällys

1	Johdanto .....	1
1.1	Opinnäytetyön lähtökohta ja tutkimusongelma .....	1
1.2	Opinnäytetyön rakenne .....	2
1.3	Rajaukset.....	3
2	Kasvuyritykset Suomessa .....	4
2.1	Innovaatiotoiminta.....	4
2.2	Yrittäjyysilmasto .....	5
2.3	Kasvuyritys .....	8
2.4	Aikaisen vaiheen yritykset .....	9
2.5	Kasvuyritykset harvinaisia .....	11
2.6	Kasvuyritysten kansantaloudellinen merkitys .....	13
3	Pääomalajit ja rahoitusinstrumentit.....	14
3.1	Oman pääoman ehtoinen rahoitus .....	14
3.2	Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus .....	16
3.3	Välirahoitus .....	17
3.3.1	Pääomalaina.....	17
3.3.2	Vaihtovelkakirja- eli Optiolaina .....	18
4	Julkiset rahoitustahot ja kansainvälinen vertailu .....	19
4.1	Julkinen rahoitus.....	19
4.2	Julkiset rahoituslaitokset.....	20
4.2.1	Tekes .....	20
4.2.2	Finnvera .....	22
4.2.3	ELY-Keskukset .....	23
4.2.4	Suomen Teollisuussijoitus Oy.....	24
4.3	Julkisen rahoitusjärjestelmän toimivuus ja vaikuttavuus .....	25
4.4	Julkisia tukijärjestelmiä kohtaan esitetty kritiikki.....	27
4.5	Julkinen yritystuki kansainvälisessä vertailussa .....	28
4.5.1	Julkisten tukien painotukset Euroopassa .....	29
4.5.2	Suomi vs. Ruotsi.....	30
5	Yksityiset pääomamarkkinat .....	33

5.1	Pääomasijoitustoiminta.....	33
5.1.1	Pääomasijoitusten vaikuttavuus .....	34
5.1.2	Pääomasijoittaminen Suomessa.....	35
5.1.3	Suomi vs. Israel.....	37
5.2	Enkelisijoittaminen.....	40
5.3	Yrityskiihdyttämöt.....	44
5.3.1	Vigo-kiihdyttämöohjelma .....	45
5.3.2	Kiihdyttämötoiminta kansainvälisesti .....	46
6	Luottolaitokset.....	47
7	Päätelmät .....	50
	Lähteet.....	54

# 1 Johdanto

Suomen kansantalous elää voimakasta murrosvaihetta. Viestintäteknologian kehitys sekä markkinatalouden periaatteiden leviäminen aiempaa laajemmalle ovat luoneet uuden, globaalin toimintaympäristön yritysten toiminnalle. Globaalisti toimivien yritysten kilpailu on johtanut työvoimavaltaisten teollisuusalojen tuotannon siirtymiseen niinsanotuille kehittyville markkinoille Aasiassa ja Etelä-Amerikassa edullisemmän työvoiman saatavuuden perässä. Tilastokeskuksen 8.3.2102 julkaiseman Teollisuuden toimialatilaston mukaan teollisuusalojen palveluksessa ollut henkilöstö väheni Suomessa yli 50000 henkilöllä vuodesta 2006 vuoteen 2010.

Tämän haasteen edessä Suomen kaltaiset taloudet joutuvat etsimään uusia tuotannon lähteitä ylläpitämään ja kasvattamaan kansakunnan hyvinvointia. Suomessa ratkaisua on lähdetty hakemaan tukemalla voimakkaasti yrityksissä, oppilaitoksissa ja yhteisöissä tehtävää tutkimus- ja kehitystoimintaa, jonka toivotaan tuottavan uusia innovaatioita, joita tuotteistamalla on mahdollista luoda uutta yritystoimintaa ja saavuttaa uutta kasvua. Tavoitteessa ei ole kuitenkaan täysin onnistuttu, sillä kasvuyritysten määrä on Suomessa edelleen verrattain vähäinen.

Yksi merkittävimmistä innovaatioihin perustuvien uusien yritysten menestystekijöistä on rahoituksen saatavuus. Innovaation tuotteistaminen, kaupallistaminen ja kansainvälistyminen vaatii usein yritykseltä merkittäviä kasvuinvestointeja, joita rahoittamaan yrityksen omat kassavirrat ovat riittämättömiä. Samalla rahoituksen saatavuus ja hinta muodostuvat usein myös esteeksi kasvuyrityksen synnylle. Rahoitustarpeita pyrkivät tyydyttämään Suomessa suuri julkinen yritystukijärjestelmä sekä yksityiset tahot, kuten pankit ja pääomasijoitusyhtiöt.

## 1.1 Opinnäytetyön lähtökohta ja tutkimusongelma

Opinnäytetyö laaditaan Finanssialan Keskusliiton tilauksesta osana Haaga-Helia Ammattikorkeakoulun Finanssi- ja talousasiantuntijan koulutusohjelmaa. Työ on osa teemaryhmää jonka tarkoituksena on selvittää Suomen finanssialan erityispiirteitä kansainvälistä vertailua hyväksikäyttäen.

Tämän opinnäytetyön tarkoitus on tutustua Suomen pääomamarkkinoihin alkuvaiheen innovaatioyrityksen kasvun rahoituksen näkökulmasta. Työn edetessä analysoidaan alkuvaiheen yrityksen kasvun rahoitusvaihtoehtoja ja niiden tarjontaa Suomessa ja kansainvälisellä vertailulla analysoidaan markkinoiden puutteita ja epätäydellisyyksiä, jotka osaltaan rajoittavat uusien kasvuyritysten syntymahdollisuuksia. Valtaosa suomalaisten yritysten rahoituksesta on vieraan pääoman ehtoista lainaa pankki- tai luottolaitoksilta, mutta usein aikaisen vaiheen yrityksillä ei ole luoton saamiseen tarvittavia vakuuksia tai kassavirtaa, jolloin rahoitusta on etsittävä muista lähteistä. Tästä syystä työn pääpaino on muiden rahoituslähteiden tarkastelussa.

Tutkimusongelma työssä on kasvuyritysten vähyden syiden selvittäminen rahoituksen osalta.

## **1.2 Opinnäytetyön rakenne**

Raportin ensimmäisessä luvussa on johdanto, jossa kuvataan työn konteksti ja lähtökohta, tavoitteet sekä työn rakenne ja rajaukset.

Toisessa luvussa luodaan katsaus Suomen innovaatio toimintaan sekä yritysten ja yrittäjyyden toimintaympäristöön. Lisäksi toisessa luvussa kuvataan vallitseva kasvuyritystilanne Suomessa, kasvuyritysten kansantaloudellinen merkitys sekä selitetään käytetyt termit ja käsitteet.

Kolmannessa luvussa kuvataan pääomalajit ja alkuvaiheen yrityksen rahoitukseen käytettävät yleisimmät rahoitusinstrumentit yleisellä tasolla.

Neljännessä luvussa tutustutaan julkisiin toimijoihin aikaisen vaiheen kasvuyritysten rahoitusmarkkinoilla, niiden tarjoamiin rahoitusmuotoihin, rahoitusvolyymeihin sekä kehityssuuntiin ja selvitetään julkisen järjestelmän sääntelyä, puutteita ja erityispiirteitä kansainvälistä vertailua hyväksikäyttäen.

Viidennessä luvussa tutustutaan yksityiseen pääomasijoitustoimintaan, enkelisijoittamiseen sekä yrityskiihdyttämötoimintaan Suomessa ja ulkomailla. Kuudennessa luvussa luodaan lyhyt katsaus luottolaitosten toimintaan aikaisen vaiheen kasvuyritysten rahoittajina.

### **1.3 Rajaukset**

Aikaisen vaiheen yrityksiksi työssä luetaan siemenvaiheen, käynnistysvaiheen ja aikaisen kasvun vaiheen yritykset. Nämä vaiheet määritellään tarkemmin luvussa 2.6.

Työssä käsitellään yrityksen kasvuun tähtääviä rahoitusvaihtoehtoja joiden tarkoitus on rahoittaa tuotekehitystä, tuotteistamista, markkinoilletuloa ja kasvuinvestointeja.

Työssä tutustutaan pääomamarkkinoihin rahoitusta tarvitsevan yrityksen näkökulmasta eikä työssä oteta huomioon muista kuin markkinoiden tarjonnasta riippuvia tekijöitä, esimerkiksi puutteellisesta liiketoimintakonseptista johtuvia rahoitusongelmia.

Valtaosa Suomessa toimivista ja perustettavista yrityksistä on osakeyhtiömuotoisia. Erityisesti kasvuhakuisten yritysten rahoituksen näkökulmasta osakeyhtiöille ominaiset rahoitusinstrumentit ovat niin merkittävässä asemassa että tässä raportissa keskitytään pelkästään osakeyhtiömuotoisiin yrityksiin.



## 2 Kasvuyritykset Suomessa

### 2.1 Innovaatiotoiminta

Yksi innovaatioon perustuvan kasvuyrittäjyyden perusedellytyksistä on kansantaloudessa suoritettava tutkimus- ja kehitystoiminta. Tutkimus- ja kehitystoiminnan tuloksena syntyy uusia tuoteinnovaatioita, liiketoimintamalleja, immateriaalioikeuksia, markkinoita, kilpailuetuja, tuottavuutta ja parhaimmillaan jopa uusia teollisuudenaloja.

Suomi on tällä alueella ollut jo pitkään yksi maailman aktiivisimmista kansakunnista. OECD:n tilastojen mukaan vuonna 2010 Suomessa tutkimus- ja kehitystoimintaan tehty rahallinen panostus oli 3,87% bruttokansantuotteesta, mikä oli vertailumaiden toiseksi korkein Israelin jälkeen. Euroopan maista toiseksi merkittävintä panostus tutkimus- ja kehitystoimintaan on Ruotsissa, 3,43% bkt:sta. (OECD, Main Science and Technology Indicators -tilasto)

Tilatokeskuksen 27.10.2011 julkaiseman Tutkimus- ja kehittämistoiminta 2010 – tilaston mukaan euromääräinen panostus tutkimus- ja kehitystoimintaan oli Suomessa vuonna 2010 yhteensä 6,97 Miljardia euroa. Tämä summa jakautui seuraavasti:

- Yritysten panostus 4,85Mrd
- Julkisten toimijoiden 0,69Mrd ja
- Korkeakoulujen 1,42 Miljardia euroa.

Yritysten tutkimus- ja kehityspanostuksesta 58% tapahtui elektronikkateollisuudessa. Muita merkittävästi tutkimus- ja kehittämistoimintaan panostavia toimialoja Suomessa ovat:

- Metalli- ja konepajateollisuus 10,2%
- Kemianteollisuus 6,2%
- Atk,ohjelmisto ja konsultointiteollisuus 6,2% osuuksilla tutkimus- ja kehitystoiminnan kokonaispanostuksesta.

Merkittävä tekijä Suomen korkeassa suhteellisessa panostuksessa tutkimus- ja kehitystoimintaan ovat julkiset panostukset. Vuoden 2012 talousarviossa tutkimus- ja kehittämistoimintaan myönnetään valtion varoja 2,01 Miljardia euroa. Valtio tukee budjettivaroilla tutkimus- ja kehitystoimintaa monin eri tavoin. Yliopistot saavat vuonna 2012 valtion tukea 583,3 miljoonaa euroa, yritykset teknologian ja innovaatioiden kehittämiseksi keskus TEKESin ja Suomen Akatemian kautta yhteensä 873,2 miljoonaa euroa, valtion tutkimuslaitokset 306,3 miljoonaa euroa ja yliopistolliset keskussairaalat 36 miljoonaa euroa. Muuhun tutkimusrahoitukseen on valtion budjetissa varattu 211 miljoonaa euroa. Tutkimus- ja kehittämismenojen osuus valtion budjetista on 4% vuonna 2012. (Tilastokeskus 2012)

Merkittävä panostus on tuottanut Suomeen tehokkaan innovaatiojärjestelmän. Euroopan Komission kansallisia innovaatiojärjestelmiä vertaileessa tutkimuksessa Suomi sijoittui kaikista EU -maista neljänneksi Ruotsin, Tanskan ja Saksan jälkeen. Innovaatiojärjestelmien tehokkuutta mitattiin yhteensä 25 eri kriteerillä, jotka jaoteltiin kolmeen pääluokkaan: innovaatiotoiminnan mahdollistajat (enablers), yritystoiminta (firm activities) ja tuotokset (output).

Mahdollistajat –pääluokassa mitattiin koulutetun työvoiman saatavuutta, tieteen kansainvälistä kilpailukykyä sekä rahoitusta ja julkisen vallan tukea. Yritystoiminnan osalta mitattiin tutkimusinvestointeja, yrittäjyyttä ja verkostoitumista sekä immateriaalioikeuksien muodostumista tutkimustoiminnan tuloksena. Tuotosta mitattiin markkinoille tuotujen innovaatioiden määrää sekä kansantaloudellisia vaikutuksia. (EU-Komissio 2011a. 7-11)

## **2.2 Yrittäjyysilmasto**

Kaiken yritystoiminnan niin yksinyrittämisen, kasvuyrittämisen kuin vakiintuneen yrittämisenkin menestyksen edellytys on vakaa, yrityselämää tukeva ja yrittäjyyttä kannustava toimintaympäristö. Toimintaympäristö koostuu useista yhteiskunnallisista seikoista joissa olevat puutteet tai tehottomuudet heijastuvat voimakkaasti yritystoiminnan mahdollisuuksiin ja talouselämän dynamiikkaan. Toisaalta Suomen kaltaisessa Pohjoismaisessa hyvinvointiyhteiskunnassa on usein se tilanne, että

yrittötoiminnalle optimaalinen toimintaympäristö sotii hyvinvointiyhteiskunnan periaatteita ja tavoitteita vastaan. Näin on esimerkiksi korkeiden työvoimakustannusten ja tiukan ympäristölainsäädännön osalta. Ympäristön tila ja toimiva eläkejärjestelmä ovat Suomessa yritysten absoluuttista kilpailukykyä tärkeämpiä.

Suomen ja muiden pohjoismaiden kasvuyrittäjyysilmastoa on tutkittu Pohjoismaiden Neuvoston toimesta vuonna 2010 ilmestyneessä Nordic Entrepreneurship Monitor – julkaisussa. Julkaisussa verrataan pohjoismaiden yrittäjyysilmastoa toisiinsa sekä neljään verrokkiryhmään, jotka ovat Manner-Eurooppa, Korea ja Japani, Yhdysvallat, Kanada ja Iso-Britannia sekä Australia, Uusi-Seelanti ja Irlanti. Vertailtuja toimintaympäristötekijöitä tutkimuksessa ovat lait ja säännökset, markkinaolosuhteet, rahoitus, tiedon ja teknologian kehitys ja leviäminen, yrittäjyyskelpoisuus sekä yrittäjyyskulttuuri.

Tämän raportin kannalta olennaisin kasvuyrittäjyysilmaston osa-alue on rahoitus. Rahoitusolosuhteiden osalta tutkimustulos heijastaa tunnettuja eroja Eurooppalaisen ja Anglosaksisen yrittäjyysilmaston välillä. Pohjoismaat sijoittuvat vertailuryhmän kärkeen velkapääoman saannissa ja häviävät USA, Kanada, UK –ryhmälle selkeästi osakemarkkinoiden toiminnassa. Yllättäen myös aikaisen vaiheen pääomarahoituksen, eli venture capital –rahoituksen saatavuudessa Pohjoismaat ovat vertailun kärjessä. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 32)

Yhdysvaltojen kohdalla on tosin huomioitava se seikka, että talouden rakenteiden poikkeavuuksista johtuen erot eri osavaltioiden venture capital –rahoituksen saatavuudessa ovat huomattavat. Erityisesti Kalifornian ja Massachusettsin innovaatiokeskittymien ympärille on syntynyt merkittävä venture capital -toimiala ja näissä osavaltioissa aikaisen vaiheen pääomarahoituksen saatavuus on siten muita osavaltioita ja Suomea korkeampi.

Pohjoismaiden sisäisessä vertailussa Suomi sijoittuu rahoitusolosuhteiden osalta Islannin jälkeen toiseksi viimeiseksi. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 36)

Lakien ja säännösten osalta Pohjoismainen yrittäjyysympäristö on pääosin kilpailukykyinen verrokkiryhmien kanssa, mutta työvoimasäännösten sekä ansiotuloverotuksen osalta pohjoismaat jäävät selkeästi jälkeen anglosaksisista vertailuryhmistä. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 30)

Pohjoismaiden sisäisessä vertailussa Suomi sijoittuu säädösympäristön osalta kolmanneksi. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 36)

Markkinaolosuhteet ovat tutkimuksen mukaan Pohjoismaissa varsin otolliset yritystoiminnalle. Markkinoiden kansainvälinen suuntaus sekä julkisen vallan osallistuminen ovat pohjoismaissa vertailuryhmän kärkeä. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 31)

Pohjoismaiden sisäisessä vertailussa Suomi sijoittuu markkinaolosuhteiden osalta toiseksi. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 36)

Tutkimustiedon ja teknologian kehittämisessä ja hyödyntämisessä Pohjoismaat ovat tasoissa Japanin ja Korean sekä USA, Kanada, UK –vertailuryhmien kanssa. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 33)

Pohjoismaiden sisäisessä vertailussa Suomi sijoittuu kolmanneksi. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 36)

Yrittäjyyskelpoisuus-osio tutkimuksessa kattaa liiketoiminta- ja yrittäjyyskoulutuksen sekä yhteiskunnan kyvyn houkutella kyvykkäitä maahanmuuttajayrittäjiä. Näistä kohdin löytyvät Pohjoismaiden yrittäjyysympäristön suurimmat heikkoudet. Pohjoismaat häviävät selkeästi molemmissa kohdissa Japania ja Koreaa lukuunottamatta kaikille muille vertailuryhmille. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 34)

Pohjoismaiden sisäisessä vertailussa Suomi sijoittuu yrittäjyyskelpoisuuden osalta toiseksi. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 36)

Yrittäjyyskulttuuri vertailuryhmissä peilaa yrittäjyyskelpoisuuden tuloksia. Pohjoismaiset yritysjohtajat ovat yrittäjähenkisiä ja pohjoismaalaiset riskinsietokykyisiä, mutta yrittäjyyden arvostus yhteiskunnassa ja yrittäjyyden haluttavuus urana ovat pohjoismaissa pahasti jäljessä vertailuryhmiä. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 35)

Pohjoismaiden sisäisessä vertailussa Suomi sijoittuu yrittäjyyskulttuurin osalta toiseksi. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 36)

Kokonaisuudessaan Suomen yrittäjyysympäristö arvioidaan tutkimuksessa Pohjoismaiden parhaaksi ja kaikista OECD-maista kahdeksanneksi parhaaksi. Lisäksi kasvuyrittäjyys on nostettu osaksi Suomen kansallista innovaatiostrategiaa, josta tehdys selonteon eduskunta hyväksyi lokakuussa 2008. Selonteossa linjataan kasvuyritysten toimenpideohjelman seuraavasti:

” Uudistetaan kasvuyrittäjyyttä edistävä rahoitus- ja palvelu-järjestelmä yrittäjä- ja sijoittajalähtöisesti toimivaksi selkeäksi kokonaisuudeksi. Kohdennetaan osa yrityspalveluista ja yrityshautomotoiminnasta valikoidulle joukolle nopeaa kasvua tavoittelevia yrityksiä. Kehitetään kasvuyritysten palvelujärjestelmää kokonaisuutena siten, että julkisten toimijoiden roolit ja tarjoamat muodostavat selkeän kokonaisuuden. Kannustetaan verotuksen keinoin kokeneita pääomasijoittajia ja liiketoimintaosaajia sitoutumaan nopeaa kasvua ja kansainvälistymistä tavoittelevien yritysten kehittämiseen. Edistetään uusilla julkisen ja yksityisen sektorin yhteistoimintamalleilla työeläkeyhtiöiden ja ulkomaisten sijoitusyhtiöiden riskipääoman hakeutumista alkaviin suomalaisiin innovatiivisiin yrityksiin” (TEM 2008)

Näistä lähtökohdista onkin vaikea ymmärtää miksi kasvuyritykset ovat Suomessa varsin harvinaisia (kts 2.4).

### **2.3 Kasvuyritys**

Kasvuyritykset ovat yleinen tutkimuskohde sekä Suomessa että kansainvälisesti. Kasvuyritysten määrää selvitettäessä on asetettava kriteerit, joilla yritys määritellään kasvuyritykseksi. Yleensä kriteerit liittyvät joko yrityksen henkilöstön kasvuun tai liikevaihdon kasvuun. Kansainvälisessä Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestössä (Organisation for Economic Co-operation and Development, vastedes OECD) on yhteistyössä EU:n tilastohallinto Eurostatin kanssa tehty paljon työtä kasvuyritysten saralla. Tämän työn tuloksena kasvuyrityksille on muodostettu ns. OECD/Eurostat –määritelmä.

OECD/Eurostat –määritelmä: Kasvuyrityksen lähtötyöllisyys on vähintään 10 henkeä ja henkilöstön kasvu seuraavana kolmena vuonna keskimäärin yli 20% (Eurostat-OECD 2007. s.62)

Määritelmän alaraja on asetettu kymmeneen työntekijään koska pienemmissä yrityksissä usein yhdenkin henkilön lisäys muodostaa merkittävän prosentuaalisen lisäyksen eikä välttämättä anna oikeaa kuvaa kasvuyritystilanteesta. Toisaalta määritelmä voi myös jättää huomiotta merkittävästi kasvaneita yrityksiä joiden työllisyys tarkastelujakson alussa ei täyttänyt määritelmän kriteerejä.

Toinen usein käytetty kriteeri liittyy liikevaihdon kasvuun. Yksiselitteistä liikevaihdon kasvuun liittyvää kasvuyrityksen määritelmää ei ole, jonka vuoksi eri tutkimuksissa tulokset vaihtelevat riippuen asetetusta kasvukriteeristä.

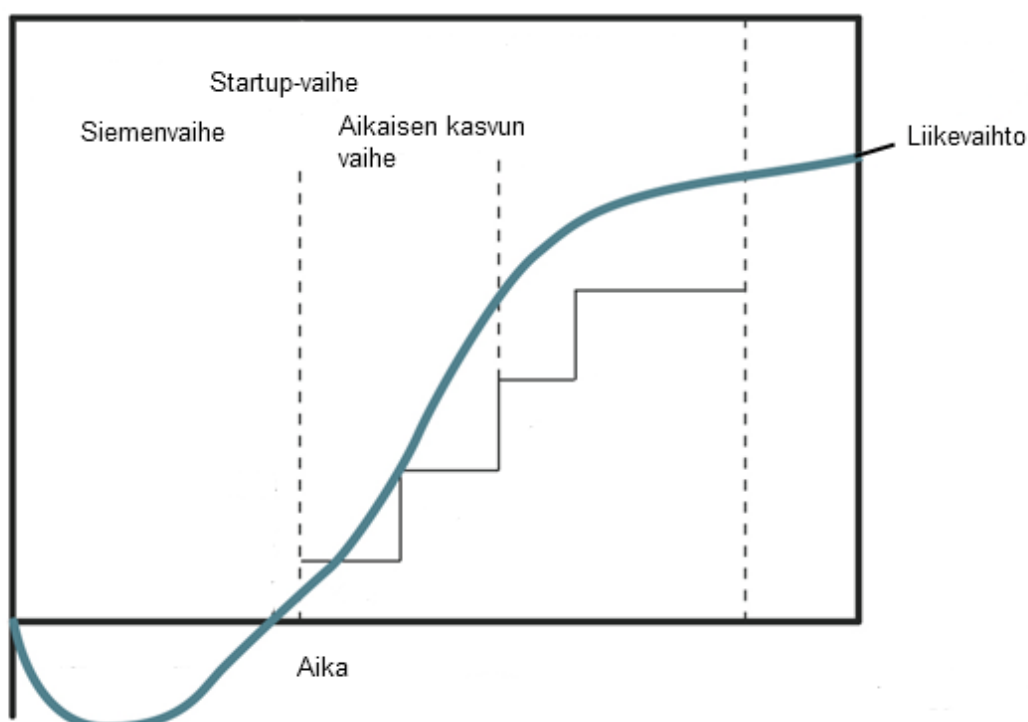
Suomessa tehdyissä tutkimuksissa Työ –ja Elinkeinoministeriö käyttää OECD/Eurostat-määritelmää ja Elinkeinoelämän Keskusliitto liikevaihdon kasvuun liittyvää määritelmää, jonka mukaan kasvuyritys on sellainen yritys, joka kasvatti liikevaihtoaan keskimäärin yli 10% kolmena peräkkäisenä vuonna.

Tässä raportissa kasvuyrityksellä tarkoitetaan OECD/Eurostat –määritelmän mukaista kasvuyritystä jos toisin ei mainita.

## **2.4 Aikaisen vaiheen yritykset**

Yritystoiminnan eri vaiheille ei ole olemassa virallista määritelmää tai nimeämistapaa, mutta yleisesti alalla aikaiseksi yritystoiminnan vaiheeksi lasketaan siemenvaihe (seed stage), startup-vaihe sekä aikaisen kasvun vaihe (early growth stage). Näiden vaiheiden rajat eivät myöskään ole selkeitä, mistä syystä vaiheiden yksityiskohtainen kuvaus on vaikeaa. Suuntaa-antava kuvaus siemen, startup ja aikaisen kasvun vaiheista on kuitenkin mahdollinen.

Yritystoiminnan vaiheita kuvataan usein myös graafisesti ajan ja liikevaihdon koordinaatistossa seuraavasti:



Kuva 1. Yritystoiminnan vaiheet. Lähde: Fiban.fi

Yrityksen perustamisen ensimmäistä vaihetta kutsutaan siemenvaiheeksi. Siemenvaiheessa yritystoimintaa ei ole vielä käynnistetty ja rahoitusta tarvitaan ensisijaisesti tutkimukseen, tuotekehitykseen ja yrityksen alustavaan organisointiin sekä liiketoimintasuunnitelman laatimiseen. Rahoitustarve alle 50 000 euroa.

Käynnistys- eli startup-vaiheessa yritystä voidaan olla perustamassa tai se on toiminut jo lyhyen aikaa. Rahoitusta tarvitaan ensisijassa tuotekehitykseen ja tuotteistukseen sekä tuotteen saamiseksi markkinoille. Rahoitustarve 50 000-500 000 euroa

Aikaisen kasvun vaiheessa yrityksen tuotekehitys on onnistunut ja tuote on markkinoilla. Yritys tarvitsee rahoitusta lähinnä operatiivisen toiminnan kasvuun, tuotannon kasvattamiseen ja myyntiin. Yritys ei tuota riittäviä kassavirtoja nopean kasvun rahoittamiseksi, mistä syystä ulkopuolinen rahoitus on kriittisessä osassa kasvun mahdollistamiseksi. Rahoitustarve 500 000 eurosta ylöspäin.

## 2.5 Kasvuyritykset harvinaisia

Tilastokeskuksen yritysrekisterin mukaan vuonna 2010 Suomessa toimi 318 951 yritystä ja määrä on pysynyt vakaana muutamien viime vuosien ajan. Yritysten kokonaismäärä Suomessa on kansainvälisesti vertailukelpoinen, mutta yrittäjyyttä ja innovaatiotoimintaa kannustavista julkisista toiminnoista huolimatta kasvuyritykset ovat Suomessa varsin harvinaisia.

Työ- ja Elinkeinoministeriön 14.4.2011 julkaisemassa kasvuyrityskatsauksessa havaittiin Suomessa olleen 691 OECD/Eurostat –määritelmän mukaista kasvuyritystä vuosina 2006-2009. Kasvuyritysten määrää arvioitaessa on otettava huomioon se, että OECD/Eurostat –määritelmän ulkopuolelle jää valtaosa Suomessa toimivista yrityksistä. Otannan alussa vuonna 2006 määritelmän ulkopuolelle jääneitä alle kymmenen hengen yrityksiä oli n.182 000 ja otannan aikana aloittaneita, yritysten nykyiseen kokonaismäärään kuuluvia yrityksiä n.124 000. Vuonna 2006 tutkimuskriteerien mukaisia, lähtökohtaisesti kymmenen hengen yrityksiä oli 14 353 kappaletta mikä on alle 7% kaikista vuosina 2006-2009 toimineista yrityksistä. OECD/Eurostat –määritelmän mukaisia kasvuyrityksiä oli siten 4,8% kaikista tutkimuskriteerit täyttäneistä yrityksistä. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2011, 6)

Selvityksessä havaittiin, että kasvuyritykset ovat Suomessa nuorempia kuin muut yritykset. Kasvuyrityksistä alle 5 vuotta vanhoja on 28% ja alle 10 vuotta vanhoja 53%. Muista yrityksistä tarkastelujakson aikana alle 5 vuotta vanhoja oli noin 10% ja alle 10 vuotta vanhoja hieman alle 30%. Työllisten määrällä mitattuna kasvuyritykset ovat usein muita yrityksiä pienempiä. Kasvuyrityksistä 10-19 henkeä työllistäviä oli tutkimuksen mukaan 57% ja alle 50 henkeä työllistäviä yhteensä 84%.(Työ- ja Elinkeinoministeriö 2011, 21)

Kasvuyrityksistä valtaosa toimii Työ- ja Elinkeinoministeriön selvityksen mukaan palvelualoilla. Yhteensä palvelualoilla toimii noin 70% kasvuyrityksistä.

Tietointensiivisillä palvelualoilla toimii kasvuyrityksistä noin joka viides ja muissa palveluissa joka toinen. Korkean teknologian teollisuudessa ja rakennusalaalla kasvuyrityksistä oli noin 10% kummassakin. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2011, 22-23)



Liikevaihdon kasvukriteerillä kasvuyritystilannetta Suomessa on tutkinut Elinkeinoelämän Keskusliitto. Vuonna 2010 julkaistun Kasvun ajurit 6 –selvityksen mukaan vuonna 2008 yli kymmenen prosentin keskimääräiseen vuosittaiseen liikevaihdon kasvuun ylsi 12 000 yritystä eli noin 4,5% koko yrityskannasta alkutuotanto poislukien. Selvityksessä huomioidaan, että vaikka yritysten lukumäärä Suomessa on kasvanut kymmenillä tuhansilla 2000-luvun alusta, ei työnantajayritysten määrä ole muuttunut merkittävästi vaan yritysten lukumäärän kasvu johtuu yksinyrittäjien määrän kasvusta.

Liikevaihdon kasvulla määritellyt kasvuyritykset jakautuvat Suomessa toimialoittain seuraavasti:

- kauppa 18,4%
- liike-elämän palvelut 18,4%
- rakentaminen 16,1%
- teollisuus 12,8%
- liikenne 11,2%
- henkilöpalvelut 8,4%
- sosiaali- ja terveystalvet 6,5%
- muut toimialat 8,3%

(Elinkeinoelämän Keskusliitto 2010, 9)

Kasvuyritysten kokojakaumasta EK:n selvityksessä todetaan, että ”uusien innovatiivisten ”läpimurtoyritysten” ohella Suomessa on pulaa varsinkin kasvuhaluista ja –kykyisistä keskisuurista yrityksistä”. Tämä seikka näkyy konkreettisesti pörssilistautumisten puutteena. Pörssisäätiön tilastojen mukaan vuodesta 2006 vuoteen 2010 Helsingin pörssiin listautui 15 yritystä. Vastaavana ajanjaksona Tukholman pörssiin listautui 146 yritystä. Yhteispohjoismaiselle kasvuyritysten FirstNorth-listalle hakeutui vuosina 2007-2008 Suomesta kolme yritystä kun samaan aikaan Ruotsista ja Norjasta listalle listautui yhteensä 130 kasvuyritystä (Puttonen 2010. s,15)

Kasvuyritysten puute on ollut Suomessa ongelma jo pitkään. Vuonna 2006 yli 250 henkilöä työllistäneistä yrityksistä alle kymmenen vuotta vanhoja oli ainoastaan 1,1%

kun esimerkiksi Yhdysvalloissa osuus oli 20%. Yli 500 henkilöä työllistäneistä yrityksistä alle kymmenen vuotta vanhoja Suomessa oli 2,2%, Yhdysvalloissa 20%. Yli tuhannen työntekijän yrityksistä alle kymmenen vuotta vanhoja oli Suomessa alle prosentti, Yhdysvalloissa vastaavasti 10%. (Pohjoismaiden Neuvosto 2010. 25)

## **2.6 Kasvuyritysten kansantaloudellinen merkitys**

Kasvuyrittäjyyden tukemisen keskeinen rooli kansallisissa talousstrategioissa on helppo ymmärtää tarkastelemalla kasvuyritysten taloudellisia vaikutuksia. Kuten aiemmin todettua, kasvuyrityksen määritelmän vuonna 2009 täytti 4,8% yli kymmenen henkeä vuonna 2006 työllistäneistä yrityksistä. Tuolloin kasvuyritykset työllistivät noin kymmenen prosenttia kaikkien yritysten työllisistä, tuottivat noin seitsemän prosenttia liikevaihdosta ja noin kahdeksan prosenttia jalostusarvosta. Nämä luvut ovat hieman laskeneet talouskriisin seurauksen huippuvuodesta 2007. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2011. 18-19)

Huomattavasti aiempia lukuja suurempi merkitys kasvuyrityksillä on työllisyyden lisäyksessä. Vuosina 2006-2009 yli puolet vähintään kymmenen hengen yrityksistä vähensi työllistensä määrää. Yhteensä työpaikkoja katosi näistä yrityksistä n. 134 000. Samana aikana työllistensä määrää lisänneisiin yrityksiin syntyi 110 000 uutta työpaikkaa, joista määritelmän mukaisiin kasvuyrityksiin hieman yli 51 000. Huomataan, että melkein puolet uusista työpaikoista syntyi 4,8%:ssa yrityksistä. Pienemmissä, määritelmän ulkopuolelle jääneissä, tutkimusjakson alussa alle kymmenen henkeä työllistäneissä kasvuyrityksissä syntyi samana ajanjaksona 46 000 uutta työpaikkaa. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2011. 16)

Innovatiiviset kasvuyritykset vaikuttavat kansantalouteen suotuisasti muutenkin kuin työllisyyden kautta. Menestyvät kasvuyritykset luovat markkinoille kilpailua ja kiihdyttävät talouden rakennemuutosta. Lisääntynyt kilpailu johtaa tuottavuuden parantumiseen ja talouskasvuun, koska kilpailun puristuksessa myös muut yritykset joutuvat innovoimaan ja panostamaan tuottavuutensa kasvattamiseen. Tämä johtaa koko toimialan parempaan kilpailukykyyn kansainvälisillä markkinoilla ja sitä kautta koko kansantalouden korkeampaan suorituskykyyn.

### **3 Pääomalajit ja rahoitusinstrumentit**

Osakeyhtiömuotoisen yrityksen rahoituksen lähteet jaotellaan oman- ja vieraan pääoman ehtoisin instrumentteihin. Omalla pääoman ehtoisuudella tarkoitetaan rahoitusta joka annetaan yhtiön käyttöön pysyvästi, korotta ja joka oikeuttaa voitonjakoon ja osakerahoituksen kyseessä ollen myös äänioikeuteen yhtiökokouksessa. Oma pääoma on yhtiön omistajien rahaa ja on siten konkurssitilanteessa vieraan pääoman ehtoista rahoitusta heikommassa asemassa. Oman pääoman ehtoinen rahoitus on liiketoiminnan alkuvaiheessa usein ainoa rahoitusvaihtoehto johtuen velkarahoituksen saamiseen tarvittavien vakuuksien, kassavirran ja liiketoimintahistorian puutteesta ja korkean riskin aiheuttamasta korkeasta korkotasosta. Lisäksi oman pääoman ehtoisen rahoituksen korottomuus ei aiheuta kustannuksia joten yhtiön tulot ja varallisuus voidaan kohdentaa kokonaisuudessaan liiketoiminnan kehittämiseen.

Vieraan pääoman ehtoisuus tarkoittaa määrääjäksi otettua velkaa, jolle maksetaan ennakkoon sovittu korvaus, joka ei oikeuta päätösvaltaan yrityksessä, jolle on asetettu vakuus ja joka on konkurssitilanteessa etuoikeusasemassa omaan pääomaan nähden. Vieraan pääoman ehtoista rahoitusta on edellämainituista syistä usein saatavilla vasta pitemmälle kehittyneen liiketoiminnan rahoittamiseen.

Oman- ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen rinnalle on noussut omaksi kategoriakseen niinsanottu välirahoitus, joka on yhtiön taseessa alunperin vieraan pääoman ehtoista, mutta joka voi tietyin ehdoin muuttua oman pääoman ehtoiseksi.

#### **3.1 Oman pääoman ehtoinen rahoitus**

Osakeyhtiön oman pääoman ehtoisesta rahoituksesta säädetään Osakeyhtiölaissa. Osakeyhtiön käytössä olevia oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankintamenetelmiä ovat sekä yleinen että suunnattu osakeanti. Osakeyhtiön taseen omaan pääomaan merkitään myös pääomalainat, jotka kuitenkin luokitellaan välirahoitukseksi ja käsitellään luvussa 3.3.

Osakeantia koskevat säädökset löytyvät osakeyhtiölain 9. Luvusta. Osakeannissa yhtiö voi joko laskea liikkeelle uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia omia osakkeitaan. Osakeanti voidaan suorittaa maksuttomana tai maksullisena. (Osakeyhtiölaki. 9.Luku, 1§) Lisärahoituksen hankkimiseen yritykselle soveltuu ainoastaan maksullinen osakeanti.

Yleisessä osakeannissa yhtiön osakkailla on etuoikeus merkitä osakkeita omistusosuksiensa suhteessa. (Osakeyhtiölaki. 9.Luku, 3§) Näinollen yleinen osakeanti yritystoiminnan alkuvaiheessa soveltuu rahoituksen hankintavälineeksi vain silloin kun yhtiön osakkailla on henkilökohtaista varallisuutta sekä halu investoida omaa varallisuuttaan yhtiön liiketoimintaan.

Ulkopuolista pääomaa osakeannilla hankittaessa osakeyhtiölain 9. luvun kolmannessa pykälässä mainitusta osakkaiden etuoikeudesta merkitä annettavat osakkeet voidaan poiketa suorittamalla suunnattu osakeanti mikäli sille on yhtiön kannalta vahvat taloudelliset perusteet. Taloudellisten perusteiden lisäksi suunnatussa annissa on kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän arvon suhteeseen. (Osakeyhtiölaki. 9.Luku, 4§) Esimerkiksi enkeli- ja pääomasijoittajilta saatava rahoitus suoritetaan suunnatulla osakeannilla. Suunnatun osakeannin kohdalla on yrityksen osakkaiden kannalta huomioitava omistusosuuksien diluutio eli laimentuminen uusia osakkeita annettaessa.

Osakeannin suorittamisesta päätetään yhtiökokouksessa. Maksullista osakeantia koskevassa päätöksessä on mainittava annettavien osakkeiden lukumäärä tai enimmäismäärä; kenellä on oikeus merkitä osakkeita ja suunnatun annin kyseessäollessa ne vahvat taloudelliset perusteet joiden pohjalta suunnattu anti suoritetaan; annettavasta osakkeesta maksettava merkintähinta ja perustelut sen määrittämiselle sekä merkittyjen osakkeiden maksuaikataulu. (Osakeyhtiölaki. 9.Luku, 5§)

Rahan lisäksi annettavien osakkeiden merkintähinta voidaan suorittaa muulla omaisuudella, mikäli omaisuuden arvo on vähintään osakkeiden merkintähintaa vastaava. Tällaista omaisuutta kutsutaan apportiomaisuudeksi. Merkintähinnan

maksamisesta apporttiomaisuudella on päätettävä osakenatipäätöksessä ja maksuna käytettävä omaisuus on myös päätöksessä yksilöitävä. (Osakeyhtiölaki. 9. Luku, 12§) Käytännössä alkuvaiheen yritykselle rahoitusta hankittaessa annettavan osakkeen merkintähinta maksetaan rahalla.

Osakeannista saadut varat merkitään yhtiön osakepääoman korotukseksi jollei sitä osakeantipäätöksessä määrätä merkittäväksi sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. (Osakeyhtiölaki. 9. Luku, 6§)

### **3.2 Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus**

Vieras pääoma on ulkopuolisten tahojen yritykseen sijoittamaa varallisuutta, jolle omasta pääomasta poiketen yhtiöllä on takaisinmaksuvelvoite. Vierasta pääomaa yrityksessä voi olla aivan normaalista liiketoiminnasta aiheutuvia eriä, kuten ostovelkaa, mutta rahoituksen hankkimisen kannalta vierasta pääomaa edustavat lähinnä pankeilta, luottolaitoksilta, vakuutusyhtiöiltä sekä julkisilta ja EU-tahoilta saatavat lyhyt- ja pitkäaikaiset lainat.

Yksityisiltä luottolaitoksilta saatavat luotot ovat vakuudellisia, mistä johtuen niiden tuottovaatimus on usein alhaisempi kuin oman pääoman ehtoisen rahoituksen. Lisäksi lainarahoitus ei anna lainanantajalle omistusosuutta yhtiöstä jolloin yhtiön osakkaat eivät kärsi omistusosuutensa diluutiota. Lisäksi vieraan pääoman hankinta on usein nopeampaa ja joustavampaa kuin oman pääoman. Näistä syistä johtuen vakiintuneiden yritysten rahoitusrakenteessa on usein merkittävä vieraan pääoman osuus.

Alkavan vaiheen yrityksillä ei kuitenkaan pääsääntöisesti ole antaa lainan takuuksi reaalivakuuksia, mistä johtuen lainan saamiseksi on asetettava vakuudeksi joko yrityksen osakkaiden henkilökohtaista varallisuutta tai henkilötakauksia tai julkisilta toimijoilta saatavia takauksia. Näistä tekijöistä johtuen merkittävien kasvuinvestointien rahoittaminen yritystoiminnan alkuvaiheessa yksityisten luottolaitosten kautta on Suomessa vaikeaa.

### **3.3 Välirahoitus**

Välirahoituksella tarkoitetaan rahoitusinstrumentteja joilla on sekä oman- että vieraan pääoman ehtoiselle rahoitukselle tyypillisiä ominaisuuksia. Välirahoitus asettuu rahoittajan riskin kannalta osakesijoituksen ja lainarahoituksen väliin, on yritykselle osakepääomasijoitusta edullisempi ja joustavampi vaihtoehto, mutta myös sijoittajan korkeamman riskin takia vieraan pääoman ehtoista kalliimpi rahoitusmuoto. Välirahoituksen instrumentteja aikaisen vaiheen yrityksille ovat mm. pääomalaina ja optiolaina.

#### **3.3.1 Pääomalaina**

Pääomalaina on yhtiön taseeseen omaan pääomaan erilliseksi eräksi merkittävä laina, jonka ominaisuuksista säädetään osakeyhtiölain 12. Luvussa.

Pääomalaina on korollista lainaa, joka on konkurssitilanteessa kaikkia muita velkoja heikommassa asemassa. Pääomalainan vastaanottava yritys ei saa asettaa lainalle vakuutta. Pääomalainan korkoja ja lyhennyksiä maksetaan vain, jos yhtiön vapaan oman pääoman ja kaikkien pääomalainojen määrä ylittää taseeseen kertyneen kumulatiivisen tappion määrän. (Osakeyhtiölaki. 12. Luku, 1§)

Mikäli pääomalainalle kertyviä korkoja ei voida maksaa johtuen edellä mainitun ehdon täyttymättömyydestä, korot siirtyvät maksettavaksi ajankohtana, jolloin yllämainittu ehto täyttyy viimeisimmässä tilinpäätöksessä. (Osakeyhtiölaki. 9. Luku, 2§)

Pääomalaina on yritystoiminnan alkuvaiheen rahoittamiseen hyvin sopiva väline, koska se aiheuttaa korko- ja lyhennyskustannuksia yritykselle vasta silloin, kun yrityksellä on varaa ne maksaa. Pääomalainoja aikaisen vaiheen yrityksille Suomessa myöntävät lähinnä julkiset tahot.

### 3.3.2 Vaihtovelkakirja- eli Optiolaina

Optiolaina on velkainstrumentti, johon on liitetty osakkeiden merkintäoikeuksia lainasumman joko osittain tai kokonaan kattavana vakuutena. Nykyisessä osakeyhtiölaissa vaihtovelkakirjalaina on toteutettu optiojärjestelyllä mutta yleisessä käytössä puhutaan edelleen vaihtovelkakirjalainasta. Lainanantaja saa lainasopimuksessa määritellyin ehdoin halutessaan vaihtaa lainasumman yhtiön osakkeisiin joko kokonaan tai osittain.

Optio-oikeuksien asettamisen vaatimuksena on, suunnatun osakeannin tavoin, yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Optioiden asettamisesta päättää yhtiökokous ja päätöksessä on mainittava seuraavat asiat: osakkeet, joihin optio-oikeus kohdistuu; annetaanko uusia osakkeita vai yhtiön omistamia omia osakkeita; optio-oikeuksien lukumäärä tai enimmäismäärä; optio-oikeuden kohteena olevien osakkeiden merkintähinnat; perustelut optio-oikeuksien antamiselle olevista painavista taloudellisista syistä ja optio-oikeuksien oikeudellinen asema osakeannissa, voitonjaossa, optioiden takaisinostossa ja yritysjärjestelyissä. (Osakeyhtiölaki. 10. Luku, 1,2,3§)

Lainanantajalle optiolaina antaa tavallista lainoittajaa suuremmat vaikutusmahdollisuudet yhtiössä sekä mahdollisuuden hyötyä yrityksen menestyksestä optio-oikeuden kohteena olevien osakkeiden sovitun merkintähinnan ollessa niiden käypää arvoa alhaisempi. Merkintäoikeuksia lainan yhteyteen asettamalla yhtiö saa yleensä lainaa edullisemmilla ehdoilla kuin tavallisen luottolaitoslainan. Lisäksi vaihtovelkakirjalainan voi saada myös silloin kun tavanomaisen luoton saaminen ei ole mahdollista.

## 4 Julkiset rahoitustahot ja kansainvälinen vertailu

Pääomamarkkinat Suomessa ovat viime vuosikymmeninä monipuolistuneet merkittävästi ja uusia rahoitusmuotoja tulee markkinoille jatkuvasti. Yritysten rahoitushankinta onkin usein monista lähteistä koostuva palapeli, joka elää yrityksen kehitysvaiheen mukana uusien rahoitusmuotojen tullessa saataville ja toisten poistuessa valikoimasta. Toimivien pääomamarkkinoiden tulisikin toimia viestijuoksun tavoin jossa viestikapula siirtyy saumattomasti rahoittajalta toiselle ja jossa jokainen osuus on rahoittajalle taloudellisesti kannattava. Näin ei kuitenkaan Suomessa ole, erityisesti yritystoiminnan alkuvaiheessa, jolloin markkinapuutteita paikkaamaan on syntynyt tarve erilaisille julkisille yritystukijärjestelmille.

### 4.1 Julkinen rahoitus

Julkiset yritysrahoittajat ovat siis olemassa markkinaehtoisen rahoituksen puutteita paikatakseen. Puutteita markkinaehtoisessa rahoituksessa luovat erityisesti Suomen markkinoiden pieni koko ja sen aiheuttama toimijoiden vähäinen määrä sekä erityisesti aikaisen vaiheen yritysten kohdalla epätäydellisen informaation vaikutus. Epätäydellinen informaatio, ts. rahoittajille saatavissa olevan tiedon puutteellisuus aiheuttaa erityisesti juuri aloittavien ja nopean kasvun yrityksille ongelmia markkinaehtoisen rahoituksen saamisessa. (Rainio 2009. s.53)

Markkinapuutteiden korjaaminen julkisella rahoituksella kasvuun tähtäävän yritystoiminnan alkuvaiheessa on perusteltua johtuen kasvuyritysten aiemmin todetuista voimakkaista positiivisista vaikutuksista kansantalouden tehokkuuteen ja kasvuun. Ongelmallista on kuitenkin usein se, että julkisilla rahoittajilla ei ole käytössään yhtään enempiä markkinatietoa kuin yksityisillä toimijoilla, jolloin myös julkiset rahoitustuet myönnetään epätäydellisen informaation tilanteessa. Julkisen tuen myöntäminen yritykselle jonka toiminta muuten olisi elinkelvotonta ei ole perusteltua, minkä vuoksi julkista rahoitusta hakevien yritysten on läpäistävä tiettyjä ehtoja rahoituksen saamiseksi. (Rainio. 2009. s.53)



Julkista yritystoiminnan tukea säädellään sekä Euroopan Unionin laeilla että maailman kauppajärjestö WTO:n säännöksillä. Yritystueksi lasketaan sellainen rahoitus, jota annetaan markkinaehtoista rahoitusta edullisemmin valikoivasti, joka vääristää tai voi vääristää kilpailua ja joka vaikuttaa valtioiden väliseen kauppaan. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2012. s.10)

Julkisia yritystukia koskeva yleisperiaate on että ne ovat kiellettyjä. Periaatekieltoon on kuitenkin EU-komission taholta asetettu useita poikkeuksia. Poikkeuksella sallittuja tukia ovat mm. alueellinen tuki, vastaperustetun yrityksen tuki, pk-yritysten investointituki, vientiluotot, naisyrittäjien tuki, ympäristön suojeluun liittyvät tuet, riskipääoman muodossa annettava tuki ja innovaatiotoimintaan myönnettävä tuki. Kaikki valtioiden yritystukimekanismit on hyväksyttävä EU-komissiolla ennen toimeenpanoa. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2012. s,11-12)

## **4.2 Julkiset rahoituslaitokset**

Yritystoimintaa tukemaan ja rahoittamaan on Suomessa luotu useita toimijoita. Vuonna 2011 valtion tukea yrityksille myönnettiin 1234 miljoonaa euroa, minkä lisäksi valtio ja kunnat tuottivat yrityspalveluita yhteensä noin 350 miljoonan euron arvosta. (Työ- ja Elinkeinoministeriö 2012. s,12-13) Yritystukien kokonaissummasta 112 miljoonaa euroa rahoitettiin Euroopan Aluekehitysrahaston rahoituksella.

Läheskään kaikki yritystuet eivät suuntaudu aikaisen vaiheen yrityksille eivätkä kaikki julkiset tukiorganisaatiot tarjoa rahoitusta näille yrityksille. Seuraavassa esitellään lyhyesti merkittävimmät aikaisen vaiheen yritysten tukiorganisaatiot ja tukimuodot.

### **4.2.1 Tekes**

Teknologian ja innovaatioiden kehittämisskeskus Tekes on merkittävin Suomessa toimiva innovaatioyritysten julkinen rahoittaja. Tekes rahoittaa tutkimus ja kehitys – projekteja joiden tavoitteena on kansainvälinen tuote- tai palveluliiketoiminta. Tekesin tukea tutkimus- ja kehityshankkeisiin voivat hakea kaikenkokoiset yritykset ja Tekes osallistuu projektin kustannuksiin vaihtelevalla osuudella riippuen hankkeen uutuusarvosta ja ennakoitujen markkinoiden ajallisesta kaukaisuudesta. Tekesin

rahoitus pienille yrityksille on joko 35 tai 50 prosenttia suoraa avustusta tai 70 prosenttia vakuudetonta lainaa hankkeen kokonaiskustannuksesta. Rahoitusta voidaan myöntää myös avustuksen ja lainan yhdistelmänä. Tukea saadakseen yrityksen on osoitettava kyky rahoittaa oma osuutensa hankkeen kustannuksista. (www.tekes.fi)

Vuonna 2011 Tekes rahoitti innovaatiotoimintaa Suomessa yhteensä 610 miljoonalla eurolla josta 349 miljoonaa kohdistui yritysten kehityshankkeisiin. Uusia rahoitusta saaneita yrityksiä oli 1260 ja yhteensä Tekesin tukea sai 2219 yritystä. (Tekes 2012. s.7)

Vuonna 2011 Tekes lisäsi nuorten, Tekesin määritelmän mukaan alle kuusi vuotta vanhojen, yritysten rahoitusta merkittäväsi. Näiden yritysten t&k-hankkeiden rahoitukseen Tekes osallistui 112 miljoonalla eurolla ja rahoitusta sai 420 yritystä. (Tekes 2012. s.10)

Tutkimus- ja kehityshankkeiden lisäksi Tekesillä on erityisesti aikaisen vaiheen kasvuhakuisille innovaatioyrityksille suunnattu ohjelma, jonka kautta Tekes rahoittaa myös liiketoimintakonseptin kehittämistä, liiketoiminnan kasvua ja kansainvälistymistä.

Siemenvaiheessa yritys voi hakea Tekes-tukea liiketoimintasuunnitelman laatimiseen ja syventämiseen. Rahoituksen avulla alkava yritys voi suorittaa huomattavasti kattavampia markkina- ja kilpailija-analyysyjä sekä kasvuun ja kansainvälistymiseen liittyviä selvityksiä, joiden avulla yritys pystyy paremmin suuntaamaan liiketoimintaansa ja pienentämään riskejä. (www.tekes.fi) Kattava liiketoimintasuunnitelma myös pienentää epätäydellisen informaation ongelmaa ja helpottaa markkinaehtoisen rahoituksen saamista. Tekes osallistuu siemenvaiheen rahoitukseen 75%:lla hyväksyttävistä kustannuksista, kuitenkin enintään 50 000 eurolla. Liiketoiminnan käynnistyttyä ja yrityksen pystyessä todistamaan liiketoimintamallinsa kannattavuuden on yrityksellä mahdollista hakea kasvurahoitusta Tekesin kautta. Tekes osallistuu kasvuhankkeeseen jälleen 75% osuudella 250 000 euroon asti. (www.tekes.fi)

Vuonna 2011 nuorten innovatiivisten kasvuyritysten NIY-ohjelmaan valittuja 130 yritystä Tekes rahoitti 49 miljoonalla eurolla. Ohjelma on osoittautunut menestyksekkääksi sillä vuonna 2010 tehdyn katsauksen mukaan ohjelman kautta rahoitettujen yritysten yhteenlaskettu liikevaihto nousi neljässä vuodessa 10 miljoonasta

eurosta 250 miljoonaan euroon ja samalla yritysten henkilöstön määrä kuusinkertaistui 1200 henkilöön. (Tekes 2012)

#### **4.2.2 Finnvera**

Finnvera Oy on valtion omistama julkinen osakeyhtiö, joka rahoittaa yritystoimintaa Suomessa lainoin, lainatakauksin, vientitakauksin sekä tytäryhtiöidensä kautta pääomasijoituksin. Lisäksi Finnvera tekee yhteistyötä suomalaisen enkelisijoittajaverkoston kanssa. Finnveran kautta on mahdollista hakea rahoitusta myös suoraan enkelisijoittajina toimivilta yksityishenkilöiltä.

Aikaisen vaiheen yrityksille ja yrittäjille Finnvera myöntää lainaa yrityksen oman pääoman riittävyyden takaamiseksi yrittäjän henkilökohtaisella lainalla sekä investointien rahoittamiseksi ja kasvun aiheuttaman käyttöpääomavajeen täyttämiseksi yrityslainoilla. Tekesin tapaan myös Finnvera voi lainoittaa pk-yritysten kehittämishankkeita osallistumalla hankkeen kustannuksiin 75% osuudella 400 000 euroon asti, mutta Tekesin tuesta poiketen kehittämishankkeita voivat olla t&k – hankkeiden lisäksi myös muut liiketoimintaedellytyksiä parantavat hankkeet ([www.finnvera.fi](http://www.finnvera.fi)). Valtio-omisteisena yrityksenä Finnvera pystyy ottamaan yksityisiä lainoittajia suurempia riskejä ja näin ollen aikaisen vaiheen yritys voi saada lainaa edullisemmin ehdoin kuin muuten olisi mahdollista. Finnvera välittää lisäksi Euroopan aluekehitysrahaston korkotukea lainoilleen.

Yksityisiltä luotonantajilta haettavaan lainarahoitukseen on mahdollista saada Finnveralta takaus, jolla Finnvera takaa osan luoton määrästä. Alkuvaiheessa yrityksillä usein ei ole riittäviä vakuuksia pankkilainan saamiseksi jolloin Finnveran takaus mahdollistaa luoton saamisen. Aikaisen vaiheen yrityksille hyödyllinen on erityisesti Finnveran pientakaus, jossa yritys jättää lainahakemuksen pankille, joka arvioi yrityksen toimintaedellytykset ja vakuuksiin liittyvät riskit ennen rahoituksen myöntämistä, jonka jälkeen pankki hakee pientakausta Finnverasta yrittäjän puolesta. ([www.finnvera.fi](http://www.finnvera.fi))

Finnveraan on myös keskitetty julkisen sektorin pääomasijoitustoimintaa. Tytäryhtiö Aloituserahasto Veran kautta Finnvera tekee suoria sijoituksia alkuvaiheen

teknologiyhtiöihin sekä teknologiaintensiivisiin tai innovatiivisiin palveluyhtiöihin. Toisen tytäryhtiön, Veraventuren Oy:n, kautta Finnvera sijoittaa rahastojen rahasto – toimintamallin mukaisesti 14 alueelliseen pääomasijoitusrahastoon sekä yhteen Vigo-yrittäjäkehittämöohjelman yhteyteen perustettuun rahastoon. (Finnvera 2012. s.52) Nämä alueelliset rahastot eivät kuitenkaan sijoita aikaisen vaiheen kasvuyrityksiin, vaan niiden kohteena ovat alueellisesti tärkeät yritysjärjestelyt ja sukupolvenvaihdokset, joten niiden merkitys on vähäinen tämän raportin kannalta. Vigo-yrittäjäkehittämöohjelmaa käsitellään myöhemmin luvussa. (Puttonen 2010. s.35)

Aloitusrahasto Veran kautta Finnvera teki vuonna 2011 suoria pääomasijoituksia aikaisen vaiheen yrityksiin 73 kappaletta, joista ensisijoituksia oli 17 ja jatkosijoituksia 56 kappaletta. Yhteensä sijoitettu pääoma oli 15 miljoonaa euroa joista ensisijoituksiin kuusi ja jatkosijoituksiin yhdeksän miljoonaa. (Finnvera 2012. s.53) Yhteensä Aloitusrahasto Veralla on tällä hetkellä sijoituksia 104 yrityksessä.

Kokonaisuudessaan Finnvera rahoitti 3397 yrityksen perustamista vuonna 2011, mikä vastaa n. 10% kaikista Suomeen perustettavista yrityksistä.

#### **4.2.3 ELY-Keskukset**

Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskukset eli ELY-keskukset ovat työ- ja elinkeinoministeriön alaisia alueellisia julkisia toimijoita, jotka tukevat yritysten perustamista ja kehittämistä tarjoamalla erilaisia neuvonta- ja kehittämispalveluja sekä rahoitusta. ELY-keskukset toimivat Teknologian ja innovaatioiden kehittämiskeskus Tekesin rahoituspalveluiden välittäjinä toimialueillaan ja saavat toimintaansa EU-rahoitusta Euroopan Aluekehitysrahaston kautta.

Aikaisen vaiheen yritystoimintaan ELY-keskukset myöntävät pieniä määriä avustuslountoista valmistelurahoitusta haasteellisten tutkimus- ja kehittämishankkeiden valmisteluun sekä yrityksen kehittämisavustusta yrityksen pitkän aikavälin kilpailukykyä parantaviin hankkeisiin.

Yritysten kehittämisavustusta voi hakea sekä aineellisten että aineettomien investointien rahoittamiseen, yrityksen liiketoimintaosaamisen, kansainvälistymisen sekä tuotteiden ja tuotantomenetelmien kehittämiseen, yrityksen perustamis- ja toimintaedellytysten selvittämiseen sekä muihin niihin rinnastettavaan yritystoiminnan merkittävään kehittämiseen. Aluepoliittisena toimijana ELY-keskusten rahoitusosuus yritysten kehityshankkeista vaihtelee Suomessa alueittain EU-säännösten sekä aluekehittämislain perusteella sekä yrityksen koon mukaan 10-35% välillä. ([www.ely-keskus.fi](http://www.ely-keskus.fi))

#### **4.2.4 Suomen Teollisuussijoitus Oy**

Suomen Teollisuussijoitus Oy on Finnveran ohella toinen valtion pääomasijoitusyhtiöistä. Finnveran tavoin Suomen Teollisuussijoitus tekee sekä suoria pääomasijoituksia yrityksiin että sijoituksia pääomarahastoihin. Suomen Teollisuussijoituksen toiminnan tavoitteena on paitsi lisätä riskirahoituksen tarjontaa kasvuyrityksille, myös edistää pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymistä Suomessa.

Suomen Teollisuussijoitus tekee Finnverasta poiketen suoria pääomasijoituksia vain yhteistyössä yksityisten toimijoiden kanssa alle 50% sijoitusosuudella ja keskittyy yritysten kasvu- ja kansainvälistymisvaiheiden rahoitukseen. Vuosina 2004-2007 Suomen Teollisuussijoitus toimi myös aikaisen vaiheen yritysten rahoittajana erityisen siemenrahoitusohjelman puitteissa jolloin Suomen Teollisuussijoitus sijoitti yhteensä 50 miljoonaa euroa sataan alkuvaiheen yritykseen. Vuoden 2007 jälkeen ohjelmaa ei kuitenkaan jatkettu ja Suomen Teollisuussijoitus toimii alkuvaiheen yritysten rahoittajana vain pääomarahastosijoittajan ominaisuudessa.

Kokonaisuudessaan Suomen Teollisuussijoitus sijoittaa vuosittain keskimäärin sata miljoonaa euroa jakautuen puoliksi suoriin pääomasijoituksiin ja rahastosijoituksiin. Vuonna 2011 Teollisuussijoituksen rahoitusta on saanut suoraan tai välillisesti pääomarahastojen kautta vuoden 2011 lopussa 486 toimivaa yritystä. (Suomen Teollisuussijoitus Oy 2012. s.6) Sijoituksia Suomen Teollisuussijoituksella on tällä hetkellä 83 rahastossa ja 70 yrityksessä. ([www.teollisuussijoitus.fi](http://www.teollisuussijoitus.fi))

### 4.3 Julkisen rahoitusjärjestelmän toimivuus ja vaikuttavuus

Julkisten tukijärjestelmien toimivuutta arvioitaessa on lähtökohdaksi otettava kyseisten järjestelmien olemassaolon perusteet. Kuten aiemmin todettua, julkinen yritystuki on olemassa markkinahintaisen rahoituksen markkinapuutteiden korjaamiseksi. Näitä puutteita Suomen osalta on erityisesti aikaisen vaiheen yritysrahoituksen saatavuudessa.

Työ- ja Elinkeinoministeriön Heinäkuussa 2011 julkaistussa Yritystukien vaikuttavuus –tutkimushankkeen yhteenvedossa on Tilastokeskuksen ylläpitämän yritystukitilaston avulla pyritty tutkimaan julkisen tuen vaikutuksia. Raportissa todetaan että nuoret yritykset sekä hakevat että saavat tukea todennäköisemmin kuin vanhat, mikä antaisi olettaa tukijärjestelmien toimivan toivotusti. Raportissa kuitenkin todetaan julkisten tukiorganisaatioiden suosivan suuria, vakiintuneita yrityksiä ja suurten yritysten pysyvän yritystukien piirissä jatkuvasti, mikä ei vastaa väliaikaisiksi tarkoitettujen yritystukien perustetta markkinapuutteen korjaamisesta. (Koski, Ylä-Anttila 2011, s.6)

Raportissa tutkittiin erityisesti Finnveran ja Tekesin tuensaajia ja havaittiin, että molemmilla organisaatioilla oli merkittävä määrä niinsanottuja kanta-asiakkaita, jotka vuodesta toiseen saivat tukia ja avustuksia riippumatta siitä onko yrityksellä mahdollisuus rahoittaa toimintaansa muuten. (Koski, Ylä-Anttila 2011.s.7)

Katsaus Tekesin vuoden 2011 maksamiin tukiin tukee raportin havaintoja. Suurimmat, yli kahden miljoonan euron tuet saivat seuraavat yhdeksän yritystä:

Taulukko 1. Lähde:Tekes

Tuensaaja	Tukisumma
Nokia Oyj	10 226 399 €
Kemira Oyj	6 026 945 €
Nokia Siemens Networks Oy	5 530 685 €
Stora Enso Oyj	5 130 784 €
UPM-Kymmene Oyj	4 767 988 €
Neste Oil Oyj	4 328 068 €
Wärtsilä Finland Oy	3 663 232 €
STX Finland Oy	3 186 399 €
Metso Paper Oy	2 304 445 €

Vaikka on perusteltua olettaa, että kyseisissä suuryrityksissä suoritetaan Tekesin tukiehdot täyttäviä tutkimus ja kehitysprojekteja, ei tämän käytännön voida mielestäni katsoa vastaavan yritystukien yleisiä periaatteita. Lisäksi tutkimus- ja kehitystukien jakaminen suuryrityksille aiheuttaa tukiresurssien kohdentumista epätehokkaasti. Jatkuvasti yritystukia tarvitseva yritys ei kuulu markkinatalouteen ja tuen antaminen kannattamattomille tai kilpailukyvyttömille yrityksille ja toimialoille vääristää kilpailua, jähmettää talouden rakenteita ja aiheuttaa pääoman epätehokkuutta.

Julkisten yritystukien vaikuttavuuden tutkimista vaikeuttavat merkittävästi Työ- ja Elinkeinoministeriön raportin mukaan seuraavat seikat:

- Tuetun yrityksen kehitystä ilman tukia on mahdoton tutkia eikä kahta täysin samanlaista yritystä ole vertailututkimusta varten
- Tukien allokointi ei ole satunnaista vaan potentiaalisimmat yritykset saavat enemmän tukia jolloin suora vertaus tukia saaneiden ja saamattomien välillä ei anna oikeaa kuvaa
- Innovaatiotukien yhteiskuntaa hyödyttävien ulkoisvaikutusten arviointi on erittäin vaikeaa
- Tukien mahdollisia markkinoiden toimintaa haittaavia tai vääristäviä vaikutuksia on vaikea arvioida.

Kahta viimeistä kohtaa ei Työ- ja Elinkeinoministeriön tutkimusprojektissa edes yritetty arvioida. (Koski, Ylä-Anttila 2011.s.8)

Tukijärjestelmien vaikuttavuutta mitattiin erityisesti työllisyyden kasvulla tukia saaneissa yrityksissä. Tutkimusaineiston perusteella yritystuilla havaittiin olevan positiivinen vaikutus lyhyellä aikavälillä työllisyyden kasvuun. Tutkimus- ja kehitystukien osalta positiivinen vaikutus kesti vuoden tukien saamisen jälkeen, muiden tukien kohdalla positiivinen vaikutus oli havaittavissa vielä kolme vuotta tuen saamisen jälkeen, josta eteenpäin tukea saaneiden ja tuetta jääneiden yritysten työllisyyden kasvuerot tasoittuivat. (Koski, Ylä-Anttila 2011.s.7-8) Työllisyyden kasvulla mitattuna voidaan siis todeta julkisten tukijärjestelmien edistävän kasvuyritysten syntyä, vaikka tukiresurssien kohdentamisessa havittiinkin ongelmakohtia. Yritystukien vaikutuksen arvioinnin vaikeudesta on kuitenkin syytä huomata, että Yritystukien vaikuttavuus – tutkimusprojektissa laadittujen kuuden tutkimusraportin perusteella saatiin vain suuntaa antavia havaintoja.

#### 4.4 Julkisia tukijärjestelmiä kohtaan esitetty kritiikki

Vaikka julkinen yritystukijärjestelmä näyttäisi tutkimusten mukaan tuottavan suotuisia vaikutuksia yritystoiminnalle ja kansantaloudelle, on sitä kohtaan myös esitetty kritiikkiä.

Valtiovarainministeriön vuonna 2009 julkaisema raportti ”Kasvuyritysten toimintaedellytysten parantaminen ja rahoituksen tehostaminen” nostaa esiin huolen siitä, että julkinen rahoitus ei aina perustu markkinoiden hintamekanismien toimintaan, jolloin suuri julkinen rahoitus voi syrjäyttää yksityistä markkinaehtoista rahoitusta ja siten hidastaa pääomamarkkinoiden kehitystä (Valtiovarainministeriö 2009. s.54). Aalto-yliopiston rahoituksen professori Vesa Puttonen menee Työ- ja Elinkeinoministeriölle tekemässään selvityksessä ”Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmän kehittäminen” vielä pitemmälle. Puttonen toteaa selvityksessään, ettei kasvuyrittämisen tukemiseen tarvita enempää rahaa ja että on hyvin todennäköistä että julkinen tuki osin jo syrjäyttää yksityisten markkinoiden toimintaa. (Puttonen 2010. s.36)

Toinen kritiikin aihe koskee yritystukijärjestelmien sekavuutta ja hajanaisuutta. Yritystukia tarjoaa kriitikoiden mielestä liian monta tahoa, tukimuotoja on liian paljon ja ne sisältävät paljon päällekkäisyyksiä. Sekavuuden takia yritys tai yrittäjä ei välttämättä osaa etsiä oikeaa rahoittajatahoa yrityksensä tarpeisiin, eri järjestelmien pyörittämiseen vaadittava hallintokoneisto kuluttaa resursseja ja reagoi hitaasti olosuhdemuutoksiin kansantaloudessa. Selvityksessään professori Puttonen yhtyy kritiikkiin. Hänen mukaansa tukiorganisaatioiden jatkuvasti muuttuvat tehtävät, jatkuva uusien tukimuotojen ja –instrumenttien lanseeraus sekä alueellisten palvelu- ja rahoitusverkostojen kirjavuus aiheuttavat yrityskentässä sekaannusta ja hämmennystä. Ratkaisuksi Puttonen esittää tehtävien selkeämpää jakamista organisaatioiden kesken. Lainarahoituksesta vastaisi yksin Finnvera, vastikkeettomista tuista Tekes, pääomarahastosijoituksista Suomen Teollisuusijoitus ja suorista pääomasijoituksista Aloitusrahoitus Vera. (Puttonen 2012. s.56)



Yritystukien mahdollisen liiallisuuden lisäksi epätehokkuutta järjestelmissä aiheuttaa yritystukien käyttö aluepolitiikan välineenä, mikä jäykistää yrityskentän rakennetta ja aiheuttaa tukiresurssien kohdentumista liiketoimintapotentiaalin sijaan toimipaikan perusteella.

#### **4.5 Julkinen yritystuki kansainvälisessä vertailussa**

Kuten aiemmin todettua, julkisia yritystukia Suomessa säädellään EU-komission taholta. On siten perusteltua suorittaa yritystukivertailua muihin EU-maihin, koska EU:n ulkopuolisiin maihin vertailu ei säännösten erilaisuudesta johtuen tuota vertailukelpoisia tuloksia.

EU-komissio on vuodesta 2001 lähtien julkaissut State aid scoreboard –julkaisua, johon kootaan kaikki EU-maiden myöntämät tuet sektoreittain. Yleiset tukitoimet jotka eivät suosi tiettyjä yrityksiä tai toimialoja ja jotka eivät vaikuta kansainväliseen kauppaan tai kilpailuun eivät ole mukana tuloksissa, mistä johtuen ilmoitetut tukisummat ovat pienempiä kuin Työ- ja elinkeinoministeriön ilmoittamat, mutta koska rajoitukset ovat samat kaikille jäsenmaille ovat tulokset silti vertailukelpoisia. Tulosten vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi raportissa on myös eroteltu joidenkin jäsenmaiden rahoitussektoreilleen myöntämät poikkeukselliset tuet. (EU-komissio 2011b. s,5-6)

Suurista maatalouden tuista johtuen Suomen myöntämät julkiset tuet asettuvat selkeästi EU-maiden keskiarvon yläpuolelle ollen 1,1% bruttokansantuotteesta EU-maiden keskiarvon ollessa 0,6% bkt:sta. Teollisuudelle ja palvelualoille myönnettävissä tuissa Suomen myöntämät tuet, 0,3% bkt:sta, jäävät kuitenkin alle EU-keskiarvon, joka on 0,5% bkt:sta.

EU-komissio on säännöksillään pyrkinyt ohjaamaan jäsenmaiden myöntämiä tukia yksittäisiä toimialoja suosivista tuista, Suomessa esimerkiksi telakkatuista, niinsanottuihin vaakatason tavoitteisiin (Horizontal objectives). Vaakatason tavoitteilla tarkoitetaan kaikille EU-maille yhteisiä tavoitteita, joita tukemalla pyritään parantamaan koko EU-alueen pitkän tähtäimen hyvinvointia ja kilpailukykyä. Tällaisia vaakatason tukikohteita ovat ympäristö ja energiatehokkuus, alueellinen kehittäminen, tutkimus,

kehitys ja innovaatio, riskipääoma, pienet ja keskisuuret yritykset, koulutus, työllistäminen, kulttuuri, perintökohteiden suojelu, viennin kehittäminen ja kansainvälistyminen sekä yksittäisten kuluttajien sosiaalinen tuki. Viimeisimmän julkaistun raportin mukaan vuonna 2010 koko EU-alueen myöntämistä tuista 85% on suunnattu näihin tavoitteisiin. (EU-komissio 2011b. s,63)

Vaakatason tukikohteista kasvua tavoittelevan aikaisen vaiheen yrityksen kohdalla kyseeseen tulevat lähinnä tukimus, kehitys ja innovaatio, riskipääoma, pienet ja keskisuuret yritykset, työllistäminen sekä viennin kehittäminen ja kansainvälistyminen.

#### **4.5.1 Julkisten tukien painotukset Euroopassa**

Julkisten tukien painotukset eri vaakatason tavoitteisiin teollisuus- ja palvelualoilla kuvaavat hyvin EU-maiden poikkeavia olosuhteita.

Ympäristöä suojeleviin ja energiatehokkuutta lisääviin hankkeisiin Suomen myöntämistä tuista kohdistui 40% vuonna 2010, mikä on noin 16 prosenttiyksikköä EU-keskiarvoa korkeampi. Tilastosta voidaan havaita, että tämän kategorian tuet ovat huomattavasti suuremmissa painossa EU-alueen kehittyneemmissä talouksissa, poislukien Ranska. Itä- ja Etelä-Euroopan maissa julkiset tuet tämän kategorian hankkeisiin ovat huomattavasti vähäisempiä. (EU-komissio 2011b. s,63)

Alueellisen kehittämisen tuet ovat Suomessa 6% myönnettyjen tukien kokonaismäärästä ja siten huomattavasti EU-keskiarvon 24,3% alapuolella. Tulos on helppo ymmärtää kun ottaa huomioon aluekehittämistukien piirissä olevien alueiden sijaitsevan lähinnä Itä- ja Pohjois-Suomessa harvaanasutuilla seuduilla, joissa teollisuudelle ja palvelualoille myönnettävät tuet ovat pieniä verrattuna maa- ja metsätaloudelle myönnettäviin tukiin. (EU-komissio 2011b. s,63)

Tutkimus-, kehitys- ja innovaatio toiminnalle myönnettyt tuet olivat 31% Suomen myöntämistä tuista, mikä on lähes kaksinkertainen EU-maiden keskiarvoon nähden. Myös tämän tukikategorian kohdalla voidaan havaita ero kehittyneempien EU-talouksien ja vähemmän kehittyneiden talouksien välillä. Poikkeuksen sääntöön tekee

Ruotsi, jonka myöntämistä tuista ainoastaan 4% suuntautui tähän kategoriaan. (EU-komissio 2011b. s,63)

Riskipääomamarkkinoiden kehittämiseen suunnatut julkiset tuet muodostavat 2% kokonaissummasta ja ovat EU-tasolla harvinaisia. Suomen lisäksi ainoastaan Viro, Irlanti, Kreikka, Itävalta ja Puola myöntävät tukia riskipääomamarkkinoiden kehittämiseen. (EU-komissio 2011b. s,63)

Pienille ja keskisuurille yrityksille myönnetyt tuet muodostivat 4% Suomen kokonaisuudessaan myöntämistä yritystuista. Määrä on lähellä EU-keskiarvoa ja merkittävästi Suomea enemmän PK-yrityksiä tukevat vain Belgia, Kreikka, Italia ja Luxemburg. (EU-komissio 2011. s,63) PK-yrityksille myönnettävät tuet ovat koko euroopan tasolla laskeneet merkittävästi viime vuosina. Vuosina 2005-2010 PK-yrityksille myönnetyt tuet laskivat kuudesta miljardista eurosta 3,4 miljardiin euroon EU-alueella. (EU-komissio 2011b. s,15)

Työllistämistukia Suomen myöntämistä tuista on 6%, mikä on hieman EU-keskiarvoa korkeampi. Tätä keskiarvoa kuitenkin nostaa Tanskan merkittävä valtiollinen fokus työvoiman uudelleentyöllistymiseen. Tanskan myöntämistä julkisista tuista peräti 67% suuntautuu tähän kategoriaan. Noin puolet EU-maista tukee työllistämistä hyvin vähän tai ei ollenkaan. (EU-komissio 2011b. s,63)

Suomi on Italian kanssa ainoa maa, joka tukee viennin kehittämistä ja yritysten kansainvälistymistä julkisin varoin. Tämän kategorian tuki muodostaa 5% kaikista myönnettyistä tuista (EU-komissio 2011b. s,63). On kuitenkin syytä huomioida, että julkisorganisaatioiden tarjoamia vientitakauksia ei EU-komission selvityksessä laskettu yritystueksi.

#### **4.5.2 Suomi vs. Ruotsi**

Julkisen sektorin tukien osuutta teollisuus- ja palvelualojen toiminnassa tarkastellessa on perusteltua valita vertailukohteeksi läntinen naapurimaamme Ruotsi. Maat jakavat pitkälle samankaltaisen yhteiskuntakulttuurin ja rakenteen, molemmat taloudet ovat

voimakkaasti vientivetoisia ja molemmissa maissa talouskasvua pyritään rakentamaan teknologiavetoisesti, mistä kertoo maiden sijoittuminen vuodesta toiseen kärkikolmikkoon tutkimus- ja kehityspanoksissa suhteessa bruttokansantuotteeseen yhdessä Israelin kanssa. (Maailmanpankki) Näistä yhtäläisyyksistä huolimatta julkisen sektorin tuessa yritystoiminnalle on hyvin merkittäviä eroja maiden välillä.

Kokonaisuudessaan Ruotsin valtion vuonna 2010 myöntämät tuet teollisuudelle ja palvelualoille olivat 0,76% bkt:sta ollen siten yli kaksinkertaiset Suomeen verrattuna. Suomesta poiketen Ruotsi kuitenkin myöntää tukia hyvin rajoitettuihin hankkeisiin. Kaikista julkisista tuista Ruotsissa peräti 86%, n.2,3 miljardia euroa, kohdistui vuonna 2010 ympäristönsuojelu- ja energiansäästöhankeisiin muiden tukikohteiden jäädessä selkeästi Suomea matalammalle tasolle alueellisia tukia lukuunottamatta. (EU-komissio 2011. s,99, Tillväxtanalys 2011. s,11).

Tutkimus- kehitys- ja innovaatiotoimintaan suuntautuvat tuet olivat vuonna 2010 suuruudeltaan Suomessa 0,13% Bkt:sta, Ruotsissa n.0,03%. Aluetukien kohdalla vastaavat luvut olivat Suomessa 0,02%, Ruotsissa 0,03%. Työllistämistukien osuus vuonna 2010 oli Suomessa 0,03% bkt:sta kun se Ruotsissa oli häviävän pieni, euromääräisesti alle kymmenesosa Suomen vastaavasta. Pienten ja keskisuurten yritysten tukien kohdalla tilanne on samanlainen, Ruotsissa tuet ovat olemattoman pieniä Suomeen verrattuna sekä euromääräisesti, että suhteessa bruttokansantuotteeseen (EU-komissio 2011b. s,98-99, Tillväxtanalys 2011. s,11). Ruotsi ei myöskään aiemmin todetusti tue vientiä ja yritysten kansainvälistymistä julkisin varoin, toisin kuin Suomi.

Eroja valtioiden välisissä tukipainotuksissa voidaan selittää sekä toisistaan erottuvilla politiikkapainotuksilla, kulttuurieroilla että pääomamarkkinoiden toisistaan eroavilla kehittyemisasteilla.

2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä Ruotsin poliittinen johto on painottanut kestävän kehityksen ja ympäristöystävällisen teknologian ja näihin liittyvän osaamisen merkitystä liiketoiminnan kilpailuetujen luomisessa ja siten tulevan talouskasvun ajurina, mikä selittää korkeat tukipanostukset tälle liiketoimintasektorille. (Tillväxtanalys 2011. s,12)

Suomen ja Ruotsin väliset erot julkisen tuen määrässä tutkimus- ja kehitysprojekteihin, pienille ja keskisuurille yrityksille sekä yritysten kansainvälistymiseen selittyvät parhaiten tarkastelemalla maiden pääomamarkkinoita sekä kulttuurieroja kansainvälisessä toiminnassa.

Aalto-yliopiston rahoituksen professori Vesa Puttosen mukaan Suomen talouselämää ja yhteiskuntaa leimaa laajemminkin kansainvälisyyden vähyys. Ilmainen, korkeatasoinen koulutus houkuttelee Suomeen ulkomaisia opiskelijoita, joille valmistumisen jälkeen ei kuitenkaan usein ole yhteiskunnassa tarvetta. Vieraskielisen ja vierastapaisen työvoiman käyttö Suomen talouselämässä on vähäistä. Puttosen mukaan Suomen talouselämä on sulkeutunut paitsi ulkomaisten yksilöiden, myös kansainvälisen elinkeinoelämän näkökulmasta. Erityisesti ulkomaisia yritysostajia vierastetaan suuresti (Puttonen 2010. s,15) Näistä syistä Suomen talouselämässä on vähän kansainvälistä osaamista ja yrittäjillä vaatimattomasti kokemusta ulkomaalaisten kanssa toimimisesta. Ruotsi puolestaan on yhteiskuntana huomattavasti monikulttuurisempi ja yrityselämällä on pitempi historia kansainvälisillä markkinoilla toimimisesta, jolloin kansainvälistymistä ja kasvua hakeville yrityksille on tarjolla enemmän tietotaitoa ja kokemusta mikä madaltaa kansainvälistymiskynnystä.

Pääomamarkkinoilla kansainvälisyyden puute Ruotsiin verrattuna johtaa huomattavasti pienempään ulkomaisen riskipääoman määrään, joka on yksi merkittävimmistä eroista yksityisen rahoitussektorin toiminnassa Suomen ja Ruotsin välillä aikaisen vaiheen riskisijoitusten kannalta. Lisäksi pitemmän liiketoimintahistorian myötä Ruotsissa on merkittävästi Suomea enemmän yrityselämässä menestyneitä, varakkaita yksityishenkilöitä jotka enkelisijoittajina muodostavat tärkeän lenkin kasvuhakuisten yritysten rahoitusketjussa. Yksityisiä pääomamarkkinoita tarkastellaan seuraavassa luvussa.

## 5 Yksityiset pääomamarkkinat

Yksityiset, tehokkaasti toimivat pääomamarkkinat ovat vapaan markkinatalouden kulmakivi. Vaikka julkisorganisaatioiden osallistuminen pääomamarkkinoiden toimintaan poliittisten tavoitteiden edistämiseksi ja markkinoiden epätäydellisyyksien poistamiseksi onkin tietyissä tilanteissa perusteltua, on sen merkitys kansantalouden dynamiikkaan ja yritystoiminnan rahoitukseen melko pieni. Yksityisten pääomamarkkinoiden tehtävä on välittää pääomia sen haltijoilta tarvitsijoille. Markkinatalouden ehdoilla toimivat yksityiset rahoituslaitokset pitävät huolen siitä että pääomat hakeutuvat niille aloille ja yrityksille, joissa pääomalle saa parhaan tuoton riskiin suhteutettuna. Yksityisten pääomamarkkinoiden osapuolet ovat myös vastuussa toiminnastaan osakkailleen tai yhtiömiehilleen. Tämän johdosta pääomien allokaatio on tehokkaampaa kuin julkisorganisaatioissa.

Aikaisen vaiheen innovaatioyrityksille yksityistä pääomaa tarjoavat perinteisesti pääomasijoitusyhtiöt sekä enkelisijoittajat, myöhemmässä vaiheessa myös luottolaitokset.

### 5.1 Pääomasijoitustoiminta

Pääomasijoituksella tarkoitetaan oman pääoman ehtoista sijoitusta (joissain tilanteissa myös välirahoitus mahdollinen), jossa kohdeyritys suunnatulla osakeannilla kerää pääomiä toimintansa kehittämiseen. Pääomasijoituksen yhteydessä sijoittaja tulee yrityksen osakkaaksi ja hakee tuottoja ostamiensa osakkeiden arvonnousun kautta. Yleensä pääomasijoitusyhtiöt ovat kohdeyhtiöidensä osakkaita 7-12 vuotta, jonka jälkeen sijoittaja irtautuu yrityksestä, useimmiten yrityskaupan, pörssilistatutumisen, alaskirjauksen, toiselle pääomasijoittajalle myynnin tai toimivalle johdolle myynnin yhteydessä. Pääomasijoitusyhtiöiden ensisijoitus aikaisen vaiheen yritykseen on yleensä välillä 500 000 – 3 000 000 euroa

Kokeneet pääomasijoittajat ovat erittäin tärkeä osa kasvuyrittäjyyden luomisessa. Ne tarjoavat yrityksille paitsi pääomaa, myös aikaisen vaiheen yrityksiltä usein puuttuvaa liiketoimintaosaamista ja -kokemusta. Pääomasijoittajan intressissä on kasvattaa

yrityksen arvoa, minkä johdosta ne toimivat aktiivisesti sijoituskohteidensa liiketoiminnan kasvattamiseksi ja edistämiseksi, toisin kuin luottolaitokset jotka tyytyvät korkotuottojen keräämiseen. Joidenkin analyysien mukaan kasvuyritysten syntyminen vaatii aktiivisia ja kansainvälisiä pääomasijoitusmarkkinoita. (Puttonen 2010. s,11)

Pääomasijoitustoiminta on yleisesti jaettu kahteen osioon. Aikaisen vaiheen pääomasijoitustoiminnasta puhutaan yleisesti englanninkielisellä termillä Venture Capital, myöhempien vaiheiden pääomasijoitusten kuuluessa termin Private Equity – alle. Näitä termejä käytetään tosin vain pääomasijoitusyhtiöiden kohdalla, yksityishenkilöiden tekemisä pääomasijoituksia kutsutaan enkelisijoituksiksi.

Suurin osa pääomasijoituksista aikaisen vaiheen yrityksiin tehdään pääomasijoitusyhtiön hallinnoimista sijoitusrahastoista. Näiden rahastojen yhtiömuoto kansainvälisesti vastaa kommandiittiyhtiötä, mutta myös osakeyhtiömuotoisia rahastoja on olemassa. Rahaston sijoitusvarat kerätään yksityisiltä sijoittajilta, pääasiassa suurilta institutionaalisilta sijoitustahoilta, jotka toimivat kommandiittiyhtiömuotoisessa rahastossa äänettöminä yhtiömiehinä (LP, limited partner). Pääomasijoitusyhtiö hallinnoi rahastoa vastuunalaisena yhtiömiehenä hallinnointipalkkiota vastaan. (Puttonen 2010. s,12)

### **5.1.1 Pääomasijoitusten vaikuttavuus**

Pääomasijoituksen vaikuttavuus yrityksen kasvuun on merkittävä. Vaikuttavuutta on tutkittu Aalto-yliopiston opiskelijan Tomi Alénin Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA:n kanssa tekemässä opinnäytetyössä. Tutkimuksen mukaan pääomasijoituksen kohteena olleet yritykset kasvoivat vertailujoukkoon nähden kaikilla mittareilla nopeammin. Liikevaihdon kasvu oli pääomasijoituksen saaneilla yrityksillä vertailuaikana keskimäärin 21% prosenttiyksikköä vuodessa vertailujoukkoa suurempi. Työllisyyden kasvulla mitattuna pääomasijoituksen saaneiden yritysten kasvunopeus oli kolminkertainen vertailujoukkoon nähden. Tulokset olivat samansuuntaisia myös jalostusarvolla ja taseen loppusummalla mitattuna.

Tutkimuksessa tutkittiin myös yritysten innovatiivisuutta ja hallituksen kokeneisuutta. Hallituksen kokeneisuutta tutkimuksessa mitattiin jäsenten iän ja yrityksen ulkopuolisten johtotehtävien määrällä. Pääomasijoituksen saaneiden yritysten hallitusten keski-ikä kasvoi kolmen vuoden vertailuaikana keskimäärin 3,7 vuodella vertailujoukon jäädessä 1,5 vuoteen. Lisäksi pääomasijoituksen saaneiden yritysten hallituksen jäsenillä oli enemmän yrityksen ulkopuolisia johtotehtäviä.

Innovatiivisuutta mitattiin yritykselle myönnettyjen patenttien ja aineettoman omaisuuden osalta. Pääomasijoituksen saaneille yrityksille myönnettiin kaksinkertainen määrä patenteja vertailujoukkoon nähden. Lisäksi aineeton omaisuus yrityksissä kasvoi merkittävästi kun vertailuyrityksillä aineettoman omaisuuden määrä väheni samalla tarkastelujaksolla.

### **5.1.2 Pääomasijoittaminen Suomessa**

Pääomasijoitusmarkkinat Suomessa ovat kansainvälisellä mittapuulla nuori ja toimijoita vähän. Lisäksi markkinoiden kehitystä on hidastanut rahastojen keruun vaikeus ja toimialan vähäinen kansainvälisyys. Kasvuyrittäjyyden kansainvälisissä keskittymissä toimii suuri määrä kokeneita ja kansainvälisesti arvostettuja pääomasijoittajia, kun taas Suomessa aikaisen vaiheen pääomasijoittajia on vain muutamia ja näiden hallinnoimat rahastot pienikokoisia. (Puttonen,V 2010. s.11-13)

Suomen pääomasijoitusyhdistys FVCA julkaisee puolivuositain tilastotietoa tehdyistä pääomasijoituksista. Vaikka kaikki Suomessa toimivat pääomasijoitusyhtiöt eivät ole FVCA:n jäseniä, antaa julkaisu kuitenkin suuntaa antavan kuvauksen toimialan tilanteesta.

Suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt keräsivät vuoden 2012 ensimmäisellä puoliskolla uusiin rahastoihin pääomaa yhteensä 60 miljoonaa euroa, mikä on merkittävästi vähemmän kuin vuonna 2011, jolloin uusia rahastoja kerättiin yli 400 miljoonaa euroa.(FVCA 2012. s.2) Tämä kertoo ennenkaikkea vallitsevasta talouden epävarmuudesta, mikä on ajanut institutionaaliset sijoittajat siirtämään sijoituksiaan



vähäriskisempiin kohteisiin. Vertailun vuoksi huippuvuonna 2007 rahastoihin kerättiin uutta pääomaa yli 1,5 miljardin euron arvosta. (FVCA 2012. s.7)

Suomalaisiin kohdeyhtiöihin tehtiin pääomasijoituksia vuoden 2012 alkupuoliskolla sijoituksia 251 miljoonan euron arvosta, josta suomalaisilta pääomasijoitusyhtiöiltä 133 ja ulkomaisilta 118 miljoonaa euroa. (FVCA 2012. s.3) Luku pitää kuitenkin sisällään sekä aikaisen että myöhemmän vaiheen pääomasijoitukset. Aikaisen vaiheen venture-sijoituksia suomalaisiin kohdeyhtiöihin tehtiin 38 miljoonan euron arvosta, josta vain 3 miljoonaa ulkomaisten sijoitusyhtiöiden toimesta. (FVCA 2012. s.4) Tämän tiedon valossa voidaan hyvin todeta Puttosen analyysi oikeaksi kansainvälisyyden vähäisyyden osalta.

Vallitseva taloustaantuma ei ole vaikuttanut merkittävästi venture-sijoitusten kokonaismäärään mutta se on muuttanut sijoitusten painotusta eri vaiheisiin. Siemenvaiheen sijoitukset ovat vähentyneet taloustaantumaa edeltävästä vuodesta 2007, jolloin siemenvaiheen sijoituksia tehtiin 19 miljoonan euron arvosta vuoteen 2011, jolloin siemenvaiheessa pääomasijoituksia tehtiin vain kolmen miljoonan euron arvosta. Vuoden 2012 alkupuoliskolla siemenvaiheen sijoituksia tehtiin neljän miljoonan euron edestä. (FVCA 2012. s.9)

Käynnistysvaiheen yrityksiin tehtävien pääomasijoitusten kohdalla taloustaantumaa vaikutus on ollut päinvastainen. Ennen taloustaantumaa sijoituksia käynnistysvaiheen yrityksiin tehtiin vuosittain keskimäärin kahdenkymmenen miljoonan euron arvosta. Vuodesta 2008 lähtien käynnistysvaiheen yrityksiin on tehty pääomasijoituksia vuosittain yli kaksinkertainen määrä. Vuoden 2012 alkupuoliskolla sijoitettu määrä oli 29 miljoonaa euroa.(FVCA 2012. s.9)

Aikaisen kasvun vaiheen pääomasijoitukset ovat taloustaantumasta huolimatta pysyneet suhteellisen tasaisina, pois lukien vuoden 2012 alkupuolisko jolloin sijoitettu määrä putosi n. puoleen edellisvuotisesta.(FVCA 2012. s.9) Koska kyseessä on vain puolen vuoden tilasto, jossa satunnaisuudella on suuri merkitys, ei pudotuksesta voi vetää erityisiä johtopäätöksiä.

Kehitysvaiheittain jaoteltuna venture-sijoituksia sai 14 kappaletta siemenvaiheen yrityksiä, 54 kappaletta käynnistysvaiheen yrityksiä ja 14 kappaletta aikaisen kasvun vaiheen yrityksiä. Huomionarvoista on, että vaikka euromääräisesti venture-sijoitukset ovat pysyneet ennallaan, kohdeyritysten määrä on vähentynyt vuodesta 2008 vuoteen 2011 yli kahdestasadasta sataankolmeenkymmeneen. Keskimääräinen sijoituskoko on siis kasvanut vaikka se vieläkin on varsin pieni, n.460 000 euroa per sijoituskohde vuoden 2012 alkupuoliskolla. (FVCA 2012. s.22)

Aikaisen vaiheen pääomasijoitustoimialan kehittymättömyyttä Suomessa kuvaa erittäin voimakas julkisten toimijoiden osuus. Vuonna 2011 tehdyistä venture-sijoituksista puolet tehtiin julkisten pääomasijoittajien toimesta. (FVCA 2012. s,21)

### **5.1.3 Suomi vs. Israel**

Aikaisen vaiheen pääomasijoituksen saaneiden yritysten määrä on suhteessa yrityskantaan Suomessa varsin korkea, pienistä absoluuttisista määristä huolimatta. Läheskään kaikki perustettavat yritykset eivät sovellu pääomasijoitusten kohteeksi ja niitä saavatkin ainoastaan potentiaalisimmat kasvuyritykset. Tuhatta Suomessa perustettavaa yritystä kohden pääomasijoituksen aikaisessa vaiheessa saa neljä yritystä, kun venture-rahoituksen mahtimaassa Yhdysvalloissa suhdeluku on vain yksi tuhannesta. Ongelma Suomessa on lähinnä pienet rahoitusmäärät sekä julkisen sektorin suuri osuus pääomasijoituksista. (Puttonen 2010. s,44)

Vertailu Yhdysvaltoihin on kuitenkin jo kotimarkkinoiden koosta johtuen ontuva. Kasvua tavoittelevan yrityksen haasteet Suomessa ja Yhdysvalloissa ovat kovin erilaiset, erityisesti kansainvälistymisen puolesta. Eurooppalaisessa vertailussa Suomi menestyy Ruotsin jälkeen toiseksi parhaiten (EU-Komissio 2012), mikä kertoo enemmän pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymättömyydestä koko Euroopassa kuin Suomen markkinoiden tehokkuudesta.

Parempi vertailukohde löytyy Israelista, jonne on rakentunut merkittävä pääomasijoituskeskittymä ja jossa pääomasijoitusmarkkinat ovat huomattavasti Eurooppaa ja Suomea kehittyneemmät. Israelin valinta vertailukohdaksi on perusteltua

myös siksi että Israel on väestöltään vain hieman Suomea suurempi ja bruttokansantuotteeltaan hieman pienempi. Tutkimus- ja kehityspanostuksissa Israel on ainoana maana maailmassa Suomea hieman aktiivisempi. (OECD 2011)

Israelin pitkälle kehittyneet aikaisen vaiheen pääomamarkkinat juontavat juurensa Israelin valtion jo kaksi vuosikymmentä kestäneeseen strategiaan hakea kasvua korkean teknologian kasvuyrittäjyyden kautta.

Alkunsa Israelin pääomasijoitusmarkkinat saivat vuonna 1992 käynnistetyistä Yozma –ohjelmasta. Ohjelman tavoitteena oli luoda maahan toimivat ja kansainväliset Venture Capital –markkinat. Israelin valtio sijoitti Yozma Venture Capital –yhtiöön 100 miljoonaa dollaria, jonka yhtiö sijoitti yhdessä ulkomaisten pääomasijoitusyhtiöiden kanssa kymmeneen 20 miljoonan dollarin suuruiseen rahastoon 40-50% osuudella. Ohjelma houkutteli kansainvälisiä pääomasijoittajia osallistumaan, koska yksityisillä sijoittajilla oli oikeus ostaa valtio ulos perustetuista rahastoista palauttamalla alkuperäinen pääoma viiden prosentin vuotuisella korolla. Tällä tavoin yksityiset sijoitusyhtiöt pystyivät rajoittamaan riskiään ja saivat silti suurimman osan hyvin menestyneiden rahastojen tuotoista. Tällaisia, sijoittajia eriarvoisesti kohtelevia rahastoja kutsutaan asymmetrisiksi rahastoiksi. Yozma –ohjelma ajoittui varsin otollisesti aikaan ennen vuosituhannen vaihteen teknokuplaa ja moni rahastoista ehti saada tuottoisia irtautumisia, mikä ruokki toimialan kasvua. (Puttonen 2010. s,25)

Yozma –ohjelman alkaessa Israelissa toimi yksi aikaisen vaiheen pääomasijoitusyhtiö. Kymmenen vuotta ohjelman alkamisen jälkeen maassa toimi 60 aktiivista pääomasijoittajaa joilla yhteensä hallinnoitavia pääomia oli yli 10 miljardia dollaria. (Puttonen 2010. s,25)

Nykyisin Israelin aikaisen vaiheen pääomamarkkinat ovat yksi maailman suurimmista. Maassa toimii noin 70 aikaisen vaiheen pääomasijoitusyhtiötä, joista 14 kansainvälisten pääomasijoitusyhtiöiden haarakonttoreita. Lisäksi noin 220 sijoitusyhtiötä ympäri maailman sijoittaa aktiivisesti Israelin markkinoilla. Tehdyillä sijoituksilla mitattuna Israelin pääomasijoitusmarkkinat olisivat Euroopan suurimmat, ei suhteessa kansantuotteeseen, vaan absoluuttisesti.

Vuoden 2012 alkupuoliskolla Israelissa tehtiin pääomasijoituksia 936 miljoonan dollarin edestä 272 yritykseen. Suomen lukuihin, 251 miljoonaa euroa sijoitettu 118 yritykseen, verrattuna ero on massiivinen. Keskimääräinen sijoituskoko Israelissa oli 3,44 Miljoonaa Yhdysvaltain dollaria Suomen 2,13 miljoonaan euroon verrattuna. Sijoitetusta pääomasta 225 miljoonaa dollaria sijoitettiin Israelilaisten pääomasijoitusyhtiöiden kautta ja 711 miljoonaa ulkomaisten sijoitusyhtiöiden toimesta.(IVC Research Center 2012)

Aikaisen vaiheen yrityksiin Israelissa tehdyt pääomasijoitukset vuonna 2011 olivat yhteensä n.660 miljoonaa dollaria kun vastaavana aikana Suomessa sijoitettu määrä oli 85 miljoonaa euroa, josta siis ainoastaan puolet yksityisten tahojen sijoittamaa pääomaa. (IVC Research Center 2012, FVCA 2012)

Toimialapainotukset Israelin pääomasijoitusmarkkinoilla ovat hyvin samanlaiset kuin Suomessa. Bioteknologia, internet, ohjelmistoteollisuus ja telekommunikaatio saavat Israelissa yli 80% sijoitetusta pääomasta. Suomessa samat toimialat ovat myös merkittävässä roolissa kasvua haettaessa.

Aikaisen vaiheen riskipääoman saatavuuden ja ammattimaisten pääomasijoittajien vaikutus yritystoiminnan kasvuun ja kansainvälistymiseen on ilmiselvä. Yleisimmillä käytössä olevilla innovaatiomittareilla, t&k –panostukset, tutkijoiden määrä per capita, myönnetyt patentit per capita, Suomi on aivan tasaveroinen Israelin kanssa. Kuitenkin esimerkiksi Yhdysvaltain Nasdaq –teknologiapörssilistalla suomalaisia yrityksiä ei ole Nokian lisäksi ainoatakaan, israelilaisia tai israelilaistaustaisia melkein kuusikymmentä. Mikäli Suomi aikoo tavoitella talouskasvua teknologiapainotteisten kasvuyritysten kautta, on toimivien, kansainvälisten yksityisen riskipääomamarkkinoiden luominen ensiarvoisen tärkeää.

Yozma-rahastojen tyyppiset, niinsanotut asymmetriset rahastot rantautuivat Suomeen kun ensimmäinen rahasto, Oulun kaupungin ja pääomasijoitusyhtiöyhtiö Butterfly Venturesin perustama Northern Startup Fund aloitti toimintansa syyskyssä 2012. Rahasto sijoittaa Oulun alueelle perustettaviin yrityksiin ja sen koko on aluksi kymmenen miljoonaa euroa, josta puolet Oulun kaupungin sijoittamaa ja puolet yksityistä pääomaa. Rahaston asymmetrisuus on toteutettu hieman Israelin mallin

mukaisesta poikkeavalla tavalla. Sijoituksista irtautumistilanteissa yksityissijoittajat saavat sijoittamansa pääoman takaisin ja irtautumisen tapahtuessa voitollisesti, osuutensa tuotoista sovittuun tuottotasoon (hurdle rate) asti ennen kaupunkia.(www.butterfly.vc)

## 5.2 Enkelisijoittaminen

Pääomasijoitusyhtiöiden keskittyessä enemmän käynnistys- ja kasvuvaiheen yrityksiin tyypillisen ensisijoituksen koon ollessa vähintään 500 000 euroa, jää siemenvaiheen yritysten rahoitukseen usein aukko yrittäjän tai yrittäjien omien resurssien loppuessa ennen kuin yritys on riittävän kehittynyt saadakseen venture-sijoituksen. Tämä rahoitusaukko saattaa koitua yritykselle kohtalokkaaksi niinsanotussa kuoleman laaksossa, jossa yrityksen tuote tai palvelu ei ole vielä markkinoilla tai ei tuota riittäviä tuloja yrityksen juoksevien menojen ja tuotekehityskustannuksien kattamiseen.

Tätä rahoitusmarkkina-aukkoa pyrkivät potentiaalisten kasvuyritysten kohdalla paikkaamaan niinsanotut enkelisijoittajat. Enkelisijoittajalle ei ole käytössä virallista määritelmää, mutta European Business Angels Network antaa seuraavan kuvauksen enkelisijoittajan käsitteelle: Enkelisijoittaja on yksityishenkilö, joka sijoittaa suoraan tai oman yhtiönsä kautta omaa varallisuuttaan pääasiassa siemen- ja käynnistysvaiheen yrityksiin, joihin hänellä ei ole perheyhteyttä. Enkelisijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä itsenäisesti ja ovat taloudellisesti itsenäisiä, jolloin enkelisijoitusten täydellinen menetys ei merkittävästi vaikuta heidän taloudelliseen asemaansa (OECD 2011.s,29).

Käytännössä siis enkelisijoittaja voi olla kuka tahansa varakas yksityishenkilö joka sijoittaa aikaisen vaiheen yrityksiin, useimmiten enkelisijoittajat ovat entisiä menestyneitä yrittäjiä tai yritysten johtotason henkilöitä . Enkelisijoitukset ovat yleensä väliltä 25 000-500 000 euroa.

Enkelisijoittajat tuovat kohdeyrityksiinsä rahoituksen lisäksi muitakin etuja. Usein entisinä yrittäjinä tai yritysten johtohenkilöinä heillä on liiketoiminnassa tarvittavaa kokemusta ja osaamista, mikä on usein ensiarvoisen tärkeää aikaisen vaiheen kasvuhakuiselle yritykselle. Lisäksi enkelisijoittajat toimivat aktiivisesti

sijoituskohteidensa apuna tarjoten kontaktiverkostonsa yrityksen käyttöön. Hyvämaineisten enkelisijoittajien kohdeyritykset saavat toimintaansa uskottavuutta ja myöhemmin hankittavan venture-rahoituksen saaminen helpottuu. (EBAN 2009. s,10)

Enkelisijoittajat ovat perinteisesti toimineet yksilötasolla mutta viime vuosien aikana enskelisijoittajat ovat alkaneet järjestäytymään erilaisten enkelisijoittajaverkostojen avulla. Suomessa esimerkki tällaisesta verkostosta on Finnish Business Angels Network FIBAN. Enkelisijoittajaverkostojen syntyminen on helpottanut toimialaa kroonisesti vaivannutta tilastotiedon puutetta, mutta kattavaa tietoa enkelisijoitusten määrästä ja volyymeistä on silti mahdoton saada. Enkelisijoitusmarkkinat ovat niistä tehdyissä tutkimuksissa jaettu näkyviin ja näkymättömiin markkinoihin tiedon saannin suhteen. Näkyvät markkinat muodostavat pääasiassa enkelisijoittajaverkostot, joissain maissa markkinatietoa on voitu kerätä myös enkelisijoittajilta, jotka hyödynsivät erilaisia verokannusteita. Näkyvät markkinat ovat kuitenkin arvioiden mukaan vain pieni osa enkelisijoitusmarkkinoiden koko volyymistä. Valtaosa enkelisijoituksista tehdään näkymättömillä markkinoilla joissa yksityishenkilöiden sijoitukset ovat sijoittajan yksityisasiasia eikä markkinatietoa ole mahdollista saada. Arvioiden mukaan enkelisijoitusmarkkinat ovat joissain maissa jopa pääomasijoitusmarkkinoita suuremmat. (OECD 2011.s,44)

FIBANin lisäksi Suomessa toimii toinenkin enkeliverkosto Business Angels Finland Oy. Finnveran pääomasijoitusyhtiö Veraventure on myös Euroopan enkelisijoittajaverkosto EBANin jäsen, mutta se osallistuu enkelisijoitustoimintaan vain sijoittamalla yhteistyössä FIBANin jäsenten kanssa. Muista Euroopan maista Ruotsissa enkeliverkostoja on n.kaksikymmentä ja enkelisijoitustoiminnan mahtimaassa Yhdysvalloissa 340. (OECD 2011.s,50)

Kokonaisuudessaan Euroopassa on yhteensä enemmän enkeliverkostoja kuin Yhdysvalloissa, mutta yksittäisiä enkelisijoittajia Yhdysvalloissa on arvioitu olevan moninkertainen määrä, vuoden 2007 tietojen perusteella 250 000 Euroopan enkelisijoittajamäärän ollessa 75 000. Myös sijoituskoot ovat Yhdysvalloissa Eurooppaa suurempia joten enkelisijoitusten arvioitu kokonaismäärä oli Yhdysvalloissa lähes seitsenkertainen Eurooppaan nähden vuonna 2007. (EBAN 2009. s,18)

Pelkästään enkeliverkostojen jäsenten tekemien sijoitusten kokonaismäärällä mitattuna Yhdysvallat oli noin kaksinkertainen Eurooppaan nähden. (OECD 2011.s,51)

Enkelisijoittajaverkostojen lukumäärän ei kuitenkaan aina kerro maan enkelisijoitusmarkkinoiden tilasta. Enkeliverkostojen jäsenmäärät voivat vaihdella muutamista useisiin tuhansiin. FIBANilla on jäseniä tällä hetkellä yli kaksisataa. (www.fiban.fi) Enkelisijoittajien kokonaismäärää on edellä mainituista seikoista johtuen vaikea arvioida, mutta yleisesti enkelisijoittajien määrää Suomessa pidetään vähäisenä.

Enkelisijoittamista kannustamaan on monessa Euroopan maassa suunniteltu verokannusteita. Esimerkiksi Ruotsissa verokannusteita pohtinut komitea ehdottaa, että riskipääomasijoituksen saisi vähentää verotettavista pääomatuloista kahden kolmasosan suuruisena, vuosittain korkeintaan 1 miljoonan kruunun suuruisena. (Valtiovarainministeriö 2012. s,79) Nykytilanteessa Ruotsissa osakkeiden hankintamenon saa vähentää pääomaverotuksessa vasta osakkeiden myyntitilanteessa.

Suomessa yksityishenkilöiden pääomasijoittamisen verokannusteita on pohtinut Valtiovarainministeriön kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä. Raportissaan työryhmä esittää kahta vaihtoehtoista verokannustinta listaamattomiin osakeyhtiöihin tehdyille yksityishenkilöiden pääomasijoituksille.

#### Kannustinehdotus 1:

Yksityissijoittaja saisi vähentää vuosina 2013-2017 listaamattomaan kasvuyritykseen tekemänsä sijoituksen määrästä 50 prosenttia sijoitusvuoden verotettavasta pääomatulosta. Vähennysoikeuden edellytykset olisivat seuraavat:

- Sijoittaja on yksityishenkilö, joka tekee sijoituksen suoraan tai pääomasijoitusrahaston kautta;
- Sijoitus kohdeyhtiöön on tehtävä rahasuorituksena;
- Kyseessä on vähemmistösjoitus kohdeyhtiöön
- Sijoitussumma on vähintään 5 000 euroa, enintään 150 000 euroa ja yksittäisen sijoittajan vuotuinen vähennys enintään 250 000 euroa;

- Sijoituskohde on elinkeinotoimintaa harjoittava (kiinteistö- ja rahoitusalan yhtiöt poislukien), EU-/ETA-valtiossa sijaitseva, EU-kriteereillä määritelty pieni tai keskisuuri listaamaton yritys.
- Jos sijoitus tehdään pääomasijoitusrahastoon, sen kohdeyhtiöiden on täytettävä em. sijoituskohdetta koskevat edellytykset.

(Valtiovarainministeriö 2012. s,37)

Kannustinehdotuksesta huomataan, että sijoittajan maksettaviksi tulevien verojen kokonaismäärä ei laske, koska sijoituksesta irtautumistilanteessa hankintamenosta saatava verovähennys laskee puoleen. Ehdotus on sijoittajalle edullinen koska hän voi saada puolet hankintamenon verovähennyksestä käyttöönsä huomattavasti aiemmin. Lisäksi sijoittaja saa verohyötyä tilanteessa, jossa sijoituskohteesta irtaudutaan hankintahintaan tai tappiollisesti, jolloin myyntivoitosta saatava verovähennys jää kokonaan saamatta.

Kannustinehdotus 2:

Listaaamattomiin pk-yrityksiin tehtävien uusien pääomasijoitusten hankintameno-olettamaa korotetaan 80 prosenttiin määräajaksi vuosina 2013 - 2017

-Kannuste koskisi yksityishenkilöitä, jotka perustavat uuden yrityksen tai sijoittavat osakeannin yhteydessä uutta pääomaa yritykseen. Tehtävän sijoituksen omistusosuuden tulee vastata vähintään 10 prosenttia kohdeyrityksen osakkeista. Sijoituksen ulkopuolelle rajattaisiin kiinteistösjoitukset. (Valtiovarainministeriö 2012. s,38)

Toinen Valtiovarainministeriön työryhmän ehdotuksista antaa suoran verohyödyn sijoittajille sijoituskohteesta irtautumisen tapahtuessa voitollisesti. Myyntivoittoveroa laskettaessa myyntihinnasta saa vähentää joko myytävän omaisuuden todellisen hankintahinnan ja kaupankäyntikulut tai niinsanotun hankintameno-olettaman, riippuen kumpi on sijoittajan kannalta edullisempi.

Nykyisin voimassa oleva hankintameno-olettama on 40% myyntihinnasta yli kymmenen vuoden ajan omistetuista osakkeista ja 20% alle kymmenen vuoden ajan



omistetuista osakkeista. Tämä ehdotus nostaisi hankintameno-olettaman väliaikaisesti 80%:iin, mikä tekisi voimakkaaseen kasvuun tähtääviin yrityksiin sijoittamisesta verotuksellisesti kannattavampaa.

Yksinkertainen esimerkki tilanteessa, jossa 100 000 euron pääomasijoitus kasvaa irtautumishetkellä 500 000 euron arvoiseksi.

Taulukko 2. Hankintameno-olettaman verovaikutus

Hankintameno-olettama	Sijoitus	Irtautumishinta	Verotettava myyntivoitto
20 %	100 000 €	500 000 €	400 000 €
40 %	100 000 €	500 000 €	300 000 €
80 %	100 000 €	500 000 €	100 000 €

Nykyisellä hankintameno-olettamalla, vuoden 2012 pääomatuloveroasteikolla ja alle 10 vuoden sijoitusajalla myyntivoitosta joutuisi maksamaan veroa yhteensä 127 000 euroa. Ehdotuksen mukaisella 80%:n hankintameno-olettamalla myyntivoitosta maksettava vero jäisi 31 000 euroon.

Toteutuessaan kumpi tahansa esitetyistä vaihtoehtoista parantaisi enkelisijoittamisen olosuhteita Suomessa ja todennäköisesti lisäisi pääomasijoittamisen suosiota varakkaiden yksityishenkilöiden keskuudessa.

Eduskunta hyväksyi 12.12.2012 lain sijoitustoiminnan verohuojennuksesta. Lain sisältö mukailee aiemin luvussa esiteltyä kannustinehdotusta, jossa enkelisijoittaja saa vähentää pääomasijoituksen määrästä 50% kuluvan vuoden verotettavasta pääomatulosta. Aiemmasta ehdotuksesta poiketen huojennus on voimassa ainoastaan vuosina 2013-2015.

### 5.3 Yrityskiihdyttämöt

Alkuvaiheen innovaatioyritysten rahoitusmarkkinoille on viimeisten vuosien aikana syntynyt uudenaikaisella toimintatavalla toimivia toimijoita, yrityskiihdyttäjäjä. Yrityskiihdyttämöt tarjoavat yrityksille normaalia sijoitustoimintaa laaja-alaisempia palveluita ja toiminnan tarkoitus on osallistua aktiivisesti yritysten tuotekehitykseen ja

liiketoiminnan kehittämiseen. Yrityskiihdyttämöjen henkilökunta osallistuu yrittäjätiiminä jäsenenä yrityksen strategiseen ja operatiiviseen toimintaan. Yrityskiihdyttämöt tarjoavat kohdeyrityksilleen rahoituksen lisäksi liiketoimintaosaamista, toimitiloja, liike-elämässä kokeneiden henkilöiden mentorointia, rekrytointiapua ja sijoittajakontakteja. Kiihdyttämöohjelman alussa kiihdyttämö tekee kohdeyritykseen pienen siemensijoituksen, jonka avulla yritystä pyritään kehittämään houkuttelevaksi pääoma- tai enkelisijoituskohteeksi. Kiihdyttämöt hallinnoivat usein myös omaa sijoitusrahastoa, joka tekee sijoituksia lupaavimpiin kiihdyttämöyrityksiin.

### **5.3.1 Vigo-kiihdyttämöohjelma**

Vigo-yrityskiihdyttämöohjelma on Työ- ja Elinkeinoministeriön Maaliskuussa 2009 perustama yrityskiihdyttämötoiminnan kehittämiseen tähtäävä ohjelma. Ohjelman periaatteena on yhdistää yksityistä liiketoimintaosaamista ja rahoitusta julkiseen rahoitukseen. Ohjelman tavoite on motivoida kansainvälisesti kokeneita osaajia toimimaan yrityskehityksen parissa, varmistaa kohdeyritysten aikaisen vaiheen rahoitus ja tehdä niistä yksityisille sijoittajille sijoituskelpoisia, saada merkittäviä pääomasijoituksia yritysten kiihdyttämövaiheen jälkeiseen toimintaan, kehittää suomalaisia pääomasijoitusmarkkinoita ja houkutella maahan kansainvälisiä pääomasijoittajia. Ohjelman toteutuksesta ja hallinnoinnista vastaavat Työ- ja Elinkeinoministeriö, Tekes, Finnvera, konsulttiyhtiö PROFict Partners Oy sekä 12-jäseninen ohjausryhmä joka koostuu sekä yksityisten että julkisten tahojen henkilöistä (vigo.fi)

Vigo-ohjelmassa toimii tällä hetkellä yhdeksän yksityistä kiihdyttämöä. Kiihdyttämöt valitsevat kohdeyrityksensä itsenäisesti omien kriteeriensä pohjalta tehtävän hakuprosessin kautta. Kiihdyttämöt tekevät siemensijoituksen kohdeyrityksiinsä yksityisiltä markkinoilta keräämällä varoilla ilman julkista panosta. Kiihdyttämöihin valituiksi tulleet yritykset esitellään kiihdyttämöjen toimesta Tekesin ja Veraventuren henkilökunnalle, jotka tekevät itsenäisesti päätöksen rahoituksen myöntämisestä yritykselle omien instrumenttinsa kautta joko avustuksina tai pääomasijoituksina. (Puttonen, V. 2010. s,52)

Vigo-ohjelmaan osallistuvien kiihdyttämöjen portfolioissa on tällä hetkellä yli kuusikymmentä yritystä joita tukee kiihdyttämöjen palveluksessa nelisenkymmentä kokenutta liiketoimintaosaajaa kontaktiverkostoineen. Vigo-ohjelman yrityksiin oli Syyskuun 2012 loppuun mennessä tehty pääomasijoituksia n.130 miljoonan euron edestä. Rahoituksesta 60% on hankittu yksityisten enkeli- ja pääomasijoittajien toimesta. ([www.tekes.fi](http://www.tekes.fi))

Vigo-ohjelman lisäksi Suomessa toimii useita yliopistojen ja korkeakoulujen yhteydessä toimivia yrityshautomoita ja –kiihdyttämöjä. Erityisesti Aalto-yliopiston yhteydessä toimiva Aalto Entrepreneurship Society ja sen tukemat kiihdyttämöt Startup Sauna sekä Summer of Startups ovat pyrkineet ja osin onnistuneetkin luomaan pääkaupunkiseudulle orastavaa startup-klusteria ja houkuttelemaan aikaisen vaiheen yrittäjiä Suomeen muista pohjoismaista, Baltian maista ja Venäjältä.

### **5.3.2 Kiihdyttämötoiminta kansainvälisesti**

Yksityinen yrityskiihdyttämötoiminta sai alkunsa Yhdysvalloissa vuonna 2005, jolloin perustettu Y Combinator –kiihdyttämö käynnisti ensimmäisen kiihdyttämöohjelmansa. Kiihdyttämön toimintamalli osoittautui niin menestyksekkääksi erityisesti Internet-statupien parissa että kilpailevia kiihdyttämöjä ilmaantui markkinoille jo seuraavana vuonna. Nykyään maailmassa toimii jo n.200 yrityskiihdyttämöä.

Kiihdyttämöjen määrä ei kuitenkaan ole hyödyllinen mittari toiminnan tehokkuudelle ja hyödyllisyydelle. Usein tilanne on jopa päinvastainen: usealle samalla alueella toimivalle kiihdyttämölle ei yksinkertaisesti riitä riittävän potentiaalisia yritysaihioita, mikä johtaa resurssien hukkaamiseen yrityksiin, joiden liiketoimintapotentiaali on kyseenalainen. Kiihdyttämötoiminnan tehokkuutta onkin syytä mitata muilla mittareilla, kuten kiihdyttämön läpikäyneisiin yrityksiin tehdyt pääomasijoitukset ja kiihdytetyistä yrityksistä tehdyt irtautumiset. Näissä mittareissa ongelma on toimialan nuoruus maailmanlaajuisesti, erityisesti Euroopassa ja Suomessa, joka rajoittaa irtautumisten määrää kiihdyttämön läpikäyneiden yritysten menestyksestä riippumatta vielä vuosia. Tehdyt sijoitukset puolestaan eivät ole julkista tietoa vaan kiihdyttämöjen oman tiedotuksen varassa. Näistä syistä yrityskiihdyttämötoiminnan tehokkuuden kansainvälinen vertailu on mahdollista vasta vuosien päästä.

## 6 Luottolaitokset

Luottolaitokset, kuten pankit, vakuutusyhtiöt ja rahoitusyhtiöt, tarjoavat yrityksille monipuolisia rahoitustuotteita jotka kattavat yritysten rahoitustarpeita merkittävien investointien rahoittamiseen sopivista pitkäaikaisista lainoista lyhytaikaisiin, vaihteleviin käyttöpääomatarpeisiin sopiviin luottolimiitteihin. Lisäksi luottolaitokset tarjoavat asiakkailleen erilaisia leasing- ja osamaksuratkaisuja. Luottolaitosten rahoitustuotteet ovat joustavia ja soveltuvat siten yritysten normaalissa toiminnassa syntyvien vaihtelevien rahoitustarpeiden kattamiseen huomattavasti muita rahoitusmuotoja paremmin.

Pankeilla ja muilla luottolaitoksilla on jo pitkään ollut merkittävin rooli yritysten rahoittajina Suomessa. IROResearch Oy:n Elinkeinoelämän Keskusliiton, Finanssialan Keskusliiton, Finnveran, Suomen Yrittäjien, Suomen Pankin ja Työ- ja Elinkeinoministeriön toimeksiannosta tekemän Yritysrahoituskyselyn perusteella n.65-70% yrityksistä pitää pankkeja tärkeimpänä rahoituslähteenään. Tulos oli samankaltainen riippumatta yrityksen koosta, mikä kuvastaa hyvin Suomen pankkisektorin kykyä vastata kaikenkokoisten yritysten rahoitustarpeisiin. (IROResearch 2012. s.11)

Kokonaisuudessaan suomalaisten yritysten luottokanta oli vuoden 2012 toisella neljänneksellä heiman yli 79 miljardia euroa, josta antolainauksen osuus oli yli 72 miljardia. Loppuosan kattoivat lähinnä suurten yritysten käytössä olevat velkainstrumentit kuten joukkovelkakirjalainat ja rahamarkkinapaperit kuten yritystodistukset. Suomalaisyritysten lainakanta kasvoi 4,7% ajanjaksolla Q2/2011-Q2/2012. (Tilastokeskus 2012. s.6)

Vallitseva taloustaantuma ja pankkien kiristyneet vakavaraisuusvaatimukset ovat laskeneet voimakkaasti pankkilainojen kysyntää ja tarjontaa useassa Euroopan maassa, mutta suomalaisten luottolaitosten yritysluototuksen määrään taantuma ei ole viime aikoina vaikuttanut merkittävästi. Rahoituksen ehdot sen sijaan ovat kiristyneet. Kiristyminen on näkynyt korkomarginaalien kasvamisena, erityisesti suurien mutta myös pienempien yritysten kohdalla, sekä rahoituksen ehtymisenä pienempien yritysten

kohdalla. Yritysrahoituskyselyyn vastanneista suuryrityksistä yli 60%, keskisuurista yrityksistä lähes 50%, pienistä yrityksistä yli 40% ja mikroyrityksistä 25% kertoi uusien lainojen korkomarginaalin leventyneen. Hieman yli 20% yrityksistä kaikissa kokoluokissa kertoi myös uusien luottojen sivukulujen kasvaneen. (IROResearch 2012. s.17-19)

Aikaisen vaiheen kasvuyritysten rahoittamisessa luottolaitokset eivät kuitenkaan usein ole soveltuvia rahoituksen tarjoajia. Kasvurahoitusta voidaan tarvita merkittäviä summia tilanteessa, jossa yrityksen liiketoiminta ei ole kannattavaa eikä yrityksellä ole asettaa korkeariskisen lainan vaatimia vakuuksia. Tällaisessa tilanteessa lainan vakuudeksi voidaan asettaa yrityksen osakkaiden henkilökohtaista varallisuutta ja henkilötakauksia, mutta monesti vakuusvaatimukset osoittautuvat liian korkeiksi.

Ongelmat rahoituksen saamisessa luottolaitoksilta ovat sitä yleisempiä, mitä pienemmästä yrityksestä on kyse. IROResearch Oy:n kyselyn mukaan joka neljännellä rahoitusta hakeneista pienistä ja keskisuurista yrityksistä ja joka kolmannella 0-9 hengen mikroyrityksistä oli vaikeuksia saada rahoitusta. Yli puolet rahoitusongelmaisista yrityksistä kertoi ongelmaksi liian kireät vakuusvaatimukset. Melkein puolet mikroyrityksistä ja yli 40% pienistä yrityksistä ei ole saanut tarvitsemaansa rahoitusta ollenkaan. (IROResearch 2012. s.15-17)

Vakuuksien puuttesta kärsivän yrityksen on mahdollista hakea osalle lainasta takausta valtio-omisteiselta Finnveralta. Finnveran takausosuus lainalle voi olla 60%, kuitenkin korkeintaan 85 000 euroon asti, mikä rajoittaa sen hyödyllisyyttä voimakkaan kasvun tarvitseman rahoituksen takuuna. Lisäksi takauksen saamisen ehtona on yrityksen liiketoiminnan kannattavuus, mikä liiketoiminnan alkuvaiheessa tuotekehitykseen, tuotteistukseen ja kasvuun panostavilla yrityksillä ei usein toteudu.

Pankit ovat myös oma-aloitteisesti pyrkineet kehittämään nopean kasvun yrityksille sopivia uusia rahoitusmuotoja. Eräs tällainen on Yhdysvalloista Suomeen tuotu ns. venture debt –rahoitusmalli. Tässä mallissa pankki rahoittaa aikaisen vaiheen yritystä yhdessä pääomasijoittajan tai muun rahoittajan kanssa. Tällaisella rahoituspaketilla, pankkilainan ollessa vain osa tarvittavasta rahoituksesta, voidaan yhteistyössä

Finnveran kanssa saada vakuusvaade sellaiselle tasolle johon yrityksellä tai yrittäjillä on mahdollisuus. Yrityksen omistajat kärsivät myös vähemmän omistusosuutensa diluutiota koska oman pääoman ehtoisen rahoituksen määrä rahoituspaketissa pienenee.

On kuitenkin syytä huomioida, että korkeat vakuusvaateet eivät ole suomalaisen pankkisektorin ongelma, vaan yleisesti pankkitoimintaan liittyvä ominaisuus. Pankit ja luottolaitokset eivät ole ns. riskirahoittajia, eivätkä lainamuotoisena rahoitusta tarjoavat tahot hyödy asiakasyrityksen liiketoiminnan kasvusta ja arvon noususta pääomasijoittajien tapaan. Pankit saavat korvauksensa korkotuottoina ja lainarahoituksen myöntäminen sekä vaadittava korko ja vakuudet määritetään yrityksen luottoriskin mukaan. Aikaisen vaiheen kasvuyrityksen luottoriski on puutteellisesta liiketoimintahistoriasta ja usein kannattamattomasta liiketoiminnasta johtuen korkea, jolloin myös vakuusvaatimukset nousevat korkeiksi. On kyseenalaista voidaanko tätä pitää rahoitusmarkkinoiden ongelmana lainkaan. Pankkisektori ei ole missään maassa merkittävä aikaisen vaiheen yritysten kasvun rahoittaja.

## 7 Päätelmät

Aikaisen vaiheen kasvuhakuisten yritysten pääomamarkkinoiden kehitys on varsin pitkälle kyse osaamis- ja rahoituskeskittymien, klustereiden, syntymisestä. Nämä klusterit synnyttävät positiivisen kierteen jossa kasvuyritykset saavat riittävästi rahoitusta ja sijoittajien tarjoamaa kokemusta ja osaamista, kasvavien yritysten arvonnousu tuottaa tuottoja sijoittajille ja lisää klusterin houkuttelevuutta sijoituskohteena, kasvuyritysten työntekijät saavat yrittäjyyden ja liiketoiminnan tietotaitoa ja kokemusta ja syntyy ns. sarjayrittäjyyttä ja menestyneet yrittäjät sijoittavat kertynyttä varallisuutta sekä osaamistaan uusiin alkaviin yrityksiin enkelisijoittajina. Menestyneet yritykset toimivat myös yritysostajina markkinoilla mikä on merkittävä sijoituksista irtautumisvaihtoehto pääomasijoittajille. Sivutuotteena tässä prosessissa syntyy työpaikkoja, verotuloja, tuottavuuden parannuksia sekä monia muita positiivisia ulkoisvaikutuksia kansantalouteen kokonaisuutena.

Tällaisen klusterin synnyttäminen ei kuitenkaan ole yksinkertainen tehtävä. Klusteri vaatii kaikkien osa-alueiden läsnäoloa ja tehokkuutta syntyäkseen. Klusterin on ensinnäkin kyettävä tuottamaan riittävästi potentiaalisia yrittäjiä, yritysaihioita sekä osaavaa työvoimaa kasvavien yritysten tarpeisiin. Toiseksi klusterissa on oltava monipuoliset, kansainväliset, osaavat ja kokeneet enkeli- ja pääomasijoitusmarkkinat edesauttamaan yritysten kasvua ja kansainvälistymistä. Kolmanneksi klusterissa on oltava riittävä määrä irtautumisvaihtoehtoja jotta sijoitettavat pääomat saadaan kohdennettua tehokkaasti. Neljänneksi klusteria ympäröivän yhteiskunnan on tarjottava yritystoiminnalle vakaat ja suotuisat toimintaolosuhteet. Lisäksi tarvitaan joitakin läpimurtoyrittäjiä positiivisen kasvuyrityskierteen käynnistämiseksi. Näiden tekijöiden läsnäollessa ns. startup-klusterin synty on mahdollinen. Tässä raportissa on tutustuttu näistä tekijöistä pääoman tarjontaan.

Tämän tutkimuksen perusteella havaitaan, että suurin ongelma yksityisen rahoituksen saatavuudessa aikaisen vaiheen kasvuhakuisille yrityksille on ammattimaisten pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymättömyys. Suomalaiset innovaatioyritykset ovat tasokkaita teknologian ja tuotekehityksen saralla, mutta liiketoiminta- ja kansainvälistymisosaamisen puutteet vaikeuttavat menestyvien kasvuyritysten syntyä.

Kokeneet, ammattimaiset pääomasijoittajat tuovat kohdeyrityksiinsä merkittävästi juuri näitä taitoja rahoituksen lisäksi. Ongelma juontaa juurensa eurooppalaisesta yritysrahoituskulttuurista, jossa velkaraha on perinteisesti ollut omaa pääomaa merkittävämpi yritysten rahoituskeino. Amerikkalaisessa rahoituskulttuurissa osakemarkkinoilla on aina ollut merkittävämpi rooli yritysten rahoituksessa ja siten pääomasijoittaminen myös kulttuurillisesti luontevampaa.

Aikaisen vaiheen pääomasijoitusmarkkinoilla on kyse klassisesta muna vai kana – ongelmasta. Tehokkaat ja toimivat pääomamarkkinat parantavat yritysten menestys- ja kasvumahdollisuuksia ja kasvavat, menestyvät yritykset tuottavat pääomamarkkinoille vaadittavia tuottoja ja helpottavat siten pääomasijoitusyhtiöiden varainhankintaa. Vallitseva tilanne, jossa aikaisen vaiheen pääomamarkkinat kärsivät toimijoiden puutteesta ja varainhankinnan vaikeudesta, ei edesauta kasvuyritysten syntyä tehokkaalla tavalla mistä syystä myöskin tuotot jäävät mataliksi tai negatiivisiksi. Tämä ongelma Suomessa on ratkaistava jotta valtion kasvuyritys- ja innovaatiostrategia menestyisi.

Yksi Israelin Yozma-ohjelman menestyksen avaimista pääomasijoitusmarkkinoiden luomisessa oli mielestäni sen vaikutus pääomasijoitusyhtiöiden tuoton ja riskin suhteeseen. Alkuvaiheen pääomasijoittaminen on voimakkaasti ”hittivetoista”, joka tarkoittaa sitä, että pääomasijoittajan rahaston tuotto muodostuu harvojen portfolioyritysten menestyksestä, jolla korvataan tuottamattomien sijoitusten menetykset. Yozma –ohjelman puitteissa julkinen taho otti vastuulleen puolet aikaisen vaiheen korkeasta sijoitusriskistä samalla rajoittaen omia tuottomahdollisuuksiaan pääomalle lunastustilanteessa maksettavan 5%:n koron suuruiseksi. Tämä paransi yksityisten sijoittajien tuoton ja riskin suhdetta merkittävästi koska sijoitusriski pieneni puoleen mahdollisten tuottojen laskiessa ainoastaan valtion pääomalle maksettavan koron verran.

Suomessa julkinen taho kannustaa pääomamarkkinan syntyä sijoittamalla pääomasijoitusyhtiöihin äänettömän yhtiömiehen ominaisuudessa rahastojen rahasto-toimintatavalla, mikä auttaa rahastojen keruun vaikeudesta kärsiviä pääomasijoittajia ja siten parantaa markkinoiden toimivuutta, mutta ei paranna tuoton ja riskin suhdetta



eikä siten houkuttele uusia kotimaisia ja kansainvälisiä toimijoita pääomasijoitusmarkkinoille.

Vigo-yrityskiihdyttämöohjelman sekä yliopistojen ja ammattikorkeakoulujen yhteydessä toimivien, rahoitusta tarjoamattomien, yrityshautomoiden avulla pyritään ja on pyritty tekemään Suomen pääomasijoitusmarkkinoista houkuttelevampia uusille toimijoille kohottamalla siemen- ja startup -vaiheen innovaatioyritysten laatua ja taustatiimien osaamistasoa. Mikäli pääomamarkkinat eivät pysty vastaamaan yritysten rahoitustarpeisiin voi näidenkin toimien teho jäädä vaatimattomaksi. Tuoton ja riskin suhteen parantaminen verokeinoin tai Yozma-ohjelman mallin mukaisesti edes väliaikaisesti olisi mielestäni kokeilun arvoinen poliittinen linjaus muna vai kana – ongelman ratkaisemiseksi. Yksityishenkilöiden pääomasijoitusten kohdalla tätä ollaankin jo ehdotettu, mutta myös pääomasijoitusyhtiöiden toimintaedellytysten parantamista yhteiskunnan taholta on mielestäni syytä harkita. Kokonaan eri asia on, onko ulkoisesti suurpääomia suosivalta näyttävä politiikka mahdollista vallitsevassa poliittisessa ilmapiirissä, potentiaalisista talouskasvua lisäävistä vaikutuksista huolimatta.

Yksityisen pääomamarkkinan puutteiden korvaamiseksi luotu yritystukijärjestelmä ja yritystukien määrä koetaan Suomessa yleisessä keskustelussa suureksi ja mittavaksi, mikä ei tämän katsauksen perusteella näyttäisi Eurooppalaisessa vertailussa pitävän paikkaansa. Vaikka on totta että yritystoiminnan tukia Suomessa jaetaan laaja-alaisesti, ei tukien rahallinen määrä ole kuitenkaan yleisen käsityksen vastaisesti kovin suuri, esimerkiksi Ruotsiin verrattuna. Toisaalta tietyillä osa-alueilla julkisten tukien määrä on suuri suhteessa yksityisen pääoman määrään. Näin on erityisesti aikaisen vaiheen yritysten pääomasijoitusmarkkinoilla, joissa julkisten toimijoiden osuus on peräti 50% kaikista sijoituksista.

Sen sijaan yleinen käsitys niinsanotusta tukiviidakosta näyttäisi pitävän paikkansa. Erilaisia tukia jakavia instituutioita ja tukimuotoja on suuri määrä ja pelkästään erilaisten tukimuotojen selvittäminen, varsinaiseen hakuprosessiin puuttumatta, on mittava tehtävä. Sekava ja monimutkainen tukijärjestelmä aiheuttaa ylimääräistä kitkaa ja jäykkyyttä tukien toimintaan, yritysten resurssien kohdentumista epäolennaiseen selvittelyyn sekä resurssihukkaa erilaisten tukimuotojen pyörittämiseen vaadittavassa

byrokratiassa. Lisäksi on aiheellista kyseenalaistaa tukien kohdentumisen tehokkuutta tilanteessa, jossa suurimpia tukia saavat miljardiluokan monikansalliset pörssiyritykset. Tukia saavat jatkuvasti myös yritykset, jotka vuodesta toiseen nautittavista tuista huolimatta eivät kykene kannattavaan liiketoimintaan ja liiketoiminnan kasvuun.

Erilaisten tukiorganisaatioiden karsiminen, tukimuotojen yhtenäistäminen, tukien hakuprosessien sekä myöntämisehtojen selkeyttäminen ja rajaaminen sekä myönnettyjen tukien vaikutusten valvonnan tehostaminen vapauttaisivat huomattavan määrän tukiresursseja ja tehostaisivat niiden kohdentumista. Vapautuvia resursseja voitaisiin hyödyntää aiemmin esittämieni yksityisten pääomasijoitusmarkkinoiden kehittämiseen tähtäävien toimenpiteiden ja verokannusteiden rahoittamiseen. Pitkän tähtäimen tavoitteeksi olisi asetettava julkisten yritystukien minimointi niiden kilpailua ja markkinoiden toimintaa vääristävien vaikutusten vuoksi.

Tutkimustuloksen luotettavuutta arvioitaessa on nostettava esiin se, että tutkimus tehtiin vaikeassa taloudellisessa tilanteessa, erityisesti rahoitusmarkkinoiden kannalta. Rahoituksen tarjonta aikaisen vaiheen yrityksille yksityisillä pääomamarkkinoilla on vähentynyt kaikkialla Euroopassa ja talouden elpymisen voi olettaa parantavan tilannetta. Tutkimuksen päähuomion, aikaisen vaiheen pääomasijoitusmarkkinoiden kehittymättömyyden ei kuitenkaan voida katsoa johtuvan yksinomaan yleisestä taloustilanteesta koska sama tilanne vallitsi jo ennen taantumien alkua.

## Lähteet

Alen, T 2012. Pääomasijoitusten vaikuttavuus Suomessa 2012 - opinnäytetyön tiivistelmä. FVCA.

EBAN 2009. EBAN Toolkit. Introduction to business angels and business angels networks activities in Europe. EBAN publications. Bryssel

Elinkeinoelämän Keskusliitto ja Ernst & Young 2010. Kasvun Ajurit 6. Kansainvälistymisen menestystekijät ja esteet. Kasvuyritysten ja PK-yritysten vertailu

Euroopan Komissio 2011a. Innovation Union Scoreboard 2011. Tilastojulkaisu. Euroopan Unioni. Bryssel

Euroopan Komissio 2011b. State aid Scoreboard 2010. Report on state aid granted by the EU Member States. Euroopan Unioni. Bryssel

Euroopan Komissio 2012. Access to finance – Venture capital. Tietokanta. Luettavissa: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/access-to-finance-indicators/venture-capital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/access-to-finance-indicators/venture-capital/index_en.htm)

Eurostat-OECD 2007. Manual on business demography statistics. OECD Publishing. Pariisi

Finnvera 2012. Vuosikertomus 2011

FVCA 2012. Pääomasijoittaminen Suomessa 2011

FVCA 2012. Pääomasijoittaminen Suomessa H1/2012

IROResearch Oy 2012. Yritysrahoituskysely 2012.

IVC Research Center 2012. Summary of Israeli venture capital investments H1/2012

IVC Research Center 2012. Summary of Israeli venture capital investments 2011

Koski, H, Ylä-Anttila, P 2011. Yritystukien vaikuttavuus: tutkimushankkeen yhteenveto ja johtopäätökset. Työ- ja Elinkeinoministeriö.

Maailmanpankki. Research and development expenditure (% of GDP) -tietokanta  
Luettavissa: <http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.SCIE.RD.P6/countries>

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

OECD 2011. Financing high-growth firms – the role of angel investors. OECD Publishing. Pariisi. Luettavissa: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en>

OECD 2011. Main Science and Technology indicators – tietokanta.  
Luettavissa: [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MSTI\\_PUB#](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MSTI_PUB#)

Pietarinen, M 2012. Yritystukiselvitys. Työ- ja Elinkeinoministeriö. Helsinki

Pohjoismaiden Neuvosto 2010. Nordic Entrepreneurship Monitor 2010.  
Tilastojulkaisu.

Puttonen, V 2010. Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmän kehittäminen.  
Työ- ja Elinkeinoministeriö.

Rainio, E. 2009. Kasvuyritysten toimintaedellytysten parantaminen ja rahoituksen tehostaminen. Valtiovarainministeriö.

Suomen Teollisuussijoitus Oy 2012. Tilinpäätös 2011

Tekes 2012. Vuosikertomus 2011

Tekes. Nuorten innovatiivisten kasvuyritysten rahoitus.

[http://www.tekes.fi/info/niy#top\\_of\\_content](http://www.tekes.fi/info/niy#top_of_content)

Tilastokeskus 2011. Tutkimus- ja kehittämistoiminta 2010. Tilastojulkaisu

Luettavissa: [http://tilastokeskus.fi/til/tkke/2010/tkke\\_2010\\_2011-10-27\\_fi.pdf](http://tilastokeskus.fi/til/tkke/2010/tkke_2010_2011-10-27_fi.pdf)

Tilastokeskus 2012. Tutkimus ja kehittämisrahoitus valtion talousarviossa 2012.

Tilastojulkaisu. Luettavissa: [http://www.stat.fi/til/tkker/2012/tkker\\_2012\\_2012-02-24\\_fi.pdf](http://www.stat.fi/til/tkker/2012/tkker_2012_2012-02-24_fi.pdf)

Tilastokeskus 2012. Luottokanta 2012, 2.vuosineljännes. Tilastojulkaisu.

Luettavissa: [http://193.166.171.75/Database/StatFin/rah/lkan/lkan\\_fi.asp](http://193.166.171.75/Database/StatFin/rah/lkan/lkan_fi.asp)

Tillväxtanalys 2011. Statlight stöd till näringslivet 2010

Työ- ja Elinkeinoministeriö 2008. Kansallinen innovaatiostrategia. Työ- ja

Elinkeinoministeriö. Helsinki

Työ- ja Elinkeinoministeriö 2011. Kasvuyrityskatsaus. Työ- ja Elinkeinoministeriö.

Helsinki

Valtiovarainministeriö 2012. Pääomamarkkinat ja kasvu. Valtiovarainministeriö.

Tampere.

Sähköiset lähteet:

<http://www.fiban.fi>

<http://butterfly.vc/about-us/the-fund/>

<http://finnvera.fi/Tuotteet/>

<http://www.teollisuussijoitus.fi/sijoitustoiminta>

[http://www.tekes.fi/fi/community/Uutiset/404/Uutinen/1325?name=Vigo%20ohjel  
man%20kasvuyritykset%20keranneet%20130%20miljoonaa%20euroa%20sijoituksia](http://www.tekes.fi/fi/community/Uutiset/404/Uutinen/1325?name=Vigo%20ohjel<br/>man%20kasvuyritykset%20keranneet%20130%20miljoonaa%20euroa%20sijoituksia)

[www.vigo.fi](http://www.vigo.fi)