



Startup-yritysten rahoituskierrosten eroavaisuudet

Riikka Kuokkanen

Opinnäytetyö, AMK

Marraskuu 2022

Liiketalouden tutkinto-ohjelma

Tradenomi (AMK), liiketalous

Kuokkanen, Riikka

Startup-yritysten rahoituskierrosten eroavaisuudet

Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu. Marraskuu 2022, 54 sivua.

Tradenomi. Liiketalouden tutkinto-ohjelma. Opinnäytetyö AMK.

Julkaisun kieli: suomi

Julkaisulupa avoimessa verkossa: kyllä

Tiivistelmä

Opinnäytetyössä tutkittiin startup-yritysten rahoituskierrosten välisiä eroavaisuuksia. Opinnäytetyön tavoitteena oli selvittää nämä eroavaisuudet käytännön tasolla tutustumalla eri vaiheiden toimijoiden toimintaan. Tavoitteena on, että tuloksia voidaan hyödyntää startup-yrittäjien toimesta.

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimuksena. Tutkimuksen aineistonkeruumenetelmänä käytettiin teemahaastattelua. Teemahaastatteluissa haastateltiin neljää startup-yritysten parissa työskentelevää ammattilaista. Teemahaastattelut toteutettiin lokakuun 2022 aikana.

Opinnäytetyön teoreettinen viitekehys muodostui rahoituskierrosten määrittelystä, rahoituskierroksiin sijoittavista toimijoista ja niihin liittyvistä käsitteistä. Tietoperustaan haettiin tietoa kirjallisista lähteistä, aiemmista tutkimuksista sekä relevanteista sähköisistä lähteistä.

Tutkimuksen tuloksista kävi ilmi, että rahoituskierrosten aikana myös rahoituksen suuruudet kasvavat. Sijoitettavat rahoitussummat vaihtelevat ja ei ole määritelty mitään yksittäistä summaa siitä, kuinka paljon yrityksen tulisi kerätä rahoitusta toimintaansa varten. Sijoittaminen myös ammattimaistuu myöhemmillä rahoituskierroksilla ja alkuvaiheen enkelisijoittajat vaihtuvat suurempiin VC-rahastoihin. Riski on suurimmillaan ensimmäisillä rahoituskierroksilla ja riskiä voidaan hallita valikoimalla sijoituskohteet tarkoin. Startup-yrityksen arvon määrittäminen on hankalaa, mutta startup-yrityksen arvoa voidaan määrittää myöhemmässä vaiheessa multippeleiden avulla. Yrityksen valuaatio yleensä kasvaa rahoituskierroksilla.

Avainsanat (asiasanat)

Startup-yritys, rahoituskierrokset, enkelisijoittaja, siemenrahoitus

Muut tiedot (salassa pidettävät liitteet)

Kuokkanen, Riikka

Differences between startup funding rounds

Jyväskylä: JAMK University of Applied Sciences, November 2022, 54 pages.

Bachelor of Business Administration. Degree Programme in Business Administration. Bachelor's Thesis

Permission for open access publication: yes

Language of publication: Finnish

Abstract

The thesis examined the differences between startup funding rounds. The aim of the thesis was to discover these differences on a practical level by getting familiar with the agents' activities in different funding rounds. The goal is that the results can be utilized by startup entrepreneurs.

The study was conducted as qualitative research. The data collection method of the research was thematic interview. Four professionals working with startup companies were interviewed for the thematic interviews. Thematic interviews were carried out during October 2022.

The theoretical framework of the thesis was based on the definition of the funding rounds, the investors of these funding rounds and related concepts. The theoretical framework was gathered from written sources, previous studies and relevant electronic sources.

The results of the study showed that the funding amounts are increasing during the funding rounds. The invested amounts vary and there is no single amount that has been defined as how much funding the company should collect to fund its operations. Investing also becomes more professional in the later funding rounds, and early-stage angel investors will switch to larger VC-funds. The risk is greatest in the first funding rounds, and the risk can be managed by carefully selecting the investment targets. Determining the value of a startup is tricky, but the value of a startup can be determined at a later stage by using multiples. The company's valuation usually increases with the funding rounds.

Keywords/tags (subjects)

Startup, funding rounds, angel investor, seed funding

Miscellaneous (Confidential information)

Sisältö

1	Johdanto	2
2	Tutkimusasetelma	3
2.1	Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoite	3
2.2	Tutkimusote	4
2.3	Aineistonkeruu- ja analyysimenetelmä.....	6
2.4	Luotettavuus ja eettisyys	7
2.5	Aikaisemmat tutkimukset	8
3	Rahoituskierrokset	10
3.1	Enkeli-sijoittaminen.....	22
3.2	Joukkorahoitus	26
3.3	Venture capital.....	30
4	Tutkimuksen tulokset	31
4.1	Aineistonkeruutapa.....	31
4.2	Rahoituskierrosten rahoituksen suuruus.....	32
4.3	Rahoituskierrosten sijoittajat.....	35
4.4	Rahoituskierrosten riskit	36
4.5	Arvon määrittäminen	39
5	Johtopäätökset ja pohdinta	41
	Lähteet	49
	Liitteet	54
	Liite 1. Teemahaastattelu.....	54

Kuviot

Kuvio 1.	Esisiemmenrahoituksen määrä Euroopassa (Adakeye 2021, muokattu).	14
Kuvio 2.	Rahoituksen suuruus rahoituskierros A-vaiheessa (Jackson 2021, muokattu).	17
Kuvio 3.	Rahoituskierrosten suuruudet eri vaiheissa (Cono 2020, muokattu).	20
Kuvio 4.	Tyypillinen sijoitusprosessi (FiBAN 2012,9, muokattu).....	23
Kuvio 5.	Lainamuotoinen joukkorahoitus (Tepora 2022).	28

Taulukot

Taulukko 1.	Rahoituskierrokset ja niiden ominaisuudet (How series A,B&C funding works for your startup, muokattu).....	13
-------------	--	----

1 Johdanto

Startup-yritys on nuori yritys, joka pyrkii nopean kasvun kautta tuomaan markkinoille uuden tuotteen tai palvelun. Hyvänä esimerkkinä startup-yrityksestä voidaan antaa esimerkiksi Amazon, Google ja Facebook (Baldrige 2022.) Jotta startup-yritys voi menestyä, tarvitsee se aikaisessa vaiheessa rahoitusta omalle toiminnalleen. Rahoitusta startup-yritys voi hakea monista eri lähteistä, kuten venture capital- sijoittajilta, pankkisektorilta, enkelisijoittajilta tai esimerkiksi joukkorahoituksen avulla. Startup-yritysten rahoitus kuitenkin saadaan yleensä oman pääoman ehtoisen rahoitusten kautta, sillä moni pankki vaatii vakuuksia, joita uudella yrityksellä ei ole (Cano 2020, 329–333.)

Startup-yrityksen osalta voidaan erottaa eri rahoituskerroksia. Rahoituskerrosten tavoitteena on kasvattaa yrityksen toimintaa yrityksen kasvun eri vaiheissa. Yritys voi hakea rahoitusta toimintansa alkuvaiheessa, kun pyritään muuttamaan yrittäjän idea tuotteeksi, tai rahoittaakseen toimintaansa muissa vaiheissa, kun esimerkiksi suomalainen yritys pyrkii pääsemään uusille markkinoille Amerikkaan (Cano 2020, 329–333.) Rahoituskerroksien osalta voidaan erottaa riskisyys, niiden tuottopotentiaali sekä arvon määrittäminen. Suomessa on tutkittu siemenrahoituskerrosta, mutta muiden rahoituskerrosten osuus on ollut vähäinen.

Startup-yritysten suosio alkoi Suomessa 2000-luvulla, ja vaikka startup-yritykset eivät sinänsä ole uusi aihe, on niiden tarkasteleminen eri näkökulmista yhä pinnalla. Suomessa vuodesta 2008 asti järjestetty Slush-tapahtuma saa vuosi vuodelta enemmän kävijöitä, ja rahoituskerrokset ovat suurentuneet vuosi vuodelta, ainakin vuoteen 2022 asti. Slush-tapahtuma järjestettiin myös vuonna 2022 ja kasvuyrityksiin tehdyt VC-sijoitukset ovat tipahtaneet vuodesta 2021. Startup-yritysten osalta myös ulkomaalaisten sijoittajien osuus on kasvanut, ja startup-yrityksiin pumpataan enemmän rahaa kuin aikaisemmin (Mäntylä 2022a & Mäntylä 2022b.)

Opinnäytetyön haastattelut on toteutettu anonymisti. Haastateltaviksi on valikoitunut oman alansa erikoisosaajia. Tavoitteena tutkimuksessa on, että startup-yrityksistä kiinnostunut yrittäjä tai sijoittaja pystyy selkeästi erottamaan startup-yrityksen rahoituskerrokset ja niiden eroavaisuudet.

2 Tutkimusasetelma

On tärkeää muodostaa oikea tutkimusasetelma, sillä sen avulla voidaan selittää tutkittavien ilmiöiden välisiä riippuvuussuhteita. Tutkimusasetelma terminä voidaan ymmärtää haluna luoda tutkimusaineistolle yhteys, jotta tuloksien kiistaton tulkinta on mahdollista (Tietoarkisto-tutkimusasetelma n.d.) Tässä opinnäytetyössä tutkimusasetelma käsittää alleen tutkimusongelman määrittelyn, tutkimusotteen sekä aineistonkeruu- ja analyysimenetelmän. Tutkimusta tehdessä on otettava myös huomioon tutkimuksen luotettavuus ja sen eettisyys, sekä mahdolliset aikaisemmat tutkimukset.

2.1 Tutkimusongelma ja tutkimuksen tavoite

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää startup-yritysten rahoituskierrosten eroavaisuudet käytännön tasolla tutustumalla eri vaiheiden toimijoiden toimintaan. Kasvuyrityksillä voi olla monta rahoituskierrosta, joista tunnetuin on siemenvaihe, jonka englanninkielinen vastine on ”seed funding”. Tutkimuksen osalta voidaan erottaa tutkimusongelma. Tutkimusongelmaksi tutkimuksessa muodostuu riskisijoittamisen eroavaisuudet startup-yrityksen kasvun eri vaiheissa. Tämän tutkimuksen tutkimuskysymykset ovat:

1. *Kuinka paljon startup-yrityksen tulisi kerätä rahoitusta toimintaansa varten?*
2. *Ketkä sijoittavat eri rahoitusvaiheissa?*
3. *Miten riskisyys näkyy eri yrityksen kasvun vaiheissa?*
4. *Miten startup-yrityksen arvo määritellään eri kasvun vaiheissa?*

Tärkeää on ottaa huomioon näissä vaiheissa sijoittavat tahot, sillä niiden sijoitusprosessi ja sijoitusajankohdat eroavat toisistaan. Tästä syystä tutkimus nostaa esille enkelisijoittajat, joukkorahoituksen sekä pääomasijoittamisen, josta tulen tulevaisuudessa käyttämään termiä: ”venture capital tai VC”. Siemenrahoittamisen voidaan uskoa myös olevan erittäin riskistä toimintaa, joten riskien nostaminen esille on perusteltua tutkimusta tehdessä. Tutkimusongelman ratkaiseminen voidaan perustella tärkeäksi oman mielenkiinnon nojalla, mutta myös sen ajankohtaisuuden perusteella kuten johdannosta käy ilmi.

2.2 Tutkimusote

Tutkimusotteet voidaan jakaa kvalitatiiviseen tai kvantitatiiviseen tutkimusotteeseen. Kvalitatiivinen tarkoittaa laadullista tutkimusotetta ja kvantitatiivinen määrällistä tutkimusotetta. Tutkimusote määrää tutkimuksen suunnan (Kananen 2015, 63.)

Määrällinen tutkimus

Kun tutkimus perustuu kohteiden kuvaamiseen tilastojen ja numeroiden avulla, voidaan puhua tällöin määrällisestä tutkimuksesta. Syy- ja seuraussuhteet, numeeriset tulokset ja luokittelut ovat esimerkkejä määrällisen tutkimuksen tunnusmerkkejä (Määrällinen tutkimus 2015.)

Kvantitatiivisen tutkimuksen aineistonkeruu voi tapahtua esimerkiksi kyselylomakkeen tai valmiiden tilastojen avulla. Aineistonkeruumenetelmistä tavallisin on kyselylomake (Vilkkä 2021.) Kyselylomakkeesta voidaan myös puhua survey-tutkimuksena. Se tarkoittaa sitä, että kysely on standardoitu eli vakioitu. Jälkimmäinen viittaa siihen, että jokaiselta tutkimukseen osallistuvalla kysytään tutkimuksessa käsiteltävät asiat samalla tavalla (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara 2005, 182.) Kyselylomake tutkimuksen keruumuotona, sopii hyvin laajalle joukolle ja sen etuna on, että kyselyyn vastaaja jää anonymiksi tutkimuksen toteuttajalle (Vilkkä 2021).

Määrällisessä tutkimuksessa aineistonkeruumenetelmänä voidaan käyttää myös muiden keräämiä tutkimusaineistoja. Niitä voivat olla esimerkiksi muiden tutkijoiden keräämät tilastot. Valmiiden tilastojen käyttämisessä on kuitenkin huomioitava se, mihin tutkimuksen aineisto on alun perin kerätty, mikä on perusjoukko ja otanta, sekä on huomioitava tutkimuksen luotettavuus ja pätevyys. Valmiiden tutkimusaineistojen käyttöön voi olla myös tarvetta pyytää esimerkiksi tilaston haltijan lupa (Vilkkä 2021.)

Määrälliseen tutkimukseen valitaan tutkittava perusjoukko. Määrällisen tutkimuksen perusjoukolla tarkoitetaan rajattua joukkoa ihmisiä, yrityksiä tai tuotetta. Havaintoyksikkö voi olla esimerkiksi tutkittava ihminen, joista muodostuu otos. Perusjoukosta voidaan valita otos. Esimerkiksi kyselylomakkeeseen vastanneista voidaan puhua toteutuneena otoksena (Vilkkä 2021.)

Laadullinen tutkimus

Tuomen ja Sarajärven (2018) mukaan laadulliselle tutkimukselle on olemassa erilaisia määritelmiä ja teorian suhde laadullisessa tutkimuksessa on tärkeä. Laadullinen tutkimus siis ikään kuin kulkee käsikädessä empiirisen aineiston kanssa. Ilman teoriaa ei siis voi olla laadullista, eikä myöskään määrällistä tutkimusta (Tuomi & Sarajärvi 2018.) Tuomi ja Sarajärvi (2018) korostavat, että laadullinen tutkimus nojaa hyvin suurelta osin havaintojen teoriapituuteen. Heidän mukaansa tällä tarkoitetaan yksilön käsitystä itse ilmiöstä, ilmiön merkityksen tärkeyttä tutkimuksessa sekä millaisia välineitä tutkimuksessa käytetään. Eskolan ja Suorannan (1998) mukaan laadullinen tutkimus voidaan määritellä aineiston ja muodon kuvaukseksi, joka ei ole numeraalinen (Eskola & Suoranta 1998). Laadullisen ja määrällisen tutkimusotteen raja on kuitenkin erittäin häilyvä, sillä esimerkiksi haastatteluita voi Eskolan ja Suorannan (1998) mukaan myös analysoida niin määrällisen kuin laadullisen tutkimuksen menetelmin (Tuomi, Sarajärvi 2018 & Eskola, Suoranta 1998.)

Laadullisessa tutkimuksessa aineisto elää tutkimuksen aikana. Tutkimus perustuu siis koko prosessiin, joten tutkimuksen eri vaiheet ovat suurelta osin koko ajan vuorovaikutuksessa keskenään. Laadullisessa tutkimuksessa keskitytään otannan kannalta sen laatuun eikä määrään. Laadullinen tutkimus keskittyykin tutkittavan asian yleisyyden sijaista sen yksityiskohtaisuuteen. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa puhutaankin aineistolähteisestä analyysistä (Eskola & Suoranta 1998.)

Tutkimusotteen valintaa voidaan perustella monella eri tavalla ja tämä tutkimus toteutetaan laadullisena tutkimuksena. Laadullisessa tutkimuksessa tutkijalla on vapaus tutkimuksen suunnittelun ja toteutuksen suhteen. Laadullinen tutkimus opinnäytetyössä on perusteltua, sillä tutkimuksessa nojaututaan teoriapohjaan. Tämän lisäksi tutkimuksessa tullaan valikoimaan tietyt haastateltavat eikä keskityä numeraalisiin tietoihin. Laadullisessa tutkimuksessa pyritään ymmärtämään ilmiötä kokonaisvaltaisesti (Eskola & Suoranta 1998.) Vaikka tutkimuksessa vertaillaankin numeraalisia asioita kuten rahoituksen määrää, ei määrällinen silti sovi tutkimusotteeksi. Tutkimuksen tarkoituksena on saada kokonaiskuva sijoitusten eri vaiheista niin numeraalisen tiedon, kuin sanallisen tiedon parissa ja tutkimus keskittyykin enemmän ilmiön kokonaisvaltaiseen ymmärtämiseen. Näistä syistä on perusteltua valita tutkimusotteeksi laadullinen tutkimusote.

2.3 Aineistonkeruu- ja analyysimenetelmä

Haastattelut, kyselyt, havainnointi ja erilaisista dokumenteista saatava tieto, ovat esimerkkejä tyyppillisistä laadullisen tutkimuksen aineistonkeruumenetelmistä (Tuomi & Sarajärvi 2018.) Tutkimuksessa aineistonkeruuna tullaan käyttämään teemahaastattelua.

Laadullisen tutkimuksen aineistonkeruussa voidaan pohtia objektiivisuuden ja subjektiivisuuden suhdetta. Eskolan ja Suorannan (1998) mukaan objektiivisuuden näkökulmasta, tutkijan tulisi pysytellä mahdollisimman puolueettomana tehdessään tutkimusta. Heidän mukaansa tutkija voi pyrkiä tunnistamaan omat asenteensa ja esiolettamuksensa, mutta tämä tulisi mainita tutkimuksen alussa. Voi myös olla, että tutkimusasetelmasta saa jo selville tutkijan esiolettamuksen tutkittavasta asiasta (Eskola & Suoranta 1998.)

Yksi laadullisen tutkimuksen tunnusomaisista merkeistä on myös aineiston harkinnanvarainen otanta. Aineistossa keskitytään laatuun, eikä otannan määrään. Harkinnanvarainen otanta myös tarkastelee sitä, kuinka hyvin tutkija pystyy sitomaan teorian empiiriseen osaan (Eskola & Suoranta 1998.)

Haastattelu on yksi yleisimmistä tavoista kerätä laadulliseen tutkimukseen aineistoa. Haastattelun etuna muihin aineistonkeruu lähteisiin on sen joustavuus. Haastattelussa pyritään saamaan irti mahdollisimman paljon tietoa halutusta asiasta, ja siksi haastattelukysymykset on voitu antaa jo etukäteen haastateltavalle. Koska laadullinen tutkimus perustuu harkinnanvaraiseen otantaan, on haastateltava yleensä joku, jolla on paljon tietämystä tutkittavasta asiasta (Tuomi & Saarijärvi 2018.) Haastattelussa voidaan myös puhua saturaatiopisteestä. Saturaatiolla tarkoitetaan kylläytymistä. Kun asiat siis alkavat toistamaan itseään haastatteluja tehdessä, voidaan puhua saturaatiosta. Tällöin voidaan myös ajatella, että haastatteluja on tehty riittävästi tutkimusta varten. Tutkimuksessa käytetään teemahaastattelua. Teemahaastattelussa määritellään ennalta valitut teemat (Aarnos, Eskola, Hakala, Heikkinen, Kiviniemi, Lätti, Niikko, Perkkilä, Ropo, Saarela, Saloviita, Syrjälä, Valli, Wallin, Vastamäki, Vilkkä, Virtanen, Åhlberg 2018.)

Analyysimenetelmän avulla tutkija pystyy selkeyttämään aineistoa ja tuomaan siihen uutta tietoa tutkittavasta asiasta. Analyysimenetelmiä on monia ja ne voivat helposti kietoutua keskenään ja

harvoin tutkimuksessa on vain yksi analyysimenetelmä. Tällä tarkoitetaan sitä, että jos tutkijan valitsema analyysimenetelmä ei jostain syystä riitä, voi tutkija sekoittaa tutkimukseen myös toista menetelmää (Eskola & Suoranta 1998.) Aineiston analyysimenetelmänä käytetään teemoittelua. Teemoittelussa pyritään etsimään usein toistuvia piirteitä ja keskeisiä asiakaskokonaisuuksia (Juhila n.d.) Sitä ennen haastattelu kuitenkin litteroidaan puhtaaksi. Tällä tarkoitetaan sitä, että tutkimusta varten esimerkiksi äänitetty puhe kirjoitetaan tekstiksi. Litteroinnissa voidaan käyttää apuna erilaisia ohjelmia (Kananen 2015.)

Tässä opinnäytetyössä haastateltavia kartoitetaan sosiaalisen median alustojen kautta. Pääasiallisesti tutkimuksessa hyödynnetään LinkedInia, joka on sosiaalisen median alusta. Haastateltaville tullaan lähettämään kysymykset etukäteen tarkasteltaviksi, jotta haastateltavat voivat valmistautua haastatteluun paremmin. Tutkimuksen haastattelut tullaan toteuttamaan etäyhteyksin Teams-sovelluksen kautta. Näin haastattelussa maantieteelliset etäisyydet eivät osoittaudu ongelmalliseksi. Haastattelut nauhoitetaan, jotta litterointi onnistuu jälkikäteen. Haastattelujen nauhoittaminen takaa sen, että tutkimuksen luotettavuus ei kärsi.

2.4 Luotettavuus ja eettisyys

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkija joutuu usein arvioimaan tutkimuksensa luotettavuutta. Luotettavuutta arvioidessa tutkijan tulisi myöntää oma subjektiivisuutensa tutkittavaa asiaa kohtaan. Kvalitatiiviset tutkimukset sisältävät yleensä enemmän tutkijan omaa pohdintaa verrattane kvantitatiiviseen tutkimukseen (Eskola & Suoranta 1998.) Eskolan ja Suorannan (1998) mukaan kvalitatiivisen tutkimuksen luotettavuuden perusteiksi eivät sovi validiteetti ja reliabiliteetti perinteisesti ymmärrettynä vaan olennaista on arvioida uskottavuutta ja varmuutta. Myös Puusa ja Juuti (2020) mainitsevat uskottavuuden ja varmuuden, mutta näiden lisäksi kuitenkin myös eettisyys nostetaan tarkasteluun (Eskola, Suoranta 1998 & Puusa, Juuti 2020.)

Puusan ja Juutin (2020) mukaan käsitteellä uskottavuus viitataan siihen, miten tutkimuksen henkilöt ja muut tutkimusta lukevat ottavat tutkimustulokset vastaan. Ovatko tutkimustulokset siis uskottavia vai eivät. Myös tulosten analysointi on tärkeässä osassa, kun mitataan tutkimuksen uskottavuutta. Objektiiivisuus ei ole täysin mahdollista laadullisessa tutkimuksessa ja tämä pitää ottaa huomioon uskottavuutta tarkastellessa (Puusa & Juuti 2020.)

Tutkimuksen luotettavuus tarkoittaa sitä, että tutkija pystyy vakuuttamaan tutkimuksen lukijan omasta ammattitaidostaan. Tällä tarkoitetaan esimerkiksi sitä, että tutkija on kyennyt valitsemaan perustellusti oikean tutkimisotteen ja pyrkii täten myös ratkaisemaan asettamansa tutkimusongelman (Puusa & Juuti 2020.)

Eettisyys tarkoittaa tutkijan kyvykkyyttä noudattaa eettisiä periaatteita tutkimusta tehdessään. Tällä tarkoitetaan siis sitä, että tutkija pyrkii saavuttamaan jotain hyvää tutkimuksellaan. Tutkimus myöskään ei saa vaarantaa tutkimuksen kohteena olevia ihmisiä (Puusa & Juuti 2020.)

Tutkijan tulisi osata valita tutkimuksessa käytettävä aineisto valikoiden ja kriittisesti, jotta tutkimuksen luotettavuus ei kärsi (Eskola & Suoranta 1998). Tuomen ja Sarajärven (2018) mukaan haastatteluita on kritisoitu aineistonkeruumuotona. Heidän mukaansa ongelma saattaa johtua haastattelijoiden kouluttamattomuudesta sekä vähäisestä kokemuksesta ja rahoituksesta. (Tuomi & Sarajärvi 2018.)

Tutkimus tullaan toteuttamaan anonymisti, jolla suojellaan haastateltavia henkilöitä. Mikäli haastattelussa mainitaan henkilöistä yksilöityjä tietoja, eivät ne päädy tutkimuksen tuloksiin. Tutkimuksessa käytetty aineisto poistetaan litteroinnin jälkeen, jotta tutkimus säilyy luotettavana ja anonymina.

2.5 Aikaisemmat tutkimukset

Startup- yritysten rahoittamista koskevia tutkimuksia on tehty erilaisista näkökulmista viime vuosien aikana, sillä kasvuyritysten rahoittaminen on ollut eräänlaisessa nousukiidossa.

Laurean ammattikorkeakoulun opinnäytetyössä Pelkonen (2019) tutki Startup- ja kasvuyritysten rahoitusta Suomessa. Tutkimuksessa saatiin selville, kuinka riski ja rahoituksen kustannus kulkevat käsikädessä. Pelkonen (2019) mukaan mitä suurempi riski kohdistuu kasvuyritykseen, sitä suurempi on myös rahoituksen kustannus. Startup-yritykset toiminnaltaan ovat riskisiä, sillä puhutaan kokonaan uuden yrityksen perustamisesta, jossa menestymistä ei ole taattu. Pelkonen (2019) tutki myös kasvuyritysten rahoittajia ja painotti oman pääoman ehtoisten instrumenttien olevan startup rahoittamisessa yleisempää verrattuna vieraan pääoman ehtoihin instrumentteihin. Pelkonen

(2019) kuitenkin korosti myös vieraan pääoman tulevan kuvioihin mukaan sitä myötä, kun toiminta kehittyy (Pelkonen 2019.)

Myös Haataja (2021) käsittelee Kajaanin ammattikorkeakoulun työssään Startup yrityksen liiketoimintaa. Tutkimuksen luotettavuus kärsi vaikeudesta löytää haastateltavaksi startup- yrittäjiä, jotka olisivat onnistuneesti hakeneet rahoitusta yksityisiltä pääomasijoittajilta tai enkelisijoittajilta. Tutkimukseen otannaksi valikoitui Kainuun alueella toimivia yrittäjiä. Haatajan (2021) tekemän tutkimuksen mukaan teoria vastaa empiiristä osiota. Rahoitus aikaisessa vaiheessa on saatu yrittäjältä itseltään sekä julkisilta rahoittajilta (Haataja 2021.)

Turun ammattikorkeakoulun opinnäytetyössä Uusi-Salava (2018) tutki pääomasijoittajien sijoituskriteerejä ja yrityksen arvonmäärittystä. Uusi-Salavan (2018) mukaan startup- yritysten on vaikeaa saada perinteistä pankkilainaa, mikä on suurena syynä sille, että rahoitusta haetaan yksityisiltä pääomasijoittajilta. Se, kuinka suurta rahoitusta yrityksen tulisi tavoitella riippuu Uusi-Salavan (2018) mukaan siitä, kuinka nopeaa kasvua itse yritys hakee. Mitä tulee puolestaan yrityksen arvon määrittämiseen aikaisessa vaiheessa, on se Uusi-Salavan (2018) pohdinnan mukaan hankalaa. Arvon määrittäminen pohjautuu ennusteisiin, ja vaatisi myös tällöin yrityksen menestymisen (Uusi-Salava 2018.)

Karelian ammattikorkeakoulun opinnäytetyössä Marjola (2016) pyrki löytämään tunnusmerkkejä potentiaalisen kasvuyrityksen tunnistamiseen. Marjola (2016) korostaa, että selviä tunnusmerkkejä potentiaalisesti menestyksekkäästä kasvuyrityksestä ei ole. Tutkimustulokset korostavat yksityisijoittajan omaa ammattitaitoa mitä tulee potentiaalisen kasvuyrityksen tunnistamiseen. Näillä yksityisijoittajilla on taito tunnistaa motivaatio ja yrittäjien päämäärätietoisuus (Marjola 2016.)

Kyyriäinen (2019) käsittelee Haaga-Helian opinnäytetyössä unicorn startup- yrityksiä. Kyyriäisen (2019) mukaan suurelta kyseisten yritysten rahoittajina toimivat nk. venture capital- yritykset. Hänen mukaansa tämä on poikkeavaa, sillä yleensä startup- yrityksiä rahoittavat esimerkiksi enkelisijoittajat. Tutkimuksessa selvisi, että lukuisten rahoituskierrosten aikana, yritykset onnistuivat moninkertaistamaan arvonsa (Kyyriäinen 2019.)

Tikkasen (2014) mukaan kasvuyrityksen menestystä ei tulisi määritellä pelkästään lukujen valossa vaan menestymiseen vaikuttaa myös yrityksen kasvuhalukkuus. Tikkanen (2014) nostaa esille tutkimustuloksissaan riskiä ottavien pääomasijoittajien puutteen Suomessa. Hänen mukaansa julkisia rahoittajia suomesta kuitenkin löytyy, kuten esimerkiksi Finnvera. Pääomasijoittajien puutteen vuoksi moni kasvuyritys pyrkiikin hakemaan rahoitusta ulkomaisilta sijoittajilta (Tikkanen 2014.)

Tampereen ammattikorkeakoulun opinnäytetyössä Hellberg (2020) käsittelee Startup- yritysten kasvun haasteita. Hellbergin (2020) mukaan rahaa on saatavilla valtavasti, mutta kokee ettei informaatio ja halu sijoittaa kasvuyrityksiin ole kohdannut viime vuosien aikana. Tutkimuksen empiiriosiossa esiin nostettu yrittäjän oma halukkuus hakea rahoitusta itse on avainasemassa. Haastateltavat mainitsivatkin rahoituksen hakemisen yrityksilleen aikaisessa vaiheessa olevan puhtaasti myyntityötä (Hellberg 2020.)

Bertula (2016) tutki joukkorahoituksen asemaa startup sijoittamisessa. Tutkimuksen tuloksina on huomattava joukkorahoituksen sopivan rahoitusmuodoksi yrityksen rahoituskierron eri vaiheissa. Hänen mukaansa kuitenkin Suomessa joukkorahoitus ei ole riittävä rahoittamaan itsessään yrityksiä niiden alkuvaiheessa. Mukaan kaivattaisiin siis esimerkiksi starttirahaa (Bertula 2016.)

Startup- yritysten asemaa Suomessa ja sen rahoittamista on tutkittu eri keinoin opinnäytetöiden muodossa. Tämä tutkimus tulee keskittymään kasvuyrityksen rahoittamiseen eri vaiheissa ja täten eroaa edellä mainituista tutkimuksista. Aikaisemmat tutkimukset kuitenkin tarjoavat hyvän jalansijan tälle tutkimukselle.

3 Rahoituskierrokset

Tutkimuksen teoriaosuus haetaan kirjallisuudesta sekä jo tehdyistä tutkimuksista, mutta myös kirjoitetuista artikkeleista. Artikkeleiden käyttöä perustellaan sillä, että rahoituskierrokset ja niistä saatava tieto on ns. jakaantunut laajasti eri lähteisiin. Tutkimuksen teoriaosuuden tiedonkeruun käytetään fyysisiä kirjallisia lähteitä, mutta myös sähköisiä lähteitä. Kriteereinä tietoperustalle on lähteiden ajankohtaisuus, luotettavuus ja niistä saatava tieto. Teoriaosuuteen haetaan lähteitä, jotka ovat enintään 5 vuotta vanhoja, jotta teoriaosuuden ajankohtaisuus säilyy. Paikoitellen yh-

distetään myös vanhempaa kirjallisuutta, joka kuitenkin on vielä ajankohtaista. Luotettavuutta lähteiden suhteen arvioidaan myös sen perusteella, onko käytettyjä artikkeleita päivitetty, ja onko niitä vertaisarvioitu jonkun toisen toimesta.

Opinnäytetyössä on olennaista ymmärtää käsite startup- yritys. Startup-yritys on yleensä yritys, joka pyrkii nopeaan kasvuun. Startup-yritys on yleensä nuori ja se todennäköisesti vasta kehittää omaa tuotettaan. Startup-yritystä voi kutsua aikaisen vaiheen kasvuyritykseksi, mutta se on kuitenkin erotettava käsitteestä kasvuyritys. Tämä johtuu siitä, että kasvuyritykseksi voidaan määrittellä mikä tahansa kasvua tekevä yhtiö (Moilanen 2013.) Olennaista on kuitenkin käyttää molempia termejä, sillä opinnäytetyö keskittyy eri rahoituskerroksiin. Ennen rahoituskerroksiin perehtymistä, opinnäytetyössä käydään läpi muutama käsite.

Oma ja vieraspääoma

Kun puhutaan kasvuyrityksen rahoittamisesta, on hyvä tarkastella oman ja vieraan pääoman suhdetta toisiinsa. Otetaan ensin käsittelyyn ensiksi oma pääoma. Omalla pääomalla tarkoitetaan sisäistä omaa pääomaa tai ulkoista omaa pääomaa. Sisäinen pääoma viittaa yrityksen saamiin tuloihin kassavirrasta. Yritys voi myös laskea liikkeelle osakkeita, jolloin puhutaan ulkoisesta omasta pääomasta. Korjoja ei tarvitse maksaa omassa pääomassa ja yrityksellä ei ole velvollisuutta maksaa takaisin omaa pääomaa. Oman pääoman ehtoinen sijoittaminen on myös riskisempää sijoittajalle, sillä konkurssitilanteessa oma pääoma maksetaan viimeisenä vieraan pääoman jälkeen. Koska tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä, on oman pääoman ehtooselle rahoitukselle myös korkeampi tuotto (Corona Capital n.d.)

Vieraana pääomana pidetään velkaa. Vieraasta pääomasta peritään korkoa ja se on yleensä määriteltä myös etukäteen. Korko määräytyy yrityksen riskisyyden mukaan. Konkurssitilanteessa velka maksetaan ensin, joten sen suhteen lainanantajalla on parempi asema, kun verrataan omaan pääomaan. Vieraalle pääomalle on kuitenkin pienempi tuotto ja laina pitää maksaa takaisin. Riski vieraan pääoman ehtoosessa rahoituksessa on pienempi kuin vastaavasti oman pääoman ehtoosessa rahoituksessa (Corona Capital n.d.)

Yrityksen näkökulmasta oman pääoman ehtoinen rahoitus on kalliimpaa, mutta ei kuitenkaan ole olemassa yhtä ja selkeää toimivaa pääomarakennetta. Jos rahoitus jommankumman kautta olisi tutkitusti kannattavampaa, ei meillä todennäköisesti olisi yrityksiä, jotka ovat rahoittaneet toimintaansa niin vieraalla- kuin omalla pääomalla (Corona Capital n.d.)

Tuotto-odotus

Tuotto-odotusta voidaan tarkastella riskin näkökulmasta. Jos odottaa sijoittamalleen pääomalle korkeaa tuottoa, voi odottaa myös, että riski on korkea. Kun puhutaan tuotto-odotuksesta, tarkoitetaan sitä, että kuinka paljon sijoittaja odottaa sijoittamalleen summalle tuottoa. Tätä voidaan tarkastella prosentuaalisesti, jolloin puhutaan tuotto-prosentista. Erilaisille sijoituskohteille voidaan määrittellä erilaisia tuotto-prosentteja. Sijoitusten tuotto-odotukset voivat usein olla epärealistisia eli sijoittaja odottaa sijoitussummalleen suurempaa tuotto-odotusta, kuin on tiettyjen mittareiden mukaan edes mahdollista (Sammalisto, Asunmaa 2021, 139–143.)

Tuotto-odotusta voidaan laskea esimerkiksi IRR avulla. IRR tulee sanoista: The internal rate of return. IRR:ää käytetään laskemaan mahdollisten sijoitusten kannattavuutta. Tavallisesti mitä korkeampi IRR on, sitä kannattavampi sijoitus on (Fernando 2022.)

Arvon määrittäminen

Arvo on mielipide yrityksen arvosta. Arvon määritelmää voidaan myös tarkastella siitä näkökulmasta, että se on yrityksen todennäköisin hinta vaihdossa. Yrityksen nykyarvo voidaan laskea jakamalla yrityksen tuottamat kassavirrat tuottovaatimuksella. Yrityksen arvo ei ole kuitenkaan aina vakio vaan voi vaihdella. Arvosta voidaan puhua myös valuaationa. Yrityksen arvon määrityskertoimia eli multippeleita voi olla esimerkiksi EV-EBITDA. EV-EBITDA tarkoittaa yrityksen arvon ja käyttökäteen suhdetta. Yrityksen koko toiminnan arvo, yrityksen liiketoiminnan arvo ja osakepääoman arvo ovat tärkeimpiä yrityksen tärkeimpiä määritelmiä mitä tulee arvon määrittämiseen (Seppänen 2017, 21–43 & Anttonen 2017.)

Tässä opinnäytetyössä keskitytään esisiemenvaiheeseen, siemenvaiheeseen ja rahoituskierroksiin A-E. Alla esitellään kyseiset rahoituskierrokset ja niiden kuvaukset. Rahoituskierrokset ovat taulukkomuodossa helpompi esittää ja auttaa hahmottamaan niiden ominaisuuksia.

Rahoituskierrros	Mihin keskitytään	Rahoituskierroksen yleisiä elementtejä	Sijoituksen suuruus (\$)
Esisiemenvaihe	Tuotteeseen	Henkilöstön palkkaus, valmis tuotteen prototyyppi	25 000- 500 000
Siemenvaihe	Yrityksen toiminnan aloitus	Valmis tuote ja tiimi	1 000000- 4 000000
Rahoituskierrros A	Liikevaihdon kasvu	Markkinointi, kehitys	N. 10 000000
Rahoituskierrros B	Kasvuun	Markkinointi, yritysostot	15 000000-25 000000
Rahoituskierrros C	Laajamittaiset laajennukset	Pääsy uusille markkinoille, yritysostot	50 000 000
Rahoituskierrros D	Listautuminen pörssiin	Pyritään saavuttamaan asioita ennen listautumista	19 000000-109 000000
Rahoituskierrros E	Sama kuin D	-	-

Taulukko 1. Rahoituskierrokset ja niiden ominaisuudet (How series A,B&C funding works for your startup, muokattu).

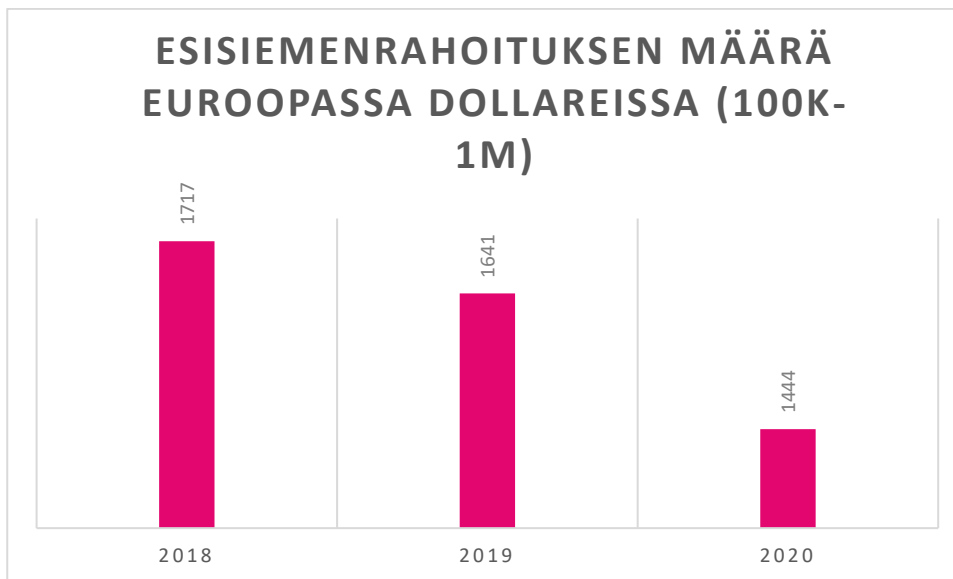
Esisiemenvaihe ja siemenvaihe

Ennen siemenvaiheen käsittelyä on hyvä ottaa esille esisiemenvaihe. Esisiemenvaihe on siemenvaihetta edeltävä rahoituskierrros. Yleensä kyseistä vaihetta ei lasketa rahoituskierrrokseksi ollenkaan, sillä yleensä yrityksen operaatiot ovat vasta käynnistymässä kyseisen rahoituskierroksen aikana. Esisiemenvaiheen rahoitusta tulisi hakea siinä vaiheessa, kun yrittäjä kuvittelee startup-yrityksensä olevan valmis. Tällöin yritykseen ollaan esimerkiksi palkkaamassa uutta henkilöstöä, yrityksellä on valmiin tuotteen prototyyppi ja ostajien kiinnostus on herännyt. On tärkeää, että yritykset ovat valmistautuneet sijoittajien tapaamiseen, sillä useimmat potentiaaliset sijoittajat saavat tarjouksia monista eri startup-yrityksistä (Krissanssen 2021.)

Krissanssenin (2021) mukaan yrittäjän tyypillinen rahoituksenmäärä esisiemenvaiheessa on noin 400 000–500 000, kun puhutaan dollareista. Toisaalta Lynleyn (2021) mukaan tyypillinen rahoituksenmäärä vaihtelee välillä 25 000–250 000. Krissanssenin (2021) mukaan kyseinen numero on Yhdysvalloissa esimerkiksi hieman korkeampi kuin maailmanlaajuisesti. Kuitenkin hän painottaa, että yrityksen rahoittamiseen tarvittava määrä riippuu pitkälti yrityksen toiminnan tarpeista, ja tulisi arvioida kuinka paljon rahaa yritys ylipäätään tarvitsee siirtyäkseen seuraavalle rahoituskierrrok-

selle, toiminnan silti pysyessä yhä kannattavana. Esimerkiksi tekniikan alan yritykset ovat Krissanssenin (2021) mukaan hyvä esimerkki tästä, sillä ne yleensä etsivät vain pääsyä rahoituskierrokselle (Krissanssen 2021 & Lynley 2021.)

Alla olevassa kuvio 1 on esiteltyä esisiemenrahoituksen määrä Euroopan sisällä. Esisiemenrahoituskierrosten lukumäärä on tipahtanut vuodesta 2018.



Kuvio 1. Esisiemenrahoituksen määrä Euroopassa (Adekeye 2021, muokattu).

Esisiemenvaiheen yleisimpiä rahoittajia ovat yrittäjän perhe, ystävät, muut tukijat ja tietenkin yrityksen perustajat (Reiff 2022). Lynley (2021) esittää kuitenkin, että kokenut startup-yrityksen perustaja voi myös hakea rahoitusta venture capital- sijoittajilta, joita käsitellään myöhemmin vielä lisää opinnäytetyössä. Adekeye (2021) pohtii artikkelissaan, kuinka sijoittajien skeptisyys on osasyynä esisiemenvaiheen vähäiseen rahoitukseen. Tämä johtuu siis siitä, että sijoittajat ovat suunnanneet katseensa kohti kypsempää yrityksiä (Adekeye 2021 & Lynley 2021.)

Yleensä esisiemenvaiheen rahoitus on omaa pääomaa, eli sijoittaja saa rahoituksen vastineeksi osan rahoitettavasta yrityksestä. Sekä Adekeye (2021) että Krissanssen (2021) molemmat nostivat esille sijoittajien skeptisyyden sijoittamista kohtaan tässä vaiheessa, ja tämän takia sijoitusvaihetta yleensä rahoittavat perhe ja ystävät. Krissanssen (2021) nostaa esille muina tärkeinä sijoittajina

esimerkiksi enkelisijoittajat ja joukkorahoituksen. Krissanssenin (2021) mukaan kuitenkin viimeisenä vaihtoehtona voi startup-yrittäjä löytää rahoitusta startup-kiihdyttimien kautta. Hänen mukaansa nämä ovat eräänlaisia kursseja varhaisen vaiheen yrityksille. Nämä ohjelmat tarjoavat valmennuksia ja avaavat myös ovia tapaamaan esimerkiksi venture capital- sijoittajia, mutta ne voivat myös sisältää jonkinlaista rahoitusta, vaikka niiden päätehtävä onkin vain avata mahdollisuuksia yrityksille (Krissanssen 2021 & Adekeye 2021.)

Yrityksen arvon määrittäminen riippuu pitkälti toimialasta. Normaalisti tyypillinen arvo tässä vaiheessa yrityksille vaihtelee 1–3 miljoonan dollarin välillä ja yrityksen rahoituskierroksen kesto on kolmesta yhdeksään kuukauteen (Lynley 2021.)

Esisiemenvaiheen jälkeisenä vaiheena on nk. siemenvaihe. Siemenrahoitus on yleensä ensimmäinen rahoituskierros useille yrityksille. Siemenvaiheen pääasiallinen tarkoitus on kerätä riittävä rahoitus, jotta yritys voidaan ylipäätään perustaa. Yleensä rahoitusta haetaan siinä vaiheessa, kun yrityksellä on jo valmis tai vahva tuote ja tiimi, jonka kanssa voi esittäytyä mahdollisille sijoittajille (What is seed funding n.d.) What is seed funding? (n.d) artikkelissa esitetään väite, että rahoitusta tulisi hakea siinä vaiheessa, kun yrittäjä on selvittänyt asiakkaansa, tehnyt heille heidän tarpeisiinsa vastaavan tuotteen, jonka asiakkaat ovat jo ottaneet käyttöön. Potentiaaliset sijoittajat on myös vakuutettava yrityksen potentiaalista (What is seed funding n.d & Lynley 2021.)

Yleensä rahoituksen suuruus on tänä päivänä noin 1–4 miljoonaa, kun puhutaan dollareista. Siemenrahoituksen suuruus voi vastata rahoitusvaiheen A rahoituksen suuruutta. Kuitenkin rahoituksen suuruus vaihtelee hyvin paljon toimialan mukaan. Ei ole kuitenkaan olemassa mitään tiettyä lukemaa siitä, kuinka paljon startup-yrityksen tulisi hakea rahoitusta toiminnalleen. Tärkein sääntö on kuitenkin kerätä sellainen summa mitä yrittäjä tarvitsee. Liian suuren rahamäärän kerääminen voi aiheuttaa hankaluuksia saada rahoitusta myöhemmässä vaiheessa. (What is seed funding n.d & Pahwa 2022 & Jackson 2021.)

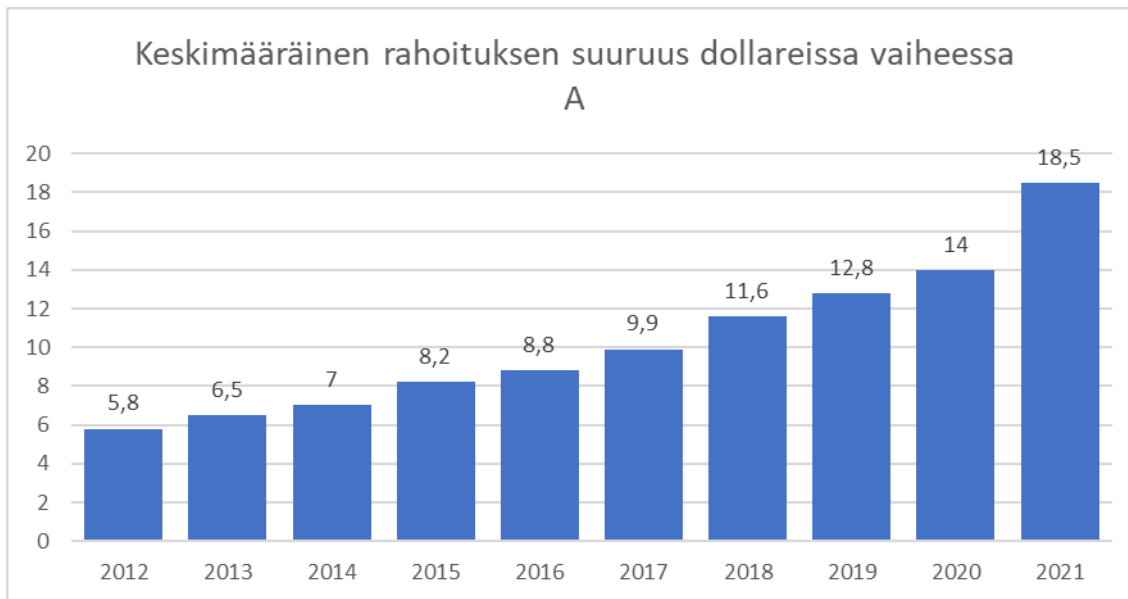
Siemenrahoitusvaiheessa sijoittavia tahoja voivat olla esimerkiksi perhe ja ystävät kuten esisiemenvaiheessa, mutta myös muita tahoja tulee mukaan. Siemenvaiheeseen sijoittavia tahoja ovat venture capital- yritykset, enkelisijoittajat sekä esimerkiksi joukkorahoitus (Reiff 2022.)

Siemenvaiheen rahoitusta voi olla vaikea löytää. Yritys on uusi, ja esisiemenvaiheen sijoittajina toimivat yleensä yrittäjän perhe ja ystävät. Yrittäjä voi kohdata haasteita brändin luomisessa, tiimin kokoamisessa ja tuotteiden valmistuksessa. Yrittäjän on kuitenkin helpompaa saada rahoitusta itse siemenvaiheessa kuin edellisessä esisiemenvaiheessa. Suurin osa startup-yrityksestä hakeekin rahoitusta siemenvaiheessa. Potentiaaliset sijoittajat saavat kuitenkin aina lukuisia eri hakemuksia, joissa aloittelevat yrittäjät pyytävät rahoitusta. Moni startup-yrityksistä myös epäonnistuu, joten riski on suuri (What is seed funding n.d & Pahwa 2022 & Jackson 2021.) Reiffin (2022) mukaan moni yritys ei pääse siemenrahoitusvaihetta edes pidemmälle muihin rahoituskerroksiin, joka toisaalta kertoo myös sijoitusten riskisyydestä (Reiff 2022).

Rahoituskerros A ja B

Siemenrahoitus on vielä pientä, kun verrataan rahoituskerros A:han. Tällä rahoituskerroksella rahoitetaan toimintaa, joka tutkitusti jo toimii. Rahoituskerrokselle voidaan siis siirtyä mikäli, yrityksellä on toimiva ansaintamalli, liikevaihto on 0,5–4 miljoonan dollaria, ja yritys on onnistunut rakentamaan toimivan tiimin palkkaamistaan henkilöstään. Tässä tapauksessa yritys siis kasvaa, mutta tarvitsee lisää rahoitusta hyödyntääkseen kasvuvauhtia. Tyypillisesti rahoituskerrosta rahoitetaan ulkoisella omalla pääomalla, eli yritys laskee liikkeeseen osakkeita, joita sijoittajat voivat sitten ostaa. Yritys voi siirtyä kyseiselle rahoituskerrokselle tavoitteenaan turvata yrityksen kasvu. Tavoitteena voi olla esimerkiksi uusien lahjakkuuksien palkkaaminen yritykselle töihin tai tiettyjen pisteiden saavuttaminen tuotekehityksessä. Yritys voi esimerkiksi tavoitella pääsyä uusille markkinoille uuden tuotteen avulla. Yrityksen tavoitteena voi olla myös liiketoiminnan kasvun jatkaminen, sillä se tunnetusti houkuttelee lisää sijoittajia yrityksen mahdolliselle seuraavalle rahoituskerrokselle (Reiff 2022 & CFI Team 2022a & Jackson 2021.)

Rahoituskerros A:n läpikäyneen yritysten arvo voi olla jopa 24 miljoonaa dollaria (Reiff 2022 & CFI Team 2022a & Jackson 2021.) Jackson (2021) esittää, että A-sarjan keskimääräinen rahoitus vaihtelee eri lähteiden mukaan. Kuitenkin puhutaan hänen mukaansa miljoonista dollareista (Jackson 2021). Alla oleva kuvio esittää keskimääräisiä rahoitusmääriä miljoonissa vuosittain rahoituskerros A:n aikana:



Kuvio 2. Rahoituksen suuruus rahoituskierron A-vaiheessa (Jackson 2021, muokattu).

Kuten kuvio 2. huomataan, on keskimääräiset rahoitusmäärät nousseet vuosi vuodelta. Jackson (2021) kuitenkin painottaa, että yrityksen tulisi etsiä sen suuruista rahoitusta, kuin se tarvitsee saavuttaakseen haluamansa päämäärän (Jackson 2021.)

Sijoitusprosessi eroaa kuitenkin hieman siemenvaiheen sijoitusprosessista. Rahoituskierron A:lla sijoittajat pyrkivät suorittamaan yrityksen arviointiprosessin ennen varsinaisen sijoituspäätöksen tekemistä. Tämä vaihe siis käynnistää A-sarjan rahoituksen. Yrityksen arviointi on myös siemenvaihetta helpompaa rahoitusvaiheessa A. Tämä johtuu siitä, että yritykset pystyvät tässä vaiheessa tarjoamaan enemmän tietoa itse yrityksestä numeroiden valossa mahdollisille sijoittajille (Reiff 2022 & CFI Team 2022a & Jackson 2021.)

A-rahoitusvaiheen sijoittajina voivat olla esimerkiksi edelleen venture capital- yritykset. Venture capital-yritysten tulo mukaan tässä rahoitusvaiheessa on perusteltua sillä, yritys pyrkii saavuttamaan suuren määrän rahaa sijoitusten kautta. Venture capital- yritykset kuitenkin odottavat nopeaa kasvua, joten on tärkeää, että yritys pystyy todistamaan nopean kasvun mahdollisuuden. Myös enkelisijoittajat voivat sijoittaa tässä vaiheessa, joten heidän kontaktointinsa esimerkiksi aikaisemmilta rahoituskierröksiltä voi olla kannattavaa. Enkelisijoittajilla on kuitenkin todennäköisesti vähemmän valtaa verrattuna esimerkiksi venture capital- yrityksiin, sillä heidän sijoittama

summa on todennäköisesti pienempi. On myös yhä yleisempää, että yritys käyttää rahoitusvaihtoehtona myös osakemuotoista joukkorahoitusta rahoittaakseen toimintaansa. Tämä johtuu siitä, että yritykset epäonnistuvat herättämään sijoittajien huomion, vaikka olisivat kyenneet saamaan sijoituksen siemenvaiheessa. Esimerkiksi alle 10 % kerää samoilta sijoittajilta varallisuutta kuin siemenvaiheessa (Reiff 2022 & CFI Team 2022a & Jackson 2021.)

Yritys voi hakea rahoitusta myös B-vaiheessa. Rahoitusvaiheessa B olennaista on yrityksen toiminnan nostaminen uudelle tasolle kehitysvaiheen ohi. B-vaiheessa yritys on jo ehtinyt tuottaa liiketuloa esimerkiksi myynnistä. Se on myös ohittanut startup-vaiheen ja sitä voidaan tästä syystä kutsua kasvuyritykseksi. Siemenvaiheessa ja rahoitusvaiheessa A, yritykset ovat keränneet jo merkittävästi käyttäjiä tuotteelle tai palvelulleen. He ovat myös todistaneet sijoittajille olevansa valmiita menestymään yhä laajemmin. Rahoitusta haetaan, jotta yritys pystyisi vastaamaan asiakkaiden kysynnän kasvuun. Yleensä rahoitusvaihe B on hieman vähemmän riskisempi kuin vastaavasti rahoitusvaihe A, ja tästä syystä halukkaita sijoittajia myös löytyy enemmän. Rahoitusvaiheessa B rahoitusta hakeva yritys on yleensä menestyneempi kuin ne yritykset, jotka tyytyvät pelkästään alkurahoitukseen eli siemenvaiheeseen (The understandable guide to startup funding stages n.d & Smith 2021 & Reiff 2022.)

Voitokkaan tuotteen ja toimivan tiimin kasvattaminen vaativat laadukkaan osaamisen hankkimista. Liiketoiminnan kehittäminen, myynti, markkinointi, tekniikan, tuen ja työntekijöiden lisääminen vaativat yritykseltä rahaa. Kerätyn pääoman määrän mediaani vuonna 2020 oli esimerkiksi 26 miljoonaa dollaria. Yleensä yritykset saavat noin 7–10 miljoonan dollarin arvoisia sijoituksia toimintaansa. B-sarjan yritykset ovat yleensä vakavaraisia ja niiden arvostus myös heijastaa lukemaa. Usein yritysten arvo, jotka siirtyvät rahoitusvaiheeseen B, voivat odottaa yritystensä arvostuksen olevan 30–60 miljoonaa dollaria. (The understandable guide to startup funding stages n.d & Smith 2021 & Reiff 2022.)

Usein rahoitusvaiheen A sijoittajat sijoittavat myös rahoitusvaihe B:ssä. Rahoitusta kuitenkin tarjoavat sijoittamiseen erikoistuneet yritykset ja yksittäiset henkilöt. Sijoittajat kuitenkin saavat muihin rahoituskierroksiin verrattuna vähemmän osakkeita omistukseensa pienemmällä määrällä rahaa. Tämä johtuu siitä, että sijoittaminen on vähemmän riskisempää ja pääoman hinta on tällöin noussut. B-sarjan rahoituksen arvioinnissa tulee ottaa huomioon yrityksen nykyinen toiminta ja

sen tehokkuus sekä sen tuleva kasvupotentiaali. Sijoittajia kyseisessä vaiheessa ovat esimerkiksi venture capital-yritykset, private equity-yritykset. Rahoitusvaihe B tuo myös mukanaan erityisiä venture capital-yrityksiä, jotka ovat erikoistuneet myöhemmän vaiheen rahoitukseen (The understandable guide to startup funding stages n.d & Smith 2021 & Reiff 2022.)

Kun yritys on saanut rahoituksen, tulee sen keskittää rahoitus yrityksen toiminnan vakauttamiseen, parantamiseen ja kasvuun. Mikäli yritys tarvitsee rahoitusta lisää kasvattaakseen liiketoimintaansa, on sen kenties ryhdyttävä rahoittamaan toimintaansa rahoitusvaihe C:llä (The understandable guide to startup funding stages n.d.)

Rahoituskierrokset C, D ja E

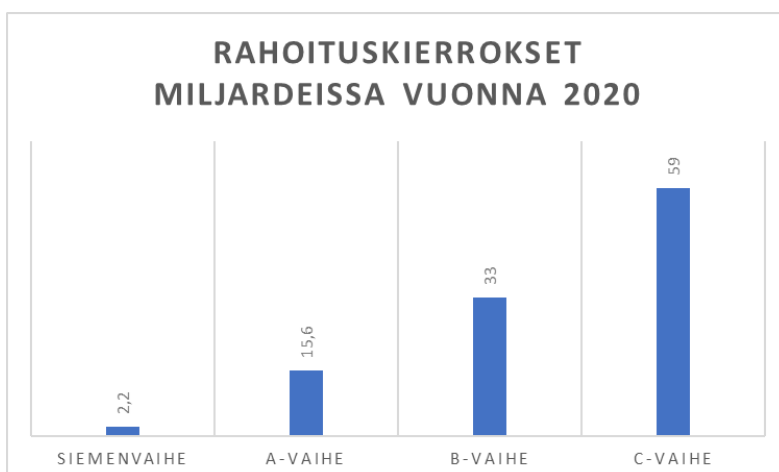
Rahoitusvaihe C on yleensä startup-yritysten viimeinen rahoitusvaihe. Osa yrityksistä kuitenkin hakee rahoitusta vielä D- ja E- vaiheessa. Rahoitusvaihe C on tarkoitettu yrityksille, joilla on jo toimiva yritystoiminnan malli, mutta tarvitsevat vielä rahoitusta esimerkiksi laajentuakseen. Kyseessä voi siis olla esimerkiksi uusi tuote, tavoite päästä uusille markkinoille tai jopa uusien yritysten osto. Rahoitusvaiheessa C olevat yritykset ovat jo siis menestyksekkäitä. Kun muissa rahoitusvaiheissa yritykset pyrkivät rahoittamaan kasvua, on C-vaiheessa yritys jo saavuttanut tietyn aseman. Yritys ei siis ole niin sanotusti startup-yritys vaan yritys, joka tähtää strategiaan sijoituksiin. Rahoituskierröksellä yritys kerää varoja laskemalla liikkeelle etuoikeutettuja osakkeita. Nämä kyseiset osakkeet eroavat muutamilta kohdin perinteisistä osakkeista. Etuoikeutettujen osakkeen omistajilla on etuoikeus yrityksen tuloihin ja varoihin, kun niitä verrataan perinteisiin osakkeisiin. Etuoikeutetuissa osakkeissa ei kuitenkaan ole äänivaltaa (The Understandable Guide to Startup Funding Stages n.d & CFI Team 2022b & Reiff 2022.)

Sijoittajat sijoittavat menestyneisiin yrityksiin toiveissaan saada sijoitettu pääoma takaisin kaksinkertaisena. Rahoituskierrolla C sijoitettu pääoma on yleensä suurempi kuin muissa vaiheissa. Startupin arvo voi olla tässä vaiheessa jo yli 100 miljoonaa, joka tarkoittaa myös sitä, että sijoitettavien summien on täten myös oltava suurempia. Yritys yleensä etsii noin 30 miljoonasta dollarista 100 miljoonaan dollariin (The Understandable Guide to Startup Funding Stages n.d & CFI Team 2022b & Reiff 2022.)

Aikaisempien rahoitusvaiheiden sijoittajat voivat olla kiinnostuneita rahoittamaan myös tätä vaihetta, mutta esimerkiksi enkelisijoittajan lisäksi, yrityksen tulee tällöin löytää myös muita rahoittajia, sillä enkelisijoittajan rahoitus ei varmasti kata yksinään yrityksen päämäärää. Ylipäätään tässä rahoitusvaiheessa voi olla myös aikaisempien vaiheiden sijoittajat kuten venture capital- yritykset ja enkelisijoittajat mukana, mutta mukaan tulee myös hedge fundit ja private equity- yritykset. Myös sijoituspankit saattavat olla kiinnostuneita rahoittamaan kyseisessä vaiheessa. Näiden sijoittajien mukaan tulo voi selittyä sillä, että rahoitus on vähemmän riskistä, kun yritys on jo onnistunut vakiinnuttamaan yritystoimintamallinsa (The Understandable Guide to Startup Funding Stages n.d & CFI Team 2022b & Reiff 2022.)

Ulkoisen oman pääoman ehtoinen rahoituksen hankinta kuitenkin yleensä loppuu rahoitusvaiheessa C. Yleensä yritykset etsivät rahoitusta myös C-vaiheessa valmistautuakseen mahdolliseen listautumiseen pyrkimällä nostamaan arvoaan. Yritysten arvo C- vaiheessa on siis korkea ja sijoittajat ovat valmiita myös maksamaan tästä (The Understandable Guide to Startup Funding Stages n.d& CFI Team 2022b & Reiff 2022.)

Alla olevassa kuviossa 3 on tiivistettynä rahoituskierrosten suuruuksia eri vaiheissa dollareissa. Kuten kuvioista huomataan, on rahoituskierron C mittakaavaltaan jo huomattavasti B-vaihetta suurempi.



Kuvio 3. Rahoituskierrosten suuruudet eri vaiheissa (Cono 2020, muokattu).

Rahoituskierron D voi olla ajankohtainen yrityksille, jotka eivät saavuttaneet päämääräänsä rahoituskierron C:n aikana tai etsivät viimeistä ponnistusta ennen listautumistaan pörssiin. Yritys voi pyrkiä myös niin kutsuttuun exit:iin, mikä puolestaan tarkoittaa sitä, että yrityksen omistaja vaihtuu. Toisin sanoen puhutaan siis yrityskaupoista. Mikäli kyse on siitä, että yritys ei pystynyt saavuttamaan päämääräänsä, voi yritys olla alemmassa arvossa. Tämä on tietenkin negatiivista yritykselle. Mikäli yritys on kohdannut haasteita aikaisemmissa rahoitusvaiheissa, voi D rahoituskierron olla tarpeen, jotta yritys ylipäättään selviää. Se kuitenkin vaikuttaa negatiivisesti tulevaisuudessa saataviin sijoituksiin. Sijoittajien kiinnostus voi olla horjunut, jos yrityksen suunnitelmat eivät ole toteutuneet ja rahoitusta tarvitaan lisää (The Understandable Guide to Startup Funding Stages n.d.)

Yrityksen tulisi olla johtavassa markkina-asemassa ja liikevaihdon tulisi olla satoja miljoonia dollareita, jotta yrityksen kannattaisi harkita rahoituskierron D:tä. Yritykset keskimääräisesti hakevat rahoitusta toimintaansa varten noin 19 miljoonasta 109 miljoonaan. Rahoituskierron etu muihin kierroksiin verrattuna on, että yrityksellä on yleensä selkeä kuva siitä, kuinka paljon rahoitusta heidän tulisi hakea tässä vaiheessa. Tämä johtuu siitä, että yrityksellä on toiminnassaan mukana jo rahoituksen ammattilaisia, jotka osaavat arvioida rahoituksen tarpeen (Jackson 2021.)

Investointipankit ja private equity-yritykset ovat esimerkkejä rahoituksen tarjoajista D- vaiheessa. Fuusio tarkoittaa kahden yrityksen sulautumista yhdeksi yritykseksi (Syrjänen 2012). Investointipankit ovat pankkeja, jotka tarjoavat palveluita esimerkiksi yritysten fuusioissa ja yrityskaupoissa (Jackson 2021.)

Yritys voi tähdätä rahoituskierron E:lle melkein pä samoista syistä kuin rahoituskierron D:lle. Se ei siis saavuttanut tavoitteitaan tai halua valmistautua listautumiseen. Rahoituskierron E:lle voivat edetä myös yritykset, jotka jostain syystä haluavat pysyä yksityisenä eli eivät halua listautua vielä julkiseen pörssiin. Vaikka negatiivisia vaikutuksia voidaan nostaa esille, voi rahoituskierron E myös toimia hyvänä asiana yrityksen kannalta. Parhaimmillaan se voi nostaa yrityksen arvoa. Rahoitusta, joka on kerätty tässä vaiheessa, voidaan käyttää monella eri tavalla tukemaan esimerkiksi yrityksen tavoitteita, kasvua ja vakautta (Jackson 2021 & The understandable guide to startup funding stages n.d.) Esimerkiksi Bolt, joka on siis yhdysvaltalainen kauppiaiden välinen ostosverkosto, onnistui keräämään 355 miljoonan dollarin summan (Bolt raises \$355M in series E funding 2022).

Rahoituskierröksellä E, on hyviä ja huonoja puolia. Huonoja puolia on ehdottomasti sijoittajien kasvava huoli. Yleensä samat sijoittajat kulkevat yrityksen matkassa mukana, mikäli se on osoittautunut menestyksekkääksi. Lukuisten rahoituskierrökset voivat kuitenkin tehdä huomattavaa haittaa, jos sijoituksesta saadut tuotot eivät täytä sijoittajien vaatimuksia. Lukuiset rahoituskierrökset voivat tämän lisäksi myös rasittaa yrityksen jokapäiväistä toimintaa, sillä pääoman hankkiminen ei missään nimessä ole helppoa. Myös sijoittajien luottamus yrittäjän kykyyn arvioida tarvittavan pääoman määrää, voi heikentää sijoittajien luottamusta (Cizmeci 2021.)

Kuten jo aikaisemmin Bolt:in tapauksessa, on rahoituskierrökselle E mentäessä myös hyviä puolia. Parhaimmillaan rahoituskierrökselle osallistuminen auttaa parantamaan yrityksen strategista asemaa ja sen arvoa. On myös helpompi suunnitella tulevaa exit-strategiaa, kun rahoituksen hankinnan mahdollisuudet ovat laajemmat (Cizmeci 2021.)

Yhtenä esimerkkinä rahoitusvaiheiden rahoituksen tarjoajista voi pitää myös tavallisia pankkeja. Suomessa esimerkiksi rahoitusratkaisuja kasvuyrityksille tarjoaa Nordea. Nordea tarjoaa erilaisia lainaratkaisuja kasvuyrityksille esimerkiksi kasvulainan, juniorlainan, startup-lainan ja venture fundingin osalta. Näistä startup-laina on tarkoitettu rahoittamaan kasvuyrityksen alkuvaihetta, kun taas puolestaan muut näistä keskittyvät rahoittamaan jo pidemmällä kasvun vaiheessa olevia yrityksiä (Kasvuyrityksen rahoitus n.d.)

3.1 Enkelisijoittaminen

Enkelisijoittajat voidaan nähdä yhtenä tärkeimmistä tahoista, jotka sijoittavat nk. Siemenrahoitusvaiheessa. Enkelisijoittajat ovat yksityishenkilöitä, jotka sijoittavat heidän omaa henkilökohtaista pääomaansa alkuvaiheen yrityksiin eli yleensä startup-yrityksiin. Yleensä enkelisijoittajat ovat jo yritys-elämässä kokeneita ja haluavat vauhdittaa uusien yritysten nopeaa kasvua. (Etula 2015, 12–15.)

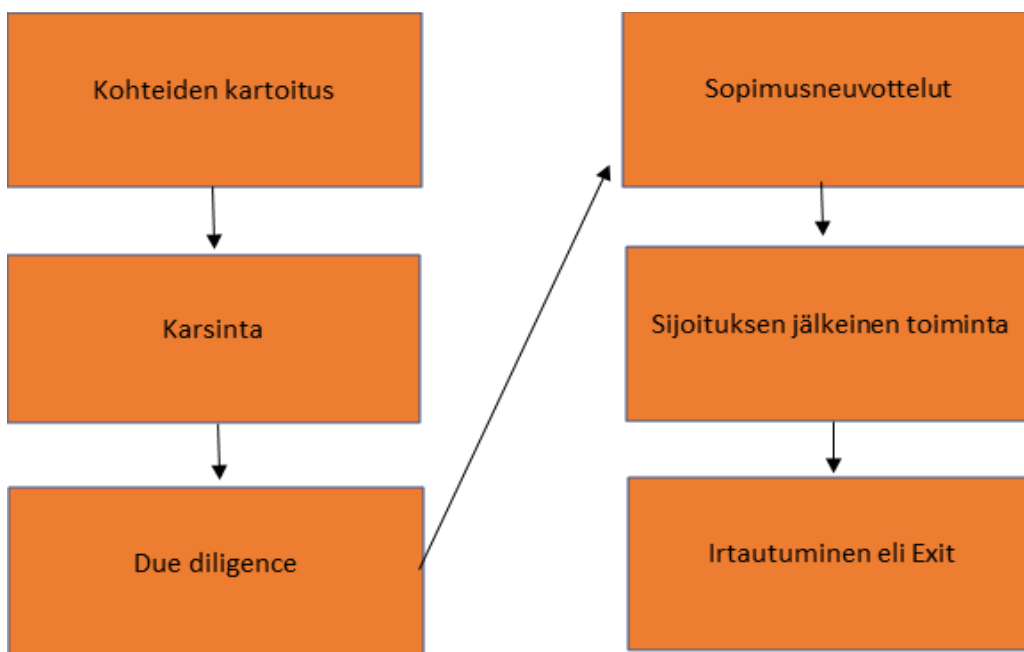
Tyypillisesti tosissaan sijoittava enkelisijoittaja on sijoittanut jo 5–10 yritykseen noin. 25 000–50 000 dollarin summia. On olemassa myös enkelisijoittajia, jotka tekevät suurempia sijoituksia, että pienempiä ja niitä, jotka tekevät enkelisijoittamista ihan työkseen. Enkelisijoittajia kuitenkin yhdistävät seuraavat piirteet: He sietävät riskejä ja tappioita paremmin kuin muut (enkelisijoittaminen

on erittäin riskistä). Enkelsijoittajat toimivat yleensä myös mentoreina ja täten enkelsijoittajan valitsema kohdeyritys saa käyttöönsä enkelsijoittajan laajan tiedon (Rose 2014,47–55.)

Enkelsijoittajan tuotto-odotus sijoituksestaan vaihtelee. Tuotto-odotus riippuu siitä, kuinka paljon enkelsijoittaja antaa yrityksellesi. Enkelsijoittaja voi haluta yleensä noin 30 % tuotto prosenttia omaa sijoitustaan vastaan (Angel investors n.d.)

Sijoitusprosessi

Jokainen enkelsijoittaja on oma yksilönsä, joten myös heidän sijoitusprosessinsa saattavat vaihdella jokaisen kohdalla (Etula 2015, 18.) Sijoitusprosessin tarkoituksena on hylätä ne sijoitusmahdollisuudet, jotka eivät täytä sijoittajan itselleen asettamia vaatimuksia (Gregson 2014, 103–139.) Enkelsijoitusprosessista on erotettavissa seitsemän erilaista vaihetta kuten kuviossa 5 osoitetaan:



Kuvio 4. Tyypillinen sijoitusprosessi (FiBAN 2012,9, muokattu).

Sijoitusprosessin ensimmäisessä vaiheessa enkelsijoittaja kartoittaa erilaisia sijoituskohteita esimerkiksi osallistumalla erilaisiin tilaisuuksiin, joissa esitellään potentiaalisia sijoituskohteita (Etula 2015,19.) Useammat enkelsijoittajat kuitenkin vastaanottavat lukuisia erilaisia liiketoimintasuun-

nitelmia ja eivät välttämättä etsi uusia sijoituskohteita. Enkelisijoittajat käyttävät yleensä kontaktiverkostoaan, kun etsivät sijoituskohteita ja tästä syystä yrittäjän hankkima suositus esimerkiksi enkelisijoittajan luotetulta, voi toimia paremmin kuin perinteinen kylmäsoitto (Gregson 2014, 103–139.)

Seuraavassa sijoitusprosessin vaiheessa enkelisijoittaja karsii saamistaan vaihtoehtoista sijoituskohteen, joka sopii hänen ennalta määrittelemiinsä sijoituskriteereihinsä. Enkelisijoittajilla on erilaisia motivaatioita sijoittaa kohteisiin, mistä syystä oikean enkelisijoittajan löytäminen voi olla vaikeaa (Gregson 2014, 103–139.) Enkelisijoittajien motiiveina ei toimi ainoastaan vain sijoituksesta saatava tuotto, vaan enkelisijoittajien kriteereinä voivat myös toimia esimerkiksi vakaa johto ja kiinnostus itse toimialaa kohtaan. Yleensä enkelisijoittajat saattavat etsiä jännitystä sekä haasteita, joita uuden yrityksen rahoittaminen tuo tullessaan (Ward 2020.)

Vaikka enkelisijoittajilla sinänsä ei ole suuria eroavaisuuksia, voi toisen enkelisijoittajan näkemys sopia paremmin yrityksen toimialaan nähden ja tuoda siten arvoa yritykselle, joka hakee rahoitusta. Kokeneemmat enkelisijoittajat todennäköisemmin ymmärtävät sijoituskohteen mahdollisuudet ja ovat enemmän keskittyneitä sijoituskohteen potentiaaliseen tuottoon (Gregson 2014, 103–139.)

Due diligence on sijoitusprosessin seuraava vaihe. Due diligence tarkoittaa sijoituskohteen tarkastamista. Kyseinen prosessi on tärkeä enkelisijoittajan kannalta, sillä täten sijoittaja voi varmistua kohdeyrityksen tietojen paikkansapitävyydestä ja siitä, onko kyseinen sijoitusyhtiö enkelisijoittajalle se oikea (FiBAN 2012, 9.) Enkelisijoittaja voi esimerkiksi kartoittaa mahdollisen sijoituskohteen kilpailijoita suorittamalla kilpailija-analyysin ja arvioida sijoituskohteen tuottavuutta (Gregson 2014, 103–139.) Sijoituskohteen arviointi on kuitenkin hyvin epävarmaa. Kilpailijoita kartoittamalla enkelisijoittaja voi selvittää, mikä kohdeyrityksessä on uniikkia. Miten se eroaa niistä yrityksistä, jotka ovat jo markkinoilla (Etula 2015.)

Due diligence prosessissa on olennaista myös tarkastella yrityksen tuottamia tuotteita ja palveluita sekä markkinoiden mahdollisuuksia. Markkinoiden mahdollisuuksista puhuttaessa käsitetään

yleensä yrityksen kasvumahdollisuuksia sekä arvonnousua. Yrityksen tuotteita ja palveluita arvioitaessa on hyvä muistaa pohtia, minkä ratkaisun ne mahdollisesti pystyisivät tuomaan asiakkaalle (Etula 2015.)

Neljännän vaiheen sopimusneuvotteluissa voidaan käyttää nk. ”term-sheettiä” (FiBAN 2012,9.) Sopimusneuvottelut ovat enkelisijoittamisen yksi kriittisistä vaiheista, sillä siinä sovitaan sijoituksen kannalta oleelliset asiat kuten sijoittajan suhteesta itse yritykseen sekä käydään läpi rahoituksen ehdot (Hudson 2014.) ”Term-sheet” voi olla yhdestä viiteen sivua pitkä ja se käsittää kolme seuraavaa kohtaa: Rahoitus, hallinto ja likviditeetti (Gregson 2014, 103–139.)

Sijoituksen jälkeisessä toiminnassa on kyse siitä, kuinka paljon yritys on tekemisissä itse sijoittajan kanssa. Enkelisijoittajan tavoitteena on kuitenkin irtautua yrityksestä, josta käytetään sanaa ”Exit” (FiBAN 2012,9.) Yrityksestä irtautuminen hyödyttää enkelisijoittajaa sillä tällöin hän voi allokoida varojaan seuraavaan mahdolliseen sijoituskohteeseensa. Sijoituskohteen arvoa ”exit”-vaiheessa on vaikeaa ennustaa etukäteen (Gregson 2014, 187.) Yrityksestä irtautuminen voi tapahtua esimerkiksi yrityksen pörssiin listautumisella (FiBAN 2012, 9.)

Riskit ja mahdollisuudet

Enkelisijoittamisen mahdollinen tuotto houkuttelee enkeleitä sijoittamaan kasvuyrityksiin. Useimmat enkelisijoittajat etsivät niin kutsuttua ”unicorn”-yritystä, joka tarkoittaa siis yritystä, jonka arvo on noin 1 miljardia euroa. Noin 90 % startup-yrityksistä epäonnistuu. Riski on kuitenkin houkutteleva, sillä yksikin onnistunut startup-yritys voi tuottaa enkelisijoittajalle enemmän kuin muut epäonnistuneet sijoitukset. Myös verkostoituminen ja startup-yrityksessä mukana oleminen voivat tuoda sijoittajalle uusia taitoja, joita hyödyntää tulevissa sijoituksissa (Howarth 2022 & Risk factors n.d & 10 angel investing risks and rewards you must understand n.d.)

Kuten jo todettiin, suurin osa startup yrityksistä epäonnistuu ja tästä johtuen enkelisijoittajan osuuksien menettäminen on riskeistä se suurin. Suurimmat syyt startup-yritysten epäonnistumisille voidaan esittää johtuvan esimerkiksi huonosta markkinointistrategiasta sekä kassavirtaongelmista (Howarth 2022.)

Yritysten arvon arvioiminen sekä sijoitusten muuttaminen rahaksi voivat aiheuttaa tiettyjä riskitekijöitä sijoittajalle. Koska yrityksellä ei ole liiketoiminnasta näyttöä vaan siemenvaiheessa etsitään toiminnan käynnistämiseksi rahoitusta, on niiden arvon arvioiminen hankalaa. Enkelisijoittaja on myös mukana yrityksen toiminnassa eräänlaisena mentorina, ovat hänen sijoittamansa varat kiinni sijoituksessa usean vuoden ajan, kunnes sijoittaja saavuttaa exit-vaiheen yrityksessä. Sijoituksen oikea ajoitus on myös suhteellisen tärkeässä osassa enkelisijoittamisessa (Howarth 2022 & Risk factors n.d & 10 angel investing risks and rewards you must understand n.d.)

3.2 Joukkorahoitus

Vaikka enkelisijoittaminen on saanut näkyvyyttä kasvuyritysten rahoitusmuotona, ei se suinkaan ole ainut niistä. Siemenvaihetta voi siis myös rahoittaa joukkorahoituksen avulla. Sekä Kallion ja Vuolan (2018) että Dresnerin (2014) mielestä joukkorahoitus ei ole uusi tapa kerätä rahaa. Dresner (2014) kertoo joukkorahoituksen olevan uusi tapa tehdä jotain, joka on ollut jo olemassa. Hänen mukaansa Yhdysvalloissa sijaitseva vapaudenpatsas on rahoitettu joukkorahoituksen avulla. Ranskan ja Yhdysvaltojen kansalaiset rahoittivat vapaudenpatsasta yhdessä ja järjestivät rahan keräämiseksi erilaisia juhlia, taidenäyttelyitä ja teatteriesityksiä. Tästä päästäänkin siis joukkorahoituksen määritelmään, joka Kallion ja Vuolan (2018) mukaan tarkoittaa rahan keräämistä suurelta joukolta tiettyyn tarkoitukseen. Joukkorahoituksesta puhuttaessa, on hyvä mainita digitalisaation vaikutukset joukkorahoituksen yleistymiseen. Sekä Kallio ja Vuola (2018) että Tepora (2022) vahvistavat joukkorahoituksen yleistymisen digitalisaation myötä. Heidän mukaansa joukkorahoitus hyödyntää teknologista palvelualustaa ja on onnistunut siinä. Kallio ja Vuola (2018) nostavat esille joukkorahoituksen olevan yksi onnistuneista Web 2.0 teknologian saavutuksista. Web 2.0 tarkoitetaan siis internetin nykytilaa, jossa käyttäjien oma luoma sisältö on pääosassa. Sillä viitataan siis internetin käytön muuttumiseen. (Kenton 2022 & Kallio, Vuola 2018 & Tepora 2022 & Dresner 2014.)

Niin Tepora (2022) kuin Kallio ja Vuola (2018) korostavat, että joukkorahoituksessa on mukana aina kolme osapuolta: yritys, joka hakee rahoitusta, sijoittaja sekä palvelunvälittäjä. Heidän mukaansa osapuolten on ymmärrettävä mitkä oikeudet heitä sitovat lähtiessään mukaan joukkorahoitukseen. Heidän mukaansa palvelunvälittäjällä/tarjoajalla on keskeinen rooli sijoittajan ja rahoituksen hakijan välillä. Tällä Tepora (2022) ja muut tarkoittavat sitä, että palvelunvälittäjä tarjoaa

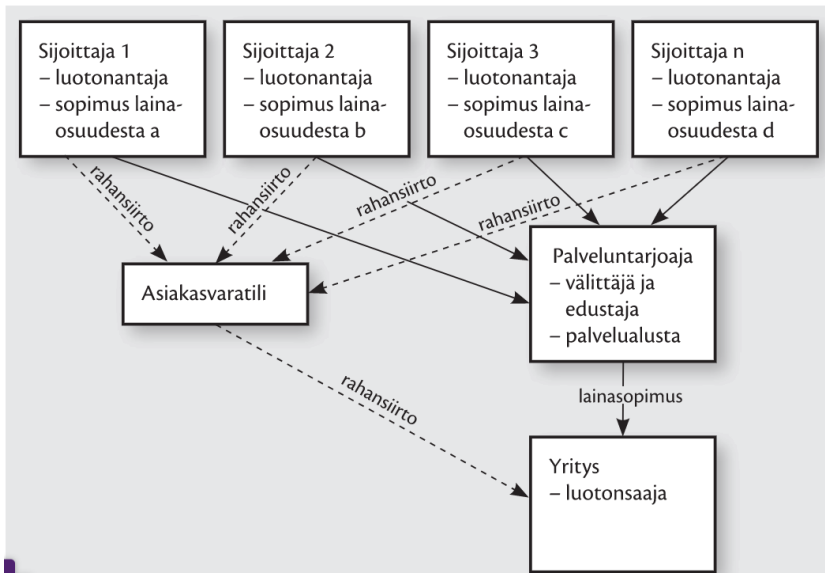
sen digitaalisen alustan, jolla kauppaa tullaan käymään. Palvelunvälittäjä/tarjoaja myös välittää transaktiot kahden muun osapuolen välillä (Tepora 2022 & Kallio & Vuola 2018.)

Sijoittaja puolestaan ilmaisee nk. tahdonilmauksen siitä, että antaa lainaa palvelualustalle edelleen sijoitettavaksi. Palveluntarjoaja puolestaan varaa sijoittajan varat rahoitusta hakeneelle yhtiölle rahoituskierron lopussa. Tämä kuitenkin edellyttää, että ehdot rahoituskierrokselle ovat täyttyneet (Tepora 2022 & Kallio, Vuola 2018.)

Yritys toimii kolmantena ja viimeisenä osapuolena. Yritys hakeutuu palvelualustalle etsien rahoitusta. Yritys antaa tällöin myös oikeudet palveluntarjoajalle esimerkiksi lainarahan ottamisesta. Sijoittajat eivät siis ole suoraan yhteydessä yritykseen. (Tepora 2022 & Kallio, Vuola 2018.)

Joukkorahoituksen eri muotoja

Joukkorahoituksella on myös erilaisia muotoja, joista ensimmäisenä käsiteltävänä on lainamuotoinen joukkorahoitus (Tepora 2022.) Tepora (2022) totesi joukkorahoituksessa olevan mukana kolme eri tahoja. Tämä tulee selkeästi näkyviin lainamuotoisessa joukkorahoituksessa, sillä lainan välitys tapahtuu juuri joukkorahoitusta välittävän palvelualustan kautta. Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa lainaa voi antaa esimerkiksi yksityishenkilö tai yritys. Laina voi olla vakuudeton tai vakuudellinen. Tämän jälkeen lainaa hakevasta yrityksestä tehdään palveluntarjoajan toimesta riskienhallinta-analyysi. Tämä kyseinen analyysi vaikuttaa siihen, että millaisen hinnan palveluntarjoaja on valmis antamaan lainalle. Sijoittaja tulee mukaan rahoitukseen palvelualustan kautta. Sijoittaja voi valita kuinka paljon luottoa hän on valmis maksamaan ja millaista riskiä sijoittaja sietää. Hän voi myös valita millaisiin joukkorahoituskohteisiin hän sijoittaa. (Tepora 2022 & Kallio, Vuola 2018.) Kuviossa 5 on esitetty lainamuotoisen joukkorahoituksen toimintoja:



Kuvio 5. Lainamuotoinen joukkorahoitus (Tepora 2022).

Kun yritys laskee liikkeelle osakkeita sijoittajia varten ja se tapahtuu palveluntarjoajan palvelualustan kautta, voidaan puhua sijoittamismuotoisesta joukkorahoituksesta (Tepora 2022 & Kallio, Vuola 2018.) Kallio ja Vuola (2018) nostavat esille myös muita joukkorahoituksenmuotoja. Niitä ovat esimerkiksi lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus sekä hyödykemuotoinen joukkorahoitus. Niimensä mukaisesti, lahjoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitetaan jotain tiettyä hanketta lahjoitusten avulla. Heidän mukaansa hyväntekeväisyyskohteet ovat yleensä lahjoitusmuotoisen joukkorahoituksen pääkohteita ja lahjoituksia voidaan kerätä esimerkiksi sosiaalisen median välityksellä (Kallio, Vuola 2018.) Hyödykemuotoisessa joukkorahoituksessa sijoittaja saa sijoittamastaan osuudesta vastineeksi jonkinlaisen hyödykkeen. Näitä voivat olla esimerkiksi erilaiset tavarat tai palvelut kuten hieronta (Kallio & Vuola 2018.)

Riskit ja mahdollisuudet

Sekä Picardo (2022) että Kallio ja Vuola (2018) painottavat joukkorahoitukseen kohdistuvan monenlaisia riskejä. Molemmat nostavat esille petosriskin ja palvelualustaan liittyvän riskin. Koska joukkorahoitus käyttää internet pohjaista palvelualustaa, on se altis entistä enemmän petoksille. Joukkorahoituksessa sijoittavan tahon osuus on yleensä pieni, joten sijoittaja ei välttämättä ole tutkinut kohdettansa sen tarkemmin. Tämä saattaa johtaa siihen, että kokematon sijoittaja sijoit-

taa väärään kohteeseen hänelle tarjotun valheellisen informaation turvin ja menettää rahaa. Internet luo myös oivat mahdollisuudet pysyä anonyymina, mikä taas lisää riskiä menettää sijoittamansa rahat petokselle (Kallio, Vuola 2018 & Picardo 2022.) Picardo (2022) lisäksi lisää due diligence-tärkeyden petosta vastaan.

Alois (2015) kertoo petosten kasvaneen räjähdysmäisesti vuodesta 2013 kun verrataan tuloksiin vuodelta 2015 (Alois 2015). Tätä voi selittää joukkorahoituksen yleistymisenä rahoitusmuotona. Palvelualustariskiinkin voidaan liittää erilaiset maksuhäiriöt, väärinkäytökset, hakkerit ja kyberuhat. Joukkoalustaan kohdistuu riski, kun se vastaanottaa varoja sijoittajilta ja täten varat tulisi pitää erillään itse palvelualustasta (Picardo 2022 & Kallio, Vuola 2018.) Hakkerit ovat myös uhka internetpohjaiselle palvelualustalle, joten Picardo (2022) täydentää tekstiään sanomalla, että sijoittajan tulisi tarkastaa myös palvelualusta tarkoin, ennen kuin sijoittaa rahojaan mihinkään joukkorahoitus kohteeseen.

Kallion ja Vuolan (2018) mukaan erityisesti tappioriski on riskeistä yksi suurimmista. Joukkorahoituksen avulla voidaan kerätä varoja startup-yrityksiin, joten niissä on jo valmiiksi olemassa iso riski sijoittavalle taholle. Heidän mukaansa tappioriskillä tarkoitetaan sitä, kun korkomaksut tai pääoman takaisinmaksut viivästyvät tai niitä jopa laiminlyödään. Tappioriski startup-yrityksissä on erityisen suuri ensimmäisten vuosien aikana ja pieni osa startup-yrityksistä oikeasti menestyy. Näistä edellä mainituista syistä tappioriskin huomioiminen on tärkeässä osassa. Joukkorahoitus on helppo tapa sijoittaa varoja ja aloitteleva sijoittaja ei välttämättä omaa kyseistä taloudellista osaamista tarpeeksi sijoitusvaiheessa. Realisointi on myös erittäin aikaansa vievää puuhaa, sillä rahat ovat kiinni erityisesti pääomaehtoisessa joukkorahoituksessa ja luo täten joukkorahoitukselle myös likviditeettiriskin. Joukkorahoituksen vastikkeena saaduille arvopapereille ei siis ole yhtä säänneltyä jälkimarkkinapaikkaa. (Kallio, Vuola 2018 & Picardo 2022.)

Picardo (2022) pohtii myös esitettyä kritiikkiä yrityksen rahoittamiselle joukkorahoituksen avulla. Picardon (2022) mukaan joukkorahoitus voidaan nähdä kritisoijien mukaan yhtenä viimeisistä vaihtoehtoista yrityksen rahoittamiselle. Perinteiset startup-yrityksen rahoittamiseen käytetyt tahot eivät ole siis kiinnostuneet yrityksestä jostain syystä ja tämä yleinen käsitys saattaa aiheuttaa riskin yritykselle, jos he päättävät käyttää joukkorahoitusta yhtenä rahoitusvaihtoehtonaan (Picardo 2022.)

Informaatoriski on myös olemassa. Informaatoriskillä viitataan liian vähäiseen informaation aiheuttamiin ongelmiin. Myös systemaattisen riskin voi nostaa esille joukkorahoitustoimintaan kuuluvaksi riskiksi, vaikka sen osuus joukkorahoituksessa on kuitenkin, verrattane pieni. Tämä johtuu yksinkertaisesti joukkorahoituksen pienestä koosta suhteessa rahoitusmarkkinoihin ja talouteen. Systemaattisella riskillä tarkoitetaan siis riskiä, joka vaikuttaa koko talouteen (Kallio & Vuola 2018.)

Kun taas puhutaan joukkorahoituksen mahdollisuuksista, voidaan esille nostaa sen helppous ja joustavuus rahoitusmuotona. Piccardo (2022) nostaa esille sijoittajien tyytyväisyyden siitä, että he voivat valita sijoitettavan kohteen paremmin ja se luo myös yhden tavan rahoittaa yritystä. Joukkorahoitukseen on myös helppo osallistua pienellä summalla. Sekä Piccardo (2022) että Kallio ja Vuola (2018) toteavat joukkorahoituksen tuottojen taustalla myös olevan aatteellisia ajatuksia. Esimerkiksi Piccardon (2022) mukaan ympäristötietoisien sijoittajan on helppo sijoittaa yritykseen, joka voisi kehittää välinettä mittaamaan ilmansaasteita (Piccardo 2022& Kallio, Vuola 2018.)

3.3 Venture capital

Venture capital on yksi pääomasijoittamisen muodoista. Pääomasijoittamisesta käytetään englanniksi nimitystä: private equity. Englanninkielisten termien käyttö on perusteltua, sillä pääomasijoittamisen käytännöt ovat omaksuttuja Yhdysvalloista käsin ja täten termistö on myös englanninkielistä. On hyvä myös muistaa, että jopa Suomalaisiin startup-yrityksiin tehtäviin sijoituksiin laaditaan paperit usein englanniksi. Tämä johtuu pitkälti siitä, että yritys tavoittelee ulkomaalaisia sijoittajia tai usein venture capital- sijoittaja on ulkomainen (Andersin 2021, 13.) Teknisesti ottaen venture capital on osa private equitya, mutta ne eroavat jonkin verran toisistaan. Private equity eroaa venture capital- yrityksistä ainakin sen sijoitusajankohdan perusteella (Vaidya n.d.)

Andersin (2021,14) mukaan nämä kyseiset yritykset ovat startup-yrityksiä, johon venture capital-sijoittajat tekevät sijoituksiaan. Hänen mukaansa vain harva startup-yrityksistä menestyy ja tästä syystä niiden onkin vaikea löytää rahoittajia monien eri kanavien kautta. Andersin (2021, 14) mukaan yritysten on vaikea saada lainoja perinteisiltä liikepankeilta, johtuen niiden vakuuksien puutosta. Kyseinen ongelmaa on kuitenkin yritetty ratkaista Euroopan investointipankin puolesta, heidän myöntäessä takauksia liikepankeille, mikäli liikepankit rahoittavat startup-yrityksiä (Andersin 2021, 14.)

Kun tarkastellaan venture capitalin (VC) sijoitusvaiheita, on se hyvin samankaltainen enkelisijoitusprosessin kanssa ja tästä syystä prosessia ei käydä tässä opinnäytetyössä sen tarkemmin läpi. Yleensä venture capital sijoitukset ovat oman pääomanehtoisia sijoituksia. Kuten enkelisijoittamisessa, myös venture capital- sijoitusprosessi alkaa kohteiden kartoittamisella. VC- sijoittajat voivat tavata potentiaalisia startup-yrityksiä esimerkiksi erilaisissa tapahtumissa tai heillä voi olla jo joitakin kontakteja suoraan. Olennaista on, että startup- yritys ”pitchaa” eli pitää muutaman minuutin kestoisen puheen yrityksestä ja sen liiketoiminnasta etsiessään rahoitusta yrityksellensä. Yleensä nämä kaksi tahoja ovat jo voineet käydä vuosia keskusteluita mahdollisesta rahoituksesta ennen kuin he pääsevät keskustelemaan term-sheetistä. Lopullisen sijoituspäätöksen tekee kuitenkin VC-rahaston hallinnointiyhtiö. Kun term-sheet ehdot on neuvoteltu ja allekirjoitettu voidaan prosessissa siirtyä eteenpäin due diligence-vaiheeseen (Andersin 2021, 46–65.)

4 Tutkimuksen tulokset

Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää rahoituskierrosten eroavaisuuksia teemahaastattelun avulla. Tutkimusten tulosten tavoitteena on, että startup-yrityksen perustamisesta kiinnostunut yrittäjä tai siihen sijoittava taho osaa selkeästi erottaa nämä rahoituskierröksen vaiheet toisistaan. Tavoitteena myös on, että tutkimuksen tulokset rohkaisevat uusia yrittäjiä perustamaan startup-yrityksiä.

4.1 Aineistonkeruutapa

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimuksena. Aineistonkeruumenetelmänä käytettiin teemahaastattelua. Haastattelut toteutettiin 17.10.2022- 05.11.2022 välisenä aikana. Teemahaastattelun runko ja teema löytyvät liitteestä 1. Haastateltavina toimivat 4 kasvuyrityksen parissa työskentelevää erikoisosaajaa. Kahdella heistä on kokemusta enkelisijoittamisesta ja kahdella puolestaan kokemusta venture capital-sijoittamisesta. Haastateltavat kontaktoitiin sosiaalisen median välityksellä ja kontaktien kautta. LinkedIn sosiaalisen median kanavana osoitettiin hyväksi keinoksi saavuttaa oman alansa erikoisasiantuntijoita. Haastateltavia lähdettiin kartoittamaan hyvissä ajoin noin. 2 viikkoa ennen haastattelujen ajankohtaa.

Haastatteluista kolme toteutettiin Teams-sovelluksen kautta ja ensimmäinen Zoom-sovelluksessa. Haastattelut suoritettiin etäyhteyksien avulla ja haastattelutilanteet olivat rauhallisia. Haastattelukysymykset lähetettiin haastateltaville etukäteen. Pääteemat ja alateemat olivat kaikille haastatteluissa samat, kuitenkin yksilöllisesti poiketen, mikäli haastattelutilanteessa tutkijalle tuli mieleen esittää tarkentava kysymys. Haastattelukysymykset johdettiin tietoperustasta ja tutkimuskysymyksistä. Koska laadullisessa tutkimuksessa tietoperusta elää tutkimuksen kanssa, lisättiin tutkimuksen jälkeen tietoperustaan asioita, jotka nousivat esille haastatteluissa.

Haastateltavilta pyydettiin suostumus haastattelun alussa nauhoituksella, jotta tutkija pystyi keskittymään itse haastatteluun. Haastatteluiden jälkeen aineisto litteroitiin puhtaaksi, jotta tutkija pystyi paremmin analysoimaan tutkimustuloksia. Haastattelun analysointitapana toimi teemahaastattelu, jossa etsittiin keskeisiä asioita ja piirteitä.

4.2 Rahoituskierrosten rahoituksen suuruus

Rahoituskierrosten lukumäärä

Haastatteluissa lähdettiin kartoittamaan rahoituksen suuruutta eri vaiheissa ja sitä, kuinka se eroaa. Haastattelun taustoissa tuli ilmi haastateltavien sijoittajien aktiivisuus erityisesti siemenvaiheessa, eikä kukaan heistä mainitse haastattelussa sijoittaneensa rahoitusvaihetta A pidemmälle. Haastateltava 1 kertoi enimmäkseen rahoittavansa yrityksiä esisiemen- ja siemenvaiheessa. Hän kertoi, että kyseisessä vaiheessa sijoittaminen on enimmäkseen *”rakkaudesta lajiin ja founderiin”*. Tällä hän tarkoittaa sitä, että yritys ei ole vielä vakiinnuttanut liiketoimintaansa ja mitään näyttöjä tuloksellisesta myynnistä ei vielä ole. Hän painottaa kuitenkin, että on osallistunut jatkorahoituskierroksille pakon edessä tai muuten vain. Enkelisijoittajien haastatteluissa käy myös ilmi, että enkelisijoittajat ovat myös yleensä esisiemenvaiheen ja siemenvaiheen sijoittajia. Haastatteluissa puhutaankin niin sanotusta enkelikierroksesta. Enkeleiden aktiivisuus näissä vaiheissa nostetaankin esille.

Venture capital- sijoittajien osalta puhutaan samoista vaiheista. He nostavat esille nk. *”milestoneset”*. Näillä haastatteluissa tarkoitetaan jotain tiettyä määränpäättä, jonka yritys on asettanut tavoitteeksi. Haastateltavien mukaan, jos yritys saavuttaa nämä tietyt päämäärät, on rahoitusta jatkettu. Alkuvaiheessa kerrotaan rahoituskierroksia olevan yhdellä haastateltavalla noin kerran tai

kaksi vuodessa. Haastatteluista ilmeni, että vaikka Suomesta löytyy jonkin verran enkelisijoittajia ja VC- rahoitusta, eivät he osallistu yleensä enää myöhemmän vaiheen rahoituskierröksille. Rahoituskierrös B eteenpäin olevat rahoituskierrösten rahoittajat löytyvät siis esimerkiksi USA:sta tai Yhdistyneistä kuningaskunnista haastateltavien mukaan.

Rahoituksen ajoitus

Haastateltavilta kysyttiin rahoituksen keräämisen ajoitusta. Haasteluissa ilmeni vastausten eroavaisuus. Haastattelussa haastateltavat vastasivat, että startup-yrityksen tulisi hakea toiminnalleen kasvua jatkuvasti. Haastateltava 2 mukaan jos tavoitteena yrityksellä on kasvaa, on rahoitusta haettava jatkuvasti. Hänen mukaansa moni yritys ei omalla rahoituksella pitkälle pysty rahoittamaan omaa toimintaansa. Muut haastateltavat painottivat myös sitä, että yrityksellä täytyy olla jokin prototyyppi tuotteesta toiminnallisena eli ikään kuin näyttöä siitä, että se on toiminnallinen.

Myös yrityksen strategia nostettiin yhtenä tekijänä esiin haastateltavien toimesta. Puhuttiin selkeästä näkemyksestä rahan käyttötarkoituksesta ja siitä, että yrityksellä on kasvutarina valmiina. Rahan käyttötarkoitus pitää myös sisällään eräänlaisen rahoittamisen pakon, kun haastateltavan mukaan tarvitaan rahoitusta.

VC-sijoittajien toimesta taas puolestaan nostettiin esille se, että ei riitä tuo yllä mainittu hyvä kasvutarina vaan heidän puoleltaan kaivataan jonkinlaista näyttöä siitä, että kyseinen tuotteen prototyyppi toimii. Hyvä tiimi nostettiin myös esille tärkeänä osana tätä kyseistä näyttöä asioiden toimivuudesta.

Haastateltavista eräs nosti myös esille yrittäjän näkökulman rahoituksen hakemiselle. Hänen mukaansa rahoitusta on sarjayrittäjän helpompi saada, jos hän on jo saanut muutaman yrityksen exit-vaiheeseen. Hänen mukaansa tulisi esimerkiksi venyttää yrittäjän näkökulmasta rahoituksen hakemista, sillä mitä enemmän oman pääoman ehtoisia rahoituskierröksiä, sitä vähemmän yrityksen omistajalla on enää päätösvaltaa yrityksessä. Tämä on sinänsä ongelmallista, että myöhempään rahoituskierröksiin ei välttämättä löydy enää sijoittajia. Hän kuitenkin painottaa, että tapauskohtaisesti yrittäjän voikin olla järkevää hakea rahoitusta niin sanotusti etupainotteisesti, jotta yritys voi vastata kilpailuun.

Rahoituksen suuruuteen liittyy myös alateemakysymys mahdollisen irtaantumisen mahdollisuudesta. Haastateltavat enkelisijoittajat painottivat suuresti sitä, että ensimmäinen irtaantuminen sijoituksesta ei ole heidän käsissään. Heidän mukaansa irtaantuminen riippuu pitkälti siitä, että mitä kyseiselle yritykselle tapahtuu. Pitää siis hyväksyä se, että muut mukaan tulevat sijoittavat päättävät esimerkiksi siitä, milloin myydään. Omistusosuus yrityksestä pienenee mitä enemmän sijoittajia tulee mukaan ja luotetaan siihen, että myöhemmin mukaan tulevat sijoittajat ovat niin ammattimaisia, että heillä on kyky viedä yhtiö exit-tilanteeseen. Enkelisijoittajien ensimmäinen ja viimeinen exit mahdollisuus on heidän mukaansa se, kun yritys esimerkiksi listautuu pörssiin.

Haastateltavista toinen VC-sijoittaja nosti esille tavoiteajakseen 5–7 vuotta. Näyttö siitä, että ostajia löytyy, on hänen mukaansa se ajankohta, kun exit on tehtävä. Haastateltavat kertovat, että ideaalirahoitus riittäisi kattamaan yrityksen toimintaa noin 6–18 kuukautta. Omistusosuuksien dilutoituminen nostetaan myös esille, kun puhutaan rahoituskierrosten lukumäärästä.

Rahoituksen suuruus

Haastateltavilta kysyttiin myös kerättävän rahoituksen suuruutta. Haastateltava 1 kertoi rahoitussuuruuksien vaihtelevan välillä 10 000–100 000 euroa näin alkuvaiheessa, kun taas myöhemmissä vaiheissa puhutaan jo miljoonista euroista. Haastateltavat painottivat rahoituksen suuruuden vaihtelevan suuresti myös Euroopan sisällä. Suomessa sijoitussummat voivat olla pienempiä kuin esimerkiksi Englannissa, joka tuo suuren vaihteluvälin. Myös USA:ssa puhutaan ihan erilaisista vaihteluväleistä. Haastateltava 2 ja 3 painottivat, että erityyppiset yritykset tarvitsevat erilaisia suuruuksia rahoitusta. Palvelumalliset yritykset tarvitsevat luonnollisesti vähemmän rahoitusta kuin vastaavasti teknologiaan keskittyneet yritykset. Heidän mukaansa vaihteluväli oli viime vuonna 2021, 200 000–300 000 euron välillä. Haastateltava 3 nosti hänen rahoittamansa hankkeen pienimpänä summana 600 000 ja suurimpana n. 10 miljoonaa euroa. Mitä enemmän yrityksen valuaatio nousee, sitä enemmän nousevat myös sijoitussummat.

-Loppuvaiheessa rahoituskierroksetkin alkavat olemaan näitä kymmenien miljoonien tai mitä nyt on nähty jopa näitä satojen miljoonien rahoituskierroksia--(Haastateltava 4).

-Ei se oo startup-yrittäjä tai mikään, jos se ei sitten itse pysty hakemaan esimerkiksi pankista lainaa sen vertaa, ettei luota omiin juttuihinsa-- (Haastateltava 2).

4.3 Rahoituskierrosten sijoittajat

Haastateltavilta kysyttiin eri vaiheiden sijoittajista ja niiden eroavaisuuksista. Ensimmäisen haastateltavan mukaan ensimmäisinä lähteinä rahoitukselle, yritys voi käyttää Business Finlandin tarjoamia julkisia rahoituslähteitä ja omaa rahaa. Esisiemenvaiheessa on tyypillistä hänen mukaansa, että sijoittajina toimivat ”friends, fools and family”. Hän painotti, että myöhemmissä vaiheissa sijoittaminen ammattimaistuu, joka puolestaan tuo mukanaan erilaisia oikeustoimia ja tuo täten myös enemmän ”ryhtiä” sijoittamiseen. Hänen mukaansa myöhemmissä vaiheissa aletaan jo miettimään sijoituksen exit-ajankohtaa eli sitä, milloin sijoittaja saa rahansa pois sijoituksesta. Alkuvaiheessa ensimmäiset sijoitukset voivat olla unelmarahoja, mutta myöhemmän vaiheen sijoittajat pohtivat jo, milloin oman sijoituksen varat saadaan pois.

Haastateltava 2 mukaan yritykselle ei tule rahavirtaa alkuvaiheessa, joten sijoittaminen perustuu liiketoimintamalliin ja itse tiimiin. Hän mukaansa enkelisijoittajat luottavat siihen, että näistä kahdesta edellä mainitusta löytyy jotain erikoista. Myöhemmillä rahoituskiirroksilla mukaan tulevat VC-sijoittajat hänen mukaansa voivat vaatia erilaisia sopimuksia yritysten kanssa. Halutaan ikään kuin todennusta siitä, että kyseinen liiketoimintamalli toimii.

-Mitä pidemmälle mennään b ja c vaiheessa, niin sitten ruvetaan laittamaan rahaa sitten sen itse moottorin ylläpitämiseen ja kierroksia laitetaan lisää. Huomataan se businessmalli toimivaksi ja nyt laitetaan lisää myyntiin, markkinointiin ja skaalaamiseen--(Haastateltava 2).

Enkelisijoittamisen ja VC-sijoittamisen haastateltava 3 mainitsee siemenvaiheen sijoittajiksi. Siemenvaiheen jälkeen hän nostaa esille private equity- yritykset. Hän kuitenkin korostaa kyseisten yritysten yleensä tulevan mukaan sijoittamaan startup-yrityksiin siinä vaiheessa, kun positiivista kassavirtaa alkaa kertymään. Kasvurahoittajat tulevat mukaan, kun liikevaihto alkaa lähentelemään 5–10 miljoonaa euroa ja tässä vaiheessa VC- sijoittaja yleensä irtautuu tai myy omistuksensa eteenpäin.

-Rahastojen koot on kasvanut Euroopassa ja Suomessakin meillä on jo yli 100 miljoonan VC-rahastoja mitä ei 5 vuotta sitten ehkä osannut kuvitellakaan. Kun ne rahastojen koot kasvaa, se tarkoittaa myös vähän sitä, että niillä ei ole kovin helppo tehdä pieniä sijoituksia. Pienin sijoitus minkä tällaisen VC-rahaston on järkevää tehdä niin se voi olla joku 2 miljoonaa euroa Euroopassa. Se olisi varmaan siellä rahoituskierron A vaiheessa varmaan. Siihen siemenvaiheeseen on sitten puolestaan tullut näitä kiihdyttämötyyppisiä toimijoita ja näiden sijoitus

saattaa olla luokkaa 150 000 euroa. Sitten rahoituskierron A vaiheessa alkaa olemaan näitä VC-rahastoja ja rahoitusvaiheessa B sitten vähän isompia VC-rahastoja--(Haastateltava 4).

4.4 Rahoituskierron riskit

Haastateltavilta kysyttiin kysymyksiä liittyen riskeihin. Haastateltavat nostivat esille tuoton ja riskin välisen suhteen. Yhden haastateltavan mukaan osa sijoittajista vetäytyy alkuvaiheen rahoituksesta korkeiden riskien takia, mutta nostaa mahdollisuuden saada matalalla arvostuksella kohtuullinen osuus itse yhtiöstä. Haastateltava painotti myös, että yksi riskeistä on nostaa liikaa rahaa. Yrittäjien oman osuuden dilutoituminen pieneksi voi aiheuttaa yrittäjän innostuksen loppaamisen. Tämä on hänen mukaansa riski, sillä se saattaa pahimmillaan aiheuttaa sen, että koko startup-yritys hakeutuu konkurssiin. Sijoittajan näkökulmasta hän avaa sen verran, että he katsovat yrittäjien omaa osuutta yhtiöstä. Liian matalalla valuaatiolla liian pääoman nostaminen alkuvaiheessa on hänen mukaansa yksi pääriskeistä.

Enkelsijoittajat kertoivat valuaation suhteesta riskisyyteen. Kun yrityksen valuaatio ei nouse, uusia sijoittajia ei kiinnosta sijoittaa yhtiöön, joka pahimmillaan johtaa yrityksen konkurssiin. Valuaation nouseminen yrityksen osalta tarkoittaa sitä, että entistä suurempia summia voidaan kasvattaa rahoituskierroksilla. Kun yrityksen toiminnasta alkaa syntymään käyttökattaus, alkaa rahoituksen mahdollisuudet myös monipuolistumaan. Yritys voi esimerkiksi hakea vieraspääomanehtoista rahoitusta pankeilta, vaikka limiitin muodossa. Tämä myös lisää juridista osuutta sijoittajien toimesta. Jos esisiemenvaiheessa sijoittajina toimivat ”friends, fools and family” voi seuraavien rahoituskierron venture capital- sijoittajat vaatia erilaisia sopimuksia. Toinen enkelsijoittajista vielä lisää, että riski liittyy kassavirtaan eli kasvun sitomaan pääomaan. Yrityksen siis pitäisi näillä näytöillä pystyä todistamaan se, että yritys ansaitsee olla siellä missä se on.

Toinen VC-sijoittaja painotti tuotteen toimivuutta ja sitä, että he eivät halua ottaa teknologista riskiä sen suhteen. Hänen mukaansa jokaiselle sijoitukselle katsotaan riskit erikseen. Tällä hän tarkoittaa sitä, että yrityksen neljä partneria päättävät jokaisesta sijoituksesta erikseen. Hänen mukaansa tässä täytyy myös huomioida erilaiset osakassopimukset, jotka saattavat sitoa heitä sijoituksien suhteen. Toiveena hänen mukaansa olisi yrityksen kassavirta kääntyisi positiiviseksi kolmen tappiollisen vuoden jälkeen.

Haastateltavat painottivat erityisesti startup- yritysten riskisyyttä alkuvaiheessa. Riskit ovat suuret ja suurin osa startup- yrityksistä epäonnistuu. Teoriaosuudessa mainittu 90 % saattaa olla häilyvä. Haastateltavat näkivät sijoituksen hajauttamisen hyvänä keinona hallita riskiä. Esimerkiksi enkelisijoittajat nostivat esille, kuinka yhdellä onnistuneella sijoituksella katetaan muut epäonnistuneet sijoitukset. Aikaisen vaiheen ja myöhemmän vaiheen rahoituskiirroksilla on kuitenkin huomattavissa riskinä itse valuaation tippuminen.

Kahden startup-yrityksen vertailu

Haastateltavilta kysyttiin kahden eri startup-yrityksen riskisyyttä ja niiden vertailua keskenään. Haastateltavista yksi koki, että riskisyyden vertailu näiden välillä liittyy kassavirtaan ja liiketoimintamalliin. Hänen mukaansa startup-yrityksen perustaja ja sen ympärille rakennettu tiimi voi olla ammattilaisia omassa jutussaan, mutta kassanhallinnointi ei ole heidän erikoisosaamistaan.

Enkelisijoittajilla näkyi tiimin osuus yritysten riskisyyden vertailussa. Tärkeää heidän mukaansa on se, että tiimi tietää mitä on tekemässä. Esille nostettiin myös alan tilanne. Palvelumallisilla aloilla voi esiintyä enemmän riskejä liittyen kilpailuun ja teknisissä ratkaisuissa voi olla, että aika ajaa ohi. Kaikki kuitenkin lähtee itse tuotteesta ja siitä, miten sitä pystytään markkinoimaan.

Toisen VC-sijoittajan mukaan riskisyyttä arvioitaessa voidaan käyttää vertaiskuvaa, joka saa inspiraationsa ravimaailmasta. Ensimmäisenä tekijänä on ratsastaja eli itse tiimi, tiimin osaaminen ja tausta. Varsinkin alkuvaiheen sijoituksissa tiimi on yksi tärkeimmistä sijoituspäätökseen vaikuttavista tekijöistä.

-No sitten toinen on se hevonen eli se itse tuote tai teknologia. Onko siinä oikeasti jotain innovaatiota, jotain uutta ja tietysti tämä product-market fit on ehkä se oleellinen. Eli onko sille tuotteelle kysyntää. Se tuote voi olla ihan hyväkin, mutta jos sille ei ole kysyntää niin se on sitten merkittävä riski. Tämän takia ehkä sijoittaa myös mieluummin siellä myöhemmässä vaiheessa. Kolmas oli sitten ne muut saman lähdon hevoset eli kilpailu. Se miksi se on sitten, riski johtuu siitä, että siellä yleensä ei ole semmoista ongelmaa mihin vaan yks tiimi olisi nyt keksinyt ratkaisut. Nämä ovat ehkä ne kolme asiaa mitä mä kattoisin, kun vertaillaan 2 yhtiötä-- (Haastateltava 4).

Haastateltavat siis painottivat vastauksissaan kysynnän ja tarjonnan lakia sekä tiimin osuutta alkuvaiheen sijoituksissa. Viimeisiin rahoituskerroksiin verraten kilpailu on jo ehkä tiedossa, ja tiimi on palkannut ympärilleen neuvojia, jotka osaavat haastateltava 1 sanoin *”laittaa rahan töihin”*.

Sijoittamatta jättäminen

Riskien suhteen arvioitiin myös sitä, milloin haastateltavat eivät osallistuisi rahoituskerroksille. Haastateltavat nostivat esille sen, että kun yrityksellä ei ole mitään näyttöjä siitä, että se menestyisi, jättäytyvät he sijoittamasta enää uusilla rahoituskerroksilla. Tähän liittyy myös se, että myöhempien vaiheen sijoittajat tulevat mukaan niin suurilla rahasummilla, että yhden haastateltavan mukaan hänellä ei olisi mahdollisuutta osallistua tälle rahoituskerrokselle.

Haastateltavat nostivat esille myös tiimin ja kemioiden kohtaamisen syynä sijoituspäätöksen tekemättä jättämisestä. Myös aggressiivinen markkinointitapa ei saanut haastateltavien osalta myönteistä reaktiota. Yksi enkelisijoittaja puhuikin niin sanotusti *”push-tyyppisestä”* markkinoinnista, jossa enkelisijoittajaa lähestytään kiireessä. Hän nostaa esille myös toimialan tuntemisen osana sijoituspäätöksen tekemistä. Hän kertoo, että on jättäytynyt sijoittamasta johonkin tietyn toimialan edustamaan startup-yritykseen, kun ei ole tiennyt tarpeeksi toimialasta, johon hän olisi voinut sijoittaa.

Toinen VC-sijoittajista nostaa esille sijoitusstrategian. Hänen mukaansa enkelisijoittajilla on enemmän mahdollisuutta vaikuttaa sijoituskohteiden valintaan, kun taas rahastosijoittajilla keskitytään enemmän sijoitusstrategiaan. Tuottopotentiaali oli myös yksi sijoituspäätökseen vaikuttavista tekijöistä. Hänen mukaansa jatkorahoituskerroksilla tilanne on hieman erilainen. Yleisesti ajatellaan, että huonon sijoituksen jälkeen ei kannattaisi sijoittaa uudelleen samaan kohteeseen. Eli hänen mukaansa jokainen sijoitus katsotaan uudestaan ja jos yritys ei ole suoriutunut hyvin ja tulevaisuus näyttää haastavalta, voi olla, että heidän puoleltaan jää uusi sijoitus tekemättä. Hän kuitenkin korostaa, että alkuvaiheessa sijoittajilla on ehkä tietynlainen *”henkinen pakko”* osallistua uusille rahoituskerroksille, jotta vanhan sijoittajan pois jääminen ei signaloisi uusille sijoittajille sitä, että yrityksen toiminnassa on jotain vikaa. Tämä onkin hänen mukaansa suuri syy sille, että osa alkuvaiheen rahastoista käytännössä tekee aina vähintään yhden jatkosijoituksen.

Haastateltava 4 mukaan riskisyyttä siis ikään kuin hallinnoidaan myöhemmillä rahoituskerroksilla sijoittamalla uudestaan yhtiöön. Haastateltavat myös nostivat esille oman tietämyksen startup-yrityksen bisneksestä osana rahoittamista. Riskiä pystyy paremmin arvioimaan, kun sijoittajat tuntevat bisneksen ja täten myös valikoituvat sijoituskohteet.

4.5 Arvon määrittäminen

Haastateltavilta kysyttiin arvon määrittämisestä ja siitä, kuinka usein näkökannat startup-yritysten arvosta eroavat keskenään. Haastateltavien mukaan yrittäjän ja sijoittajan näkökannat startup-yrityksen arvosta eroavat aina keskenään siemenvaiheessa. Heidän mukaansa arvon määrittäminen on hyvin vaikeaa, sillä siihen ei ole olemassa niin sanotusti mitään 100 % kaavaa.

Toisen enkelisijoittajan mukaan voidaan etsiä verrokkiyhtiöitä, joihin vertailla ja puolestaan jos puhutaan seuraavista rahoituskerroksista niin aikaisemmista rahoituskerroksista voi saada jonkinlaista näkökulmaa siitä, mitä yrityksen arvo olisi tässä kyseisessä vaiheessa missä sijoitetaan. Hän nosti esille myös markkinan arvotuksen sillä hetkellä, kun tehdään uutta sijoitusta. Toinen haastateltavista enkelisijoittajista lisää, että arvon määrittäminen lähtee yksittäisistä kaupoista, jonka jälkeen voidaan laskea erilaisia laskelmia apuna käyttäen sitä minkä kokoiseksi yritys pystyy kasvamaan. Hän lisää, että mikäli valuaatio on korkea aikaisessa vaiheessa, niin silloin riskit pitäisi olla matalia. Haastateltava 2 painotti, että haluaisi lähteä sijoittamaan, kun valuaatio on mahdollisimman alhainen. Kuitenkin valuaation ollessa alhainen, voi sijoitus taas näyttäytyä riskinä. Kysymyksiä saattaa herätä siitä, että onko tiimissä kenties jotain vikaa. Tärkeää on hänen mukaansa realismi siitä, että missä markkinassa kyseinen yritys pyörii.

Haastateltavien mukaan arvon määrittäystä voidaan pitää tieteen ja taiteen risteytyksenä alkuvaiheessa olevilla yrityksillä. Suurin syy miksi diiliä ei tule johtuu hänen mukaansa valuaation näkemyseroista. Toinen VC-sijoittajista lähestyy asiaa 10 kertaisen tuoton kautta. Haastateltava nosti myös esille sarjayrittäjien osuuden. Sarjayrittäjän kokemus, kun perustetaan uutta startup-yritystä saattaa nostaa yrityksen valuaatiota korkeammalle.

-Jos ajatellaan, että meillä nyt menee vaikka ne 7 vuotta tästä hetkestä siihen exit vaiheeseen ja mikä sen valuaatio voisi olla siinä exit tilanteessa, niin jos se tekee tietyn käyttökäteen liikevaihdon silloin siinä hetkessä niin se voidaan jollain tällaisella esimerkiksi multippeilla karkeasti arvioida, että mitä se mitä se valuaatio voisi olla siellä 7 vuoden

päästä. Siitä sitten tavallaan lasketaan taaksepäin, että jotta me saadaan se meidän tavoite IRR tai multippeli, niin mikä meidän omistusosuus pitää nyt sijoitushetkellä olla tietyllä sijoitussummalla-- (Haastateltava 4).

Haastateltava 3 näytti haastattelun aikana liitteenä esimerkin miten kyseinen VC rahasto määrittelee yrityksen arvostusta. Hänen mukaansa, jos on olemassa teknologiayhtiö ilman myyntinäyttöjä niin sen valuaatio ei voi olla paljon korkeampi kuin se minkä yritys on käyttänyt itse tuotekehitykseen.

-Jos katsotaan oletettua exit mahdollisuutta niin siellä voi olla alhainen multippeli, keskitason multippeli tai korkea multippeli. Siihen sitten vaikuttaa monet seikat kuten se, että onko teknologia tällainen konventionaalinen, onko se uusi tai vahva vai läpimurtoteknologia? Sitten tietenkin katsotaan markkinaa, että onko markkina olemassa, onko se markkina kypsä vai kasvava? Lopuksi katsotaan tietenkin, että onko se teknologiamalli perinteinen, kiehtova vai ainutlaatuinen. Jos teknologiamalli on perinteinen ja markkina on olemassa, niin sehän johtaa alhaiseen multippeliin. Siihen ei sitten sijoiteta ollenkaan. Sitten jos on tällainen tilanne, että markkinaa ei oo ja teknologia on uutta ja vahvaa sekä liiketoimintamalli on kiehtova, niin se voi johtaa korkeaan multippeliin. Sitten jos on keskitason multippeli niin pitää miettiä, että voisiko sitä bisnesmallia jotenkin kehittää--(Haastateltava 3).

Tuotto-odotus

Haastateltavilta kysyttiin mahdollista tuotto-odotusta heidän sijoituksellensa. Haastateltava 1 mukaan ei ehkä puhuta prosenteista vaan enemmänkin siitä, kuinka monta kertaa sijoitettavan summan saa takaisin. Puhutaan riskirahoittamisesta, joten myöskin tuotto-odotus on kova. Haastateltava 2 mukaan FiBAN eli Finnish Business Angel Networkin teettämässä kyselyissä, Vuoden IRR oli noin 25 %. Haastateltava 2 pitää tätä ihan kohtalaisen hyvänä. Haastateltava 3 painottaa, että aina lähdetään tuotto-odotus tapissa, mutta harvoin asiat menevät niin kuin on suunniteltu.

Toinen VC-sijoittajista näkee, että alkuvaiheessa tuotto-odotuksen tulisi olla 10 kertainen. Hänen mukaansa puolet yrityksistä epäonnistuu ja pienestä osasta saadaan jotain takaisin, mutta vähemmän mitä alun perin oli sijoitettu. Hän näkee mahdottomuutena arvaamisen siitä, että mikä yrityksistä onnistuu ja siksi usein heillä on portfoliossaan useita yrityksiä. Tästä syystä hän painottaa, että alkuvaiheen sijoituksia ei kannattaisi tehdä yksittäisinä sijoituksina vaan enemmänkin portfoliostrategian kautta. Siten tuotot ja riskit tasaantuvat.

Haastateltava 1 mukaan hänen oma sijoittamisensa ei oikeastaan ole tuottovetoista vaan enemmänkin yrityksen perustajan unelman mukana olemista rahoittamalla hanketta. Hän kokee, että siemenvaiheen sijoittaja todennäköisesti haluaisi sijoittamalleen kohteelle 10 kertaisen tai 100 kertaisen tuoton, mutta uskoo todellisuuden olevan kaukana tästä. Haastateltavat näkevät vain yhteen yritykseen sijoittamisen vaarallisena. Useimmilla ammatikseen sijoituksia tekevillä on portfoliossaan vähintään se yksi kultakimpale, josta rahat saa takaisin tietyn kertaaisesti.

Joukkorahoitus

Koska haastateltaviksi valikoitui enkelisijoittajia ja VC-sijoittajia, kysyttiin haastateltavilta myös joukkorahoituksesta. Haastateltava 4 nosti oman pääomanehtoisen joukkorahoituksen osana rahoittamista ehkä hieman ongelmalliseksi juuri tuon omistusosuuden dilutoitumisen kannalta. Haastateltava 2 kokee, että joukkorahoituksella on paikkansa kuitenkin osana startup-yrityksien rahoittamista. Hän kokee, että rahoitus on toiminut esimerkiksi USA:n suunnalla, jossa on ehkä isommat markkinat.

Haastateltavilla oli omat kokemuksensa myös sijoituksen onnistumisista. Haastateltava 1 kuvaili makeimmaksi kokemuksekseen sitä kun ”*founderin*” alkuperäinen idea on säilynyt, eikä liiketoiminta ole muuttunut alkuperäisestä ideasta hirveästi.

5 Johtopäätökset ja pohdinta

Tässä kappaleessa esitellään tutkimustuloksista vedetyt johtopäätökset ja pohdinta. Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää rahoituskierrosten eroavaisuudet käytännön tasolla tutustumalla eri vaiheiden toimijoiden toimintaan. Tutkimuksen tuloksiin päästiin tutkimuskysymysten avulla, jotka olivat seuraavat: *Kuinka paljon startup-yrityksen tulisi kerätä rahoitusta toimintaansa varten?, Ketkä sijoittavat eri rahoitusvaiheissa?, Miten riskisyys näkyy eri yrityksen kasvun vaiheissa?, Miten startup-yrityksen arvo määritellään eri kasvun vaiheissa?*

Rahoituskierrosten rahoituksen suuruus

Tuloksista kävi ilmi, että haastateltavat sijoittavat pääosin aikaisessa vaiheessa startup-yrityksen elinkaarta, joten vastaukset sijoittuvat suurimmalta osalta siemenvaiheeseen. He kuitenkin pystyvät kommentoimaan myös muiden rahoituskierrösten asioita johtuen heidän asemastaan kasvu-yritysten parissa. Haastateltavilta kysyttiin tiettyjä tunnistamisentekijöitä startup-yrityksen rahoituksen hakemisen ajankohdasta. Eräs haastateltavista vastasi, että rahoitusta tulisi hakea jatkuvasti. Tästä voidaan päätellä, että tutkija olisi voinut esittää tässä kohdin tarkentavan kysymyksen, että mitä tällä haettiin. Haastateltavien vastaukset tukevat hyvin jo kirjoitettua teoriapohjaa. He nostavat esille valmiin tuotteen, tiimin ja tarinan. Näistä viimeisin nostetaan usein esille, kun kysytään sijoituspäätökseen vaikuttavista tekijöistä. Voidaan kuitenkin vetää johtopäätös, että kaikki lähtee itse tuotteesta. Hyvällä tarinallakaan ei voi pelastaa rahoitushanketta, jos ei ole konkreettista esimerkkiä näyttää, että millaiseen tuotteeseen tai palveluun sijoitetaan. Kun puhutaan taas tiimin osuudesta esimerkiksi esisiemenvaiheessa, niin voidaan vetää johtopäätös, että tiimi ja tiimin ammattitaito ilman tuotetta voi olla jollekin riittävä sijoituskriteeri. Suurimmalla osalla sijoittajista on kuitenkin jonkinlaiset mekanismit, joiden perusteella sijoituspäätökset tehdään. Oli se sitten ennalta määritelty sijoitusstrategia tai hyvä näppi tuntuma siitä, että sijoitus tulee menestymään.

Kun vertaillaan näitä tekijöitä teoriaosuuteen niin selkeästi tulee esille rahoituskierrösten eroavaisuudet siinä, milloin tuota rahoitusta pitäisi hakea. Esisiemen- ja siemenvaiheessa toimintaa käynnistellään, kun rahoitusvaiheeseen A mentäessä palkataan uutta henkilöstöä ja tuotetta. Rahoitusvaiheessa B pyritään saatavalla rahoituksella markkinoimaan ja myymään. Kun taas loppuvaiheen rahoituskierröksillä etsitään viimeistä ponnistusta pörssiin. Toimintaa siis kasvatetaan rahoituskierrös rahoituskierrökseltä.

Haastateltavista yksi mainitsi sarjayrittäjän osuuden rahoituksen saamisessa. Tätä voidaan verrata esimerkiksi työpaikan saamiseen näin maallikon näkökulmasta. Jos työkokemusta on jo taustalla, ja varsinkin relevanttia sellaista, on työpaikan hakeminen helpompaa. Sarjayrittäjällä lisäksi on jo kontakteja vanhojen sijoittajien suuntaan, joka puolestaan helpottaa entistä enemmän rahoituksen hakemista. Sijoittaja voi ajatella tätä myös riskin näkökulmasta. Kun sarjayrittäjä on vinyt osan yrityksistä exit vaiheeseen, voi historiasta ymmärtää onnistumisprosentin olevan suurempi kuin ensimmäistä kertaa yritystä perustavilla henkilöillä. Toisaalta tämä ajatustapa ei välttämättä ole peruste onnistumiselle, sillä onko olemassa jotain tiettyjä mittareita millä voidaan ennakoida

yrittäjien onnistumista vai onko kyse pelkästä lottovoitosta. Mielenkiintoista on yhden haastateltavan mainitsema rahoituksen hakemisesta pidäytyminen alkuvaiheessa. Tässä kuitenkin on huomioitava, että kaikilla ei ole tähän mahdollisuutta.

Enkelisijoittajien exit-vaiheesta puhuttaessa tutkijalle tuli yllätyksenä exit-mahdollisuus. Teoriaosuudessa exit vaihetta esimerkiksi pörssiin listautuessa puhuttiin yhtenä mahdollisuutena ja tutkijan ajatus tästä oli, että irtaantuminen voisi tapahtua paljon aikaisemmin. ”Enkeli tuuliajolla” oli osuva vertaiskuva, kun puhutaan enkelien mahdollisuudesta vaikuttaa exit:iin.

Rahoituskierrosten summien suuruudet nousevat rahoituskierröksillä. Tämä liittyy taas valuaatioon, sillä mitä suurempi valuaatio sitä suuremmiksi nousevat sijoitussummat. Teoriaosuudessa enkelisijoitussummiksi mainittiin 10 000–25 000, mutta haastattelussa sijoitettavat summat ovat nousseet ylöspäin 200 000–300 000. Tässä on kuitenkin huomioitava, että jokaisen enkelisijoittajan summat vaihtelevat ja riippuu hyvin suurelta osin, että missä nämä tutkimuksen tulokset ovat tehty ja milloin ne on tehty. Tutkitusti esimerkiksi Suomessa sijoitettavat summat ovat nousseet VC-sijoittajien osalta, joten voidaan päätellä enkelisijoittajien suhteen sama juttu. Rahoituksen suuruudet vaihtelevat vastaajilla niin paljon, että ns. ”oikeaa sijoitussummaa” ja vastausta kysymykseen on vaikea saada. Kuitenkin hyvänä sääntönä voidaan pitää, että summat vaihtelevat 10 000–300 000 on Suomessa siemenvaiheessa kohtalaisen hyvä ja kuvaava vaihteluväli. On kuitenkin huomioitava, että teoriaosuudessa mainitut vaihteluvälit ja tilastot eivät ole Suomalaisista lähteistä. Tästä syystä sijoitussummat myös eroavat. Voidaan kuitenkin pohtia sitä, miksi Suomi on jäljessä startup-yrittäjien rahoituksessa, verrattane kilpailijamaihin. Ennen tutkimuksen toteutusta, tutkijalla oli ennako-oletuksensa siitä, että palvelumalliset alat tarvitsevat vähemmän rahoitusta kuin teknologiset yritykset. Enkelisijoittajaa ja VC-sijoittajaa verratessa on enkeleillä suurempi mahdollisuus vaikuttaa itse sijoituskohteeseen, mutta sijoitettavat summat ovat pienempiä kuin VC-rahastolla.

Rahoituskierrosten sijoittajat

Eri sijoittajista puhuessa päällimmäisenä ajatuksena nousi esille haastateltavien nostama Business Finland. Suurin osa rahoituskierrosten teoriaosuudesta on johdettu englanninkielisistä lähteistä,

joten tämä julkisen rahoituslähteen tarjoama muoto ei teoriaosuudessa saanut huomiota. Muutenkaan haastateltavat eivät maininneet enkelisijoittamisen ja VC-sijoittamisen lisäksi kovin montaa muuta rahoittajatahoa. Tätä voidaan toisaalta perustella sillä, että heidän sijoittamisensa kuuuu näihin kahdella edellä mainittuun, joten muut rahoitusratkaisut eivät heti heidän mielessään ole. Haastateltavat eivät maininneet hedge-rahastoja tai joukkorahoitusta osana eri sijoittajatahoja missään rahoituskierrosten vaiheissa. Joukkorahoituksesta kuitenkin kysyttiin myöhemmässä vaiheessa haastattelua.

Haastateltavat nostivat esille siis samoja sijoittajatahoja eri vaiheissa kuin teoriapohjassa. Tältä osin tulokset siis tukevat myös teoriapohjaa. Sijoittajien osuus alkuvaiheessa vaihtelee enkelisijoittajista perheeseen ja ystäviin, mutta myöhemmässä vaiheessa isot VC-rahastot, private equity yritykset tulevat sijoittamiseen mukaan. Sijoittaminen ammattimaistuu sijoittajien puolelta. Lähtökohtaisesti isompien rahoituskierrosten aikana sijoittajat löytyvät muualta kuin Suomesta, jonka tutkija etukäteen oletti esiolettamuksena johtuen siitä, että suurin osa materiaaleista oli englannin kielellä. Esiolettamuksena tutkijalla oli myös pankkien osuus rahoittamisessa. Pankit vaativat vakuuksia. Rahoituskierrosten sijoittajista on siis vaikeaa pohtia mitään erikoista. Haastattelu tukee teoriapohjaa.

Rahoituskierrosten riskit

Koska kyse on riskisijoittamisesta, on riski suuri. Jokaisessa rahoituskierroksen vaiheessa tuo riski liittyy oman sijoitettavan summan menettämiseen ja suurimman osan startup-yrityksien epäonnistuesssa tuo riski pitää tiedostaa ennen sijoittamista. Tästä syystä esimerkiksi joukkorahoitus voi osaltaan olla riskinen sijoituskohde. Joukkorahoituksella voidaan rahoittaa startup-yrityksiä, mutta ongelmaksi muodostuu sijoittajien ammattitaito. Kun verrataan enkelisijoittajiin ja VC-sijoittajiin, kokemuksesta on todennäköisesti huomattavasti enemmän kuin joukkorahoitukseen osallistuvilla.

Tuotto ja riski yhdistetään toisiinsa, joten aikaisessa vaiheessa tuotto voi olla suuri ja riski täten myös suuri. Joten myöhemmän vaiheen rahoituskierröksillä voi olettaa riskin myös olevan pieni, kun yritys on jo vakiinnuttanut asemansa. Siemenvaiheessa yritys koittaa ponnistaa tyhjästä ja sillä ei ole niin sanotusti dataa tukemassa väitteitään. Riski on siis suurempi liittyen konkurssiin, kun

taas myöhemmillä rahoituskerroksilla toimintaa voivat tukea jo neuvonantajat. Juridisen osuuden siis kasvaessa, riskin voidaan nähdä pienentyvän.

Teoriaosuudessa nostettiin esille kassavirtaongelmat, huono markkinointitapa ja oman osuuden menetys. Haastatteluissa mainittiin myös näistä, joten tukee teoriapohjaa. Liiallisen rahan nostaminen ja siihen liittyvä riski oli myös tuttu asia tutkijalle, mutta myös tuote ja alan tilanne. Tässä voidaan pohtia, että mitkä asiat takaavat, että tuote toimii. Onko se kehitetty tarpeeksi pitkälle toimiakseen ja onko tuotekehityksessä otettu huomioon mahdolliset ongelmat tuotteen suhteen. Alan tilanteesta voidaan hyvänä esimerkkinä antaa muutama vuosi koronanpandemian alkamisen jälkeen maskikauppa. Jos perustetaan startup- yritys, joka keskittyy maskikauppaan maaliskuussa vuonna 2020. Tuotteelle on kysyntää ja myyntivoittoja kertyy, mutta miten kysyntä käyttäytyy vastaavasti vuonna 2022? On huomioitava, että Suomessa katukuvassa ei enää maskeja näy, mutta tietyissä maissa maskit vielä näkyvät katukuvassa. Muuttuuko yrityksen alkuperäinen idea maskikaupasta johonkin muuhun tuotteeseen? Onko tuote toimiva ja onko se tuottava? On siis huomioitava se, ajaako aika joidenkin ratkaisujen ohi. Tästä syystä voidaan ajatella, että yritys voi päätyä uusille rahoituskerroksille uuden tuotteen valmistamista varten. Tai kun teknisessä ratkaisussa aika ajaa ohi ja tuotetta pitää jotenkin kehittää.

Riskiä voi tietenkin hallita hajauttamalla, jonka voidaan nähdä olevan yksi sijoittamisen kulmakivistä. Riskiä voi hallita myös sijoituskohteiden tarkalla valinnalla ja olla sijoittamatta kohteisiin, joiden toimialasta, tuotteesta tai tiimistä ei tiedä mitään. Haastattelussa vedetty johtopäätös on, että riskiä voi hallita ikään kuin sijoittamalla kohteeseen uudestaan, jotta yritys ei näyttäytyisi huonossa valossa uusille sijoittajille.

Arvon määrittäminen ja joukkorahoitus

Yrityksen arvon määrittäminen on hankalaa. Tutkimuksen tulokset tukevat teoriaa tältä osin. Aikaisessa rahoitusvaiheessa voidaan karkeasti arvioida tietyillä multippeleilla tuota arvoa, mutta lähtökohtaisesti ei ole mitään oikeaa kaavaa arvon määrittämiseen. Tämä eroaa myöhemmissä vaiheissa siten, että yrityksen arvostuksen laskemiseen voi käyttää tiettyjä arvonmäärityskertoimia ja siten arvon määrittäminen helpottuu. Tietenkin esimerkiksi esisiemenvaiheissa, jossa sijoittaa perhe ja ystävät, heillä ei vielä ole ammattitaitoa arvon määrittämisen osalta. Yrityksen valuaatio

yleensä kasvaa yrityksen rahoituskierroksilla. Haastattelusta nähdään, että sijoittajilla voi olla erilaisia tapoja mitata tätä, jota ei sinänsä tutkimuksessa käsitelty sen tarkemmin. Koska yrityksen arvon voi laskea esimerkiksi nykyarvon laskemiseen tarkoitetulla rahoitusteorian kaavalla, on se hankalaa siis aikaisessa vaiheessa, kun yrityksellä ei ole positiivista kassavirtaa vielä.

Sijoittajilla on myös erilaisia tuotto-odotuksia. Enkelien suhteen teoriaosuudessa mainittiin 30 % ja haastattelussa viime vuoden IRR oli 25 %. Eli aika hyvin teoria tukee tutkimuksen tulosta.

Haastattelun vaikeaksi osuudeksi muodostui joukkorahoitus. Tutkija halusi kyseiseen opinnäyte-työhön nostaa joukkorahoituksen yhtenä sijoittajatahona. Tutkimus tämän osalta ehkä hieman epäonnistui johtuen siitä, että haastateltavilla ei hirveästi omaa kokemusta joukkorahoittamisesta ollut. Joukkorahoitus voidaan kuitenkin nähdä yhtenä vaihtoehtona muiden rahoitusvaihtoehtojen ohella.

Luotettavuustarkastelu

Voidaan pohtia tutkimuksen luotettavuutta teorian suhteen. Teoriaosuuteen valikoitui ajankohtaisia lähteitä niin kirjallisuudesta, tutkimuksista kuin myös ajankohtaisista artikkeleista. Jos tutkija valikoi artikkeleita lähteekseen, oli artikkelit vertaisarvioitu jonkun toisen toimesta ja tutkija yhdisti useampaa eri lähdeä saadakseen tarpeeksi luotettavaa tietoa. Tutkimuksen teoriaosuudessa myös mainitaan esisiemenvaiheessa yrityksen arvon määrittämisestä ja siitä että yrityksen arvo tässä vaiheessa on 1–3 miljoonaa. Valuaatio on kuitenkin häilyvä, sillä arvon määrittäminen on tässä kohdin erittäin hankalaa.

Luotettavuusosiossa voidaan pohtia myös sitä, että olisiko voinut löytyä myös joku ulkomaalainen sijoittaja haastateltavaksi, joka sijoittaa myöhemmillä rahoituskierroksilla ja olisi voinut kertoa oman näkökantansa kyseisten rahoituskierrosten suhteen. Tämä olisi vahvistanut tutkimuksen luotettavuutta, kun laajempi näkökanta olisi otettu huomioon.

Tutkimuksen osalta voidaan pohtia sitä, että olisiko tutkimukseen pitänyt valikoida myös joukkorahoituksesta tietäviä osajia. Tältä osin tutkimus jäi puutteelliseksi ja olisi vaatinut empiiristä osiota

vahvistaakseen teoriaosuudessa esitettyjä väittämiä. Joukkorahoituksen osuus siis startup-yrityksen rahoittajana jäi vähän pimentoon.

Tutkimuksen tulosten osalta voidaan puhua saturaatiosta. Suurin osa vastauksista esimerkiksi eri sijoittajien suhteen toistavat itseään, mistä syystä sen osuus johtopäätöksissä on pieni. Kuitenkin vastauksissa oli eroavaisuutta erityisesti rahoitussummien kohdalla, joka ei sinänsä ole luotettavuuden osalta hälyttävä tekijä. Suurin osa näistä on kuitenkin sijoittajasta riippuvaista, joten luotettavuuden ei nähdä kärsivän tältä osalta. Exit mahdollisuudesta puhuttaessa saturaatio myös tapahtuu, kun kolme neljästä vastaajasta vastaa exit mahdollisuuden olevan heistä riippumatonta. Myös riskien suhteen voidaan puhua aineiston saturaatiosta.

Tutkimuksessa haastateltaville henkilöille annettiin kysymykset etukäteen tarkasteltavaksi, jotta tieto siitä mistä heiltä tultaisiin kysymään, välittyisi heille. Tämä edesauttaa tutkimuksen luotettavuutta, sillä haastateltava henkilö pystyy käyttämään enemmän aikaa vastauksen pohtimiseen eikä vain kerro ensimmäistä mieleen tullutta asiaa. Tämän lisäksi tutkimuksen luotettavuutta vahvistakseen tutkimukseen on lisätty sitaatteja haastateltavilta henkilöiltä. Koska haastattelut pidettiin etäyhteyksien kautta, pystyivät haastateltavat valikoimaan heille mieluisan paikan haastattelua varten. Tämä parantaa luotettavuutta, sillä haastateltava on todennäköisesti heille tutussa ympäristössä ja ei siten aseta itselleen paineita haastattelusta tai sen ympäristöstä. Kaikki haastattelut myös toteutettiin sisätiloissa, rauhallisessa ympäristössä, joten voidaan olettaa senkin parantavan luotettavuutta, kun vältyttiin häiriötekijöiltä.

Eettisyys tutkimuksessa näkyy siten, että teemahaastattelun litteroinnin jälkeen tutkittavat aineistot poistettiin. Koska haastatteluista 3 nauhoitettiin Teams- sovelluksessa, oli nauhoitusten säilyttämiselle myös ajoitettu tietty aika. Ensimmäinen haastatteluista toteutettiin Zoom- sovelluksessa, joten sen osalta tallennettu tiedosto poistettiin tutkijan tietokoneelta. Tutkimuksessa haastateltavien henkilöllisyyttä ei paljastettu missään vaiheessa ulkopuolisille henkilöille.

Palaute alan tutkimistietoon

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää rahoituskierrosten eroavaisuudet käytännön tasolla tutustumalla eri vaiheiden toimijoiden toimintaan. Tutkimus oli tärkeää toteuttaa, sillä rahoituskierrosten

käsite saattaa olla hieman tuntematon osalle. Tutkimusta ei ollut toteutettu tästä näkökulmasta aikaisemmin. Enkelisijoittamista oli tutkittu niin monesta näkökulmasta ja syy siihen myös löytyy pohtimalla. Enkelisijoittaminen on osaltaan ehkä tunnetuin käsite, kun mietitään jotain sanaparia yhdessä startup-yrityksen kanssa. Nyt kuitenkin VC-sijoittaminen on saanut myös lisää tuulta alensa.

Jatkotutkimusaihe

Tutkimuksessa selvitettiin rahoituskierrosten eroavaisuuksia. Aiheesta olisi mielenkiintoista tutkia lisää sitä, kuinka Suomesta voitaisiin tehdä kilpailukykyisempi. Tarkoittaen siis sitä, että millä keinoilla ulkomaalaisia sijoittajia voidaan houkutella aktiivisemmin sijoittamaan Suomen kasvavaan startupkenttään. Suomen mittakaavassa on tehty erilaisia taulukoita siitä miten suuri osa suomalaisiin startup-yrityksiin sijoittavista tahoista on ulkomaalaisia toimijoita, ja siitä kuinka tämä rahoitus on kasvanut vuosi vuodelta.

Toisena jatkotutkittavana asiana voisi olla tuo startup-yrityksen arvon määrittäminen suuremmissä mittakaavassa. Eli kuinka yrityksen arvo määritellään alkuvaiheessa ja kuinka arvo määritellään myöhemmillä rahoituskierröksillä.

Lähteet

10 angel investing risks and rewards you must understand. N.d. Allianse. Viitattu 09.10.2022. <https://www.allianse.com/10-angel-investing-risks-and-rewards-you-must-understand/>

Aarnos, E. Eskola, J., Hakala, J., Heikkinen, H., Kiviniemi, K., Lätti, J., Niikko, A., Perkkilä, P., Ropo, E., Saarela, M., Saloviita, T., Syrjälä, L., Valli, R., Wallin, A., Vastamäki, J., Vilka, H., Virtanen, S., Åhlberg, M. 2018. Ikkunoita tutkimusmetodeihin 1. 5. uud. p. Jyväskylä: PS kustannus. Viitattu 5.11.2022.

Adekeye, T. 2021. The European Pre-seed funding gap. Icebreakercv. Viitattu 23.03.2022. <https://medium.com/icebreakercv/the-european-pre-seed-funding-gap-86ef9bccd56>

Alois, J. 2015. US Treasury Publishes Suspicious Activity Report Highlighting Crowdfunding Scams & Frauds. Crowdfund insider. Viitattu 18.3.2022. <https://www.crowdfundinsider.com/2015/10/75936-us-treasury-publishes-suspicious-activity-report-highlighting-crowdfunding-scams-frauds/>

Andersin, J. 2021. Venture Capital -Sijoitukset – Käsikirja rahoituskierroksille. E-kirja. Helsingin Kamari Oy. Viitattu 22.3.2022.

Angel investors. N.d. Viitattu 2.3.2022. <https://www.thehartford.com/business-insurance/strategy/alternative-funding-startup/angel-investors>

Anttonen, T. 2017. Muista ristiintarkastus portfolioraportoinnissa. Pääomasijoittajat-Blogi. Viitattu 15.11.2022. <https://paaomasijoittajat.fi/muista-ristiintarkastus-portfolioraportoinnissa/>

Baldrige, R. 2022. What is A startup? Forbes advisor. Viitattu 11.11.2022. <https://www.forbes.com/advisor/business/what-is-a-startup/>

Bertula, E. 2016. Joukkorahoitus- riskit ja mahdollisuudet aloittelevalla yritykselle. Opinnäytetyö. AMK. Metropolia ammattikorkeakoulu. Liiketalouden koulutusohjelma. Viitattu 12.3.2022. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/109232/Bertula_Eeva.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Bolt raises \$355M in series E funding. 2022. Viitattu 09.10.2022. <https://www.finsmes.com/2022/01/bolt-raises-355m-in-series-e-funding.html>

Cano, A. 2020. Venture Capital: A Comparison between USA and European Funding Rounds. Book of proceedings. Viitattu 11.11.2022. https://books.revistia.com/files/proceedings/24th_ICMS_2020_Proceedings_Book_ISBN9781637607633.pdf#page=329

CFI Team. 2022a. Series A financing. Viitattu 09.10.2022. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/series-a-financing/>

CFI team. 2022b. Series C financing. Viitattu 25.3.2022. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/series-c-financing/>

- Cizmeci, D. 2021. Seed To IPO and Beyond: Series E Funding Round Explained. Viitattu 28.3.2022. <https://daglar-cizmeci.com/series-e-funding-round-explained/>
- Corona Capital. N.d. Viitattu 18.3.2022. <https://coronacapital.fi/oma-paaoma-vs-vieras-paaoma/>
- Dresner, S. 2014. Crowdfunding: a guide to raising capital on the internet. E-kirja. Wiley. Viitattu 18.3.2022.
- Fernando, J. 2022. Internal rate of return (IRR) rule: Definition and Example. Investopedia. Viitattu 15.11.2022. <https://www.investopedia.com/terms/i/irr.asp>
- FiBAN. 2012. Bisnesenkelisijoittajaksi? - esite. Viitattu 2.3.2022. <https://www.slideshare.net/FiBAN/fiban-bisnesenkelisijoittajaksi-esite>
- Eskola, J., Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino. Viitattu 11.3.2022.
- Etula, S. 2015. Osaamista, verkostoja, rahaa. FiBAN – Finnish Business Angels Network, Helsinki. Viitattu 2.3.2022.
- Gregson, G. 2014. Financing new ventures: an entrepreneur's guide to business angel investment. New York: Business expert press. Viitattu 2.3.2022.
- Haataja, A. 2021. Startup-yrityksen liiketoiminta- ja rahoitussuunnitelma. Opinnäytetyö. AMK. Kaajanin ammattikorkeakoulu. Liikunta-alan kehittäminen ja johtaminen. Viitattu 12.3.2022. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/506552/opinn%c3%a4ytety%c3%b6_Atte_Haataja.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- Hellberg, T. 2020. Startup- yritysten kasvun haasteet. Opinnäytetyö. AMK. Tampereen ammattikorkeakoulu. Liiketalouden tutkinto-ohjelma. Viitattu 12.3.2022. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/356106/Hellberg_Teemu.pdf?sequence=3&isAllowed=y
- Hirsijärvi, S. Remes, P. & Sajavaara, P. 2005. Tutki ja kirjoita. 11. uudistettu painos. Helsinki:Tammi.
- Howarth, J. 2022. What percentage of startups fail? 80+ statistics (2022). Viitattu 09.10.2022. <https://explodingtopics.com/blog/startup-failure-stats>
- How Series A, B&C Funding Works for Your Startup. N.d. ULP University Lab Partners. Viitattu 20.11.2022. <https://www.universitylabpartners.org/blog/series-a-b-c-funding-startup>
- Hudson, M. 2014. Simple Term Sheets Align Angel Investors and Entrepreneurs For More Successful Deals. Viitattu 2.3.2022. <https://www.forbes.com/sites/mariannehudson/2014/09/10/simple-term-sheets-align-angel-investors-and-entrepreneurs-for-more-successful-deals/?sh=6f582c324a5b>

Jackson, D. 2021. Startup funding explained: Pre-seed, seed, series A-D. Finmark. Viitattu 09.10.2022. <https://finmark.com/seed-series-a-b-c-d-funding/>

Juhila, K. N.d. Kallinen, T. & Kinnunen, T. Etnografia. Teoksessa Jaana Vuori (toim.) Laadullisen tutkimuksen verkkokäsikirja. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto Viitattu 15.11.2022

Kallio, A., Vuola, L. 2018. Joukkorahoitus. E-kirja. Alma Talent Oy. Viitattu 18.3.2022.

Kananen, J. 2015. Opinnäytetyön kirjoittajan opas – Näin kirjoitan opinnäytetyön tai pro gradun- alusta loppuun. Jyväskylä: Jyväskylän ammattikorkeakoulu.

Kasvuyrityksen rahoitus. N.d. Nordea. Viitattu 09.10.2022. [https://www.nordea.fi/yritysiasiakkaat/palvelumme/rahoitus/kasvuyrityksen-rahoitus.html](https://www.nordea.fi/yrityisasiakkaat/palvelumme/rahoitus/kasvuyrityksen-rahoitus.html)

Kenton, W. 2022. Web 2.0. Investopedia. Viitattu 18.3.2022. <https://www.investopedia.com/terms/w/web-20.asp>

Krissanssen, J. 2021. How to Raise Pre-Seed Funding: A Guide for Founders. Blogi. Finmark. Viitattu 23.03.2022. <https://finmark.com/how-to-raise-pre-seed-funding/>

Kyyriäinen, L. 2019. Unicorn startup-yrietykset ja pääomarahoitus. Opinnäytetyö. AMK. Haaga-Helia ammattikorkeakoulu. Liiketalouden koulutusohjelma. Viitattu 12.3.2022. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/262364/Kyyriainen_Lotta.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Lynley, M. 2021. What's the Difference Between Pre-Seed and Seed Funding Rounds? Viitattu 28.3.2022. <https://www.brex.com/blog/pre-seed-vs-seed-funding-round-what-is-the-difference/>

Marjola, S. 2016. Kasvuyrityspotentiaalin tunnistaminen. Opinnäytetyö. AMK. Karelia ammattikorkeakoulu. Liiketalouden koulutusohjelma. Viitattu 12.3.2022. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/105176/Marjola_Sini.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Moilanen, R. 2013. Kasvuyritys ja startup-yritys. Kielikello. Viitattu 24.3.2022. <https://www.kielikello.fi/-/kasvuyritys-ja-startup-yritys#:~:text=Vastaus%3A%20Startup%20Dyri-tys%20on%20yleens%C3%A4,luonteeseen%20kuuluu%20nopean%20kasvun%20tavoittelemisen.>

Mäntylä, J-M. 2022b. Slushin tunnelma on "muuttunut merkittävästi" – sijoittajat kysyvät startup-yrittäjiltä nyt aivan eri kysymyksen kuin vuosi sitten. YLE. Viitattu 19.11.2022.

Mäntylä, J-M. 2022a. Startupeille kaikkien aikojen rahoituspotti: 1,2 miljardia euroa- jatkossa korkojen nousu saattaa vähentää sijoittajien riskinottohaluja. YLE. Viitattu 19.11.2022. <https://yle.fi/uutiset/3-12410754>

Määrällinen tutkimus. 2015. Jyväskylän Yliopisto. Viitattu 19.11.2022. <https://koppa.jyu.fi/avoimet/hum/menetelmapolkuja/menetelmapolku/tutkimusstrategiat/maarallinen-tutkimus>

Pahwa, A. 2022. How to find investors for your startup? Viitattu 09.10.2022. <https://www.feedough.com/how-to-find-investors-for-startups/>

Pelkonen, J. 2019. Startup- & kasvuyritysten rahoitus Suomessa. Opinnäytetyö. AMK. Laurea-amattikorkeakoulu. Liiketalouden koulutusohjelma. Viitattu 12.3.2022. <https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/266025/Opinna%cc%88yte-tyo%cc%88%2c%20Jani%20Pelkonen.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

Picardo, E. 2022. Invest through Equity Crowdfunding: Risks and Rewards. Investopedia. Viitattu 18.3.2022. <https://www.investopedia.com/articles/investing/102015/invest-through-equity-crowdfunding-risks-and-rewards.asp#:~:text=Investing%20through%20equity%20crowdfunding%20carries,hacker%20attacks%2C%20and%20mediocre%20investments.>

Puusa, A., Juuti, P. 2020. Laadullisen tutkimuksen näkökulmat ja menetelmät. Gaudeamus Oy. Viitattu 16.3.2022.

Reiff, N. 2022. Series A, B, C Funding: How It Works. Investopedia. Viitattu 09.10.2022. <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp#toc-pre-seed-funding>

Risk factors. N.d. Angelvest. Viitattu 09.10.2022. <https://angelvestgroup.com/membership/risk-factors/>

Rose, D. 2014. Angel investing: The gust guide to making money and having fun investing in startups. Hoboken: Wiley cop. Viitattu 2.3.2022.

Sammalisto, S., Asunmaa, A. 2021. Viisas pääsee vähemmällä taloudessakin. Helsingin seudun kauppakamari: Hansaprint Oy. Viitattu 15.11.2022.

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmäärittäminen. Alma Talent Oy. Viitattu 15.11.2022.

Smith, T. 2021. Series B financing. Investopedia. Viitattu 09.10.2022. <https://www.investopedia.com/terms/s/series-b-financing.asp#:~:text=Series%20B%20financing%20is%20the,B%2C%20and%20Series%20C%20financing>

Syrjänen, I. 2012. Yritystoiminta. Osakeyhtiön sulautuminen (fuusio). Viitattu 11.11.2022. <https://www.opuslex.fi/artikkelit/yritystoiminta/osakeyhtion-sulautuminen-fuusio>

Tepora, J. 2022. Rahoitusmuodot ja vakuudet. E-kirja. Helsingin Kamari Oy/Helsingin seudun kauppakamari ja tekijä. Viitattu 18.3.2022.

The Understandable Guide to Startup Funding Stages. N.d. Visible. Viitattu 25.3.2022. <https://visible.vc/blog/startup-funding-stages/>

Tietoarkisto- Tutkimusasetelma. N.d. Viitattu 11.3.2022. <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvanti/tutkimus/asetelma/>

Tikkanen, E. 2014. Kasvuyrityksen rahoitusmahdollisuudet Suomessa. Opinnäytetyö. AMK. Laurea-ammattikorkeakoulu. Yrittäjyyden ja liiketoimintaosaamisen koulutusohjelma. Viitattu 12.3.2022. <https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/69779/Kasvuyrityksen%20rahoitusmahdollisuudet%20Suomessa.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Tuomi, J., Sarajärvi, A. 2018. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. Helsinki: Kustannusyhtiö Tammi. Viitattu 11.3.2022.

Uusi-Salava, J. 2018. Pääomasijoittajien sijoituskriteerit ja yrityksen arvonmääritys- startup yritykset. Opinnäytetyö. AMK. Turun ammattikorkeakoulu. Liiketalous/Taloushallinto. Viitattu 12.3.2022. https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/148988/Uusi-Salava_Jenna.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Vaidya, D. N.d. Private Equity vs Venture Capital-Difference Between Private Equity and Venture Capital. WallStreetMojo. Viitattu 22.3.2022. <https://www.wallstreetmojo.com/private-equity-vs-venture-capital/>

Vilka, H. 2021. Tutki ja kehitä. Jyväskylä: PS-kustannus.

Ward, S. 2020. What angel investors look for in a business. Viitattu 2.3.2022. <https://www.thebalancesmb.com/the-7-things-angel-investors-are-looking-for-2948104>

What is seed funding? N.d. Viitattu 09.10.2022. <https://visible.vc/blog/seed-funding/>

Liitteet

Liite 1. Teemahaastattelu

Teemat:	Alateemat:
Taustatiedot:	Kerro minulle lyhyesti vähän taustastasi?
	Oletko sijoittanut itse useammilla eri rahoituskerroksilla?
Rahoituksen kerääminen:	Milloin startup-yrityksen kannattaisi hakea toiminnalleen rahoitusta?
	Kuinka paljon startup-yrityksien hakeman rahoituksen suuruudet eroavat toisistaan?
	Missä vaiheessa pyrit luopumaan sijoituksestasi?
Sijoittajat:	Onko rahoituskerrosten välillä sijoittajien suhteen eroavaisuuksia?
Riskit:	Miten näet riskisyyden rahoituskerroksilla? Kasvaako riski rahoituskerroksilla, voiko rahoituskerroksia olla liikaa?
	Mikä tekee toisesta startup-yrityksestä riskisemmän kuin toisesta?
	Minkälaisessa tilanteessa jätät osallistumatta rahoituskerrokselle?
Arvon määrittäminen:	Miten määrittelet yrityksen arvon sijoittaessa? Kuinka usein startup-yrityksen ja sijoittajan näkökannat yrityksen arvosta eroavat keskenään?
	Kuinka suuri tuotto-odotus pitää olla, että edes mietit sijoittamista kohteeseen?
Joukkorahoitus ja muuta:	Miten näet joukkorahoituksen mahdollisuuden osana startup-yritysten rahoittamista?
	Onko sinulla jotain menestystarinaa jaettavaiksi?