

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Raili Kokk

**OMAKAPITALI KAASAMINE AKTSIATE ESMASE
AVALIKU EMISSIOONI TEOSTAMISE ABIL EESTIS
ALTERNATIIVTURU FIRST NORTH NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2009

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud "... "..... 2009.a.

..... õppetooli juhataja

.....

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

Sisukord

| | |
|--|----|
| Sissejuhatus | 4 |
| 1 . AKTSIATE ESMANE AVALIK EMISSIOON JA KAPITALI STRUKTUUR .. | 8 |
| 1.1 Aktsiate esmase avaliku emissiooni olemus | 8 |
| 1.2 Aktsiate esmase avaliku emissiooni positiivsed ja negatiivsed küljed | 10 |
| 1.3 Kapitali struktuuri teooriad | 15 |
| 1.4 Maaailma väärtpaberiturgude trendid | 18 |
| 2. OMAKAPITALI KAASAMINE LÄBI IPO JA ALTERNATIIVTURUL | |
| NOTEERIMISE | 24 |
| 2.1 Alternatiivturu First North kujunemine Eestis | 25 |
| 2.2 Nõustajate roll alternatiivturul First North..... | 26 |
| 2.3 Alternatiivturg First North võrdluses Tallinna Börsiga | 28 |
| 2.4 Alternatiivturg First North teistes riikides | 31 |
| 3. ALTERNATIIVTURG FIRST NORTH EESTIS | 34 |
| 3.1 Uuringu meetod..... | 34 |
| 3.2 Küsitluse üldised tulemused..... | 36 |
| 3.3 Alternatiivturust mitteteadlike ettevõtete analüüs..... | 41 |
| 3.4 Alternatiivturust teadlike ettevõtete analüüs..... | 44 |
| 3.5 Alternatiivturu nõustajate seisukohad | 48 |
| 3.6 Järeldused ja ettepanekud..... | 52 |
| Kokkuvõte | 55 |
| Viidatud allikad..... | 59 |
| Lisad | 64 |
| Lisa 1. IPO ja börsiliikmeks olemisega kaasnevad kulud. | 64 |
| Lisa 2. Gaselli TOP nimekirja koostamisel osalevate ettevõtete tingimused. | 65 |
| Lisa 3. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North..... | 65 |
| Lisa 4. Alternatiivturust FN mitteteadlike Eesti ettevõtete vastused küsimusele “Kas tunnete, et vajaksite rohkem informatsiooni IPO ja võimalike aktsiaturgude kohta Eestis?” | 70 |
| Summary | 71 |

Sissejuhatus

Igal ettevõttel tuleb oma arengu käigus teha otsuseid finantseerimisallikate kohta, mis traditsiooniliselt jagunevad laenu- või omakapitali abil finantseerimiseks. Omakapitali abil rahastamise kasuks otsustades on ettevõttel valida sisemise omakapitali ja aktsiate emissiooni vahel, millest viimane jaguneb omakorda avalikuks ja suunatud emissiooniks. Käesolev töö keskendub eelkõige aktsiate avalikule esmaemissioonile ja selle teostamiseks mõeldud uudsele kauplemissüsteemile. Autor eeldab käesolevas töös, et aktsiate avalik esmaemissioon ja aktsiate noteerimine väärtpaberiturul on üheaegselt toimuvad sündmused.

Viimasel aastakümnel on reguleeritud turu kõrvale tekkinud selle leebem vorm, mida üldiselt tuntakse alternatiivturu nime all. Alternatiivturg on mitmepoolne kauplemissüsteem, mis ei ole kohustatud järgima reguleeritud turu nõudeid ning suudab seega pakkuda aktsiate emiteerimise võimalust suuremale arvule ettevõtetele. Kui varem ei olnud väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtetel võimalust oma aktsiaid avalikult emiteerida koos väärtpaberiturul noteerimisega ning seeläbi kapitali kaasata, siis alternatiivturg pakub selleks võimaluse.

Alternatiivturul noteerimisega võib kaasneda mitmeid positiivseid ja negatiivseid külgi, mis üldjoontes on sarnased reguleeritud turul noteerimisega. Üldiselt eristab alternatiivturgu reguleeritud turust aga fakt, et sellega kaasnevad ettevõtte jaoks väikesemad kulud ning esitatavad nõudmised on märkimisväärselt madalamad. Madalad miinimumnõuded või nende puudumine annabki võimaluse ka väikesema suurusega kasvupotentsiaali omavatele ettevõtetele aktsiate avaliku emiteerimise teel kapitali kaasamiseks. Seonduvalt ettevõtetele esitatavate leebemate nõuetega, kaasneb alternatiivturul investeerijale, võrreldes reguleeritud turuga, suurem risk. Eeldatavasti on aga alternatiivturul noteeritud ettevõtete tootlused suuremad kui reguleeritud turul.

Põhjamaades edukalt käivitunud alternatiivturg First North tegutseb sarnasel kujul 2007. aasta lõpust ka Baltimaades. Vaatamata selle algatajate optimistlikule plaanile noteerida 2009. aastaks Baltikumi peale kokku kuus ettevõtet, ei kaubelda ligi pooleteist aasta pikkuse tegevusaja jooksul Baltimaade First North turul ühegi ettevõtte aktsiatega. Tõenäoliselt on selle peamiseks põhjuseks alternatiivturu tutvustamise aja kokkulangevus ülemaailmse finantskriisiga, kuid et alternatiivturg on viimasel kümnendil maailmas populaarsust kogunud kauplemissüsteem, pidas autor vajalikuks uurida lähemalt alternatiivturu First North olukorda Eestis. Sellest tulenevalt on käesoleva töö eesmärk välja selgitada Eesti ettevõtete teadlikkus alternatiivturust First North ja nende üldised seisukohad aktsiate avaliku emiteerimise osas ning alternatiivturu võimalikud tulevikuväljavaated. Töö eesmärgi täitmiseks püstitas autor järgmised uurimisülesanded:

1. selgitada aktsiate avaliku esmaemissiooni olemust ning sellega kaasnevat positiivset ja negatiivset külge, sealhulgas anda ülevaade erinevate empiiriliste uurimuste tulemustest seoses aktsiate avaliku emissiooni teostamisega;
2. tutvustada alternatiivturgu First North ning tuua välja selle põhilised erinevused Tallinna Börsiga;
3. küsitleda Eesti ettevõtteid ning intervjuuerida Eesti alternatiivturu nõustajaid, et jõuda selgusele First North tulevikuväljavaadetes Eestis, sealhulgas uurida, kas ettevõtete seisukohtades esineb erinevusi alternatiivturust teadlike ja mitteteadlike ettevõtete ning väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtete ja suurima käibega ettevõtete lõikes.

Bakalaureusetöö koosneb kolmest peatükist. Esimeses annab autor ülevaate aktsiate avalikust esmaemissioonist ning sellega kaasnevatest positiivsetest ja negatiivsetest külgedest. Samuti uurib autor aktsiate avaliku emissiooni puudutavaid seisukohti kapitalistruktuuri teooriates ning eelnevates empiirilistes uurimustes. Teine peatükk keskendub alternatiivturu First North tutvustamisele ning selle võrdlemisele Tallinna Börsiga. Kolmandas peatükis annab autor ülevaate uuringu teostamise meetoditest ja nende tulemustest nii ettevõtete seas teostatud küsitluste kui nõustajatega tehtud intervjuude tulemuste osas.

Autori arvates seisneb käesoleva töö väärtus eelkõige teema uudsuses ja faktis, et Baltimaade First North teemal teadaolevalt sarnased uuringud puuduvad. Seega on autori poolt kogutud andmed ainulaadsed. Ka Põhjamaade First North-i kohta on autorile teadaolevalt vaid üks põhjalikum uurimus kirjutatud, mille tulemustest on antud ülevaade teises peatükis. Teema uudsus oli autori jaoks valiku tegemisel kõige otsustavamaks faktoriks, sest see võimaldas uurimisteamale iseseisvalt läheneda. Autor mõistab, et praeguses majandusolukorras ei pruugi töö teema päevakohane olla, kuid kindlasti on töö sel suures väärtus tulevikus. Uurimustöö tulemused võiksid autori hinnangul olla huvipakkuvad kõigile Eesti ettevõtetele ja investoritele, tutvumaks lähemalt alternatiivturuga First North; alternatiivturu nõustajatele, saamaks ülevaate Eesti ettevõtete teadlikkusest ja seisukohtadest alternatiivturu ja aktsiate avaliku esmaemissiooni osas, et seeläbi oma tööd täiustada; Tallinna Börsi juhtidele, et saada infot alternatiivturu hetkeolukorrast ja väljavaadetest, tuginedes Eesti ettevõtete ja nõustajate seisukohtadele; järgnevate uuringute koostajatele tulevikus, pakkumaks võrdlus- ja baasmaterjali.

Autor soovib siinkohal tänada oma juhendajat Priit Sanderit tema asjalike juhtnööride, julgustuse ja kannatlikkuse eest, mis võimaldasid käesoleva töö valmimise. Samuti on autor väga tänulik küsitluses osalenud ettevõtetele ning intervjuudes osalenud nõustajatele, kelle vastused empiirilise uurimise valmimise võimalikuks tegid.

1 . AKTSIATE ESMANE AVALIK EMISSIOON JA KAPITALI STRUKTUUR

1.1 Aktsiate esmase avaliku emissiooni olemus

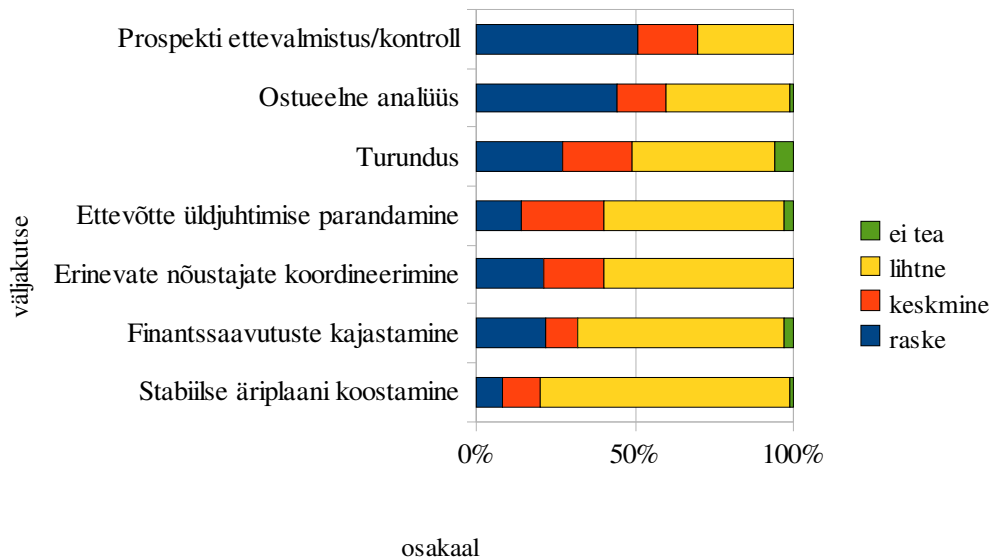
Aktsiate esmane avalik pakkumine tähendab seda, et ettevõtte (ehk emitent) pakub ja müüb esimest korda oma aktsiaid ettevõttevälistele investoritele, kusjuures ostuõigus ei ole piiratud valitud sihtgruppidega ning aktsiaid võivad osta kõik. Inglisekeelses kirjanduses kasutatakse aktsiate esmase avaliku pakkumise kohta tihti lühendit IPO (*initial public offering*) ning seda teeb edaspidi autor ka käesolevas töös. Lisaks teeb autor järgmise eelduse – IPO-t ja aktsiate noteerimist börsil (ettevõtte aktsiate börsil kauplemisele võtmine) käsitleb autor, vaatamata sellele, et tegelikult need ka eraldiseisvaina esineda võivad, üheaegselt toimuvate sündmustena.

IPO käigus võib ettevõtte müüa nii juba olemasolevaid aktsiaid kui ka pakkumisel emiteeritavaid uusi aktsiaid. Kui ettevõtte emiteerib uusi aktsiaid, suureneb tema omakapital ning uute aktsiate müügist laekub raha ettevõttele. Kui aga pakutakse juba olemasolevaid aktsiaid, siis ettevõtte omakapital ei suurene, sest müüakse mõne ettevõtte aktsionärile kuuluvaid aktsiaid ja seetõttu laekub müügist tulnud raha ka aktsiaid müünud omanikule.

Aktsiate avalikul emiteerimisel võib tavaliselt olla kaks peaesmärki: ettevõttel on vaja arenguks kaasata uut kapitali või mõni omanikest soovib oma osalust vähendada. Esimesel juhul tuleb selgeks teha, miks ettevõtte kapitali vajab ja anda hinnang ettevõtte suutlikkusele kasvuplaane teostada. Teisel juhul on aga oht, et aktsia pakkumishind on ülehinnatud ning see võib kahandada kättejäänud aktsiate väärtust. (Aktsiate avalik pakkumine 2009) Esimene samm IPO protsessis ongi põhjalik analüüs, kus ettevõtte peab otsustama kas ja miks aktsiate avalikku emiteerimist vaja on. Börsilemineku otsus on üks keerulisemaid otsuseid, mille ettevõtte kapitali kaasamiseks teeb ning sellega

kaasnevaid positiivseid ja negatiivseid aspekte käsitletakse täpsemalt järgmises alapeatükis.

KPMG korraldas 2006. aastal rahvusvahelise uurimuse (küsitleti 77 ettevõtet üle Euroopa, kes olid teostanud IPO aastatel 2003-2004) teemal “Plaanides IPO-t”, millest selgus, et paljud ettevõtted ei ole teadlikud nõuetest, mis kaasnevad ettevõtte staatuse muutmisega aktsiaemissiooni käigus (Jurcans, Aarna 2006: 5). Uuringust selgus, nagu kajastab ka joonis 1.1, et kõige raskemaks peavad IPO teostanud ettevõtted sellega kaasneva prospekti ettevalmistust, ostueelset kontrolli (*due diligence*) ja turundust. Ettevõtted ei olnud kursis inimressursside lisavajadusega juhtkonnas, ostueelse analüüsi nüanssidega ning vajaliku turunduse mahuga. Kõige vähem tekitasid ettevõtetele probleeme stabiilse äriplaani koostamine ja finantssaavutuste kajastamine.



Joonis 1.1. IPO suurimad väljakutsed (Jurcans, Aarna 2006: 5).

62% küsitletud tegevjuhtide ja 81% finantsjuhtide sõnul kulutasid nad IPO ettevalmistusperioodi jooksul üle poole oma ajast sellega otseselt seotud probleemide lahendamisele. Seega jäi ettevõtte igapäevajuhtimisega seotud tegevustele oluliselt vähem aega. Järelikult on väga oluline mitte alahinnata IPO protsessi juures kaasnevat aja- ja ressursikulu. Protsessi sujuvamale kulgemisele aitab kaasa professionaalse nõustaja kaasamine, kes osutab juriidilist ja finantsalast abi. (Jurcans, Aarna 2006: 5)

Üks aktsiate avaliku emissiooni eesmärke on see, et ettevõtte aktsia oleks hiljem turul maksimaalselt likviidne. Seda võimaldab aktiivne kauplemine turul, mistõttu on oluline piisavalt lai investorite ring. Seega peab IPO-t teostav ettevõtte silmas pidama pakkumise struktuuri. Kui vaid väike osa emissiooni mahust jääb jaeinvestorite kätte ja enamus omandatakse institutsionaalsete investorite poolt, võib see tähendada mittelikviidset turgu, sest turule ei jää piisavalt kauplemisest huvitatud investoreid.

Tõenäoliselt üks enim uuritud teemasid aktsiate avaliku emissiooni osas on sellega kaasnev nähtus nimega *underpricing* ehk alahinnatus. *Underpricing* leiab aset kui aktsiaid emiteeritakse alla õiglase väärtuse ehk kui aktsiate pakkumine on madalama hinnaga ettevõtte hinnangulisest turuväärtusest. Vastupidises olukorras, kui pakkumise hind on liiga kõrge, võib aset leida emissiooni ebaõnnestumine, sest investorid loobuvad aktsiatest. (Alas 2007: 13) Ettevõtete finantsjuhtide seas läbiviidud uuringu käigus (Brau, Fawcett 2006: 402) leiti, et ettevõtted on hästi kursis pakkumise alahinnatuse vajalikkusega, sest selle eesmärk on kompenseerida investorile risk IPO-s osalemise eest ning sellega soovitakse võita institutsionaalsete investorite poolehoidu. On leitud ka, et näiteks internetifirmade seas omab *underpricing* tugevat positiivset mõju ettevõtte turundusele, mille tulemusel ettevõtete kodulehtede külastus oluliselt suureneb (Demers, Lewellen 2003: 436).

1.2 Aktsiate esmase avaliku emissiooni positiivsed ja negatiivsed küljed

Järgnevalt analüüsib autor, toetudes erinevale erialakirjandusele, aktsiate avaliku esmaemissiooni positiivseid ja negatiivseid aspekte. Autori hinnangul on varasemates uurimustes pigem keskendutud erinevate uuringutulemuste võrdlemisele, kuivõrd kompaktse positiivsete ja negatiivsete põhjuste grupeerimisele. Seega soovib autor käesolevas töös keskenduda IPO positiivsete ja negatiivsete külgede üldisele käsitlemisele ning leida sellele kinnitust erinevate autorite teadustööde tulemuste põhjal. Põhiliigitus, millele autor toetub ja millega teisi uurimusi seob, on pärit V. Zirnaski raamatust “Strateegiline finantsjuhtimine”.

Ettevõtte aktsiate avaliku pakkumisega kaasnevate positiivsete külgedena käsitletakse

järgmisi aspekte (Zirnask 2008: 162-163):

1. Ligipääs kapitalile. Börsil noteerimine annab ettevõttele võimaluse kaasata raha oma tegevuse laiendamiseks nii börsile tulles läbiviidava pakkumisega kui ka tulevikus korraldatavate võimalike lisaemissioonidega. Lisaks annab börsiettevõtte staatus parema reputatsiooni, mis omakorda loob eeldused lihtsamaks ja odavamaks ligipääsuks kapitaliturgudele. Tänu IPO-le on ettevõttel võimalik kaasata lisakapitali laienemiseks ja investeringute rahastamiseks. Omakapitali abil finantseerimine on atraktiivne ka väikese ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks, kelle puhul võib esineda probleeme laenukapitali kaasamisega. (Mendoza 2007: 23) Bancel ja Mittoo (2007: 15) järeldasid oma uurimuses, et uute investeringute rahastamine on ettevõtete jaoks olulisim kasu IPO-st.
2. Ettevõtte aktsiatele likviidse turu loomine. Ettevõtte aktsiate noteerimine loob eelduse selleks, et ettevõtte väärtpaberitega kauplemine muutub investoritele oluliselt hõlpsamaks. Börsil kauplemine annab ettevõtte asutajatele ja investoritele soovi korral võimaluse realiseerida varem tehtud investering turul kehtiva hinnaga ning kasutada saadud vahendeid mujal uuteks investeringuteks. Turu likviidsust peetakse olulisemaks kui ettevõtte kaalub noteerimist mõnel välisturul, võrreldes koduturuga (Bancel, Mittoo 2007: 22). Likviidse turu loomise aspekt on tihedalt seotud järgmise aspektiga.
3. Omanike võimalus osaluse vähendamiseks. Börsil noteeritud ettevõtte omanikel on aktsiate suurema likviidsuse tõttu soovi korral kergem osalust vähendada ja müüdnud osalus uutesse ideedesse investeerida. Näiteks riskikapitalistile võib IPO olla kõige tulusam viis ettevõtte osaluse müümiseks (Black, Gilson 1997: 20).
4. Personali suurem motiveeritus. Noteerimine annab ettevõtte omanikele ja juhtkonnale võimaluse personalile täiendavate motivatsiooniskeemide loomiseks. Palgatöötajate kaasamine omanikeringi tagab töötaja suurema motiveerituse ning vastutustunde, tal tekib otsene huvitatus ettevõtte väärtuse pideva kasvamise vastu. Bancel ja Mittoo (2007: 19) väidavad oma

uurimuses, et enamik küsitluses osalenud juhte tõdes, et läbi töötajate ja juhtide kaasamise omanikeringi, paranes märgatavalt äriühingute valitsemine (*corporate governance*).

5. Lojaalse kliendigrupi loomine. Investori staatus on üks võimalik kliendi kinnistamise võimalus – investor on alati huvitatud ettevõtte heast käekäigust. Autorile teadaolevalt ei ole kliendigrupi lojaalsuse paranemist investorsuhete alusel uuritud. Küll aga aitab lojaalsema kliendigrupi loomisele kaasa üldine ettevõtte reputatsiooni ja usaldusväarsuse paranemine.
6. Usaldusväarsus partnerite ja klientide silmis. Börsil noteerimine toob kaasa ettevõtte usaldusväarsuse kasvu klientide ja partnerite silmis, avalikkuse kõrgendatud tähelepanu ning läbipaistvuse suurenemise, sest börsiettevõttele kehtivad kõrgemad normid aruandluse ja ärietika suhtes. Empiirilisel on tõestatud, et enamus IPO teostanud ettevõtetest täheldab ettevõtte maine paranemist (Brau, Fawcett 2006: 447). Samale tulemusele jõudsid ka Bancel ja Mittoo (2007: 14), kes lisaks maine paranemisele märkasid ka usaldusväarsuse kasvu.
7. Suurem efektiivsus. Noteerimisprotsessi käigus toimuv ettevõtte tegevuse analüüs (*due diligence*), edasine pidev teabe avalikustamise reeglite ning hea ühingujuhtimise tava järgmine tagavad ettevõtte parema juhtimise. IPO-ga kaasneva pideva avaliku tähelepanu tulemusel on juhtide hinnagul oluliselt paranenud *corporate governance* (Bancel, Mittoo 2007: 18). Samuti leitakse mainitud uurimuses (2007: 28), et ettevõtete juhid näevad privaatsuse vähenemises ja info avalikustamises põhjust täiustada sisetegevust tuleviku eesmärkide sätestamiseks ja suunata tähelepanu juhtimiseefektiivsusele (*managerial performance*).
8. Ettevõtte turuväärtuse kujunemine. Ettevõtte väärtpaberite börsil noteerimine aitab kaasa väärtpaberi õiglase hinna kujunemisele. Turuväärtus peegeldab investorite arusaama sellest, kui edukas on ettevõtte majandustegevus. Aktsia hind börsil kajastab efektiivse turu korral kõiki toimunud sündmusi, mis on loonud investoritele ettekujutuse ettevõtte tulevikuvõimalustest ja

turupositsioonist. Brau ja Fawcetti uurimusest tuli välja, et ettevõttele turuväärtuse andmine on juhtkonna silmis üks tähtsamaid aspekte, miks IPO teostatakse (Brau, Fawcett 2006: 447).

Käesoleva töö autori arvates võiks nimekirja täiendada kahe järgneva punktiga:

9. Omakapitali hinna langus, millega kaasneb ettevõtte väärtuse kasv. Aktsiatele järelturu loomine alandab omakapitali hinda, ning on tõestatud, et 42% finantsjuhtidest peavad omakapitali hinna vähendamist oluliseks IPO teostamise motivaatoriks (Brau, Fawcett: 37).
10. IPO järgsed soodsamad laenuitingimused. Uuring on tõestanud, et IPO teostanud firmade puhul on märgata madalamat krediidi hinda, samuti on see ettevõtetal võimaldanud hiljem kaasata laene rohkematelt pankadelt, millega vähendatakse oma laenu kontsentratsiooni (Pagano, Panetta, Zingales 1998: 29). See tuleneb eelkõige kohustusest avaldada rohkem informatsiooni ning börsifirmadel on reeglina ka rohkem läbirääkimisjõudu (*bargaining power*) pankade suhtes.

Negatiivsete külgedena, mis IPO-ga kaasnevad, käsitletakse (Zirnask 2008: 162-163):

1. Mõjutatus kapitalituru olukorrast. Börsiettevõtete turuväärtus on mõjutatud ka teguritest, mille üle ettevõtte juhtkonnal ei ole mingit kontrolli, näiteks üldine väärtpaberituru või teatud sektori langus kogu maailmas. IPO teostamise tõenäosus on tugevas seoses turu hinnanguga sama sektori teiste ettevõtete osas (Pagano, Panetta, Zingales 1998: 60). Samuti on tõestatud (Brau, Fawcett 2006: 447), et ettevõtted peavad IPO teostamise juures väga oluliseks ka selle toimumise ajastatust, nimelt soovitakse aktsiaid avalikult emiteerida siis kui tingimused ettevõtte sektori osas ja turul üldiselt on soodsad.
2. Teabe avalikustamine. Börsireeglitest tulenevalt on ettevõtte juhtkonnal varasemaga võrreldes lisakohustus: avaldada kogu teave, mis võib aktsiahinda vähegi mõjutada. Samas on leitud, et informatsiooni avaldamine ei ole ettevõtete juhtide silmis eriliselt määrava tähtsusega IPO vastu otsustamisel (Brau, Fawcett 2006: 449).
3. Väikesem privaatsus. Börsiettevõtted on meedia ja avalikkuse kõrgendatud

tähelepanu all, mistõttu võib ootustele mittevastavate majandustulemuste laialdane meediakajastus või muu negatiivne uudis tuua kaasa aktsiahinna languse. Samuti peab IPO teostanud ettevõtte järgima rohkem erinevaid regulatsioone ning info avalikustamise nõude tõttu peab ettevõtte ka oluliselt täpsemalt järgima seadusandlust, näiteks maksude osas (Pagano, Panetta, Zingales 1998: 61).

4. Piirangud insaideritele. Ettevõtte sisetabe valdajatele ja nende lähedastele on seatud piirangud ettevõtte väärtpaberitega kauplemisel enne olulise teabe avalikustamist. Samuti on neil kohustus raporteerida oma tehingutest ettevõtte aktsiatega. Finantsjuhtide seas peetakse omaniku soovi ärist väljuda vägagi negatiivseks signaaliks avalikkusele ettevõtte käekäigu kohta (Brau, Fawcett 2006: 429).
5. Börsil noteerimisega kaasnevad kulud. Väikese ettevõtte jaoks võivad börsile tuleku ja emissiooni korraldamise kulud lühemas perspektiivis ületada börsil oleku eeliseid. Siiski on tõestatud, et alternatiivturgude suurenev mõjukus (Ojamäe 2008; Mendoza 2006) võimaldab ka väikese ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks avada uusi väärtpaberiturge ning vähendada kulutusi seoses IPO-ga. Lisaks otsestele kuludele, mis kaasnevad nii IPO-ga kui börsi liikmeks olemisega, tuleb ettevõttel arvestada ka kaudsete kuludega, millest tuntuimaks on eelpool kirjeldatud *underpricing* (Mendoza 2006: 22). Kokkuvõtlik tabel aktsiate avaliku emiteerimise ja börsiliikmeks olemisega kaasnevate kulude kohta on toodud lisa 1.
6. Ettevõtte juhtkonna täiendav ajakulu. Ettevõtte juhtkonnal tekib börsile tuleku järgselt kohustus ettevõttes tekkiva ja liikuva teabe olulisust pidevalt hinnata ning vajadusel teave avalikustada. Olulist ressursi nõuab ka investorsuhete korraldamine. Eelnevalt välja toodud KPMG uurimusest tuli välja, et enamus IPO korraldanud ettevõtete juhid tõdesid protsessile eelnenud ajal ja protsessi vältel, et kulutasid ligi pool oma ajast IPO-ga seotud probleemidele, mistõttu ettevõtte igapäevase tegevuse juhtimiseks jäi oluliselt vähem aega (Jurcans, Aarna 2006: 5).

Töö autor usub, et nimekirja peaks lisama veel täiendava punkti:

7. Kontrolli vähenemise omanike aspektist. Väitele leidsid kinnitust ka Brau ja Fawcett (2006), kui nad oma uurimuses järeldasid, et soov otsustuskontrolli säilitada on olulisim põhjus, miks enamus suurfirmasid IPO kahjuks otsustavad (Brau, Fawcett 2006: 405). Samas töid Chemmanur ja Fulghieri välja, et võrreldes näiteks riskikapitalisti või äriinglite rahastamisega, on IPO teostanud ettevõtte aktsiad jaotunud palju suuremale hulgale investorgruppidele, kellest igahel on väikesem osa aktsiatest ja seeläbi ka väikesem sõnaõigus ja läbirääkimisjõud (*bargaining power*) ettevõtte juhtkonna vastu (Chemmanur, Fulghieri 1999: 250). Siiski on IPO teostanud ettevõtete jaoks reaalne võimalus, et võib toimuda ettevõtte vaenulik ülevõtmine väikeinvestorite osaluste kokkuostmise tulemusel.

1.3 Kapitali struktuuri teooriad

Ettevõtte kapitali struktuur kitsamas mõttes kujutab endast pikaajalise laenu ja omakapitali vahelist proportsiooni, laiemas mõttes aga kõigi rahastamisallikate proportsioone ettevõttes. Vaatamata sellele, et teemat on sügavuti uuritud ligi 50 aastat, ei ole teadlased siiani jõudnud ühese vastuseni küsimustes: kui tähtis on kapitali struktuur ettevõttele ja kui on tähtis, siis mis määrab optimaalse laenu ja omakapitali suhte nii, et ettevõtte turuväärtus oleks maksimaalne ja kapitali hind minimaalne. (Megginson 1997: 305-306) Järgnevalt antakse ülevaade kolmest peamisest kapitali struktuuri teoriast:

- 1 kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria (*irrelevance theory*),
- 2 optimaalse kapitali struktuuri teooria (*trade-off theory*),
- 3 finantshierarhia teooria (*pecking order theory*).

Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria sai alguse Modigliani ja Milleri 1958. aastal kirjutatud artiklist “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*”. Teooriat tuntakse ka M&M teoreemina. M&M teooria seisnes selles, et teatud eeldustel ei oma ettevõtte kapitali struktuur mitte mingisugust mõju ettevõtte väärtusele. Eeldusi mudeli kehtimiseks tehti aga mitmeid, nimelt käsitleti täiuslikku kapitaliturgu, milles ei eksisteeri tehingu-, pankroti-, agendikulused ega makse, eeldati

turuosaliste võrdset ligipääsu kapitaliturgudele, investorite homogeenseid ootusi ettevõtte tulevaste kasumite osas, kõikide laenude intressimäära võrdsust riskivaba intressimääraga, kõikide rahavoogude perpetuiteetsust jne (Megginson 1997.: 316). Vaatamata sellele, et Modigliani ja Miller teevad mitmeid eeldusi, mis reaalsuses ei kehti, peetakse artikli avaldamist kaasaegse rahandusteooria alguseks. Nad määratlesid ära, millistel tingimustel kapitali struktuuri muutmine ettevõtte väärtusele mõju ei oma ning panid sellega aluse järgnevate teooriate kujunemisele (Ibid.: 323; 343).

Optimaalse kapitali struktuuri teooria (tuntud ka kui staatiline kompromissiteooria) väidab, et eksisteerib teatud laenukapitali osakaal, mille korral ettevõtte väärtus on maksimaalne. Kui see tase aga ületatakse, suureneb pankrotioht ja kapitali hind hakkab tõusma. (Ibid.: 343) Teooria väidab ka, et laenu kasutamine loob maksukilbi, mis on seda efektiivsem, mida suurem on riigis ettevõtetele kehtestatud maksumäär. Eesti Tulumaksuseaduse § 1 alusel ei maksustata Eestis ettevõtte kasumit enne selle jaotamist ja seega Eestis maksukilbi tekkest rääkida ei saa (Tulumaksuseadus 2004).

Finantshierarhia teooriale pani aluse Myers 1984. aastal, kelle põhilised seisukohad olid järgmised: ettevõtetel on jäik dividendipoliitika; ettevõtted eelistavad sisemisi finantseerimisallikaid välistele ning kui esineb välise finantseerimise vajadus, eelistavad ettevõtted pangalaene ja võlakirjade emiteerimist hübriidfinantseerimisele ja aktsiate emiteerimisele. Viidatakse asümmeetrilisele informatsioonile, mille kohaselt ettevõtte omanikel on rohkem informatsiooni ettevõttes toimuva kohta kui välistel investoritel ning seeläbi püüavad juhid käituda juba olemasolevate aktsionäride huvides. Informatsiooni asümmeetriale tuginedes põhjendatakse ka ettevõtte soovimatust teostata aktsiaemissiooni. Nimelt võtavad investorid teadet uue emisiooni kohta kui viidet, et ettevõtte on ülehinnatud, mistõttu aktsia hind langeb. Ettevõtte sellest aga huvitatud ei ole ja seeläbi võivad teostamata jääda positiivse nüüdisväärtusega projektid. Probleemi lahendusena nähakse ettevõtte likviidseid varasid (*financial slack*) ja finantsvabadust, mis võimaldavad investoreid kahjustamata vastu võtta kasumlikke projekte. (Megginson 1997: 340)

Kirjeldatud üldtunnustatud teooriate kõrvale on viimasel aastakümnel tekkinud erinevaid käsitlusi, mille kohaselt nimetatud teooriad üha vähem kinnitust leiavad.

Järgnevalt annab autor ülevaate viimase aastakümne erinevatest empiirilistest uurimustest, milles on analüüsitud kapitali struktuuri teooriate kehtivust praktikas ning konkreetselt ka väikese ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimisvõimalusi.

Baker ja Wurgler (2001) tutvustasid uut teoreetilist käsitlust nimega turu ajastamise teooria (*market timing theory*), mille järgi juhid suudavad oma tegevusi ajastada sobivate turusituatsioonidega. Samuti väitsid autorid, et muutused kapitaliturgudel omavad tugevat mõju ettevõtte finantseerimisotsustele ja et ettevõtte finantseerimiseelistused muutuvad vastavalt turu kõikumistele. Seega puudub konkreetne optimaalne kapitali struktuur ning finantseerimisallikate eelistused on ettevõtete jaoks ajas muutuvad.

Bancel ja Mittoo (2004) uurimuses analüüsiti 87 Euroopa ettevõtet, mille tulemusel järeldati, et juhtide finantseerimisalaseid otsuseid mõjutavad sarnased tegurid nii Euroopas kui USA-s. Uurimuses leidsid kompromissiteooria ja finantshierarhia teooria pigem tagasihoidlikku toetust. Euroopa ettevõtete jaoks on oluline finantspaindlikkuse¹ (*financial flexibility*) säilitamine, kuid aktsiate emiteerimise vastu räägib kõige tugevamalt vastumeelsus aktsiatulude jaotamise osas suurema arvu investorite vahel.

Frank ja Goyal (2002) testisid finantshierarhia teooria kehtivust ning leidsid, et väikeste kiire kasvuga ettevõtete puhul teooria järgimine kinnitust ei leia. Nimetatud teooria kehtis kõige paremini suurettevõtete puhul, mis eksisteerisid 1970-ndatel ja 80-ndatel aastatel. Lükati ümber levinud seisukoht, et kiirekasvulised väikefirmad jõuavad väga kõrge võlakordajani - leiti vastupidiselt, et kiire kasvuga ettevõttes on võlal kapitali struktuuris väikesem osakaal. Sisemised finantseerimisviisid ei ole aga piisavad, et rahastada kõiki vajalikke investeeringuid, üha enam muutub oluliseks omakapitali abil rahastamine.

Giudici ja Paleari (1999) leidsid, et Itaalia kiirekasvulistel tehnoloogiaalastel väikeettevõtetel on väga raske ligi pääseda väliskapitalile, mistõttu võivad innovatiivsed ideed tihti rahastamata jääda. Sealjuures toodi välja, et nende uuenduslikke projekte

1 Finantspaindlikkus – tuleviku finantseerimisvõimalused seoses tulevaste rahavoogude ja finantseerimiskitsendustga (Byon 2008: 1).

tuleks finantseerida pigem oma-, mitte laenukapitali abil. Seega rõhutasid autorid väikese ja keskmise suurusega ettevõtetele suunatud väärtpaberiturgude vajadust ning oma usku selle arengusse tulevikus. Töös leiab kinnitust ka finantshierarhia teooria kehtivus, kuid autorite hinnangul võib see tulevikus muutuda.

Carpenter ja Petersen (2002) tõid samuti välja väärtpaberituru vajaduse suunitlusega väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtetele. Kasvuettevõtetele oli autorite arvates omakapitali abil rahastamine oluliselt kasulikum variant, võrreldes laenukapitaliga. IPO kasvuettevõtete seas toob kaasa märkimisväärse kasvu varades. Autorid rõhutasid aktsiate avaliku emissiooni olulisuse kasvu muutuvast maailmas, mistõttu finantshierarhia teooria nende hinnangul üha vähem kinnitust leiab.

Becchetti ja Trovato (2002) leidsid samuti, et kõrge kasvupotentsiaaliga ettevõtete jaoks on äärmiselt oluline ligipääsu tagamine väärtpaberiturgudele. Väliste finantseerimisallikate, sealhulgas aktsiate emiteerimise, vähene kättesaadavus ja kasutamine, seavad olulised piirangud ettevõtete kasvule. Ka sellest uurimusest ilmnis finantshierarhia teooria tähtsuse vähenemine ajas.

Käsitletud uurimustest selgub, et mitte alati ei leia üldlevinud kapitali struktuuri teooriad praktikas kinnitust ning et tegelikult ei pea IPO vaid suurettevõtete küpsusfaasis rakendatav finantseerimisallikas olema. Käesoleva töö seisukohast on eriti olulised viimased kolm käsitletud uurimust, sest need toovad välja väärtpaberiturgudele pääsemise vajaduse väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtete seas. Võimalused selleks on viimaste aastate jooksul oluliselt paranenud, seoses alternatiivturgude tekke ja kujunemisega, mida käsitletakse pikemalt järgmises peatükis.

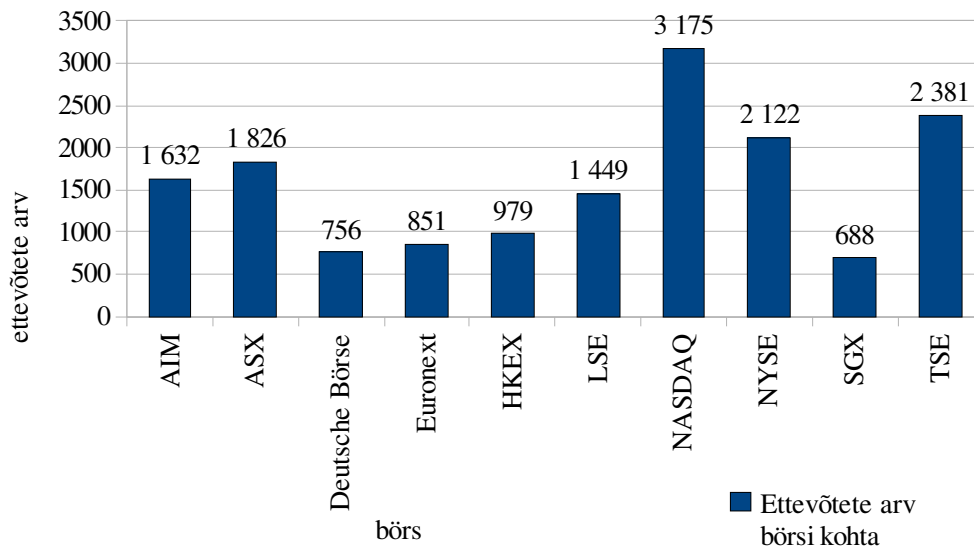
1.4 Maailma väärtpaberiturgude trendid

Kuigi enamused IPO kasuks otsustanud ettevõtteid eelistab endiselt oma aktisid koduturul noteerida, hakkab üha enam firmajuhte kaaluma välisurult kapitali kaasamise eeliseid ja puudusi. Börsid töötavad pidevalt välja uusi väljundeid ning tänapäeval on ettevõtetele mitmeid erinevaid võimalusi, kaaludes aktsiate avalikku emissiooni. Ettevõtetele on võimalik valida erineva reguleeritusega keskkondade, eri suuruses kaasnevate kulude,

erinevate institutsionaalsete investorite, teiste sarnaste ettevõtete olemasolu järgi börsil, börsi prestiiži, ettevõtte sihtturgude järgi jne.

Ersnt & Young on teinud mahuka uurimuse maailma väärtpaberiturgude arengusuundadest, hõlmates selliseid börse nagu Australian Stock Exchange (ASX), Deutsche Börse, Euronext, Hong Kong Stock Exchange (HKEX), London Stock Exchange (LSE), London Alternative Investment Market (AIM), NASDAQ, New York Stock Exchange (NYSE), Singapore Stock Exchange (SGX) ja Tokyo Stock Exchange (TSE). (IPO Insights 2008: 1)

Globaliseeruvus maailmas muutub tugevamaks eri turgude vaheline konkurents, eelkõige just ettevõtete aktsiate esmase avaliku emissiooni osas. Perioodil 2002 – 2006 toimus kümnel vaadeldaval börsil 2 975 IPO-t. Alljärgnev joonis 1.2 kajastab noteeritud ettevõtete arvu börsi kohta seisuga 2007. (Ibid.: 15)



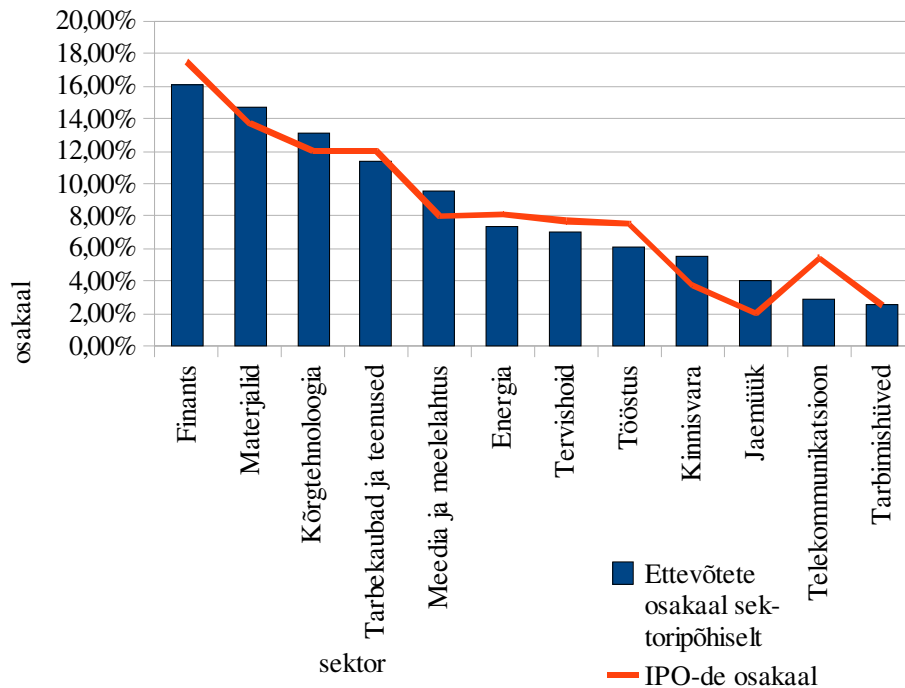
Joonis 1.2. Ettevõtete arv börsidel aastal 2007 (IPO Insights 2008: 15).

Ettevõtete arv varieerub 688 ettevõttest Singapuri Börsil kuni 3175 ettevõteteni NASDAQ-il.

Ainsa alternatiivturuna antud uurimuses on esindatud London Alternative Investment Market (AIM) ning tuleb välja, et IPO-de arvult vaadeldaval perioodil oli AIM viiendal

kohal, seega on alternatiivturu tähtsus märkimisväärne.

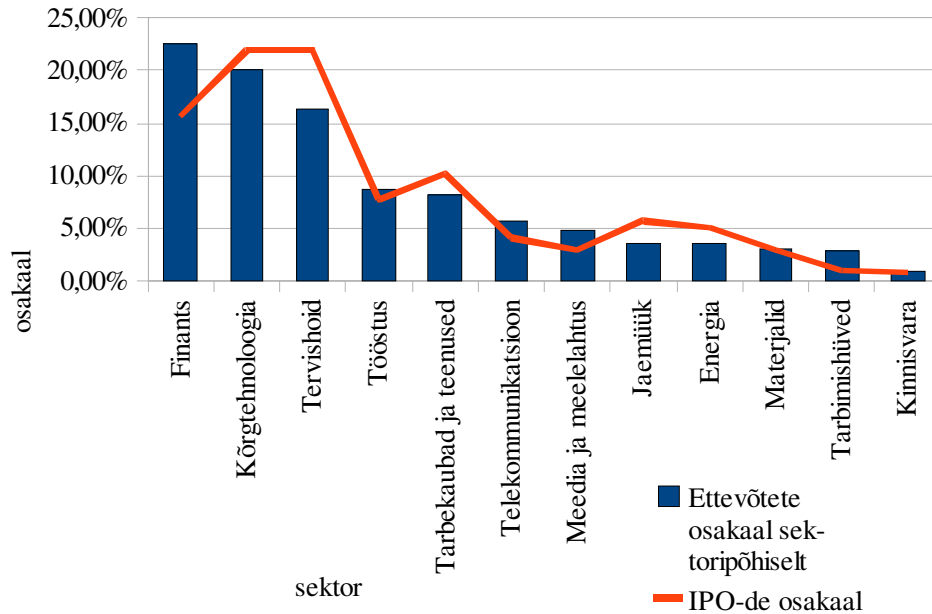
Tulenevalt käesoleva bakalaureusetöö teemast annab autor siinkohal ülevaate Ernst & Young'i uurimuse põhjal Londoni AIM turu ettevõtetest ja IPO-de osakaalust sektori kaupa, mida kajastab joonis 1.3, kusjuures ettevõtete osakaal on kirjeldatud 2007. aasta seisuga ning IPO-d on vaadeldud perioodil 2002 – 2006. Londoni alternatiivturul on suurima osakaaluga ettevõtted finantssektorist, materjalide tootmisest ja kõrgtehnoloogia valdkonnast. Jooniselt on ka näha, et IPO-de osakaal sektorite kaupa on peaaegu võrdne ettevõtete arvu osakaaluga. Suurim erinevus ilmneb telekommunikatsiooniettevõtete osas, kus IPO-de osakaal on 5,4%, kuid ettevõtete osakaal 2,9%.



Joonis 1.3. Ettevõtete ja IPO-de osakaal sektoripõhiselt 2007. a seisuga Londoni AIM turul (IPO Insights 2008: 19; 23, autori koostatud).

Olgu siinkohal toodud võrdluseks samasugune joonis NASDAQ börsi kohta. Jooniselt 1.4 selgub, et kõige rohkem on ka sellel turul ettevõtteid finants- ja kõrgtehnoloogia valdkonnast, kuid erinevalt Londoni AIM turust, on NASDAQ'il oluliselt rohkem noteeritud tervishoiuga seotud ettevõtteid, mille osakaal on üle kahe korra suurem.

Samuti on NASDAQ turul märkimisväärselt suurem IPO-de osakaal kõrgetehnoloogia- ja tervishoiualaste ettevõtete seas, võrreldes Londoni AIM-ga. Samas on Londoni alternatiivturul suurem osakaal IPO-de osas näiteks energia- ja kinnisvarasektorisse kuuluvate ettevõtete seas.

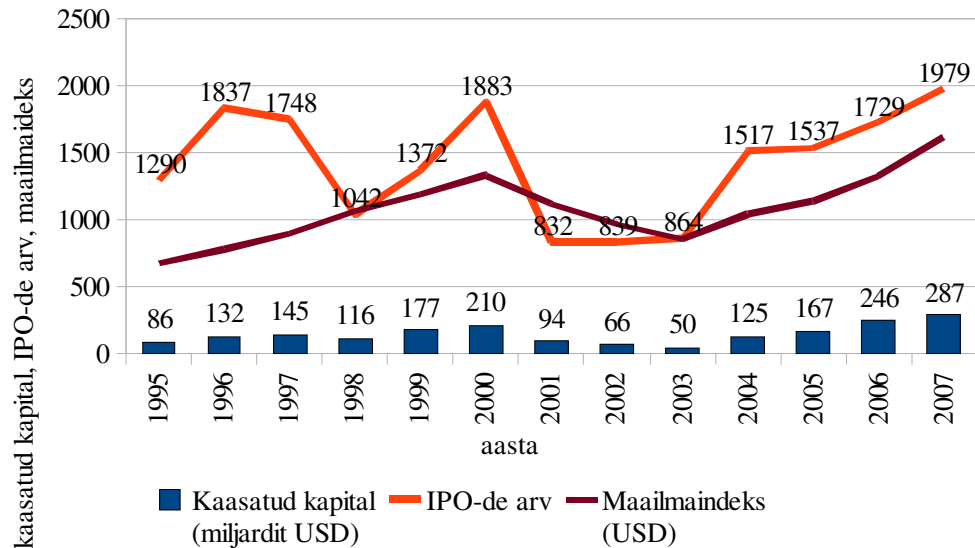


Joonis 1.4. Ettevõtete ja IPO-de osakaal sektoripõhiselt 2007. a seisuga NASDAQ turul (IPO Insights 2008: 19; 23, autori koostatud).

Ernst & Young on teinud ka uurimuse “Growth during economic uncertainty: IPO trends report 2008”. Uurimus põhineb intervjuudel maailma suuremate investeerimispankade ja väärtpaberiturgude juhtidega. (Growth during... 2008: 1) Järgneval joonisel 1.5 on kujutatud maailma väärtpaberiturgudelt kaasatud kapitali suurus ja vastavate aastate IPO-de arv perioodil 1995-2007.

2003. aastast sai alguse IPO-de kiire kasv. 2007. aastal jõudis IPO-de arv rekordini, kaasates aastaga 287 miljardit dollarit. Üha olulisemat rolli mängivad ka BRIC riikide (Brasiilia, Venemaa, India ja Hiina) turud, kus samuti IPO-de arv aastas märkimisväärselt suureneb. 2008. aasta alguses aga pidurdus IPO-de arv märgatavalt, languse algust oli märgata juba 2007. aasta teises pooles. Uuringust selgus aga, et vaatamata sellele, et hetkel on aktsiate avalikuks emissiooniks ebasoodne aeg, on

mitmed ettevõtted valmis ja soovivad sooritada IPO kohe kui turusituatsioon paraneb. (Ibid.: 2) Autor lisas joonisele 1.5 võrdluseks ka MCSI maailmaindeksi (*world index*) hinna järgi², et näha, kas IPO trendides esineb sarnasusi maailmaindeksi kõikumisega. MCSI maailmaindeks koondab 23 riigi väärtpaberiturgude indekseid ning on koostatud kajastamaks maailma arenenud kapitaliturgude arengutrende (Index definitions 2009).



Joonis 1.5. Väärtpaberiturgudelt kaasatud kapitali suurus miljardites dollarites, IPO-de arv ja maailmaindeks hinna järgi dollarites perioodil 1995-2007. (Growth during... 2008: 4; The World Index 2009; autori koostatud)

Selgub, et alates 2003. aastast on maailmaindeks ja teostatud IPO-de arv ühises stabiilses tõusutrendis. Ka varasemates aastates on näha sarnasusi, 1998. aastast jõudsalt kasvanud IPO-de arv hakkas järsult vähenema alates 2000. aastast, millest alates on märgata ka langust maailmaindeksis. Seega võib väita, et IPO-de arv ning maailmaindeks järgivad ühist trendi.

Suureneva konkurentsi tõttu väärtpaberiturgude endi vahel, on viimastel aastatel märgata konsolideerumistrendi. Kui veel 10 aastat tagasi oli maailmas ligi 80 börsi, siis praeguseks on nende arv kahanenud ligikaudu 50 börsini, seda eelkõige ühinemiste

2 Hinnaindeksi liikumine sõltub vaid aktsiahindade liikumisest (Indeksid 2009).

tõttu. 2007. aastal, näiteks, ühinesid New York Stock Exchange ja Euronext, muutudes maailma suurimaks ja likviidseimaks väärtpaberituruks. 2008. aasta esimeses kvartalis ühinesid NASDAQ ja OMX, moodustades esimese väärtpaberituru, mis tegutseb kuuel kontinendil ja 29 riigis. (Growth during... 2008: 5)

2. OMAKAPITALI KAASAMINE LÄBI IPO JA ALTERNATIIVTURUL NOTEERIMISE

On teada, et reeglina teostavad aktsiate avalikku emissiooni suured ja pikaajaliselt tegutsenud ettevõtted. Väikese ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks on aga sellisel viisil täiendava kapitali kaasamise võimalused piiratud olnud eelkõige kõrgete nõuete ja suurte kaasnevate kulude tõttu. Viimase paarikümne aasta jooksul on aga selles osas suuri muutusi toimunud.

1997. aastal avati Saksamaal turg noortele kasvuettevõtetele, nimega Neuer Markt. Sarnased turud loodi ka Itaalias (Nuovo Mercato), Hollandis (Nieuwe Markt), Belgias (Euro NM Belgium) ja Prantsusmaal (Nouveau Marche). 1999. aastal ühendati need turud ühise nime alla Euro NM, kuid ühendus lagunes 2000. aastal, sest mõisteti, et investorite huvi väikefirmade vastu on pigem kohalik. Need ei olnud aga esimesed katsed luua väärtpaberiturge väikese ja keskmise suurusega ettevõtetele. 1971. aastal alustas tegevust NASDAQ. 1980. aastal alustas Londonis Unlisted Securities Market (USM), mis aga 1995. aastal asendus London Stock Exchange's Alternative Investment Market'iga (AIM). Alates 2003. aastast on mitmed Euroopa riigid püüdnud tekitada oma reguleeritud börsi kõrvale alternatiivturgu, näiteks nagu Mercato Expandi Itaalias, Irish Enterprise Exchange Iirimaal, Entry Standard Saksamaal ning Euronext algatas Alternexti (Mendoza 2007: 287).

Alates 1995. aastast on Alternative Investment Market'iga (AIM) Londonis liitunud üle 2500 ettevõtte. Mitmed ettevõtted on alternatiivturult edasi liikunud põhiturule, saades kasvuks vajaliku lisakapitali oma aktsiaid avalikult emiteerides. Samas on liikumist olnud ka vastupidi, põhiturult AIM-le, peamiselt sellega kaasnevate madalamate kulude ja väikesema reguleerituse tõttu. (About AIM 2009) Alternatiivturule omaselt, kaasneb ka AIM-il investeerides suurem risk, võrreldes reguleeritud turuga. Seetõttu peaks alternatiivturust huvitatud investor olema kogemustega ja haritud. AIM-i investoritebaas

koosneb suures osas institutsionaalsetest investoritest, kes hoiavad ettevõtetega tihedat kontakti, kelle aktsiatesse nad investeerinud on (Mendoza 2007: 322).

Teine kiiresti arenev alternatiivturg Euroopas on NASDAQ OMX poolt käivitatud First North. First North on Põhja- ja Baltimaade alternatiivturg, kus kaubeldakse ettevõtete aktsiatega. First North³ tegutseb paralleelselt reguleeritud turuga, kuid sellel ei ole reguleeritud turu õiguslikku staatust. Seetõttu ei pea ka ettevõtteid, kelle aktsiatega alternatiivturul kaubeldakse, täitma reguleeritud turu nõudeid vaid First North reglemendis sätestatud. OMXi poolt käivitatud alternatiivturg FN toimib edukalt juba Taanis (alates 2005), Rootsis (alates 2006), Soomes (alates 2007) ja Islandil (alates 2007). 2007. aasta lõpus sai alternatiivturu loomine võimalikuks ka Baltimaades. Alternatiivturg First North pakub kasvuettevõtetele lihtsamat ligipääsu Põhja- ja Baltimaade ning rahvusvahelistele finantsturgudele.

2.1 Alternatiivturu First North kujunemine Eestis

Eesti väärtpaberiturg on osa ülemaailmsest turust ning teeb kaasa globaalseid tõuse ja mõõnasid, kuid lisaks maailma aktsiahindade muutustele, mõjutab siinset väärtpaberiturgu ka kohalik õiguskeskkond. Alles 2007. aastal jõustusid Eestis väärtpaberituru seaduse muudatused, mis võimaldasid avada alternatiivturu, muuta väärtpaberiturgu läbipaistvamaks ning seeläbi nii Eesti kui ka välisriigid investoritele atraktiivsemaks. (Alber 2007: 54) Alternatiivturu käivitamise eelduseks olevad Eesti väärtpaberituru seaduse muudatused ning Finantsinspektsiooni poolt kinnitatud alternatiivturu First North reglement jõustus 19. novembril 2007.

“Riigi konkurentsivõime seisukohalt on oluline, et seadusloome toimub aegsasti ning on ajas edasivaatav, ettevõtjatega arvestav ja innovatsiooni soodustav. Olukorras, kus laenuraha ettevõtete jaoks kallineb, tuleb ettevõtjail avarama pilguga ringi vaadata ning kaaluda erinevaid finantseerimisvõimalusi. Börsile või alternatiivturule tulek võib uuendusmeelsele ettevõttele olla parim võimalus pikaajalise kapitali kaasamiseks, säilitades samas kontrolli ettevõtte juhtimisotsuste üle,” on öelnud Tallinna Börsi tegevdirektor Kalle Viks. (Alternatiivturg „First North“...2009) "Suurepärane

ärikeskkond ja liberaalne majanduspoliitika on ühed põhjustest, miks Eestit peetakse Baltimaade väärtpaberituru südameks ning alternatiivturu väljatöötamine suurendab investeerimisvõimalusi Balti väärtpaberiturule veelgi. Väikese ja keskmise suurusega ettevõtetele on First North ideaalne vahend kapitali kaasamiseks, nähtavuse ja tuntuse suurendamiseks ning äri laiendamiseks," rääkis Kalle Viks First North avamise eel. (Pinn: 2009)

Tallinna Börsi prognooside kohaselt loodeti 2007. aasta lõpuks FN-il kaubelda tervelt kuue ettevõtte aktsiatega (Riikoja: 2009). Nüüdseks on alternatiivturg First North Baltikumis tegutsenud juba umbes poolteist aastat, kuid ükski ettevõtte ei ole otsustanud oma aktsiaid alternatiivturul pakkuda. Sellega seonduvaid põhjusi ja Eesti ettevõtete teadlikkust alternatiivturu olemasolust ja võimalustest uurib autor käesoleva töö kolmandas peatükis.

2.2 Nõustajate roll alternatiivturul First North

Kõik Baltimaade alternatiivturuga First North liituda soovivad ettevõtted peavad kaasama nõustaja seoses turuletuleku taotlemise protsessiga. Nõustaja juhendab ettevõtet selles protsessis ning on ühtlasi kohustatud pakkuma tuge ja tegema kõik endast oleneva, tagamaks, et ettevõtte täidab pidevalt kohustusi, mis on seotud aktsiate kauplemisele lubamisega. Samuti jälgib ta pidevalt, et ettevõtte vastab alternatiivturu reeglitele ning teavitab börsi kõigist rikkumistest. (Nõustajate roll ja vajalikud nõuded 2009) First North reglement sätestab nõustaja minimaalsete kohustustena veel ka emitendi regulaarse kontrolli ning nõude anda endast parim, et tagada ettevõtte kirjelduse või kauplemisprospekti koostamine ja börsile esitamine emitendi poolt (Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North reglement 2009). Igal kauplemist alustaval ettevõttel peab olema leping börsi poolt heakskiidetud nõustajaga, kes juhendab ettevõtet alternatiivturule First North tuleku sammude käigus, mis on järgmised (Liitumine alternatiivturuga First North 2009):

1. nõustajaga ühenduse võtmine;
2. arutelu nõustajaga hindamaks ettevõtte sobivust turul kauplemisele võtmiseks;

3 Edaspidi viitab autor alternatiivturule kohati ka lühendiga FN.

3. leping nõustajaga;
4. vajadusel aktsionäride otsus täiendava aktsiaemissiooni suhtes;
5. avalduse ja ettevõtte kirjelduse või prospekti ettevalmistamine koostöös nõustajaga;
6. dokumentide esitamine Tallinna, Riia või Vilniuse börsile;
7. börsi otsus kauplemise alustamise kohta First North'il;
8. lepingu sõlmimine Tallinna, Riia või Vilniuse börsiga.

Ettevõtte sobivuse hindamisel viib nõustaja läbi piiratud ulatusega *due diligence*'i, ehk kontrollib ettevõtte dokumentatsiooni (asutamisdokumendid, sisereeglid, äritegevuse dokumentatsioon, aruandlus), finantsseisukorda, juhtimiskompetentse, vastavust alternatiivturu reeglitele ning järgib muidu igati First North reglemendis sätestatud (Viks märts 2009).

Nõustaja on sisuliselt vahemeheks ettevõtte, börsi ja investorite vahel. Tänapäevaks on alternatiivturu nõustaja staatuse Eestis omandanud kuus ettevõtet: Aare Raigi advokaadibüroo, Advokaadibüroo Lepik ja Luhaäär LAWIN, Advokaadibüroo Sorainen, Deloitte Advisory, SEB Enskilda ja Swedbank. Lätis on lepingulisi nõustajaid 5 ja Leedus 12.

Lepinguliseks nõustajaks saamisel on Baltimaade alternatiivturul First North erinevaid nõudmisi (Kuidas saada nõustajaks 2009):

1. vähemalt kaks piisava kogemusega töötajat:
 - 1.1. vähemalt kaheaastane kogemus valdkondades nagu konsultatsiooniteenused ettevõtete kapitalistruktuuri, strateegia, ettevõtete omandamise või müügi osas või nendega seotud konsultatsiooniteenused,
 - 1.2. börsi pakutaval koolitusseminaril osalemine First North'i reeglite ja nõudmiste kohta;
2. nõustaja rollis olevatel isikutel ei lubata kaubelda nende poolt nõustatava emitendi aktsiatega;
3. huvide konflikti vältimiseks tuleb välja töötada reeglid konfidentsiaalse teabega ümberkäimise kohta;
4. asjakohase teabe dokumenteerimine nõuetekohasel viisil;

5. sõltumatus emitendist:

- 5.1. nõustaja või temaga seotud isikud ei või omada üle 10% nõustaja poolt nõustatava emitendi aktsiakapitalist;
- 5.2. seoses poolaastaruannete avaldamisega peab nõustaja esitama börsile andmeid oma osaluse kohta nende poolt nõustatavates ettevõtetes;
- 5.3. nõustaja või nõustajat esindav isik ei tohi olla ametis nõustaja poolt nõustatavate emitentide juhatuses või nõukogus.

Lisaks eelpool nimetatud nõudmistele, on alternatiivturu nõustajad kohustatud maksma Tallinna Börsile nõustaja staatuse ja nõustajana tegutsemise õiguse eest tasusid. Nõustaja staatuse saamisega kaasneb nõustaja jaoks ühekordne ja tagastamatu lepingutasu summas 25 000 krooni ning õiguse eest osutada First North'i emitentidele nõustamisteenuseid 30 000 krooni aastas (Tallinna Börsi hinnakiri 2009).

2.3 Alternatiivturg First North võrdluses Tallinna Börsiga

Baltimaade alternatiivturg on mõeldud väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtetele, et anda neile võimalus saada kasu väärtpapierituru võimalustest. Kasutatav kauplemis- ja arveldussüsteem on NASDAQ OMX Balti börsidega ühine, kuid võrreldes börsi põhinimekirjas noteeritud ettevõtetega, kehtivad alternatiivturu ettevõtetele leebemad reeglid. (Ettevõtted ja emitendid 2009) FN võib olla ettevõttele sobilik mitmetes olukordades. Kasvuettevõtted vajavad tihti lisakapitali, sest soovivad kiiresti areneda, siseneda uutele turgudele, edestada konkurente või teostada ülevõtmisi; ettevõtetele, kes soovivad järgmise sammuna oma aktsiad börsil noteerida; ülevõtmist ootavatele pereettevõtetele, kes soovivad juhtkonnas või omanikeringis põlvkonnavahetust. (Miks liituda 2009) Peamised põhjused, miks alternatiivturuga liituda on FN-i poolt sõnastatud järgmiselt (Miks liituda 2009):

1. lisakapitali kaasamiseks (laienemisplaanide realiseerimiseks, teadus- ja arendustegevuseks, turunduseks);
2. kaasnev kvaliteedimärk soodustab rahvusvahelist äritegevust ja meelitab ligi kvalifitseeritud töötajaid;
3. ettevõtte äritegevuse ja toodete tuntuse tõstmiseks;
4. ettevõttele ja tema aktsiatele turuväärtuse andmiseks;

5. andmaks omanikele võimaluse ärist väljumiseks;
6. võimaldamaks pakkuda töötajatele motivatsiooniprogramme;
7. reklaam.

Balti alternatiivturul First North on oluliselt madalamad nõuded, võrreldes Balti Põhinimekirja kuuluvatele ettevõtetele kehtestatud tingimustega. Põhilisi erinevusi reguleeritud ja alternatiivturu vahel kajastab alljärgnev tabel 1.

Tabel 1. Balti Põhinimekirja ja Balti alternatiivturu First North erinevused

| Reguleeritud turg – Balti Põhinimekiri | Alternatiivturg – First North Balti riikides |
|--|---|
| Turu staatus ja järelvalve | |
| Reguleeritud turg, kus on rakendunud kõik Euroopa Liidu ja kohalikud määrused | Kauplemisega alustamise otsustab kohalik börs |
| Valmistumine sisenemiseks ja nõuded | |
| Vähemalt kolmeaastane tegevusaeg | Miinimumnõuded puuduvad |
| Vähemalt 4 miljoni suurune turuväärtus | Miinimumnõudeid puuduvad |
| Vähemalt 25% aktsiatest või 25 miljoni euro väärtuses aktsiaid peab olema avalikkuse hulka kuuluvate investorite käes | Turuväärtuse kohta ja avalike investorite käes olevate aktsiate kohta miinimumnõuded puuduvad |
| Finantsinspeksioonipoolt heakskiidetud prospekt | Prospekt või ettevõtte tutvustus |
| Vajalikud välissoovitajad (investeerimispank, advokaadibüroo, rahvusvahelised audiitorid jne) ettevalmistusperioodi ajal | Leping börsi poolt heakskiidu saanud nõustajaga |
| Teabe avalikustamine | |
| Rahvusvahelistele finantsaruandlusstandarditele (IFRS) vastav raamatupidamine | Kohalikele või rahvusvahelistele finantsaruandlusstandarditele (IFRS) vastav raamatupidamine |
| Aasta-, poolaasta- ja kvartalipõhised finantsaruanded | Aasta- ja poolaastapõhised finantsaruanded, kvartalipõhist aruannet ei ole vaja |
| Avalik teave kohalikus ja inglise keeles | Avalik teave kohalikus või inglise keeles |
| Avalik teade Hea Ühingujuhtimise Tava tunnustamise kohta | Puudub nõue tunnustada Hea Ühingujuhtimise Tava |
| Riski tajumine investorite poolt | |
| Riskitaseme kontrollimiseks peab ettevõtte täitma informatsiooni avalikustamise rangeid nõudeid | Kõrgem riskitase, mis tuleneb ettevõttele esitatavatest madalamatest nõuetest |

Allikas: First North või Põhinimekiri 2009

Tallinna Börsi tegevdirektor Kalle Viks on öelnud: „Tallinna Börsi eesmärk alternatiivturu reegleid koostades oli vältida kunstlike piirangute loomist läbi kvantitatiivsete kriteeriumite kasutamise. Tulemusena ei ole oluline ettevõtte omakapitali suurus, ettevõtte tegevusajaloo pikkus ega ka avalikkusele kuuluvate

aktsiate arv, vaid ettevõtte juhtide ja omanike soov avatumaks muutuda.“ (Viks 2007:1) Väidet kinnitab tabelis 1 toodud info nõuete kohta. Siiski võib autori arvates tulevikus välisinvestorite seisukohast vaadatuna ebamugavaks osutuda see kui avalikku teavet esitatakse kohalikus keeles (avaliku teabe esitamist nõutakse kohalikus või inglise keeles). Et First North ei ole suunatud vaid kohalikule investorile vaid võimaldab kapitali kaasata ka välisriikidest, peaks autori hinnangul kehtestama avaliku teabe avaldamise nõuded sarnaselt põhinimekirja ettevõtetele, ehk avaldada avalikku teavet nii kohalikus kui inglise keeles. Samuti võib välisinvestorite jaoks segadust tekitada ka ettevõtete aruandlus, sest alternatiivturul First North ei ole rahvusvaheliste finantsaruandlusstandardite kehtestamine kohustuslik.

Erinevusi FN-i ja Tallinna Börsi põhinimekirja vahel ei esine vaid ettevõtetele esitavate nõuete osas. Et FN on pigem suunatud väikese- ja keskmise suurusega ettevõtetele, on ka sellega seonduvad tasud madalamad, võrreldes Tallinna Börsi põhi- või lisanimekirjas aktsiate noteermisega. Aktsiate noteerimisega kaasnevate tasude erinevusi kajastab alljärgnev tabel 2.

Tabel 2. Tallinna Börsi hinnakiri (kroonides).

| Tasu liik | First North | Tallinna Börs | |
|---|---------------------|---|------------------------|
| | | põhinimekiri | lisanimekiri |
| Menetlustasu | - | 15 000 + 0,02% tv* | 15 000 + 0,02% tv* |
| Registreerimistasu | 25 000 | 100 000 | 50 000 |
| Haldustasu | aastas | kvartalis | kvartalis |
| alla piirmäära | 45 000 | 15 000 + 0,0075% tv* | 15 000 + 0,0075% tv* |
| üle piirmäära | 45 000 + 0,02% tv** | 90 000 + 0,00035% tv** | 60 000 + 0,00035% tv** |
| Kauplemise ja noteerimise lõpetamine | 1 aasta haldustasu | 50 000 + viimase kvartali kolmekordne hooldustasu | |

Allikas: Tallinna Börsi hinnakiri 2009; autori koostatud.

*- kauplemisele võetavate aktsiate turuväärtus

** - piirmäära ületavate aktsiate turuväärtus

Tallinna Börsi hinnakirjas ei ole välja toodud eraldi menetlustasu FN-il aktsiate noteerimisel, Tallinna Börsi nimekirjade puhul kaasneb aga 15 000 krooni suurune menetlustasu. Tabelist on näha, et registreerimistasu on First North'il tõepoolest madalam. Registreerimistasu on ühekordne ja tagastamatu. Põhi- ja lisanimekirja puhul

lisandub toodud summale ka 0,02% kauplemisele võetavate aktsiate turuväärtusest. Erinevused ilmnevad ka haldustasude puhul. Siin on oluliseks näitajaks aktsiate turuväärtus. Kui FN-il kaupleva ettevõtte aktsiate turuväärtus jääb alla 75 000 000 krooni, on haldustasu suuruseks 45 000 krooni aastas. Kui aktsiate turuväärtus aga mainitud piirmäära ületab, lisandub 45 000 kroonile veel ka 0,02% piirmäära ületavate aktsiate turuväärtuselt. Põhinimekirja puhul on piirmääraks sätestatud 1 miljard krooni. Kui ettevõtte aktsiate turuväärtus jääb sellest madalamale, koosneb haldustasu kvartali kohta 15 000 kroonist ja 0,0075% aktsiate turuväärtusest. Piirmäära ületamisel koosneb kvartaalne haldustasu aga 90 000 kroonist ja 0,00035% piirmäära ületanud aktsiate turuväärtusest. Sarnane süsteem kehtib ka lisanimekirja puhul, kuid piirmäär on 60 000 krooni ning selle ületamisel on haldustasu põhimakse 30 000 krooni võrra väikesem. Tabelist selgub ka, et kauplemise ja noteerimise lõpetamisel kaasnevad FN-i puhul oluliselt madalamad tasud.

Tallinna Börsi hinnakirja järgi kehtivad FN-i ja Tallinna Börsi puhul samad tehingutasud. Nimelt peab ettevõtte tasuma börsile 0,015% igalt automaatselt sobitatud tehingu väärtuselt, milles börsi liige isiklikult osaline on, kusjuures see tasu peab olema minimaalselt 5 krooni. Igalt määratud vastaspoolega tehtud tehingu pealt on ettevõtte kohustatud tasuma 0,03% tehingu väärtuselt, kuid mitte vähem kui 5 krooni ja mitte rohkem kui 2 191 krooni ning seda samuti juhul kui börsi liige üht tehingu osapoolt esindab.

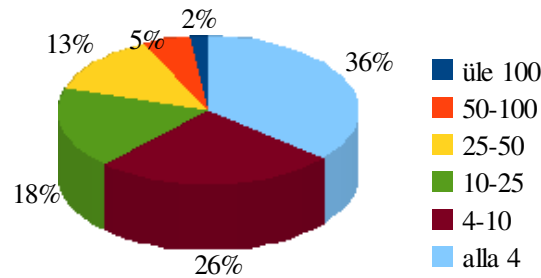
2.4 Alternatiivturg First North teistes riikides

Põhjamaade alternatiivturg First North tegutseb edukalt Taanis, Rootsis, Soomes ja Islandil. Nelja riigi peale kokku on 2009. aasta mai seisuga turul registreeritud 133 ettevõtet. Enamus nendest ettevõtetest on registreeritud Rootsis ning enamik aktsiate avalikke emissioone toimus 2007. aastal. Baltimaade alternatiivturul ei ole ühtegi ettevõtet noteeritud, vaatamata ligi pooleteist aasta pikkusele tegutsemisajale.

First North alternatiivturu kohta on autori andmetel kirjutatud vaid üks põhjalikum uurimus, mille tulemusi ka järgnevalt tutvustatakse. Oma magistritöös analüüsis K. Ojamäe alternatiivturu atraktiivsust First North ettevõtete näitel. Info kogumiseks

koostati küsimustik, mis saadeti 129 Põhjamaade FN-il noteeritud ettevõttele. Vastanute osakaal oli ligikaudu 15%, mis on võrreldav teiste sarnastel küsitlustel põhinevate uurimustega. (Ojamäe 2008: 37)

Oma töös leiab Ojamäe kinnitust, et FN sobib väikestele ja keskmise suurusega ettevõtetele. Joonis 2.1 illustreerib ettevõtete jaotust turuväärtuse järgi Põhjamaade alternatiivturul.



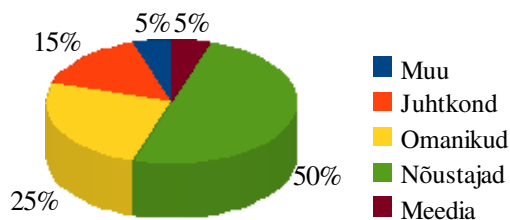
Joonis 2.1. Põhjamaade First North ettevõtete jaotus turuväärtuse järgi (miljonites eurodes) (Ojamäe 2008: 40).

Reguleeritud turul Baltimaades peab ettevõtte turuväärtus olema vähemalt 4 miljonit eurot ning jooniselt 2.1 on näha, et just ettevõtted, mille turuväärtus on alla mainitud määra, on alternatiivturul suurima osakaaluga. Lisaks turuväärtusele, leidis Ojamäe kinnitust ka sellele, et enamus noteeritud ettevõtetest oli küsitluse ajaks alla 10 aastase elueaga ning enamikus oli alla 250 töötaja. (Ojamäe 2008: 42)

Küsitluse põhjal jõudis Ojamäe järeldusteni ka ettevõtete alternatiivturul noteerimise motivatsiooni kohta. Enim esinenud IPO läbiviimise põhjuseks oli kasvu finantseerimine, protsessiga kaasnev prestiiž ja tuntus ning järelturu eelised. Laenamise piirangutest (liiga suur laenu osakaal, kõrge laenu hind) ülesaamine ja juhtkonna distsiplineerimine leidsid IPO motivaatoritena vähim toetust. (Ibid.: 47)

Uurides ettevõtete teadlikkust alternatiivturu kohta, leidis autor, et peamiseks informatsiooni allikaks oli alternatiivturu nõustaja, kuid tervelt 25% ettevõtete puhul

olid ka omanikud võimalikust finantseerimisviisist hästi teadlikud. Väidet kinnitab joonis 2.2.



Joonis 2.2. Vastanud ettevõtete vastus info pärinemise kohta alternatiivturust kui finantseerimisallikast (Ojamäe 2008: 48).

Ojamäe uuring kinnitas, et ettevõtted valisid First North alternatiivturu reguleeritud turu asemel eelkõige viimasega kaasnevate liiga kõrgete kulude tõttu. Peamiseks eeliseks pidasid ettevõtted alternatiivturu leebemaid noteerimisnõudeid. IPO järgselt tajusid ettevõtted suurimate eelistena paranenud prestiiži ja usaldusväarsust ning aktsiate turuhinna omamist. Tunnistati, et IPO-st saadud vahenditega rahastati investeringuid ja ülevõtmisi. Siiski leidsid väga tagasihoidlikku toetust IPO teostamise olulisteks motivaatoriteks peetud omanike väljumine ettevõtte omanikeringist, laenuportfelli hajutamine ja parema laenu hinna saamine. Samuti järeltas Ojamäe oma uurimuses, et ettevõtted ei hinda järelturu likviidsust oma nõudmistele vastavaks. Viimane võis aga tuleneda üldisest ebasoodsast turusituatsioonist, mis valitses küsitluse läbiviimise ajal oktoobris 2008. Üldiselt järeltas Ojamäe aga, et alternatiivturul noteerituna on ettevõtete jaoks IPO läbiviimisel seatud eesmärgid realiseerunud. (Ojamäe 2008: 53)

Hiljuti tutvustati põhjamaades ka First North'i uut segmenti – First North Premier. See on suunatud ettevõtetele, kes soovivad oma tegevust investoritele läbipaistvamaks muuta ning rangemaid finantsaruandlusnõudeid rakendada, et seeläbi ka oma aktsia likviidsust parandada. (Introducing... 2009) Sellest järeltas käesoleva töö autor, et First North likviidsusprobleemidega ollakse kursis ning et neile püütakse aktiivselt lahendust leida.

3. ALTERNATIIVTURG FIRST NORTH EESTIS

3.1 Uuringu meetod

Käesoleva töö puhul on tegemist kvalitatiivuuringuga, mille käigus viiakse läbi küsitlus ning mille tulemusi hiljem statistiliselt analüüsitakse. Autori hinnangul on küsitluse teostamine parim meetod, kogumaks infot ettevõtete seisukohtade osas teemal, mille eelnevad uuringud puuduvad. Siiski oli autor kursis ka riskide ja puudustega, mis küsitluse teostamisega kaasneda võivad: mittevastanute osakaal võib olla väga suur, mistõttu üldistused ei ole paikapidavad; küsimusi võidakse valesti mõista; küsitlust võib juhtuda täitma inimene, kes valdkonnaga kursis ei ole ning vastused võivad osutada pinnapealseiks. Samuti mõistis autor, et uus ja tundmatu teema võib vastajates veelgi enam tekitada soovimatust küsitlusele vastata, sest ei taheta arvamust avaldada teemal, milles end ebakompetentsena tuntakse.

Küsitluse eesmärk oli eelkõige analüüsida Eesti ettevõtete teadlikkust ja seisukohti Baltimaade alternatiivturu First North ja aktsiate avaliku esmaemissiooni osas ning uurida, kas esineb erinevusi alternatiivturust teadlike ja mitteteadlike ettevõtete vahel. Samuti uuris autor, kas eri liiki ettevõtete vastuste vahel märkimisväärseid erinevusi esineb. Küsitlus saadeti kahele grupile ettevõtetele, mille nimekiri pärines Äripäeva poolt koostatud pingeridadest. Et alternatiivturg on suunatud pigem väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtetele, valis autor üheks vastajate sihtgrupiks Äripäeva Gaselli TOP nimekirja (Gaselli TOP...: 2009). Autori arvates võib aga keskmine Eesti „gassellettevõte“ väärtpaberiturule minekuks liiga väikeseks jääda ning seetõttu otsustas autor kaasata ka teise grupi vastajaid. Teine vastajate sihtgrupp koosnes suurematest ettevõtetest ja nimekiri oli pärit pingereast Äripäeva TOP 500 käibe järgi (Sarapik: 2009), mis avaldati 2008. aasta novembris. Edaspidi viitab autor Gaselli TOP nimekirja ettevõtetele sõnaga „gasell“ või „gassellettevõte“ ning Äripäeva TOP nimekirja ettevõtetele sõnapaariga TOP ettevõte.

Kasutatud Gaselli TOP nimekiri avaldati 2009. aasta jaanuaris ning see oli koostatud aastate 2005-2007 andmete põhjal. Vastavalt tingimustele (toodud lisas 2), kvalifitseerus 2007. aasta andemete alusel edetabelisse 2237 ettevõtet. Ettevõtete keskmine aastakäive oli 23,9 miljonit krooni ja keskmine kasum 3,4 miljonit krooni. Keskmine kiiresti arenev väikeettevõte on asutatud 1990ndate lõpus ning selles töötab 21 inimest. „Gasell“ on tavaliselt registreeritud osäühinguna ning tegutseb tarbimisbuumist kantuna kas kaubandus-, ehitus- või transpordivaldkonnas. Tegevusaladest võib välja tuua veel ka näiteks reklaami ja turunduse, projekteerimise ja infotehnoloogia. Enim „gasellettevõtteid“ tegutseb Tallinnas, Tartus ja Pärnus. (Vilk 2009) Tuleb aga tähele panna, et alternatiivturul IPO teostamiseks on vajalik, et ettevõtte oleks juriidiliselt registreeritud aktsiaseltsina (Viks mai 2009). Vaatamata sellele, et paljud Gaselli TOP nimekirja ettevõtetest on registreeritud osäühinguna, valis autor üheks sihtrühmaks just „gasellettevõtteid“, sest nende seas on kindlasti mitmeid selliseid, kes juba praegu või tulevikus end aktsiaseltsina registreerida võiksid.

Küsitlus vormistati võrguküsitlusena, mis on autori hinnangul vastajate jaoks kõige mugavam, kiirem ja lihtsam variant. Küsitluse link saadeti ettevõtetele koos kaaskirjaga elektronposti teel. Kokku õnnestus küsitlus saata 897 ettevõttele, sealhulgas 432 „gasellile“ ja 465 TOP ettevõttele. Ettevõtete arv vähenes seetõttu, et autoril ei õnnestunud leida kõigi kontakt e-maile ning lisaks olid üksikud ettevõtted nimekirja avaldamisest alates vahepealsel ajal pankrotistunud. Samuti leidis Äripäeva TOP 500 nimekirjas mitmeid ettevõtteid, kelle aktsiad juba Tallinna Börsil või mõnel muul turul noteeritud on. Kontaktide leidmiseks kasutati Äripäeva Infopanka ning ettevõtete kodulehti, kusjuures võimalusel püüdis autor alati leida finantsvaldkonnaga tegeleva töötaja kontakti. Enamus juhtudel see siiski võimalik ei olnud ning küsitlus tuli saata ettevõtte üldisele e-maili aadressile. Autor palus küsitlusega kaasnevas kirjas edastada see finantsvaldkonnaga tegelevale inimesele, et vältida olukorda, kus küsitluse täidab töötaja, kes teemaga kursis ei ole.

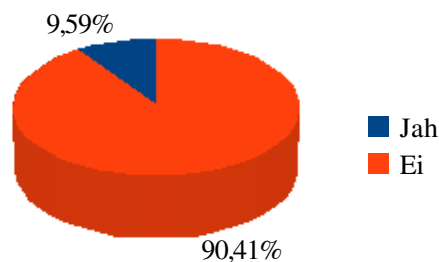
Küsitlus jagunes, vastavalt esimese küsimuse vastusele, kaheks: alternatiivturust First North kuulnud ja mittekuulnud ettevõtted. Vastusest tulenevalt olid järgnevad küsimused sarnased, kuid alternatiivturust teadlikele ettevõtetele lisandus ka paar

sisulisemat küsimust, mida mõistagi mitteteadlikelt küsida ei saa. Küsitluse ülesehitus on toodud lisas 3.

3.2 Küsitluse üldised tulemused

Vastuseid laekus kokku 73 ettevõttelt, seega oli vastanute osakaal 8,1%. Sealhulgas laekus „gasellidelt“ 27 vastust (vastanute osakaal 6,3%) ja TOP ettevõtetelt 46 vastust (vastanute osakaal 9,9%). Vastanuist oli „gasellide“ osakaal ligi 37% ja TOP ettevõtete osakaal 63%. Üheks vastanute madala osakaalu põhjuseks peab autor fakti, et alternatiivturu uudsuse tõttu ei olda Eestis sellega veel kursis ning seetõttu võis juba küsitluse pealkiri tekitada soovimatust vastata. Võrguküsitluse kasutamine võimaldas näha ka ettevõtete arvu, kes küsitluse avasid, kuid sellele ei vastanud. Selliste ettevõtete arv „gasellide“ seas oli 90 ja TOP ettevõtete seas 112, seega kokku 202. Autori arvates on mittevastanud ettevõtted tõenäoliselt sellised, kes alternatiivturust kuulnud ei ole ning nende arvamus oleks uuringu eesmärgist tulenevalt väga oluline olnud, kuid vaatamata sellele kahetsusväärsele faktile, ei kaasa autor mainitud mittevastanuid edaspidises analüüsis, sest see muudaks teiste küsimuste sisu.

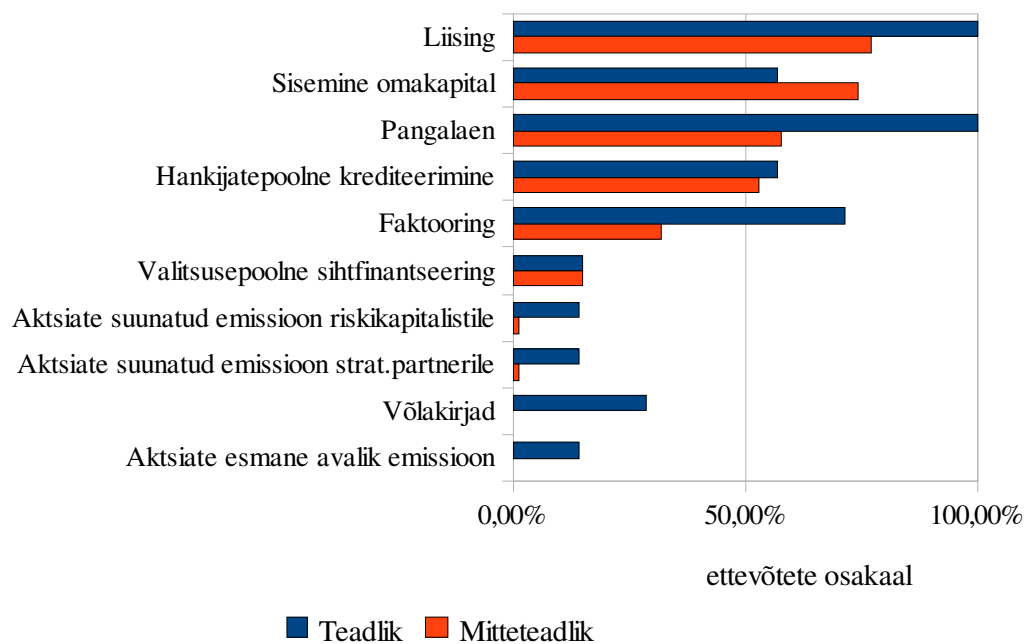
Küsitlusele vastanud 73 ettevõttest on Baltikumi alternatiivturust kuulnud vaid 7, mis teeb mitteteadlike osakaaluks 90,41%, mida kajastab ka joonis 3.1.



Joonis 3.1. Eesti ettevõtete teadlikkus alternatiivturust First North Baltikumis osakaaluna kõigist vastanud ettevõtetest (autori koostatud).

Järgnevalt analüüsib autor alternatiivturust FN teadlikke ja mitteteadlikke ettevõtteid eraldi, eesmärgiga uurida, kas teadlikkus sellisest finantseerimisvõimalusest on tinginud või tingib tulevikus muutusi ettevõtete finantseerimiseelistustes. Samuti huvitab autorit, kuidas hindavad Eesti ettevõtted oma teadlikkust IPO teostamise võimalustest ja võimalikest väärtpaberiturgudest Eestis.

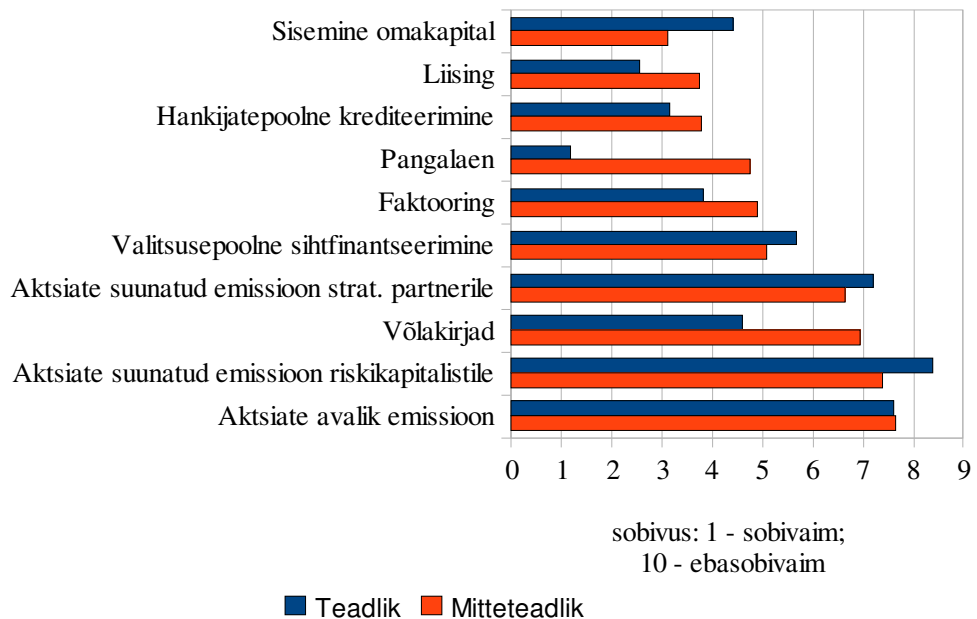
Liising, sisemine omakapital ja pangalaen on enimkasutatavad finantseerimisviisid ettevõtete seas, kes ei ole teadlikud FN olemasolust. Vaid üks ettevõtte neist on teostanud aktsiate suunatud pakkumist riskikapitalistile ning üks on läbi viinud aktsiate suunatud pakkumise strateegilisele partnerile. Kui kõrvutada tulemused FN-st teadlike ettevõtete eelistustega, ilmneb, et need on pisut erinevad. Kõik 7 teadlikku ettevõtet on kasutanud liisingut ja pangalaenu, oluliselt suurem on ka faktooringut kasutanud ettevõtete osakaal. Ka teadlike ettevõtete seas on teostatud aktsiate suunatud pakkumist riskikapitalistile ja strateegilisele partnerile ning lisaks on ka üks avaliku emissiooni läbiviija ning kaks ettevõtet on emiteerinud võlakirju. Sisemise omakapitali, hankijatepoolse krediteerimise ja valitsuse sihtfinantseerimist kasutanud ettevõtete osakaalud on ligilähedased mõlema vaadeldava grupi lõikes. Väiteid illustreerib alljärgnev joonis 3.2.



Joonis 3.2. Eesti ettevõtete finantseerimiseelistused alternatiivturust FN teadlike ja mitteteadlike lõikes osakaaluna kõigist vastanuist (autori koostatud).

Võib väita, et FN-st teadlike ja mitteteadlike ettevõtete senised finantseerimisallikad ja nende eelistusjärjekord ei ole kahe vaadeldava grupi lõikes identne. Teadlikud ettevõtted on rohkem avatud ettevõttevälisele finantseerimisviisidele. Siiski ilmneb, et mõlema grupi lõikes on laenukapitali ja sisemist omakapitali eelistatud aktsiate emissioonile.

Järgenevalt paluti ettevõtetel reastada sobivuse alusel sarnased finantseerimisviisid, kuid tulevikuperspektiivi silmas pidades. Ettevõtetel paluti anda igale finantseerimisviisile hinnang pingereas 1-10, kusjuures hinne 1 oleks kõige sobivam ja hinne 10 kõige ebasobivam. Küsimuse eesmärk ei olnud üldiste finantseerimiseelistuste paika panemine, kuivõrd ettevõtete seisukoha väljaselgitamine aktsiate avaliku emissiooni teostamise osas. Finantshierarhia teooriale vastavalt ilmneb, et erinevad tehingud aktsiatega on ka tulevikus tõenäoliselt kõige vähem rakendatav finantseerimisviis.

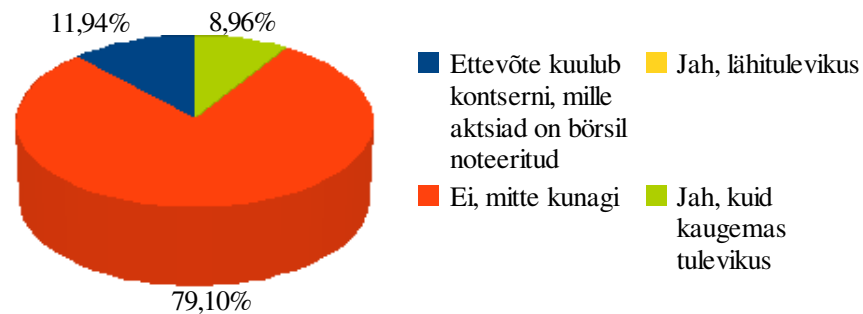


Joonis 3.3. Eesti ettevõtete finantseerimisallikate eelistus tulevikku arvestades teadlike ja mitteteadlike ettevõtete lõikes kaalunud keskmise hinnanguna (autori koostatud).

Alternatiivturust teadlike ja mitteteadlike ettevõtete eelistused on üldjoontes sarnased, kuid jooniselt 3.3 on näha, et teadlikud ettevõtted peavad pangalaenu tulevikus kõige sobivamaks rahastamisallikaks ning paigutaksid sisemise omakapitali pisut tahapoole, võrreldes alternatiivturust mitteteadlike ettevõtetega. Autori arvates tasub välja tuua, et aktsiate avalik emissioon on teadlike ettevõtete grupi hinnangul pisut sobivam kui riskikapitalistide kaasamine, kuid samas ebasobivam, võrreldes strateegilisele partnerile suunatud emissiooni teostamisega. Teadlikud ettevõtted on IPO teostamise hinnanud vaid natuke eelistatumaks kui mitteteadlikud ettevõtted. Autor usub, et mitteteadlike ettevõtete seisukoht kõige ebasobivamaks finantseerimisallikaks hinnatud aktsiate avaliku emissiooni osas võib tulevikus koos teadlikkuse kasvuga alternatiivturust ka muutuda. Samuti võiks see kehtida teadlike ettevõtete seas kui tulevikus esimesed IPO-d alternatiivturul toimuvad.

Järgmiseks paluti FN-st mitteteadlikel ettevõtetel vastata küsimusele, kas ollakse kunagi IPO teostamist kaalunud ning tulemused on näha joonisel 3.4. Üle kolme neljandiku ei ole mitte kunagi aktsiate avaliku emissiooni teostamist kaalunud, ning mitte ükski

ettevõtte ei kavatse IPO-t ka järgmise kahe aasta jooksul teostada. Siiski leidis vastajate seas aga ka kuus ettevõtet, kes kaugemas tulevikus IPO teostamist tõsiselt kaaluvad, neile võiks informatsioon alternatiivturu võimalustest huvi pakkuda Välja tasub tuua ka fakt, et vastanud ettevõtete seas oli kaheksa ettevõtet (osakaaluga 12%), mis kuuluvad juba suuremasse kontserni, mistõttu finantseerimisotsused tehakse reeglina kontsernisiseselt.



Joonis 3.4. Alternatiivturust FN mitteteadlike Eesti ettevõtete vastused küsimusele “Kas olete kunagi kaalunud IPO teostamist?” (autori koostatud).

Samale küsimusele vastasid ka FN-st teadlikud ettevõtted, kuid täpsemalt just First North'il aktsiate emiteerimise kohta ning selgus, et seitsmest ettevõttest neli ei ole IPO-t kunagi kaalunud, üks kuulub kontserni, üks kaalub IPO teostamist kaugemas tulevikus ning üks isegi kahe aasta jooksul, mis on käesoleva töö teemast lähtuvalt väga tähelepanuväärne aspekt.

Autor soovis uurida ka, kuidas ettevõtted ise oma teadlikkust aktsiate avalikust emissioonist ja võimalikest väärtpaberiturgudest Eestis hindavad. Tulemused on esitatud tabelis 3.

Tabel 3. Eesti ettevõtete vastused küsimusele “Kas tunnete, et vajaksite rohkem informatsiooni IPO ja võimalike aktsiaturgude kohta Eestis?”

| Vastus | Mitteteadlik | | Teadlik | |
|--|--------------|---------|---------|---------|
| | Ev. arv | Osakaal | Ev.arv | Osakaal |
| Jah | 8 | 12,12% | 2 | 28,57% |
| Jah, kavatsen IPO tulevikus kaaluda/teostada | 4 | 6,06% | 0 | 0,00% |
| Ei, ma ei kavatse seda rakendada | 34 | 51,52% | 1 | 14,29% |
| Ei, arvan, et tean piisavalt | 15 | 22,73% | 4 | 57,14% |
| Ei, mind see teema ei huvita | 6 | 9,09% | 0 | 0,00% |

Allikas: autori koostatud küsitluse tulemuste põhjal.

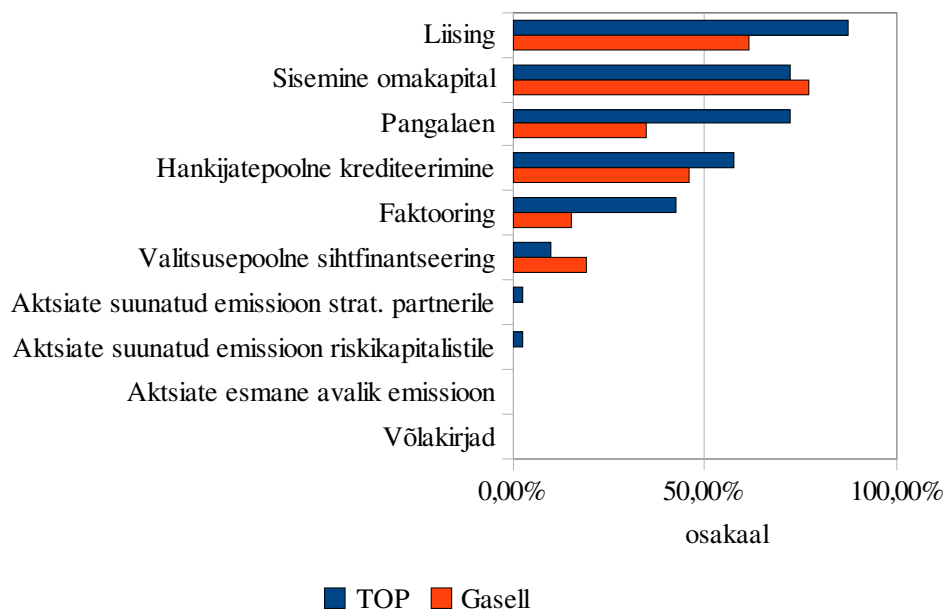
Mitteteadlikest ettevõtetest enamus arvab, et lisainformatsioon ei ole vajalik, sest aktsiate esmast avalikku emissiooni teostada ei kavatseta. Pisut alla 10% leidub ka ettevõtteid, keda antud teema üldse ei huvita. Kokku 14 ettevõtet tunneb siiski, et lisateave oleks vajalik, neli neist pidas vajalikuks ära märkida, et seda just IPO teostamise soovi tõttu. Alternatiivturust teadlikest ettevõtetest enamus pidas oma teadmisi piisavaiks. Üldjoontes arvab enamus ettevõtteid, et lisainformatsioon IPO ja selle teostamise võimaluste kohta ei ole vajalik. Autori hinnangul tuleneb informatsiooni soovimatus eelkõige sellest, et vastanud ettevõtete seas oli väga vähe selliseid, kes IPO teostamise võimalust kaalunud on.

Küsitluses järgnesid alternatiivturust teadlikele ettevõtetele küsimused ka põhjustest, miks siiani IPO-t teostatud ei ole ning millised võiksid olla alternatiivturul aktsiate emiteerimise suurimad eelised. Tulemusi analüüsib autor täpsemalt alapeatükis 3.4, kus võrreldakse kaht erinevat vastajate gruppi, „gaselle“ ja TOP ettevõtteid, et tuvastada, kas ka nende vahel erinevusi ilmneb.

3.3 Alternatiivturust mitteteadlike ettevõtete analüüs

Selles peatükis analüüsib autor alternatiivturust FN mitteteadlike ettevõtete küsitluse tulemusi ning seda „gasellide“ ja TOP ettevõtete lõikes eraldi. Vastanud 27 „gasellist“ oli FN-st teadlik vaid üks ettevõtte, mis teeb mitteteadlike osakaaluks 96,3%. TOP ettevõtete seas oli vastav näitaja pisut madalam – 87%, kusjuures 46 vastanud ettevõttest oli mitteteadlikke 40.

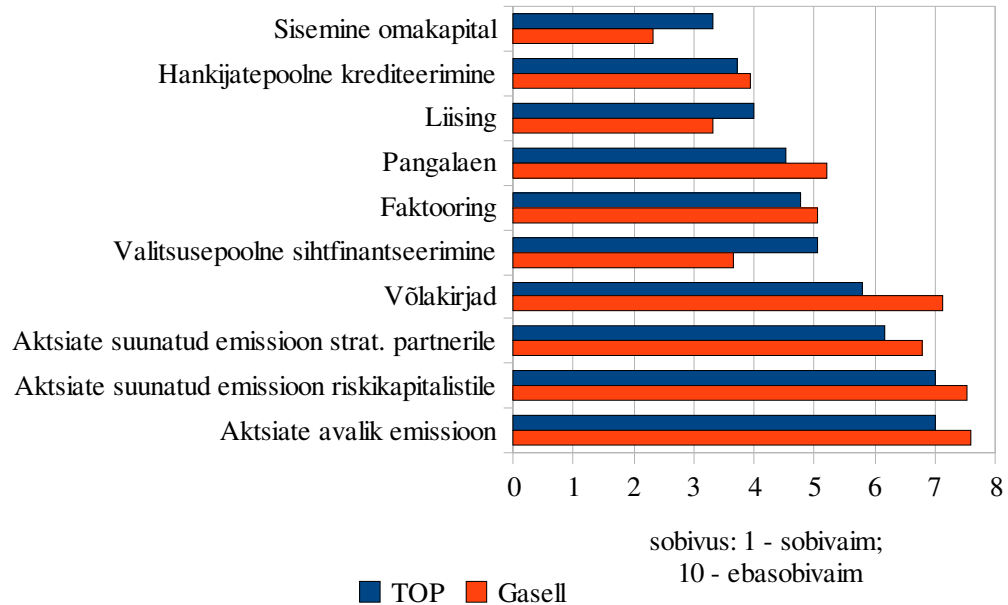
Uurides ettevõtete finantseerimisallikate eelistusi, tuleb välja, et alternatiivturust mitteteadlike „gasellide“ ja TOP ettevõtete puhul ei ole nende tähtsuse järjekord identne. Väidet illustreerib joonis 3.5, kust avaldub ka fakt, et mitte ükski ettevõtte ei ole teostanud IPO-t ega emiteerinud võlakirju. TOP ettevõtetest on leidunud üks, kes teostas aktsiate suunatud pakkumise strateegilisele partnerile ning üks, kes on kaasanud riskikapitaliste. „Gaselletevõtete“ seas ei olnud ükski teostanud aktsiate emissioone ega emiteerinud võlakirju. Selgub, et erinevad ettevõtte väärtpaperitega seotud müügitehingud on küsitletute seas kõige vähem kasutamist leidnud.



Joonis 3.5. Alternatiivturust FN mitteteadlike Eesti ettevõtete finantseerimiseelistused ettevõtete liikide lõikes osakaaluna kõigist vastanuist (autori koostatud).

Finantseerimisallikate senist kasutamist uuriv küsimus jättis vastajatele võimaluse ka autori poolt pakutud nimekirja soovi korral täiendada lahtris „Muu“. TOP ettevõtete seas kasutati lisaks kontserniseseid laene, emaettevõtte laene ning allutatud laene, kusjuures esimest nimetati kahe ettevõtte poolt ning kahte viimast mõlemat ühe ettevõtte poolt, seega on ka nende allikate kasutamise osakaal väga väike. Ka „gasellidest“ täiendasid kaks ettevõtet nimekirja omaniku laenu kasutamise ja ühe puhul toimub kontsernisisene finantseerimine.

Paludes ettevõtetal järjestada tõenäolised finantseerimisallikad sobivuse järgi tulevikus, selgus, et „gasellid“ ja TOP ettevõtted hindavad neid sarnaselt.



Joonis 3.6. Alternatiivturust mitteteadlike Eesti ettevõtete finantseerimisallikate eelistus tulevikku arvestades „gasellide“ ja TOP ettevõtete lõikes kaalutud keskmise hinnanguna (autori koostatud).

Käesoleva töö seisukohast on oluline välja tuua, et nii „gasellid“ kui TOP ettevõtted, kes alternatiivturust teadlikud ei olnud, hindasid aktsiate avalikku emissiooni peaaegu võrdselt aktsiate suunatud emissiooniga riskikapalistidele kõige ebasobivamaks finantseerimisallikaks tulevikus. Siinkohal peab autor taas oluliseks rõhutada, et tegemist on alternatiivturust ja selle võimalustest mitteteadlike ettevõtetega ning on alust arvata, et teadlikkuse kasvades, võib tulevikus pingereas muudatusi esineda.

Uurides FN-st mitteteadlike ettevõtete seisukohta IPO teostamise kohta selgus, et nii „gasellide“ kui TOP ettevõtete seas on kolm ettevõtet, kes plaanivad IPO-t kaugemas tulevikus (ehk vähemalt kahe aasta möödudes) kaaluda.

Tabel 4. Alternatiivturust First North mitteteadlike Eesti ettevõtete vastused küsimusele “Kas olete kunagi kaalunud IPO teostamist?”

| Vastus | TOP | | Gasell | |
|--|---------|---------|---------|---------|
| | Ev. arv | Osakaal | Ev. arv | Osakaal |
| Ev. kuulub kontserni, mille aktsiad on börsil noteeritud | 5 | 12,82% | 1 | 3,85% |
| Ei, mitte kunagi | 31 | 79,49% | 22 | 84,62% |
| Jah, lähitulevikus (2 aasta jooksul) | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| Jah, kuid kaugemas tulevikus | 3 | 7,69% | 3 | 11,54% |

Allikas: autori koostatud küsitluse tulemuste põhjal.

Tabelist 4 on näha ka, et ülekaalukas enamus nii „gasellide“ kui TOP ettevõtete seas ei ole kunagi IPO teostamist kaalunudki.

Seoses ettevõtete hinnanguga lisainformatsiooni vajadusele IPO ja võimalike aktsiaturgude kohta Eestis, selgus, et alternatiivturust mitteteadlike TOP ettevõtete seas on ligi 47% neid, kes sellel teemal rohkem infot ei vaja, sest neil puudub soov tulevikus aktsiaid emiteerida. „Gasellide“ seas oli selliseid ettevõtteid natuke rohkem, 58%. Lisainformatsiooni soov üldiselt oli „gasellide“ hulgas suurem, 26 mitteteadlikust ettevõttest arvas seitse, et teave võiks olla põhjalikum ning üks neist pidas vajalikuks ära märkida, et infovajadus on tingitud just plaanist tulevikus IPO teostada. TOP ettevõtete 40 vastanust hindas neli ettevõtet lisainformatsiooni vajalikuks, kusjuures kolm neist soovib tulevikus IPO ka teostada. Seega oli TOP ettevõtete seas konkreetsest IPO plaanist tulenenud lisainformatsiooni soovijaid rohkem. Kokkuvõtlik tabel ettevõtete vastustest antud küsimusele on esitatud lisa 4.

3.4 Alternatiivturust teadlike ettevõtete analüüs

Järgnevalt analüüsib autor alternatiivturust teadlike ettevõtete küsitluse tulemusi. TOP ettevõtete seas oli FN-st kuulnud kuus ettevõtet, mistõttu teadlike ettevõtete osakaal on 13%. Kuigi „gasellide“ seas oli vaid üks ettevõtte alternatiivturu olemasoluga kursis, on ka selle ettevõtte vastused järgnevas analüüsis kaasatud.

Autor pidas küsitluse koostamisel oluliseks kontrollida, kas ettevõtte, kes FN-st kuulnud on, ka sisuliselt selle erinevusi, võrreldes reguleeritud turuga mõistavad.

Tulemused on näha tabelis 4 ning küsimuste täpset sõnastust on võimalik näha lisas 3.

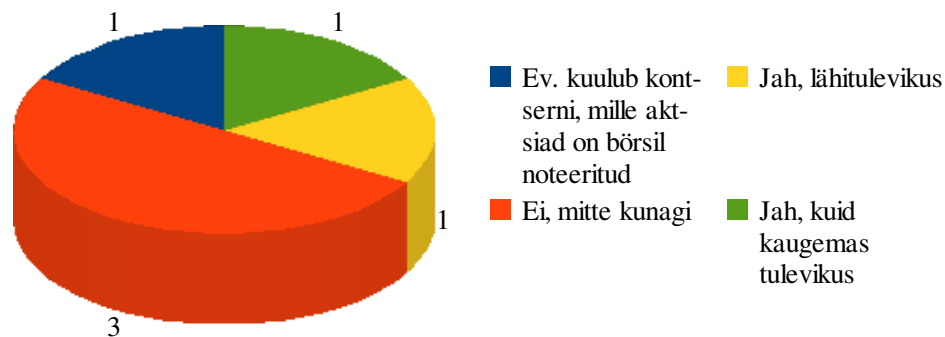
Tabel 5. Alternatiivturust teadlike Eesti ettevõtete hinnangud küsimustele FN tunnuste ja tõenäoliste investorite osas.

| Küsimus | Vastus | TOP | | Gasell | |
|----------------------------------|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | | Ev. arv | Osakaal | Ev. arv | Osakaal |
| FN on võrreldes Tallinna Börsiga | rangemini reguleeritud | 1 | 16,67% | 0 | 0,00% |
| | vähem reguleeritud | 5 | 83,33% | 1 | 100,00% |
| | mõeldud vaid suurettevõtetele | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | väikese ja keskmise suurusega ev. | 6 | 100,00% | 1 | 100,00% |
| | kõrgemate miinimumnõuetega | 0 | 0,00% | 0 | 0,00% |
| | madalamate miinimumnõuetega | 6 | 100,00% | 1 | 100,00% |
| | suuremate kaasnevate kuludega | 2 | 33,33% | 0 | 0,00% |
| | väiksemate kaasnevate kuludega | 3 | 50,00% | 1 | 100,00% |
| FN Investorid on | madalama riskitaluvusega | 1 | 16,67% | 0 | 0,00% |
| | riskialtimad | 5 | 83,33% | 1 | 100,00% |

Allikas: autori koostatud küsitluse tulemuste põhjal.

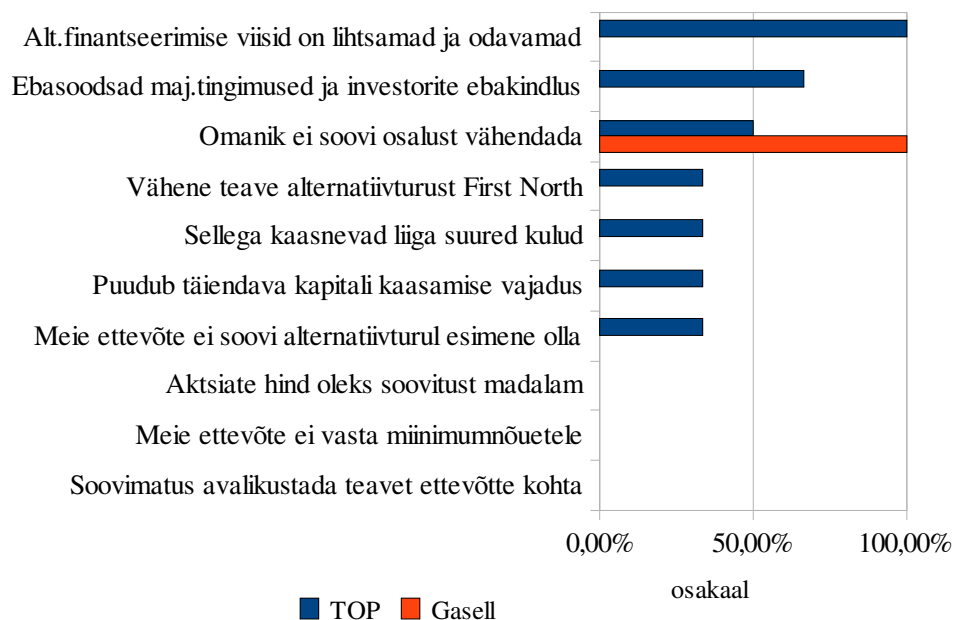
Selgub, et küsimused olid õigustatud, sest mitte kõik ettevõtted ei ole FN olemust üldjoontes mõistnud. Kuuest vastanud TOP ettevõttest üks arvab, et FN on rangemini reguleeritud ning kaks, et sellega kaasnevad suuremad kulud, võrreldes Tallinna Börsil noteerimisega, mis aga tegelikkuses tõele ei vasta nagu selgus 2. peatükis. Lisaks arvas üks ettevõtte, et investorid alternatiivturul on tõenäoliselt madalama riskitaluvusega, kuid ka see väide ei vasta tõele, sest alternatiivturuga kaasneb suurem risk. Siiski on näha, et ainus teadlik „gasellettevõtte“ omab FN üldistest tunnustest head ülevaadet. Autori arvates on aga ilmne, et tegelikult ei ole kõik ettevõtted mõistnud alternatiivturu FN põhilisi erinevusi, võrreldes reguleeritud turuga, mistõttu võib arvata, et teavitustöö on olnud kesine või puudub ettevõtetele soov FN võimalustega tutvumiseks.

Küsitlusest selgus, et alternatiivturust FN teadlike TOP ettevõtete seas isegi leidub selliseid, kes seal lähi- (kahe aasta jooksul) ja kaugemas tulevikus oma aktsiad noteerida soovivad (joonis 3.7). Käesoleva töö teemast lähtuvalt on see väga oluline tähelepanek. Siiski tunnistas aga enamus ettevõtteid, et soov FN turule minna puudub ning selline oli ka ainsa teadliku „gasellettevõtte“ arvamus.



Joonis 3.7. Alternatiivturust FN teadlike Eesti TOP ettevõtete vastused küsimusele “Kas olete kunagi kaalunud IPO teostamist alternatiivturul FN?” ettevõtete arvuna (autori koostatud).

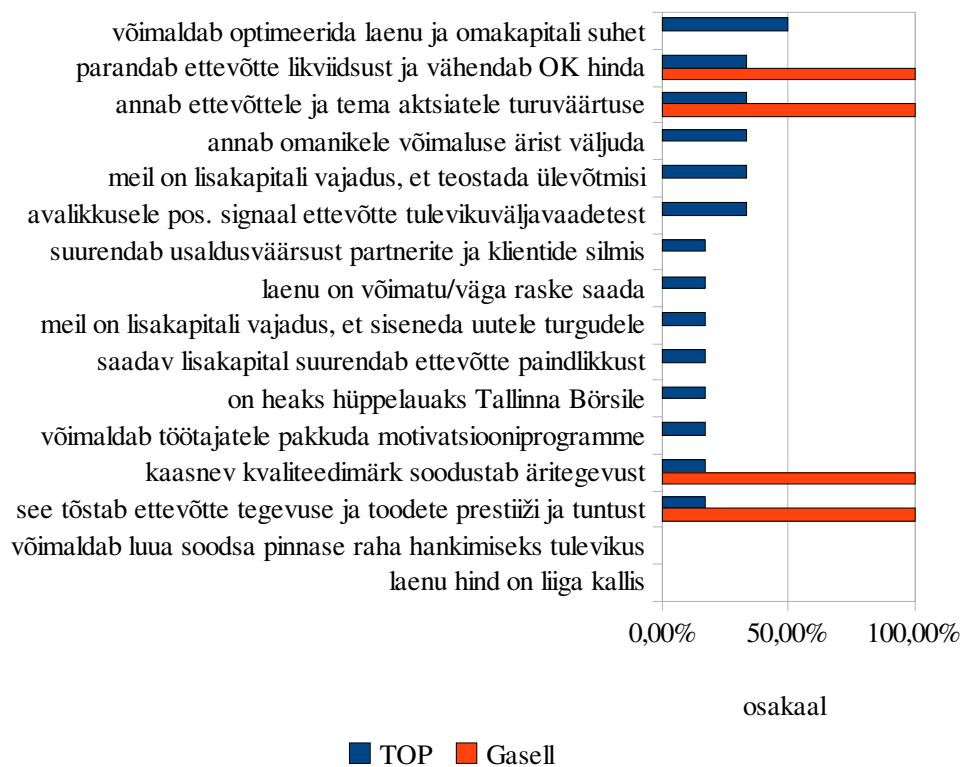
Autor otsustas teadlike ettevõtete seas uurida ka põhilisi põhjusi, miks siiani FN turule minekust hoidutud on. Need on tähtsuse järjekorras välja toodud joonisel 3.8.



Joonis 3.8. Alternatiivturust teadlike Eesti ettevõtete põhjused FN turul aktsiate mittenoteerimiseks osakaaluna vastanud ettevõtetest kahe grupi lõikes (autori koostatud).

Selgub, et kõik kuus TOP ettevõtet seisukohal, et teistsugused finantseerimisviisid on lihtsamad ja odavamad. Samuti on määrava tähtsusega ebasoodsad majandustingimused ning sellest tulenev investorite ebakindlus, mis IPO õnnestumise ja järelturu likviidsuse kahtluse alla seavad. TOP ettevõtetest kolm ning ainus „gaselletevõtete“ esindaja tõid välja ka selle, et omanikul puudub soov osalust vähendada. TOP ettevõtete poolt leidsid võrdset äramärkimist ka vähene teave alternatiivturust FN, sellega kaasnevad liiga suured kulud, fakt, et ettevõttel puudub hetkel täiendava kapitali kaasamise vajadus ning samuti ei soovita alternatiivturul esimene olla. Autor järeldab, et olulisel määral on otsustavaks saanud üldine teadmatus ja FN uudsus, mis muudab ettevõtteid selle suhtes ettevaatlikuks. Vastanud ettevõtete seas ei leidu selliseid, kes teabe avalikustamist probleemiks peaksid või arvaksid, et ettevõtte miinimumnõuetele ei vasta. Vaatamata sellele, et üheks oluliseks IPO mitteteostamise põhjuseks märgiti ebasoodsad majandustingimused, ei hinnanud ükski ettevõtte soovitus madalamat aktsia hinda määravaks takistuseks.

Siiski leiavad Eesti ettevõtted alternatiivturul aktsiate noteerimises ka võimalikke kasulikke külgi, mille kokkuvõtte kajastub pingereana joonisel 3.9. Nimelt usub enamus ettevõtteid, et see võimaldaks optimeerida laenu ja omakapitali suhet. Ettevõtete hinnangul võiks see parandada ka likviidsust ja vähendada omakapitali hinda, oluliseks peetakse ka ettevõttele ja tema aktsiatele turuväärtuse andmist. Usutakse ka, et alternatiivturule minek võiks soodustada äritegevust tänu kaasnevale kvaliteedimärgile ning tõsta ettevõtte tegevuse prestiiži ja tuntust. TOP ettevõtete seas leidub ettevõtteid, kes sooviksid IPO abil teostada ülevõtmisi ning usuvad, et FN turul noteerimine saadab avalikkusele positiivse signaali ettevõtte tulevikuperspektiivide kohta. IPO võimaldaks ka osade TOP ettevõtete omanikele ärist väljumise. Küsitlusele vastanute seas oli ettevõtte, kes on alternatiivturu FN võimalustele mõelnud seetõttu, et laenukapitali abil rahastamine viimasel ajal väga keeruline või võimatu on. Selgub ka fakt, et „gasellide“ ega TOP ettevõtete seas ei peetud kallist laenu hinda ega soodsa raha hankimise pinnase loomist võimalikeks FN eelisteks.



Joonis 3.9. Alternatiivturust teadlike Eesti ettevõtete hinnang põhjustele, miks IPO FN turul kasulik võiks olla osakaaluga kõigist vastanuist (autori koostatud).

Enamus nimekirjas toodud põhjustest on sarnased üldistele aktsiate noteerimise eelistele. Siiski on leidnud äramärkimist ka idee, et alternatiivturul registreerimine võib olla esimene samm Tallinna Börsil noteerimise suunas.

3.5 Alternatiivturu nõustajate seisukohad

Käesoleva töö empiirilise osa teine pool baseerub intervjuudel alternatiivturu First North Eesti nõustajatega, sest autori hinnangul on just nendel ettevõtetel kõige selgem arusaam alternatiivturu võimalustest, hetkeolukorrast ja selle arenguvõimalustest Eestis. 2009. aasta mai seisuga on registreeritud nõustajaid kuus: Aare Raigi advokaadibüroo, Advokaadibüroo Lepik ja Luhaäär LAWIN, Advokaadibüroo Sorainen, Deloitte Advisory, SEB Enskilda ja Swedbank. Autoril õnnestus saada kontakt ja nõusolek intervjuu küsimustele vastamiseks kolme ettevõtte esindajatelt, kelle tegevusvaldkonda ka FN ettevõtete nõustamine kuulub: Aare Raigi advokaadibüroo (Saar 2009); SEB

Enskilda (Ojamäe 2009; Hallik 2009) ja Swedbank (Torim 2009). Enamus eelistas intervjuuküsimustele vastata kirjalikult e-kirja teel ning ühe esindajaga toimus ka kohtumine, mille jooksul autor märkmeid tegi. Kõigile intervjuus osalenutele esitati samasugused küsimused:

1. Mitu firmat on Teiega ühendust võtnud seoses sooviga noteerida oma aktsiad alternatiivturul First North?
2. Mis tüüpi ettevõtted (suurus, valdkond) on kõige suuremat huvi üles näidanud?
3. Kas nende seas on olnud ka riigiettevõtteid?
4. Millised on Teie hinnangul põhjused selleks, et ükski ühendust võtnud firmadest First North alternatiivturule siiani läinud ei ole? Kas lisaks praegustele ebasoodsatele majandustingimustele võib selleks ka muid põhjusi olla?
5. Millega võiks põhjendada üldist huvipuudust alternatiivturule vastu Eesti ettevõtete seas?
6. Kas eelpool toodud põhjused selleks Eestis on erinevad, võrreldes Läti ja Leeduga?
7. Millal võiks Teie hinnangul aset leida esimesed IPO-d alternatiivturul First North?
8. Kas usute, et Eesti ettevõtete teadlikkus alternatiivturust First North on piisav või peaks teavitustöö olema põhjalikum?

Käesoleva töö eesmärk ei ole nõustajatest ettevõtete ja nende seisukohtade range eristamine ja seetõttu ei avalda autor intervjuude vastuseid ettevõtete kaupa vaid tähistab iga nõustaja tähega A, B või C Kokkuvõtlikud intervjuutulemused on alljärgnevas tabelis 6.

Tabel 6. Eesti alternatiivturu FN nõustajate intervjuude tulemused.

| Küsimus/ ettevõtte | A | B | C |
|-----------------------|---|--|--|
| 1 | 2 – 3 | 3 – 4 | Alla 10 |
| 2 | Lühikese tegutsemis- ajalooga | Projektist paberil suure tootmis-ettevõteteni | Keskmise suurusega ettevõtted |
| 3 | Ei | Ei | Ei |
| 4 - 5 | Maj. olukord; teadmatus; likviidsus-probleemid AIM, Põhjamaade FN prestiižsem | Vähe sobilikke ettevõtteid | Maj. olukord, investorite ebakindlus Selge ettekujutuse puudumine FN-st |
| 6 | Ei | Ei | Ei |
| 7 | Sõltub majanduse taastumisest | 2009. aasta jooksul | Lähima paari aasta jooksul |
| 8 | Vähene teadlikkus | Piisav | Ebapiidav teadlikkus |

Allikas: autori koostatud autori poolt teostatud intervjuude põhjal.

Vaatamata eelpool analüüsitud ettevõtete küsitluse tulemustele, millest avaldus pigem üldine teadmatus FN osas ning vastanud ettevõtete seas avaldas vaid kaks konkreetsemat soovi tulevikus aktsiad FN turul noteerida, selgub intervjuudest nõustajatega, et potentsiaalseid ettevõtteid on siiski pisut rohkem. Üldist huvi on üles näidanud ligi 10 ettevõtet, kuid konkreetsemaid läbirääkimisi on reeglina peetud umbes 1-4 ettevõttega.

Rääkides soovi avaldanud ettevõtete tüübist, ei saa välja tuua nende ühist tunnusjoont. Huvi on avaldanud ettevõtted, kellel projekt alles ideetasandil kui ka suuremad tootmisettevõtted. Tegevusvaldkondadest on mainitud näiteks kinnisvaraarendust, infotehnoloogiat ja metsandust. Üks ettevõtte A esindajatest mainis ka, et paari Eesti ettevõttega on juttu olnud Põhjamaade FN-il noteerimisest. Autor tundis ka huvi, kas FN osas ühendust võtnud ettevõtete seas on riigiettevõtteid, kuid kõik nõustajad väitsid üksmeelselt, et alternatiivturg on siiski pigem eraettevõtetele suunatud ning et üksi riigiettevõtte FN vastu nõustajate kaudu huvi avaldanud ei ole.

Praegused ebasobivad majandustingimused ja investorite ebakindlus ei ole mitte ainsaks põhjuseks, miks nõustajate hinnangul siiani ühtki ettevõtet Baltikumi FN turul ei ole. Eestis on siiani börsile kvalifitseeruvaid ettevõtteid väga vähe olnud ning seetõttu on ka

kapitali kaasamine aktsiate noteerimise teel olnud väheatraktiivne. Alternatiivturg küll võimaldaks sarnast võimalust suuremale arvule ettevõtetele, kuid teadlikkus sellest on madal. Ettevõtetele puudub reaalne ettekujutus alternatiivturu toimimisest ning puuduvad teiste ettevõtete kogemused. Samuti võivad ettevõtted pidada esmatulija staatust ebasoodsaks ning ei soovi seetõttu olla alternatiivturul esimesed. See väide leidis kinnitust ka autori poolt teostatud ettevõtete küsitluse analüüsis. Siiski leiab osa nõustajaid, et esimene Baltimaade FN ettevõtte võiks sellega kaasnevast tähelepanust pigem kasu lõigata. Nõustajad usuvad, et märkimisväärsem huvi alternatiivturu vastu ilmneb siis kui esimene edukas IPO Baltimaade FN turul teostatud on.

Probleemina tuuakse välja ka fakt, et Eestis on vähe sobivas suuruses ettevõtteid, kuid lahendust nähakse selles kui aja jooksul kasvuettevõtted oma tegevust ka rohkem välisurgudele suunavad ning seeläbi paremini regiooni riskikapitalistide tähelepanu köidavad. Eesti ettevõtted on harjunud oma tegevust finantseerima eelkõige laenu ja muude vahenditega (kinnitus ka küsitluse analüüsis) ning IPO ja selle võimalused on pigem vähe kasutatud leidnud. Kitsaskohana nähakse ka Eesti ettevõtete oskamatus erinevates kasvufaasides kapitali kaasamise võimalusi ära kasutada, kuid ka selles osas on tulevikus lootust võimekuse paranemisele. Samuti tuli intervjuudest välja mõte, et nii mõnigi Tallinna Börsil noteeritud ettevõtte võiks kaaluda üleminekut FN turule.

Nõustajad hoiduvad väga täpsete tähtaegade nimetamistest esimeste IPO-de osas Baltimaade alternatiivturul. Usutakse, et realselt võiks alternatiivturuga liitumisi oodata hiljemalt siis, kui kauplemine börsidel aktiveerub, väärtpaperiturgudel saavutatakse stabiilsus ja majandus pöördub kasvule. Põhiliselt oodatakse majandustingimuste paranemist, et siis põhjalikumalt teavitustööd teostada. Siiski on julgetud ka välja pakkuda, et esimene/esimesed ettevõtted võiksid IPO teostada juba 2009. aasta jooksul. Mõistagi ei saa aga nõustajad ühtegi konkreetsemat ettevõtet välja tuua.

Ettevõtete teadlikkuse ja teavitustöö piisavuse osas lähevad nõustajate arvamused lahku. On neid, kes usuvad, et infot on piisavalt kui ka neid, kelle arvates teavitustöö just nõustajate poolt oluliselt efektiivsem olema peaks. Põhjusena, miks see siiani tagasihoidlik olnud on, mainitakse põhiliselt ebasobivaid majandustingimusi, mille

paranedes hindab mitu nõustajakohuseid täitvat ettevõtet nõustaja rolli väga oluliseks FN tutvustamise osas Eesti ettevõtetele. Siiski leiab vähemalt üks esindaja, et on oluline, et alternatiivturg oleks juba praegu ettevõtete jaoks arvestatav kapitali kaasamise vahend ning et info selle kohta oleks kõigile kättesaadav.

Ühe ettevõtte esindajaga tuli jutuks ka Põhjamaade ja Baltimaade FN võrdlus, mille käigus selgus, et Põhjamaade FN edu seisneb osaliselt kindlasti ka selles, et sealsetes riikides on oluliselt rohkem institutsionaalseid investoreid ning ka eraisikust investorite kogemus ja haridus väärtpaberiturgude osas on oluliselt kõrgem kui Eestis. Alternatiivturg ei pruugi ka teadlikkuse kasvades Eestis kuigi edukas olla, sest AIM ja Põhjamaade FN on sellisel juhul prestiižsemad ja likviidsemad.

3.6 Järeldused ja ettepanekud

Käesoleva uurimuse eesmärk oli hinnata Eesti ettevõtete üldist teadlikkust alternatiivturu First North olemasolust ja selle võimalustest ning jõuda selgusele ka nende seisukohtades aktsiate avaliku esmaemissiooni osas (mis autori poolt on loetud aktsiate noteerimisega üheaegselt toimuvaks protsessiks). Tulemusi võrdles autor alternatiivturust teadlike ja mitteteadlike ettevõtete ning TOP ja „gasellettevõtete“ lõikes eraldi, et jõuda selgusele, kas nimetatud gruppide lõikes esineb erimeelsusi IPO teostamise ja üldise teadlikkuse FN võimaluste osas.

Väga selgelt tuli küsitluse tulemustest välja, et Eesti ettevõtete teadlikkus Baltimaade alternatiivturu olemasolust on vähene, sellest oli kuulnud vaid 9,6% vastanud ettevõtetest, kusjuures teadlikke ettevõtteid oli TOP-ide hulgas rohkem kui „gasellide“ seas. Samuti selgus, et vähesed FN-st kuulnud ettevõtted ei olnud kõik tegelikult aru saanud FN üldistest tunnusoontest. Lisaks tõid juba teadlikud ettevõtted ühe senise võimaliku põhjuse IPO mitteteostamiseks just vähese teabe alternatiivturust. Teises peatükis kirjeldatud Põhjamaade FN uuringus ilmnunud fakt, et 50% ettevõtetest kuulis FN turust nõustajate kaudu, annab alust arvata, et Eestis on FN nõustajate teavitustöö siiani olnud tagasihoidlik. Põhjus selleks on tõenäoliselt alternatiivturu tutvustamise aja kokkulangevus finantskriisi perioodiga, mistõttu hetkel valitsevad ebasoodsad majandustingimused ei loo soodsat pinnast IPO teostamiseks. Intervjuudest nõustajatega

selgus, et olukorra paranedes on oodata ka aktiivsema teavitustöö alustamist Eesti ettevõtete seas.

Küsitlusele vastanud ettevõtete tulemusi analüüsid ei leidnud autor finantshierarhia teooriat ümberlukkavaid tõestusi, erinevalt 1. peatükis käsitletud uurimustele. Enamus ettevõtteid hindab Eestis aktsiate avalikku emissiooni finantseerimisallikatest kõige ebasobivamaks. Siiski on oluline välja tuua tähelepanek, et alternatiivturust teadlike ettevõtete finantseerimisallikate tõenäolises pingereas tuleviku osas, oli IPO teostamine riskikapitalistidele aktsiate suunatud pakkumise ees eelviimasel kohal, võrreldes mitteteadlike pingerea viimase kohaga. Autor usub, et teadlikkuse kasvades alternatiivturu võimaluste osas, võiks tulevikus IPO teostamine rohkemates ettevõtetes kaalumisele tulla.

Üldine nõustajate meelestatus Baltimaade FN osas on siiski positiivne, esimesi IPO-sid oodatakse juba 2009. aasta jooksul. Ka autori poolt koostatud küsitluse tulemused Eesti ettevõtete seas näitasid, et leidub vähemalt üks ettevõtte, kes tõsisemalt FN turul noteerimist lähima kahe aasta jooksul kaalub.

Vaatamata eelpool toodud järeldusele, et nõustajate teavitustöö on Eestis siiani olnud kesine ning et selle parandamiseks oodatakse majandustingimuste paranemist, arvab autor, et informatsiooni jagamisega võiks nõustajad alustada isegi varem, sest idee alternatiivturust on veel uus ning vajab kinnistumist. Samuti on IPO teostamisega kaasnev ettevalmistusprotsess aeganõudev.

Nõustajatega tehtud intervjuudest selgus ka probleem, et Eesti ettevõtted ei oska eri arenguetappides piisavalt hästi erinevaid finantseerimisallikaid ära kasutada. Ka siin näeb autor lahenduse osana paremat teavitustööd nii nõustajate kui Tallinna Börsi poolt. Siiani on IPO-sid Eestis vähe olnud, kuid tulevikus võiks see just tänu alternatiivturule paraneda, sest enam ettevõtteid saab võimaluse oma aktsiate turul noteerimiseks. Ka raskused krediiditurult raha kaasamisega võiks suunata ettevõtteid teiste finantseerimisallikate peale mõtlema. Autori poolt teostatud küsitluse tulemusel toetasid ettevõtted ideed, et FN-i eelis võiks olla just fakt, et praegu on laenu väga raske saada.

Tulevikus võib tekkida ka probleem, et Baltimaade alternatiivturule küll läheb

ettevõtteid, kuid Põhjamaade FN ja AIM on oluliselt prestiižsemad, eelkõige institutsionaalsete investorite rohkuse tõttu. Lahendus võiks seisneda kasvuettevõtete tegevuse suunamisega rohkem ka välisurgudele, et pälvida rohkem näiteks riskikapitalistide tähelepanu. Samuti võib tulevikus suurened ka Eesti pensionifondide raha paigutamine kohalikule turule.

Kokkuvõte

Aktsiate avalik esmaemissioon (ehk IPO) on ettevõtte aktsiate esmakordne avalik pakkumine ja müük ettevõtte välistele investoritele, kusjuures pakkumine ei ole suunatud konkreetsetele investorgruppidele. Käesolevas töös vaadeldi IPO-t ja aktsiate börsil noteerimist üheaegselt toimuvate protsessidena. IPO teostamise peamiseks taotlusteks on täiendavate rahaliste vahendite kaasamine või omanike soov oma osalust vähendada.

IPO on kapitali struktuuri teooriate ja mitmete empiiriliste uurimuste seisukohast ettevõtete jaoks pigem ebasobiv ja soovimatu finantseerimisallikas. Sellega kaasneb mitmeid negatiivseid külgi, näiteks suurem sõltuvus kapitaliturgudel toimuvast, nõuetega kaasnev vajadus avalikustada ettevõtte kohta informatsiooni, mis vähendab privaatsust ning IPO-ga kaasnevad kulud. Samuti ei pruugi ettevõtte omanikud olla huvitatud oma osaluse vähendamisest. Siiski kaasneb IPO-ga ka mitmeid positiivseid aspekte, sealhulgas ligipääs lisakapitalile; võimalus luua ettevõtte aktsiale likviidne turg, mis omakorda võimaldab omanikel ärist väljuda; IPO-ga seotud avalikkuse tähelepanu, tänu millele paraneb ettevõtte ja tema toodete prestiiž ja tuntus. Samuti võimaldab IPO optimeerida laenu ja omakapitali suhet ja vähendada omakapitali hinda.

Mitmetes empiirilistes uurimustes ettevõtete finantseerimisallikate osas, on välja toodud väikese ja keskmise suurusega ettevõtete potentsiaalset kasvu aeglustav probleem – ligipääsu puudumine väärtpaberiturgudele. Seni on selliste ettevõtete finantseerimisvõimalused tõepoolest kesised olnud. Probleemi võimalikuks lahenduseks on viimasel aastakümnel populaarsust kogunud alternatiivturg, mis tegutseb edukalt Londonis ja Põhjamaades. Alternatiivturg on reeglina reguleeritud turuga paralleelselt toimiv mitmepoolne kauplemissüsteem, mis võimaldab tänu väikesematele kaasnevatele kuludele ja madalamatele miinimumnõuetele ka väikese ja keskmise suurusega ettevõtetele võimalust aktsiate avaliku emiteerimise teel täiendavat kapitali kaasata.

Ka Baltikumis käivitus 2007. aastal Põhjamaades juba edukalt toimiv alternatiivturg First North, mis tegutseb paralleelselt Tallinna Börsiga. Ligi pooleteise aasta pikkusele tegevusajale vaatamata, ei toimu turul senini kauplemist ühegi Baltikumi ettevõtte aktsiatega. Siiski on ilmne, et First North on tänu madalamatele miinimumnõuetele ja väikesematele kaasnevatele kuludele rohkematele ettevõtetele aktsiate noteerimist pakkuv turg, võrreldes Tallinna Börsiga. First North'il mängivad olulist rolli turu nõustajad, kelle ülesandeks on toetada ja kontrollida noteeritud ettevõtete IPO-protsessi ja ka ettevõtete tegevust turul registreerituna.

Uurimaks Eesti ettevõtete teadlikkust alternatiivturust First North ja nende seisukohti IPO osas, teostas autor küsitluse, mis saadeti kahele ettevõtete grupile: Äripäeva Gaselli TOP 500 ning Äripäeva TOP 500 käibe järgi. Analüüsisides tulemusi, selgus, et vaid 9,5% vastanud ettevõtetest on alternatiivturu olemasoluga kursis. Paludes ettevõtetel koostada finantseerimisallikate potentsiaalne pingerida tulevikus, leidis kinnitust finantshierarhia teooria. Siiski on märkimisväärne, et alternatiivturust teadlike ettevõtete seas ei peetud aktsiate avalikku emissiooni kõige ebasobivamaks finantseerimisallikaks (nagu seda tegid mitteteadlikud ettevõtted) vaid eelistasid seda aktsiate suunatud pakkumisele riskikapitalistide seas.

Uurides alternatiivturust teadlike ettevõtete sisulist mõistmist selgus, et mitte kõik ei ole tegelikult First North üldistest tunnustest aru saanud. Leidus ettevõtteid, kes arvasid ekslikult, et First North on Tallinna Börsiga rohkem reguleeritud ning et sellega kaasnevad suuremad kulud. Põhilised põhjused, miks aktsiate avalikku esmaemissiooni First North'il mitte teostada, olid: arvamus, et teistsuguste finantseerimisviiside kasutamine on lihtsam ja odavam; ebasoodsad majandustingimused ja investorite ebakindlus ning omanike soovimatus osalust vähendada. Ettevõtted arvasid näiteks ka, et teave alternatiivturust on olnud vähene ning samuti esineb soovimatus alternatiivturul esimene olla. Siiski leidsid Eesti ettevõtted ka võimalikke positiivseid külgi, näiteks võimalus optimeerida laenu ja omakapitali suhet; ettevõtte likviidsuse parandamine ja omakapitali hinna alandamine; omanikele võimaluse andmine ärist väljumiseks; kapitali kaasamise võimalus jne. Märkimist leidsid enamus tavalise IPO-ga kaasnevad nähtused, kuid alternatiivturul emissiooni teostamist nähti ka hea hüppelauana tulevikus Tallinna

Börsil aktsiate noteerimiseks. Üldiselt selgus uuringust aga Eesti ettevõtete soovimatus teostada aktsiate avalikku esmaemissiooni, seda kinnitas ka ettevõtete seisukoht lisainformatsiooni osas – leiti, et lisainformatsioon First North ja IPO kohta ei ole vajalik, sest IPO teostamise soov puudub või usuti end piisavalt teemaga kursis olevat. Siiski leidis ka ettevõtteid, kes alternatiivturul noteerimist kaalunud on ja ka sellekohase lisainformatsiooni vajalikkust tunnistasid. Uuringust selgus, et vähemalt üks Äripäeva TOP 500 ettevõtetest (käibe järgi) kaalub IPO teostamist First North turul lähima kahe aasta jooksul ning üks ka kaugemas tulevikus.

Saamaks ülevaadet alternatiivturu First North tulevikuperspektiividest, õnnestus autoril teostada intervjuud turu nõustajatest pooltega. Selgus, et huvi Eesti ettevõtete seas on olemas ning optimistlikumate hinnangute alusel võib esimesi IPO-sid oodata 2009. aasta jooksul. Põhjused seniseks huvipuuduseks kattuvad suures osas küsitluste tulemustega: ebasoodsad majandustingimused ja fakt, et IPO on Eesti ettevõtete seas vähe praktiseeritud ning eelistatakse pigem laenu abil finantseerimist. Samuti on Eestis liiga vähe sobiliku suurusega ettevõtteid ning leiti, et Eestis ei osata veel efektiivselt ära kasutada erinevaid finantseerimisallikaid, kuid usutakse, et tulevikus see kindlasti muutub. Enamus nõustajaid on nõus, et teave alternatiivturust on olnud vähene ning seda soovitakse parandada majandusolukorra taastumisel.

2009. aasta kevadel mõjutavad kõikide ettevõtete finantseerimisotsuseid finantskriisist tulenenud tingimused, mis võiksid suunata ettevõtteid põhjalikumalt kaaluma uudsemaid võimalusi oma tegevuse rahastamiseks. Alternatiivturu First North tegevuse kindlustamiseks on väga vajalik laiahaardelisema teavitustöö tegemine, mida autori hinnagul võiks alustada varakult, sest IPO-le eelnev protsess on väga aeganõudev ja põhjalik. Selles osas on väga oluline roll alternatiivturu nõustajatel, aga ka Tallinna Börsil endal.

Tulenevalt teema uudsusest, võib edaspidiseid uurimisteemasid olla mitmeid. Baltimaade alternatiivturu reaalsel käivitumisel võiks uurida 1) First North turu ja ettevõtete erinevusi Baltikumis ja Põhjamaades, 2) alternatiivturgudel kauplemisega kaasnevaid võimalikke kitsaskohti ja nende lahendusi ja 3) kas tootlused alternatiivturul on tõepoolest suuremad kui reguleeritud turul.

Viidatud allikad

1. About AIM. London Stock Exchange
[http://www.londonstockexchange.com/engb/products/companyservices/ourmarkets/aim_new/About+AIM/]. 02.05.2009
2. Aktsiate avalik pakkumine (IPO). NASDAQ OMX.
[<http://www.nasdaqomxbaltic.com/index.php?id=1305856>]. 20.03.2009.
3. **Alas, E.** Aktsiate avalik esmaemissioon – motiivid ja mõjud ettevõttele. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut 2007, 66 lk. (bakalaureusetöö)
4. **Alber, A.** Uus väärtpaperituru seadus muudab turu atraktiivsemaks. - Saldo, 2007, nr. 8 (63), lk. 54-55.
5. Alternatiivturg „First North“ on ettevõtete tulekuks valmis. NASDAQ OMX.
[<http://www.firstnorthbaltic.omxgroup.com/?id=621300>]. 13.03.2009
6. **Baker, M., Wurgler, J.** Market timing and capital structure. - The Journal of Finance, 2002, Vol. 57, No. 1, pp. 1-32.
7. **Bancel, F., Mittoo, U. R.** Why European firms go public? 2007, 47 p.
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1034164]. 02.05.2009.
8. **Becchetti, L., Trovato, G.** The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance. - Small Business Economics, 2002, Vol. 19, pp. 291-306.
9. **Black, B. S., Gilson, R. J.** Venture capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets. 1997, 52 p.
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909]. 05.05.2009.
10. **Brau, J. C., Fawcett, S. E.** Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice – Journal of Finance, 2006, Vol. 61, No. 1, pp. 399-437.
11. **Byon, S.** Financial Flexibility and Capital Structure Decision. 2008, 56 p.
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108850&rec=1&srcabs=677086]. 18.05.2009.

12. **Carpenter, R. E., Petersen, B. C.** Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing. - The Economic Journal, 2002, Vol. 112, No. 477, pp. F54-F72.
13. **Chemmanur, T. J., Fulghieri P.** A Theory of Going-Public decision. - The Review of Financial Studies, 1999, Vol. 12, No. 2, pp. 249-279.
14. **Demers, E., Lewellen, K.** The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks – Journal of Financial Economics, 2003, Vol. 68, pp. 413-437.
15. Ettevõtted ja emitendid. NASDAQ OMX.
[<http://www.firstnorthbaltic.omxgroup.com/index.php?id=620865>]. 13.03.2009
16. First North vői Põhinimekiri. NASDAQ OMX.
[<http://www.firstnorthbaltic.omxgroup.com/?id=620947>]. 13.03.2009
17. **Frank, M. Z., Goyal, V. K.** Testing the pecking order theory of capital structure. - Journal of Financial Economics, 2003, Vol. 67, pp. 217-248.
18. Gaselli TOP aastatel 2005-2007.
[<http://www.ap3.ee/images/files/2009/01/e14782dd-11b3-4737-832c-906c1687fdc2.pdf>]. 14.03.2007.
19. **Giudici, G., Paleari, S.** The Provision of Finance to Innovation: A Survey Conducted among Italian Technology-based Small Firms. - Small Business Economics, 2000, Vol. 14, pp. 37-53.
20. Growth during economic uncertainty: IPO trends report 2008. Ernst & Young, 84 p. [http://www.ey.nl/download/publicatie/IPO/SGM_Global-IPO-Trends-2008.pdf]. 03.05.2009.
21. **Hallik, A.** (SEB Enskilda, Corpotate Finance). Autori intervjuu. Autori üleskirjutus. Tallinn, 30. aprill 2009.
22. Indeksid. NASDAQ OMX.
[<http://www.nasdaqomxbaltic.com/index.php?id=395954>]. 18.05.2009.
23. Index definitions. MSCI Barra. [<http://www.msclubarra.com/products/indices/equity/definitions.jsp#STANDARD>]. 18.05.2009.
24. Introducing a new segment on First North – Premier. NASDAQ OMX.
[<http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/premier/>]. 03.05.2009
25. IPO Insights: Comparing Global Stock Exchanges 2008. Ernst & Young, 84 p.

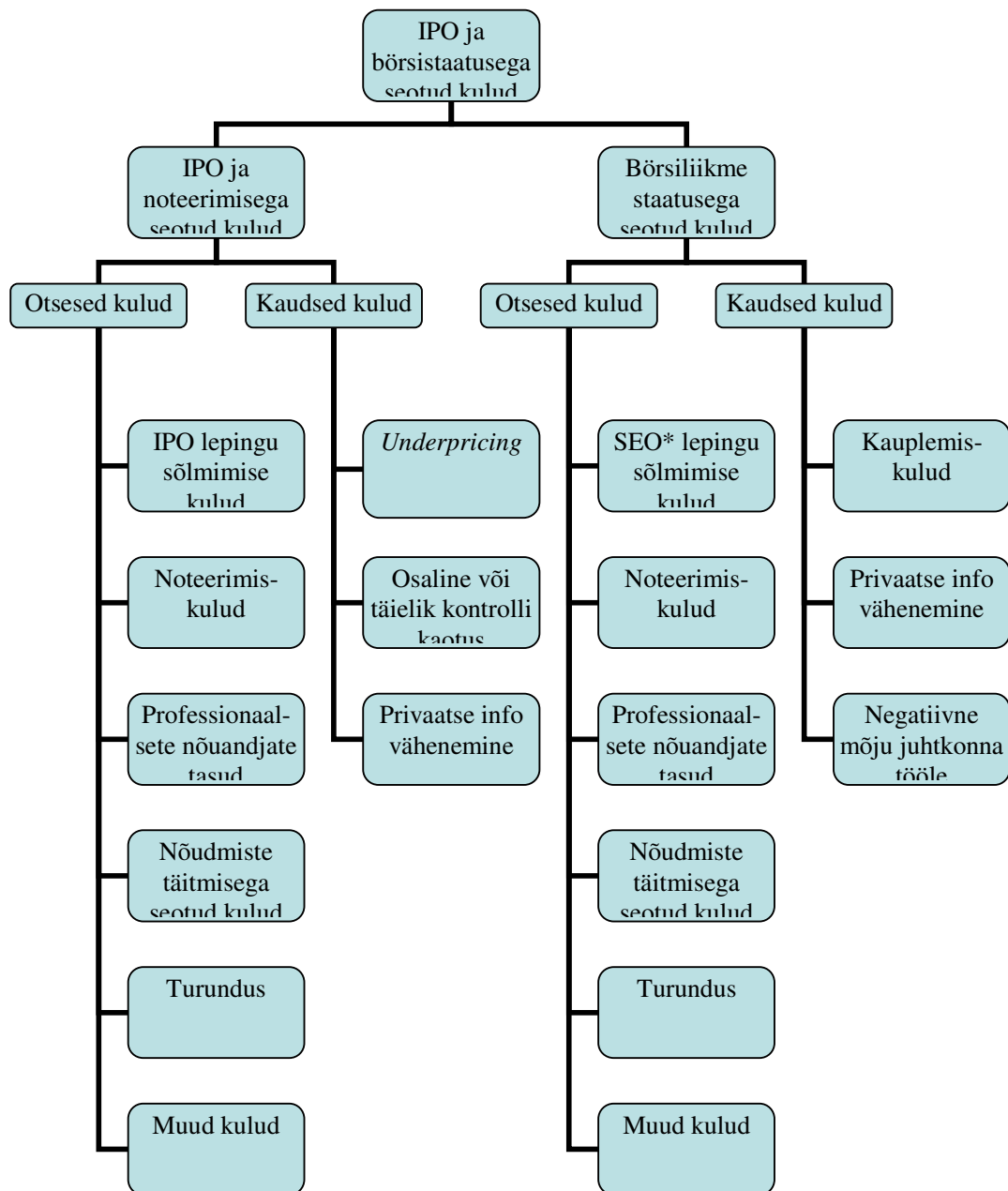
- [http://www.transparencymatters.co.uk/tm/uploads/resourcesart/files/SGM_Stock_Market_Comparison.pdf]. 02.05.2009.
26. **Jurcans, A., Aarna, K.** Ettevõtte aktsiate avalik esmaemissioon – alternatiivne viis kapitali kaasata. KPMG Forum 12, 2006, 28 lk
[<http://www.kpmg.ee/dbfetch/52616e646f6d495648c8ad4cfb40e85a0f584b7500ab997c/>]. 16.03.2009.
27. Kuidas saada nõustajaks. NASDAQ OMX.
[<http://firstnorth.nasdaqomxbaltic.com/index.php?id=620915>]. 02.05.2009
28. Liitumine alternatiivturuga First North. NASDAQ OMX.
[<http://www.firstnorthbaltic.omxgroup.com/?id=620943>]. 13.03.2009
29. **Meggison, W. L.** Corporate Finance Theory. New York: Addison Wesley Longman, Inc, 1997, 506 p.
30. **Mendoza, J. M.** Securities Regulation in Low-tier listing venues: the Rise of the Alternative Investment Market, 2007, 80 p.
[http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=jose_mendoza]. 04.05.2009.
31. Miks liituda? NASDAQ OMX.
[<http://www.firstnorthbaltic.omxgroup.com/?id=620955>]. 13.03.2009
32. Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North reglement. NASDAQ OMX, 2007, 33 lk.
[http://www.baltic.omxnordicexchange.com/files/tallinn/fnb/rules/ee_fn_yldosa_20071119.pdf]. 11.05.2009.
33. Nõustajate roll ja vajalikud nõuded. NASDAQ OMX.
[<http://firstnorth.nasdaqomxbaltic.com/index.php?id=620925>]. 02.05.2009
34. **Ojamäe, K.** Alternatiivturg finantseerimisallikana Põhjamaade alternatiivturu First North ettevõtete näitel. EBS majandusarvestuse ja rahanduse õppetool, 2008, 72 lk. (magistritöö)
35. **Ojamäe, K.** (SEB Enskilda, Corporate Finance). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tartu, 24. aprill 2009.
36. **Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L.** Why do companies go public? An empirical analysis. - The Journal of Finance, 1998, Vol. 53, No. 1, pp. 27-64.

37. **Pinn, M.** Põhjamaade alternatiivturg tuleb ka Tallinna.[<http://www.ap3.ee/Default2.aspx?ArticleID=3a720f19-6516-487c-95c5-d441893d58d8>]. 10.03.2009.
38. **Riikoja, H.** Väikefirmad pääsevad suvest alates börsile rahva raha kaasama.[<http://www.postimees.ee/170407/esileht/majandus/255557.php>] 10.03.2009.
39. **Saar, M.** (Aare Raigi Advokaadibüroo advokaat). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tartu, 15. mai 2009.
40. **Sarapik, R.** Käibe top 500: Eestis 86 miljardikäibega firmat. [<http://www.ap3.ee/Default2.aspx?ArticleID=a746134c-2f45-493b-9eb1-4ea323454b37>]. 12.03.2009.
41. Tallinna Börsi hinnakiri. NASDAQ OMX. [http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/ee_bors_hinnakiri_01012009.pdf]. 04.05.2009.
42. **Torim, M.** (Swedbanki kapitaliturgude projektijuht). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tartu, 3. mai 2009.
43. Tulumaksuseadus. Vastu võetud Riigikogus 15. detsembril 1999. a. - Riigi Teataja I osa, 2004, nr. 59, art. 414.
44. The World Index. MSCI Barra. [<http://www.msclub.com/products/indices/stdindex/performance.jsp>]. 17.05.2009.
45. **Viks, K.** Alternatiivturg kui uus finantseerimisvõimalus kasvuettevõttele. Eestvedaja. Deloitte, 2007, 1 lk. [http://www.deloitte.net/dtt/cda/doc/content/Eestvedaja_1.2007.pdf]. 12.03.2009.
46. **Viks, K.** (AS NASDAQ OMX Tallinn tegevdirektor). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tallinn, 12. märts 2009.
47. **Viks, K.** (AS NASDAQ OMX Tallinn tegevdirektor). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tallinn, 17. mai 2009.
48. **Vilk, U., Rozental, V., Sarapik, R.** Kiiresti arenevate väikefirmade TOP, 2009 [http://www.aripaev.ee/4212/uud_uudid_x_421201.html]. 11.05.2009.

49. **Zirnask, V.** Strateegiline finantsjuhtimine. Idee kohtub rahakotiga. Tallinn: Äripäev, 2008, 168 lk.

Lisad

Lisa 1. IPO ja börsiliikmeks olemisega kaasnevad kulud.



Allikas: IPO ja börsiliikmeks olemisega kaasnevad kulud (Mendoza 2006: 22). Autori tõlge* SEO (seasoned equity offering) ehk aktsiate teisene emissioon

Lisa 2. Gaselli TOP nimekirja koostamisel osalevate ettevõtete tingimused.

Tingimused, millele pidid vastama 2008. aasta Gaselli TOPi koostamises osalevad ettevõtted :

1. Ettevõtte 2005. aasta müügitulu oli üle 1 mln kr (k.a).
2. 2007. aasta müügitulu oli alla 181 mln kr.
3. Ettevõtte peab olema tegutsenud vähemalt 3 järjestikust majandusaastat (alates 01.01.2005) ja tegutseb ka praegu.
4. Ettevõtte müügitulu ja kasum enne makse kasvasid 2007. aastal 2005. aastaga võrreldes vähemalt 50%.
5. 2006. aasta müügitulu oli suurem kui 2005. aasta oma ja 2007. aasta müügitulu oli suurem kui 2006. aasta oma.
6. 2007. aasta kasum enne makse oli suurem kui 2005. aastal, samas võis 2006. aasta kasum enne makse olla väikesem kui 2005. aastal, kuid ühelgi aastal ei tohi olla kahjumit.

Allikas: Kiiresti arenevate väikefirmade TOP: 2009.

Lisa 3. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North

1. Kas olete kuulnud alternatiivturust First North Tallinnas?
 - ah.
 - i.

Kui vastasite esimesele küsimusele "jah", jätkake palun vastamist alates seitsmendast küsimusest.

2. Milliseid ettevõtte rahastamise allikaid olete kasutanud? (vastamiseks mitu võimalikku varianti)
 - Pangalaenuid.
 - Völakirjad.

- Faktooring.
- Liising.

Lisa 3 järg. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North

- Valitsusepoolne sihtfinantseerimine.
- Hankijatepoolne krediteerimine.
- Sisemine omakapital.
- Aktsiate avalik emissioon.
- Aktsiate suunatud emissioon riskikapalistile.
- Aktsiate suunatud emissioon strateegilisele partnerile
- Muu (palun märkige).

3. Palun pange pingeritta sobivuse järjekorras järgmised ettevõtte rahastamise allikad, arvestades Teie ettevõtte väljavaateid ja tulevikuperspektiivi (palun hinnake iga varianti numbriga 1-10, kusjuures 1 on kõige sobivam ja 10 kõige ebasobivam)

- pangalaen;
- võlakirjad;
- liising;
- faktooring;
- valitsusepoolne sihtfinantseerimine;
- hankijatepoolne krediteerimine;
- sisemine omakapital;
- aktsiate avalik emissioon;
- aktsiate suunatud emissioon riskikapalistile;
- aktsiate suunatud emissioon strateegilisele partnerile.

4. Kas olete kaalunud oma ettevõtte aktsiate avalikku pakkumist?

- Ei, mitte kunagi.
- Jah, kuid kaugemas tulevikus.
- Jah, lähitulevikus.
- Meie ettevõtte kuulub juba suuremasse kontserni, mille aktsiad on börsil noteeritud.

Lisa 3 järg. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North

5. Kas tunnete, et vajaksite rohkem informatsiooni esmase aktsiate avaliku pakkumise ja võimalike aktsiaturgude kohta Eestis?

- Jah.
- Jah, kavatsen aktsiate avalikku pakkumist tulevikus kaaluda/teostada.
- Ei, arvan, et tean piisavalt.
- Ei, ma ei kavatse seda rakendada.
- Ei, mind see teema ei huvita.

6. Võimalus mõnd küsimust/vastest kommenteerida

Kui vastasite esimesele küsimusele “Ei”, on küsimustik Teie jaoks lõppenud ja tänan Teid osalemast.

7. Arvan, et alternatiivturg First North on võrreldes Tallinna Börsiga (vastamiseks mitu võimalikku varianti)

- rangemini reguleeritud;
- vähem reguleeritud;
- mõeldud vaid suurettevõtetele;
- mõeldud väikese ja keskmise suurusega kasvuettevõtetele;
- kõrgemate miinimumnõuetega;
- madalamate miinimumnõuetega;
- suuremate kaasnevate kuludega;
- väikesemate kaasnevate kuludega.

8. Investorid alternatiivturul First North on tõenäoliselt

- riskialtid, sest alternatiivturuga kaasneb suurem risk;
- madalama riskitaluvusega, sest alternatiivturg on rangelt reguleeritud.

9. Milliseid ettevõtte rahastamise allikaid olete kasutanud? (vastamiseks mitu võimalikku varianti)

- Pangalaenuid.

- Völakirjad.
- Faktooring.

Lisa 3 järg. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North

- Liising.
- Valitsusepoolne sihtfinantseerimine.
- Hankijatepoolne krediteerimine.
- Sisemine omakapital.
- Aktsiate avalik emissioon.
- Aktsiate suunatud emissioon riskikapitalistile.
- Aktsiate suunatud emissioon strateegilisele partnerile.
- Muu (palun märkige).

10. Palun pange pingeritta sobivuse järjekorras järgmised ettevõtte rahastamise allikad, arvestades Teie ettevõtte väljavaateid ja tulevikuperspektiivi (palun hinnake iga varianti numbriga 1-10, kusjuures 1 on kõige sobivam ja 10 kõige ebasobivam)

- Pangalaen.
- Völakirjad.
- Liising.
- Faktooring.
- Valitsusepoolne sihtfinantseerimine.
- Hankijatepoolne krediteerimine.
- Sisemine omakapital.
- Aktsiate avalik emissioon.
- Aktsiate suunatud emissioon riskikapitalistile.
- Aktsiate suunatud emissioon strateegilisele partnerile.

11. Kas olete kaalunud oma ettevõtte aktsiate avalikku pakkumist alternatiivturul First North?

- Ei, mitte kunagi.
- Jah, kuid kaugemas tulevikus.
- Jah, lähitulevikus.

- Meie ettevõtte kuulub juba suuremasse kontserni, mille aktsiad on börsil noteeritud.

Lisa 3 järg. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North

12. Miks Te ei ole siiani teostanud aktsiate avalikku emissiooni alternatiivturul First North? (palun märkige kõik variandid, mis Teie arvamuselga ühtivad)

- Vähene teave alternatiivturust First North.
- Meie ettevõtte ei soovi olla esimene alternatiivturul.
- Puudub täiendava kapitali kaasamise vajadus.
- Ebasoodsad majandustingimused ja investorite ebakindlus.
- Alternatiivsed finantseerimise viisid on lihtsamad ja odavamad.
- Aktsiate hind oleks soovitud madalam.
- Soovimatus avalikustada teavet ettevõtte kohta.
- Sellega kaasnevad liiga suured kulud.
- Meie ettevõtte ei vasta miinimumnõuetele.
- Omanik ei soovi oma osalust vähendada.
- Muu (palun märkige).

13. Aktsiate avalik esmaemissioon alternatiivturul First North võiks olla kasulik, sest

- meil on lisakapitali vajadus, et siseneda uutele turgudele;
- meil on lisakapitali vajadus, et teostada ülevõtmisi;
- sellega kaasnev kvaliteedimärk soodustab äritegevust;
- see tõstab ettevõtte tegevuse ja toodete prestiiži ja tuntust;
- see annab ettevõttele ja tema aktsiatele turuväärtuse;
- see parandab likviidsust ja vähendab omakapitali hinda;
- annab omanikele võimaluse ärist väljuda;
- võimaldab töötajatele pakkuda motivatsiooniprogramme;
- võimaldab optimeerida laenu ja omakapitali suhet;
- võimaldab luua soodsa pinnase raha hankimiseks tulevikus;
- laenu hind on liiga kallis;
- laenu on võimatu/väga raske saada;

- see suurendab usaldusväärust partnerite ja klientide silmis;

Lisa 3 järg. Eesti ettevõtete seas teostatud küsitlus teemal First North

- see on heaks hüppelauaks Tallinna börsile;
- saadav lisakapital suurendab ettevõtte paindlikkust;
- see saadab avalikkusele positiivse signaali ettevõtte tulevikuväljavaadete kohta;
- muu (palun märkige).

14. Kas tunnete, et vajaksite rohkem informatsiooni esmase aktsiate avaliku pakkumise ja võimalike aktsiaturgude kohta Eestis?

- Jah.
- Jah, kavatsen aktsiate avalikku pakkumist tulevikus kaaluda/teostada.
- Ei, arvan, et tean piisavalt.
- Ei, ma ei kavatse seda rakendada.
- Ei, mind see teema ei huvita.

15. Võimalus mõnd küsimust/vastest kommenteerida.

Allikas: autori koostatud.

Lisa 4. Alternatiivturust FN mitteteadlike Eesti ettevõtete vastused küsimusele “Kas tunnete, et vajaksite rohkem informatsiooni IPO ja võimalike aktsiaturgude kohta Eestis?”

| Vastus | TOP | | Gasell | |
|--|---------|---------|--------|---------|
| | Ev. arv | Osakaal | Ev.arv | Osakaal |
| Jah | 1 | 2,50% | 6 | 23,08% |
| Jah, kavatsen IPO tulevikus kaaluda/teostada | 3 | 7,50% | 1 | 3,85% |
| Ei, ma ei kavatse seda rakendada | 19 | 47,50% | 15 | 57,69% |
| Ei, arvan, et tean piisavalt | 14 | 35,00% | 1 | 3,85% |
| Ei, mind see teema ei huvita | 3 | 7,50% | 3 | 11,54% |

Allikas: autori koostatud küsitluse tulemuste põhjal.

Summary

RAISING EQUITY CAPITAL BY PERFORMING INITIAL PUBLIC OFFERING IN THE EXAMPLE OF THE ALTERNATIVE MARKET FIRST NORTH IN ESTONIA

Raili Kokk

During the different stages of the life cycle of a company, many important decisions are to be made. Among the most important decisions are the ones concerning financing, which is broadly divided into debt and equity financing. Equity financing can be performed by using internal or external sources. Initial public offering (IPO) is one of the options for a company who has decided for external equity financing. Although there is no generally valid theory on capital structure, IPO and listing on a stock exchange (which in the present research are considered to take place simultaneously) are considered to be suitable only for mature companies with a long operation period. However, during the last decade, several empirical analyses have been published, describing the need for small and medium sized firms (SME-s) with a strong growth potential, in order to finance their growth and innovative ideas, to gain better access to capital markets and thus, emphasizing the growing importance of alternative investment markets.

Alternative markets operate similarly to regulated stock exchanges, but usually they impose softer regulations on the companies wishing to list their stock. Alternative markets are known for lower fees and lower requirements for listing and the members of an alternative market are usually obliged to disclose less information, compared to the ones listed on a regulated stock exchange. The mentioned conditions enable a wider range of companies, for example SME-s, to benefit from an IPO and listing and thereby finance their growth.

The best known alternative market in Europe is the Alternative Investment Market (AIM) in London, which in 2007 had over 1 600 listed companies. Since 2005 NASDAQ OMX has introduced another alternative market in Europe, called First North. By now the Nordic First North has 133 listed companies in Denmark, Sweden, Finland and Iceland altogether. In the end of 2007, the Baltic First North was started by NASDAQ OMX. Despite the operation period of about one and a half year, there is no trading on the Baltic First North as no companies have been listed.

Although First North in the Baltic States was introduced at the same time with the global financial crisis, the topic is still relevant due to the fact that debt financing has become insufficient among many SME-s and to the growing importance of the alternative markets generally. Considering the above mentioned information, the purpose of this paper is to appraise the awareness of Estonian companies of the alternative market First North and their general attitude towards IPO and, in addition, to find out the future perspectives of an alternative market in Estonia. In order to fulfil the stated objective, the following research tasks have been posed:

1. to describe the essence of an IPO and the positive and negative aspects involved;
2. to introduce the alternative investment market First North and to bring forth its main differences with the Tallinn Stock Exchange;
3. to conduct a survey among Estonian fast growing SME-s and bigger companies and to carry out interviews among the advisor companies in order to sort out the future perspectives of First North in Estonia;
4. to analyze the results among the companies aware and not aware of the alternative market in order to come to a conclusion, whether the option of an IPO has become more favorable among Estonian firms. In addition, analyzing the results between SME-s and bigger companies is carried out.

The present research and the collected data are unique as no similar researches on the Baltic First North have been made.

The questionnaire of the survey was sent by email to 432 SME-s and 465 companies showing the biggest numbers in turnover and the approximate response rate was 8%. According to the results, the awareness of First North among Estonian companies is

very low, less than 10% claimed to have heard about it. Estonian companies seemed to follow the pecking order theory, as internal equity is the most commonly used source of financing and external equity financing (including initial public offering) is most rarely practiced. Remarkably, though, among the companies aware of First North, initial public offering was considered to be more suitable in the future, compared to the ones not aware of First North. The author concludes that this might refer to the fact that together with a raise in overall awareness of First North, Estonian companies might become more open to IPO in the future.

The results demonstrate that not even all of the few aware companies had understood the general essence of an alternative market. Some of them thought that, compared to a regulated market, an alternative market is more regulated and incurs higher costs, which in reality is not true. This shows that the informational work on introducing First North in Estonia has been inadequate.

The main reasons for not practicing an IPO on First North were: other financing methods are easier and cheaper; unfavorable economic situation and the unwillingness of the owners to decrease their share. In addition, there were companies who considered the general unawareness of First North and the fact that there are no companies listed yet, to be demotivating to perform an IPO. On the other hand, Estonian companies figured that there might be possible positive aspects as well, like optimizing the debt to equity ratio, increasing liquidity and decreasing the cost of equity, raising capital to finance different activities etc.

Based on the survey, the author concludes generally that there actually are companies in Estonia (among bigger companies, not among SME-s yet), who would like to perform an IPO on First North, but they are discouraged because of the lack of information and knowledge of it and because of the fact that practicing IPO has a short history in Estonia, compared to the rest of the world and other sources of financing (mainly debt and internal equity) are more commonly used.

The second part of the empirical analysis comprises the interview results of the First North advisor companies in Estonia. The author managed to contact three of the six

contractual advisers. The general conclusion of the interviews is consistent with the results from the survey: there have been a few Estonian companies, interested in listing on First North, but the main reason for deciding against it has been due to the unfavorable economic situation. Most of the advisors are conscious that the awareness in Estonia about First North is not sufficient and according to them, in the future the work on informing the companies on First North will be more thorough. Despite all of that, according to the most optimistic predictions, the first IPO on the Baltic First North might take place in 2009.

In order to secure the existence of an alternative market in Estonia, a lot of work on raising the awareness of First North has to be made by the advisors and by the Tallinn Stock Exchange itself. As the idea of an alternative market in Estonia is fairly new, it is natural that it needs time to settle. However, the author of this work accentuates that introducing First North as a possible alternative for performing an IPO among Estonian companies should become more efficient and extensive.

Due to the fact that the topic of an alternative market in Estonia is new, there are several options for future researches. The author of the present paper suggests the following aspects: 1) the differences between the Nordic First North and the Baltic First North, 2) the possible risks (for example low liquidity on the after market) and solutions to them concerning trading and listing on an alternative market, 3) if the productivity on alternative market is higher than the productivity on regulated market.