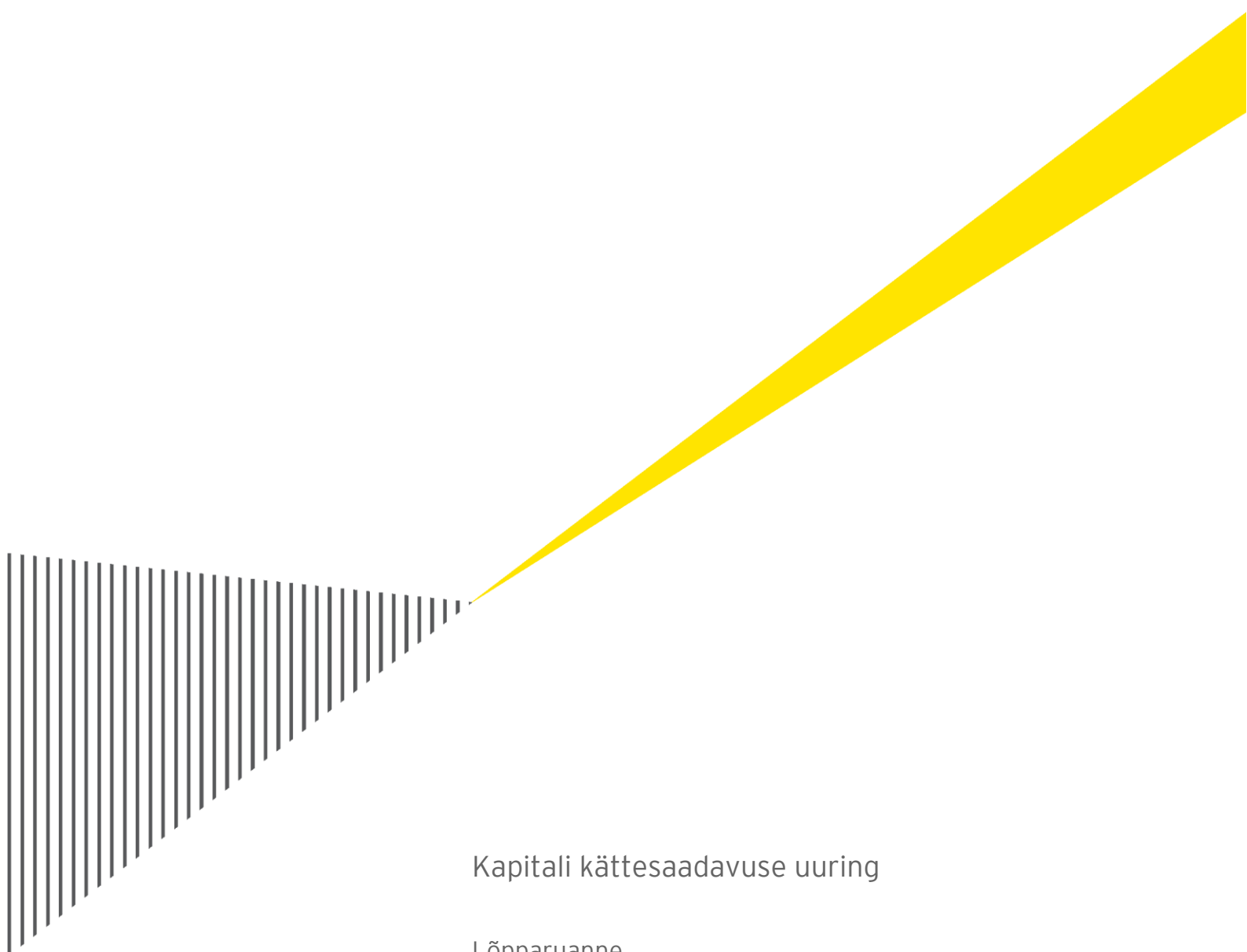




Euroopa Liit
Euroopa Sotsiaalfond



Eesti tuleviku heaks



Kapitali kättesaadavuse uuring

Lõpparuanne

09.07.2013

Sisukord

Lühikokkuvõte.....	2
Executive Summary	5
Mõisted	9
Sissejuhatus	11
1. Omakapitaliinvesteeringud, riiklik sekkumine ja välisriikide praktikad	14
1.1 Ülevaade omakapitaliinvesteeringutest	14
1.2 Riigi roll omakapitaliinvesteeringute turu arendamisel	16
1.3 Välisriikide praktikad	20
2. Analüüsitulemused	24
2.1 Kapitali nõudlus	24
2.1.1 Kaardistus	24
2.1.2 Teadlikkus	33
2.1.3 Huvi ja vajadus.....	38
2.1.4 Ligipääs	43
2.1.5 Ootused	49
2.1.6 Tingimused.....	50
2.1.7 Probleemid	56
2.2 Omakapitali pakkumine.....	60
2.2.1 Kaardistus	60
2.2.2 Probleemid	65
3. Järeldused ja soovitused	68
3.1 Ettevõtjate madal teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades	68
3.2 Puudulik omakapitaliinvesteeringute pakkumine	70
3.3 Majanduspoliitika stabiilsus	73
3.4 Ettepanekud ülevaatlikult	73
3.5 Olulised piirangud	74
3.6 Järgmised sammud	75
Kokkuvõte	76
Lisa 1. Metoodika	82
1. Uuringu skoobi piiritlemine.....	82
2. Taustamaterjali analüüs	84
3. Kapitali pakkujad	85
4. Kapitali kaasanud ettevõtted	86
5. Kapitali potentsiaalselt kaasavad ettevõtted	89
6. Sihtrühmade valimite representatiivsus	92
7. Valideerimiseminar	93
8. Metoodilised piirangud	93
Lisa 2. Andmekogumisankeetid	94
1. Kapitali pakkujate intervjuuankeet	94
2. Ettevõtete veebiküsitluse ankeet	97
3. Kapitali kaasanud ettevõtete intervjuuankeet	101
4. Ettevõtete telefoniintervjuude ankeet	104
Lisa 3. Intervjueeritud kapitali pakkujad.....	106
Lisa 4. Valideerimiseminar osavõtjad	107
Lisa 5. Analüüsitulemused	108
1. Omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavad ettevõtted.....	108
1.1. Kaardistus	108
1.2 Teadlikkus.....	108
1.3. Huvi ja vajadus	115
4. Ligipääs	118
5. Tingimused.....	122
6. Probleemid	126
2. Kapitali kaasanud	130

Lühikokkuvõte

Ernst & Young Baltic AS viis Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse tellimusel vahemikus 09.11.2012-09.07.2013 läbi „Kapitali kättesaadavuse uuringu“. Uuringu eesmärgiks oli kaardistada ja analüüsida Eesti ettevõtete omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse ja kaasamise võimalusi ning nõudlust omakapitaliinvesteeringu kaasamiseks, et tuvastada turutõrked ja kitsaskohad ning esitada riigile soovitusel ja ettepanekud nende ületamiseks.

Uuring on ajendatud Eesti riigi eesmärgist tõsta ettevõtlussektori konkurentsivõimet, sest hiljutisest Euroopa Investeeringufondi (*European Investment Fund*) statistikast ilmes, et Eesti omakapitaliinvesteeringute osakaal SKP-st oli 2011. aasta seisuga 0,040%, mis on madalam kui Lätis (0,112%) ja Leedus (0,087%). Seejuures on Euroopa keskmine näitaja 0,326%, mis paneb Eesti 24. kohale. Seega kaalub riik, kas ja millised omakapitaliinvesteeringute turu toetusmehhanismid on vajalikud ja efektiivsed, et parandada ettevõtete omakapitaliinvesteeringute kättesaadavust.

Uuringu fookuses olid traditsioonilised Eesti kasvuettevõtted, kes vajaksid oma kasvuvõimaluste realiseerimiseks omakapitaliinvesteeringuid. See tähendab, et keskenduti kasvukapitali kättesaadavusele ning muid omakapitaliinvesteeringuid (väljaostud, väljumised) käsitleti ainult vähesel määral. Sellest lähtuvalt defineeriti antud uuringus omakapitaliinvesteering kui investori otsene või kaudne (kuid mitte läbi börsi) investeering ettevõtte omakapitali, mille tulemusel omandab investor vähemus- või enamusosaluse ettevõtte omakapitalis, osaleb tulevase kasumi jaotamises ning võib lisaks osaleda teatud määral ka ettevõtte juhtimises. Omakapitaliinvesteeringutena käsitlesime ka riskikapitaliinvesteeringuid, ülevõtmisi ja *mezzanine*'i.

Uuring oli suunatud kolmele sihtrühmale: kapitali pakkujatele (20 intervjuud), kapitali kaasanud ettevõtetele (28 intervjuud) ning potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatele ja mittekaasavatele ettevõtetele (vastavalt 58 ja 376 veebiküsitluse vastust ning 26 ja 7 telefoniintervjuud). Meie hinnangul on uuringus käsitletud valimid üldistaval tasandil piisavalt representatiivsed, et jõuda usaldusväärsete tulemusteni.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtetenähtena käsitleti ettevõtteid, kes omavad kasvupotentsiaali ja näevad kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajadust omakapitaliinvesteeringute kaasamise järele ning võiksid huvi pakkuda ka investoritele. Seejuures keskenduti nii nõudluse kui ka pakkumise analüüsimisele, et saada terviklik ülevaade omakapitaliinvesteeringute turust ja selle probleemistikust. Kaardistati ja analüüsiti omakapitaliinvesteeringute kaasamise võimalusi, nende piiratud kättesaadavuse mõju ettevõtete kasvamisele ja arendamisele, ettevõtjate teadlikkust omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades ning omakapitaliinvesteeringute pakkumise ja kaasamisega seotud probleeme.

Uuringu kesksed tulemused on esitatud alljärgnevalt:

- ▶ Eesti varajase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtted omavad arvestatavat kasvupotentsiaali - nad on tuvastanud olulisel määral kasvuvõimalusi nii äritegevuse laiendamiseks Eesti turul kui ka välismaistele turgudele sisenemiseks. Ettevõtted prognoosivad kasvuvõimaluste realiseerimise tulemusel enamasti keskmiselt suuremat kui 10-20%-list käibe kasvu aastas. Ettevõtted on ühtlasi juba iseseisvalt tuvastanud, et lisaks ärikasumile vajavad nad eeltoodud kasvuvõimaluste realiseerimiseks omanikupoolset lisakapitali – see vajadus ületab pangalaenu vajaduse ja on samaväärne riiklike toetuste vajadusega. Seega omavad Eesti kasvuettevõtted potentsiaali ja vajadust omakapitaliinvesteeringu kaasamiseks.
- ▶ Hoolimata omakapitali vajadusest, ilmnes ettevõtete vähene valmisolek kolmandatelt osapooltelt omakapitali kaasata. Põhjuste uurimisel selgus, et kasvavad ettevõtted ei soovi

kontrollist loobuda ega ka osalust jagada. Selle vastumeelsuse uurimisel selgub aga omakorda, et mitmed probleemkohad ja hirmud on ilmselt tingitud ettevõtjate madalast teadlikkusest omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades. Telefoniintervjuude käigus tõdesid paljud ettevõtjad, et kõrgema teadlikkuse korral võiks nende valmisolek omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks kõrgem olla. Eeltoodud põhjustel ei anna käesolev uuring tõenäoliselt õiglast pilti omakapitali potentsiaalsest nõudlusest Eesti turul – potentsiaalselt võiks omakapitaliinvesteeringute nõudlus olla oluliselt suurem kui ettevõtjate poolt juba tuvastatud vajadus (kolmandate osapoolte) omakapitali järele.

- ▶ Omakapitaliinvesteeringute nõudluse katmisel saab aga takistuseks väga piiratud omakapitaliinvesteeringute pakkumine. Hetkel on omakapitaliinvesteeringute pakkumine Eesti turul puudulik kõikides käsitletud investeerimisvahemikes (0,2-20 miljonit eurot) ja arengufaasides. Eelkõige on probleemiks sisulise konkurentsi puudumine kapitali pakkujate vahel. Nimelt puuduvad hetkel turul piisavate rahaliste ressurssidega ning omavahel konkureerivad kohalikud institutsionaalsed investorid, kellel erinevalt pensionifondidest ja varakate isikute (HNWI – *high-net-worth individual*) raha investoritest oleks ajaline surve ja motivatsioon investeeringute tegemiseks. Baltic Investment Fund'i (BIF) loomise tulemusel on küll oodata pakkumise suurenemist, kuid BIF ei ole suunatud ainult Eesti turule, vaid Baltikumile ja laiemaltki. Lisaks jääb BIF-iga katmata varajase faasi ja alla 1-2 miljoni euroseid investeeringuid vajavate ettevõtete vajadus.

Uuringu tulemusel jõuti järeldusele, et on vajalik rakendada riigipoolseid meetmeid nii ettevõtjate teadlikkuse tõstmiseks kui ka omakapitaliinvesteeringute pakkumise suurendamiseks. Vastasel juhul ei avaldu täiel määral omakapitaliinvesteeringute nõudluse potentsiaal ja ettevõtted ei saa oma kasvupotentsiaali optimaalselt realiseerida. Sellest lähtuvalt töötati uuringu raames toimunud ekspertide töötoa (osavõtjate nimekiri on lisas 4) käigus välja järgmised ettepanekud ja soovitusel riigile omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks.

- ▶ **Ettevõtjate teadlikkuse tõstmine**

Töötoal osalejad pidasid parimaks teadlikkuse tõstmise mooduseks paljude kohalike fondihaldurite meeskondade tekke soodustamist ja nende motiveerimist turu harimiseks. See saaks toimuda näiteks läbi riikliku fondifondi loomise, kus fondihalduriteks valitakse kohalikud meeskonnad. Sel moel oleks kohalikel fondihalduritel nii vaba kapital kui ka ajaline surve investeerida ning nad oleksid motiveeritud ise aktiivselt investeerimiseks sobivaid ettevõtteid otsima ja ettevõtjatega rääkimas käima. Selle tulemusel hakkaks ettevõtjate teadlikkus ja huvi järk-järgult kasvama.

Ettevõtjate teadlikkuse tõstmisele aitaks kaasa ka veebilehe või infoportaali loomine, kus informatsioon omakapitaliinvesteeringute kaasamise põhitõdede, võimaluste ja kapitali pakkujate kohta oleks kättesaadav struktureeritult ja kindlasti eesti keeles. Ettevõtjad pidasid sellist infoportaali eriti kasulikuks näiteks olukorras, kus neile on juba lähenenud nõustaja või fondihaldur ja neil oleks vaja end teemaga kurssi viia läbi kolmanda sõltumatu allika. Samas ei piisa ainult informatsiooni avaldamisest, vaid ettevõtjatele tuleb omakapitaliinvesteeringute kaasamist ka propageerida, ettevõtjaid informatsiooni ja võimaluste olemasolust teavitada ning neid koolitustel harida.

Seejuures ei peaks ettevõtjate teadlikkuse tõstmise roll ainult riigi kanda olema, vaid see võiks olla suures osas üle antud valdkonna kompetentsi omavatele ühingutele nagu EstVCA, Finance Estonia, EstBAN ja Eesti Fondihaldurite Liit.

- ▶ **Omakapitaliinvesteeringute pakkumise suurendamine**

Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi, Arengufondi ja KredExi poolt planeeritava uue fondifondi loomist BIF-i kõrvale peetakse väga vajalikuks varajase faasi ja alla 1-2 miljoni euro

suuruse investeringu vajadusega ettevõtete omakapitaliinvesteringute nõudluse katmiseks. Selle rakendamisel tasub riigil kaaluda täiendavate stiimulite pakkumist (nt tootluse võimendust ja/või ebaõnnestumise kaitsemehhanisme) ning suhteliselt kõrget riigi osalust (nt vahekorras 70:30 ja 90:10), mis riski-tulu suhte parandamise kaudu soodustaks kapitali pakkujate huvi fondifondis osalemise vastu.

Samuti on oluline suurendada Eesti pensionifondide rolli Eesti omakapitaliinvesteringute turul – nad tooksid turule täiendavat kapitali ning nende aktiivsuse suurenemine meelitaks ligi ka uusi investeringuid (nt välisinvestoreid). Siinkohal soovitatakse esiteks oluliselt vähendada pensionifondidele kehtivaid investeringute piiranguid, millest kõige olulisemaks peetakse sihtettevõttes üle 10% osaluse omandamise piirangut. Teiseks soovitatakse rakendada kaudseid stiimuleid kohaliku majanduspoliitika stabiilsuse tõstmise ja Eestisse investeerimise riski vähendamise näol, mis kohandaksid investeringute riski-tulususe suhet pensionifondide investeerimisprofiilile vastavamaks. Lisaks soovitatakse luua rohkem instrumente, mis võimaldavad pensionifondidel Eestisse investeerida (nt juba tööd alustanud BIF ning planeeritav uus fondifond).

▶ **Majanduspoliitika stabiilsuse tagamine**

Riik peaks püüdlema stabiilse majanduskeskkonna, sh maksupoliitika ja juriidilise süsteemi poole. Nii ettevõtjate kui ka investorite jaoks kujunevad riigi ootamatud muudatused maksupoliitikas (veeteetasud, maavara ressursitasud) ja toetuste poliitikas (taastuvenergia toetused) probleemiks ettevõtete arendamisel ja kapitali pakkumisel, sest suurendavad oluliselt riski reguleeritud sektoritesse investeerimisel.

Samuti on olulisteks investeerimisaktiivsust negatiivselt mõjutavateks teguriteks nõrk investorikaitse ja leebe kohtupraktika. Probleemi tunnetavad eriti teravalt just pensionifondid. Käesolevas uuringus ei ole keskendutud investorikaitse ja kohtupraktika olukorrast täpsema ülevaate koostamisele, kuid see valdkond vajab kapitali pakkujate kinnitusel kindlasti täpsemat analüüsi ja konkreetsete ettepanekute väljatöötamist.

Uuringu tulemuste lugemisel, tõlgendamisel ja kasutamisel tuleb arvestada muuhulgas järgmiste oluliste piirangutega.

- ▶ **Uuring ei käsitle kogu omakapitaliturgu.** Nimelt keskenduti vaid kasvukapitalile ning seetõttu on ainult vähesel määral kaetud väljaostud ja väljumised, mis moodustavad olulise osa kogu turust.
- ▶ **Uuring ei käsitle kõiki kasvuettevõtteid.** Uuringu fookuses olid traditsioonilised Eesti kasvuettevõtted ning seetõttu on vaid vähesel määral käsitletud innovaatiliste *start-up* ettevõtete finantseerimist.

Uuringust täieliku kasu saamiseks soovitame uuringujärgselt kaaluda järgmiste sammude astumist:

- ▶ Uuringus toodud soovituste edasine täpsustamine vajalike meetmete väljatöötamiseks.
- ▶ Riigipoolse tasuvusanalüüsi läbiviimine potentsiaalsete fondifondide ja teiste meetmete osas, mis võtaks arvesse ka sotsiaalmajanduslikke kasusid.
- ▶ Fondifondi ja teiste otseste meetmete jaoks sobiva instrumendi valimine (investeering, garantii, toetus jne), lähtuvalt tasuvusanalüüside tulemusest.
- ▶ Eesti ettevõtete peakontorite Eestisse jäämise soodustamiseks vajalike meetmete väljatöötamine.

Executive Summary

From 09 November 2012 to 09 July 2013, Ernst & Young Baltic AS carried out a capital availability study commissioned by Enterprise Estonia (EAS). The study was aimed at mapping and analyzing the availability and possibilities of attracting private equity investments for Estonian companies in order to determine market failures and shortcomings and present to the state authorities recommendations and propositions to overcome these problems.

This study is motivated by the intention of the Estonian State to enhance the competitiveness of its business sector in light of the recent statistics released by the European Investment Fund. These revealed that the proportion of private equity investments in Estonian GDP in 2011 was 0.040%, which is lower than that of Latvia (0.112%) and Lithuania (0.087%). The European average is 0.326%, which puts Estonia on the 24th place. The state is therefore considering whether and which support measures are necessary and effective for improving the availability of private equity investments.

The study was focused on traditional Estonian growth companies who require private equity investments to realize their growth potential. This means that it focused on the availability of growth capital and other private equity investments (buyouts, exits) were only covered to a limited extent. As a result, for the purposes of this study, private equity investment is defined as a direct or indirect (but not via the stock market) investment in the equity of a company by which the investor gains either a minority or majority holding in the company's equity, participates in the distribution of future profits and may to a certain extent also participate in the management of the company. This definition of private equity investment also includes venture capital investments, take-overs and *mezzanine*.

Since the study focused on traditional Estonian growth companies, the financing of innovative *start-ups* is only covered to a limited extent.

The study had three target groups: capital providers (20 interviews), companies who have gained private equity investments (28 interviews), and companies who are likely / not likely to use private equity investments in the future (58 and 372 online survey respondents, and 26 and 7 phone interviews, respectively). We consider the studied samples to be representative enough to provide reliable results.

For the purposes of this study, companies who are likely to use private equity investments were considered to be companies that have growth potential and see the need for private equity investments in order to realize this potential, and are also likely to attract potential investors. To get a comprehensive overview of the private equity investments market and the problems therein, both the supply- and demand-side were analyzed.. The study included the mapping and analysis of the possibilities for attracting private equity investments, the impact of their limited availability on the development of companies, the entrepreneurs' awareness of private equity investments, and problems related to providing and using private equity investments.

The key findings of the study are as follows:

The Estonian start-up, early growth and expansion stage companies have considerable growth potential - they have detected numerous opportunities for growth in terms of both extending their activities on the Estonian market as well as breaking into new foreign markets. Most of the companies anticipate, on the realization of their growth potential, an average of more than 10-20% increase in their annual turnover. They have already reached the conclusion that their operating profit is not enough to realize their before-mentioned growth potential and they need additional equity capital – this need is greater than their need for bank loans and

equals their need for government grants. This means that the Estonian growth companies have the need for and are likely to use private equity investments.

- ▶ The study revealed that despite their need for private equity investments, the willingness of companies to use third party private equity investments was low. It became evident that growth companies do not want to give up control or share their holding. Upon a closer look, however, it can be seen that many of the perceived problems and fears are most probably caused by the companies' lack of knowledge about equity capital investments. During the phone interviews, many of the companies said they would probably be more willing to use private equity investments, if they knew more about them. For the reasons given above, this study will probably fail to provide an accurate overview of the potential private equity demand on the Estonian market – the demand for private equity investments could potentially be much higher than the need for (third party) private equity the companies themselves have already determined.
- ▶ The meeting of the demand for private equity investments is hindered by their extremely limited supply. The supply of private equity investments is currently inadequate on the Estonian market in all the investment ranges (EUR 0.2-20 million) and company development stages covered in this study. The main problem here is the lack of any real competition among capital providers. There are presently no competing local institutional investors with sufficient financial resources on the market who, unlike pension funds and investors of HNWI money, would have fixed time limits and motivation to make the investments. The supply is expected to increase following the establishment of the Baltic Investment Fund (BIF), but it has to be taken into account that BIF is not targeted solely at the Estonian market, but at all the Baltic States and beyond. In addition, BIF will not cover the demand of companies who are in start-up stage or need investments that fall below EUR 1-2 million.

The study indicated a need for the state to implement measures to raise the awareness of companies and increase the supply of private equity investments. If this is not done, the potential of private equity investment demand will not be fully realized and companies won't be able to achieve their growth potential in the most optimal way. During an expert workshop (list of participants in Annex 4) held within the framework of this study, which was aimed at tackling the same above-mentioned problems, the following recommendations and propositions were made for developing the private equity market.

- ▶ **Raising the awareness of entrepreneurs**

The workshop participants believed that the best way to raise awareness is to promote the formation of teams of numerous local fund managers and to motivate them to educate the market. This could be facilitated, for example, by the establishment of a state-run fund-of-funds where local teams are selected as fund managers. This way, the local fund managers would gain available capital and be subject to fixed time limits for investing it, and would therefore be motivated to actively look for suitable companies where to invest and to meet and talk to the entrepreneurs. This would facilitate a gradual rise in the companies' awareness and interest.

The awareness of entrepreneurs would also benefit from the creation of a web page or portal where information on the basics of equity investments, and the related possibilities and capital providers would be available in a well-structured manner and in the Estonian language. The entrepreneurs thought such portal to be especially handy in situations where they are approached by an adviser or fund manager, and they need to acquaint themselves with the topic via an independent source. It is not enough, however, to make this information available, but the idea of private equity investments needs to be promoted among companies, and the companies educated and informed about the available information and possibilities.

The responsibility for raising the awareness of entrepreneurs should not be placed entirely on the state, but to a large extent delegated to the relevant competent associations like EstVCA, Finance Estonia, EstBAN and the Estonian Fund Managers Association.

▶ **Increasing the supply of private equity investments**

The establishment of a new fund-of-funds (in addition to BIF) planned in co-operation between the Ministry of Economic Affairs and Communications, the Estonian Development Fund and KredEx, is considered vital for covering the demand of companies who are in start-up stage or need private equity investments that fall below EUR 1-2 million. With respect to this, the state should consider providing additional incentives (e.g. amplification of the rate of return and/or protection against failure) and ensuring a relatively high level of state participation (e.g. 70:30 or 90:10), that would improve the risk-reward ratio and increase the capital providers' interest in participating in this new fund-of-funds.

It is also vital to increase the role of Estonian pension funds on the Estonian private equity market – they would introduce additional capital to the market and their increased activity would draw in new investments (e.g. foreign investors). In order to facilitate this, it is first advisable to substantially reduce the investment restrictions that currently apply to the pension funds. The restriction that needs the most attention is probably the 10% limit of holding in target company. The second step should be the introduction of indirect incentives in the form of increasing the stability of local economic policy and reducing the risks associated with investments in Estonia, which would make the risk-reward ratio of investments more suitable for the pension funds' investment portfolios. It is also recommended that more instruments should be created that would facilitate the pension funds' investments in Estonia (e.g. the already operational BIF and the planned new fund-of-funds).

▶ **Ensuring a stable economic policy**

Estonia should strive for a stable economic environment, including economic policy and judicial system. Sudden changes in tax (waterway charges, natural resource charges) and subsidy (renewable energy subsidies) policies increase the risk of investing into regulated sectors and consequently make it difficult for the entrepreneurs and investors to develop their companies and provide capital.

Weak investor protection and lenient judicial practice have also substantial negative impact on investment activity. This problem affects above all pension funds. The study does not provide a detailed overview of the current status of investor protection and judicial practice, but this is a topic that the capital providers feel should be definitely analyzed in more detail in order to come up with specific recommendations to address these problems.

Reading, interpreting and using the results of this study should be done in view of the following restrictions:

- ▶ **The study does not cover the whole private equity market.** It focuses only on growth capital and covers buyouts and exits that form an important part of this market only to a limited extent.
- ▶ **The study does not cover all growth companies.** It focuses on traditional Estonian growth companies and covers the financing of innovative start-ups only to a limited extent.

In order to maximize the benefit of this study, we recommend the following steps to be taken:

- ▶ The recommendations in this study should be investigated in more detail in order to devise the necessary measures.

- ▶ The state should conduct cost-benefit and impact analyses of the potential fund-of-funds and other measures, taking into consideration also their socioeconomic benefits.
- ▶ The appropriate instruments (investment, guarantee, subsidy, etc.) should be selected for the fund-of-funds and other measures according to the respective results of their cost-benefit and impact analyses.
- ▶ Measures should be devised for keeping the headquarters of Estonian companies in Estonia.

Mõisted

Alljärgnevalt on toodud ülevaade antud uuringu kontekstis kasutatud terminoloogiast koos selgitustega. Tegemist on antud uuringu kontekstis kasutatud definitsioonidega, mis võivad erineda mõningal määral nende üldlevinud kasutusest.

Eesti ettevõtte – ettevõtte, mille peakontor asub Eestis ehk mille strateegilised juhtimisotsused, nagu nt investeeringute kaasamine, langetatakse Eestis. Eesti ettevõtte omanikud võivad antud definitsiooni järgi olla ka välismaised isikud.

Erakapitaliinvesteering – omakapitaliinvesteeringu alamliik, mis keskendub riskikapitaliga võrreldes hilisemas arengufaasis ja traditsioonilisemates sektorites olevatele ettevõtetele.

Ettevõtte/ettevõtja – veebiküsitlusele vastanud Eesti ettevõtte, kes valiti veebiküsitluse valimisse 2010. aasta töötajate arvu, käibe ja bilansi mahu põhjal. Ettevõtte sihtrühm jaguneb potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavateks ja mittekaasavateks ettevõteteks, tuginedes veebiküsitluse omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastustele.

Fondifond (*fund-of-funds*) – omakapitalifond, mis ei investeri otse ettevõtete aktsiatesse, vaid teistesse omakapitalifondidesse (st fondifondi investeeringud on kaudsed investeeringud, mitte otsesed investeeringud).

Hääbumisfaas (*decline*) – ettevõtte arengufaas, kus müügitulu on vähenemas, ettevõtte või tööstusharu kui selline tõrjutakse välja uute ettevõtete või tööstusharude poolt.

Kapitali kaasanud ettevõtte – Eesti ettevõtte, kes on kaasanud kas professionaalselt finantsinvestorilt või strateegiliselt investorilt omakapitaliinvesteeringuid (sh era- ja riskikapitaliinvesteering, *mezzanine*). Aruandes nimetatud ka kui kapitali kaasanud. Oluline on pöörata tähelepanu sellele, et ettevõtete täielikud ülevõtmised (*buyout*) ja väljumised (*exit*), mis on omakapitaliinvesteeringute alamliigid, on uuringusse kaasatud vaid vähesel määral, sest uuringu fookuses on peamiselt vaid kasvukapitali (*growth capital*) kaasamised, kus ettevõtet ei osteta täielikult välja. Seetõttu ei kata uuring kogu omakapitali turgu.

Kapitali pakkuja – strateegiline ja finantsinvestor, kes pakub Eesti turul omakapitaliinvesteeringuid.

Kasumlik kasvuvõimalus – ettevõtte kasvuvõimalus, mille elluviimise eeldatav väärtus kataks tehtud investeeringu maksumuse ja investeerimisriski (st nõutava tootluse).

Kasvuettevõtte – ettevõtte, mis on tuvastanud lähiaastateks kasumlikke kasvuvõimalusi ja omab ka huvi nende realiseerimiseks.

Laienemisfaas (*expansion*) – ettevõtte mastapase laienemise periood. Finantseerivad reeglina strateegilised investorid või riskinvestorite sündikaadid. Õnnestumise korral kulmineerub faas väljaostmisega strateegilise investori poolt või näiteks aktsiate börsil noteerimisega.

Mezzanine tüüpi investeering – laenukapital, mida laenuandja saab soovi korral teatud tingimustel konverteerida omakapitaliks või osaluseks ettevõttes.

Omakapitaliinvesteering (*private equity*) – investori otsene või kaudne (kuid mitte läbi börsi) investeering ettevõtte omakapitali, mille tulemusel omandab investor vähemus- või enamusosaluse ettevõtte omakapitalis, osaleb tulevase kasumi jaotamises ning võib lisaks osaleda teatud määral ka ettevõtte juhtimises. Omakapitaliinvesteeringutena käsitleme era- ja riskikapitali investeeringuid ning *mezzanine*'i, aga uuringu fookusest jäävad välja täielikud ülevõtmised ja väljumised.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasav ettevõtte – Eesti ettevõtte, mis omab potentsiaali omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks kasvuvõimaluste olemasolu tõttu ning peab kasvuvõimaluste realiseerimise finantseerimiseks vajalikuks omakapitaliinvesteeringute kaasamist. Joonistel tähistatud kui „PE jah“.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid mittekaasav ettevõtte – Eesti ettevõtte, mis omab potentsiaali omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks kasvuvõimaluste olemasolu tõttu ning mis oma majanduslike näitajate põhjal (käive, töötajate arv, ennustatav käibe kasv) võiks pakkuda huvi ka kapitali pakkujale, kuid mis ei pea kasvuvõimaluste realiseerimisel vajalikuks omakapitaliinvesteeringute kaasamist. Joonistel tähistatud kui „PE ei“.

Riskikapitaliinvesteering (*venture capital*) – omakapitaliinvesteeringu tüüpi investeering, mis on enamjaolt suunatud kõrgtehnoloogia valdkonna varajase faasi (*start-up*) ettevõtetele, olles seejuures kõrgema riskitasemega, kuid ka kõrgema oodatava tootlikkusega.

Seemnefaas (*seed*) – ettevõtte arengufaas, mille puhul võib ettevõttel olemas olla toote või teenuse prototüüp, mis vajab täiendavat testimist. Ettevõtte ei ole valmis turule minema. Investeeringud peamiselt äriinglid ja nii era- kui avaliku sektori seemnekapitalifondid; samuti kasutatakse riiklikke toetusi.

Tark raha (*smart money*)¹ – investeeringud investorite poolt, keda peetakse kogenuks, hästi informeerituteks ja teadlikuks valdkondades, kuhu nad investeerivad.

Varajane faas (*start-up*) – turule sisenemise faas: ettevõtted sisenevad toote või teenusega turule, loovad referentside pagasit, valmistuvad tegevuse laiendamiseks. Investeeringud varase faasi riskikapitalistid, äriinglite sündikaadid ning vahel harva ka strateegilised investorid.

Varajane kasvufaas (*early growth*) – ettevõtte kasvuperiood: ettevõtte on mõnel turul oma positsiooni juba kindlustanud ja otsib agressiivselt võimalusi selle laiendamiseks. Traditsiooniliste riskikapitaliinvestorite investeeringute valdkond. Investeeringud ka strateegilised investorid; võimalusel kasutatakse laenu raha.

Äriidee faas (*pre-seed*) – ettevõtte arengufaas, mille puhul on ettevõtjal olemas äri- või toote idee, mis vajab analüüsi või äriplaani kirjutamist jms. Investeeringud enda, pere ja sõprade raha, kaasatakse riiklikke toetusi (nt teadus- ja arendustegevuse toetused).

Äriingel (*business angel*)² – jõukas ja varasema ärikogemusega eraisik, kes investeerib peamiselt ühes konkreetses valdkonnas seemne- ja varajase faasi ettevõtetesse. Äriingli eesmärgiks on teha otseinvesteeringuid alustavatesse suure kasvupotentsiaaliga ettevõtetesse, pakkudes lisaks finantsinvesteeringule ka oma teadmisi, kontakte ning juhtimisoskust.

¹ Investopedia [<http://www.investopedia.com/terms/s/smart-money.asp>]

² Riskikapitali vikipeedia [<http://riskiviki.wordpress.com/turuosalised/ariingel-business-angel/>]

Sissejuhatus

Ernst & Young Baltic AS viis Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse tellimusel läbi „Kapitali kättesaadavuse uuringu“, mille eesmärgiks oli kaardistada ja analüüsida omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse ja kaasamise võimalusi Eesti ettevõtete jaoks ning nõudlust omakapitaliinvesteeringu kaasamiseks, et tuvastada turutõrked ja muud kitsaskohad ning esitada riigile soovitusel ja ettepanekud omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamiseks. Töö algus oli 09.11.2012 ja töö valmimise tähtaeg 09.07.2013.

Uuring on ajendatud Eesti riigi eesmärgist tõsta ettevõtlussektori konkurentsivõimet. Kuna senini on ettevõtted oma laienemisel ja kasvamisel kasutanud lisavahendina põhiliselt pangalaene ja ettevõtlustoetusi, on ettevõtete kasv olnud potentsiaalselt piiratud. Seega kaalub riik, kas ja millised omakapitaliinvesteeringute turu toetusmehhanismid on vajalikud ja efektiivsed, et parandada ettevõtete ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele.

Hiljutisest Euroopa Investeeringufondi (*European Investment Fund*) ülevaatest ilmnes, et Eesti omakapitaliinvesteeringute osakaal SKP-st oli 2011. aasta seisuga 0,040%, mis on madalam kui Lätis (0,112%) ja Leedus (0,087%). Seejuures on Euroopa keskmine näitaja 0,326%, mis paneb Eesti 24. kohale Sloveenia, Horvaatia, Moldova, Bulgaaria, Slovakkia, Kreeka ja Serbia ette.

Käesoleva uuringuga paralleelselt on riik astunud esimesed sammud omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks (sh Baltic Innovation Fundi³ asutamine ja uue fondifondi loomise alustamine) ning hakanud tegema koostööd mitmete huvigruppide esindajatega (nt EstVCA, Finance Estonia, EstBAN). Seetõttu võeti antud uuringu läbiviimisel arvesse ka juba käimasolevaid protsesse, turul toimunud muutusi ja nende eeldatavaid tulemusi.

Uuringu fookuses olid traditsioonilised Eesti kasvuettevõtted, kes võiksid vajada oma kasvuvõimaluste realiseerimiseks omakapitaliinvesteeringuid. Uuringus kaeti vähesel määral ka varase kasvufaasi ja kõrgtehnoloogia valdkonna ettevõtteid ning nende valdkondade investoreid, kuid seda ainult täieliku ülevaate saamiseks Eesti omakapitaliinvesteeringute turust. Lähteülesandest tulenevalt käsitleti omakapitaliinvesteeringutena kasvukapitalile suunatud investeeringuid, mille alla kuulusid era- ja riskikapitaliinvesteeringud ning *mezzanine* tüüpi investeeringud. Uuringu fookusest tulenevalt ei analüüsitud eraldi ülevõtmisi (*buyout*) ja väljumisi (*exit*), mis moodustavad tegelikult olulise osa omakapitaliinvesteeringute turust. Uuringu ulatusest oli väljas ka börs kui võimalik finantseeringu allikas.

Eesti omakapitaliinvesteeringute turu kaardistamiseks ja omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse hindamiseks tugineti kolmele uuringu sihtrühmale: kapitali pakkujatele, kapitali kaasanud ettevõtetele ja potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatele ettevõtetele. Viimase all mõeldakse ettevõtteid, kes omavad kasvupotentsiaali ja võiksid olla huvitatud omakapitaliinvesteeringute kaasamisest ning pakuksid huvi ka investoritele. Et omandada parem arusaam ettevõtjate vastumeelsuse põhjustest, koguti informatsiooni ka omakapitaliinvesteeringute kaasamisest mittehuvitatud ettevõtjatelt.

³ BIF on Euroopa Investeeringufondi (EIF) ning Eesti, Läti ja Leedu poolt loodud fondifond, mis investeerib 100 miljonit eurot era- ja riskikapitali investeeringufondidesse, mis investeeritakse edasi peamiselt väike- ja keskmise suurusega ettevõtetesse nende kasvu kiirendamiseks. EIF investeerib fondi loomiseks 40 miljonit eurot, millele lisandub 20 miljonit eurot Eesti (KredEx), Läti (LGA) ja Leedu (Invega) riiklikelt agentuuridelt.

Uuringus käsitletud valimid olid sihtrühmade lõikes järgmised:

- ▶ Kapitali pakkujate netovalimi suuruseks oli 20 investorit, mis hinnanguliselt moodustab valdava enamuse Eesti turul kaardistatud kapitali pakkujatest. Kapitali pakkujatega viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud.
- ▶ Kapitali kaasanud ettevõtete netovalimi suuruseks kujunes 28 ettevõtet, mis moodustab 33% sihtrühma brutovalimist ehk kaardistatud kapitali kaasanud ettevõtetest. Kapitali kaasanutega viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud, mille jaoks kasutati potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete veebiküsitluse teemavaldkondadega sarnanevat intervjuuankeeti.
- ▶ Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete valimi moodustamisel tugineti Äriregistri andmetele. Brutovalim ettevõtete üldkogumist moodustati 2010. aasta andmete põhjal: tegutsemisaeg (vähemalt 3 aastat), töötajate arv (3-500 töötajat), käive (200 000 - 50 000 000 eurot) ja bilansimaht (kuni 43 000 000 eurot). Ettevõtete netovalimiks kujunes selle põhjal 9196 ettevõtet. Neile saadetud veebiküsitlusele saadi 615 vastust, aga veebiküsitluse tulemuste põhjal rakendati täiendavaid tingimusi, lähtudes vastustest kasvuvõimaluste olemasolu ja vajaliku investeeringu suuruse (200 000 - 20 miljonit eurot) kohta. Täiendavate tingimuste rakendamise tulemusel analüüsiti kokku 434 ettevõtte vastust, kellest 58 ettevõtet olid juba tuvastanud potentsiaalse vajaduse omakapitaliinvesteeringute kaasamise järele. 58-st ettevõttest 26-ga ning ülejäänutega (st potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid mittekaasavatega) 7-ga viidi läbi telefoniintervjuud.

Kuigi kõikide uuringus käsitletud valimi alamkategoriate puhul pole tagatud statistiline usaldusväärsus (st kapitali pakkuja ja kapitali kaasanud), peame valimit üldistaval tasandil siiski representatiivseks ja hindame tulemuste sisulist usaldusväärssust heaks. Uuringu läbiviimise meetodikat, valimite representatiivsust ja sellega kaasnevat piiranguid on kajastatud käesoleva aruande lisas 1 „Metoodika“.

Uuringu sihtrühmadelt analüüside teostamiseks vajaliku informatsiooni kogumiseks viidi uuring läbi kolmes etapis:

- ▶ Ettevalmistustööd

Ettevalmistustööde käigus täpsustati uuringu ulatus ja töötati koos Tellijaga välja uuringu lähteülesandele tuginev uuringuküsimuste kava. Uuringu ulatuse täpsustamiseks viidi läbi kaks ekspertintervjuud, et arutada intervjuueeritavatega uuringu rõhuasetust. Samuti koostati sihtrühmade andmete kogumiseks ankeedid.

- ▶ Andmete kogumine

Andmete kogumise etapi keskmes oli veebiküsitluse, telefonintervjuude ja vahetute intervjuude läbiviimine kapitali pakkujate, kapitali kaasanud ja potentsiaalselt kapitali kaasavate ettevõtete esindajatega. Lisaks viidi läbi ka taustamaterjali analüüs.

- ▶ Uringuaruande koostamine

Uringuaruande koostamiseks viidi kõigepealt läbi veebiküsitluse käigus kogutud andmete statistiline analüüs ning koondati küsitluse ja intervjuude teel kogutud kvalitatiivsed andmed. Andmeanalüüsi keskmes oli sünteesiv andmeanalüüs, kus kvalitatiivseid andmeid kasutati kvantitatiivsete andmete täiustamiseks ja tehtud järelduste kinnitamiseks.

Samuti viidi uringuaruande koostamise jaoks läbi valideerimiseminar ehk ekspertide töötuba (osavõtjate nimekiri on lisas 4), mille käigus tutvustati uuringu esmaseid tulemusi ning sõnastati järeldused ja töötati riigile välja ettepanekud omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamiseks.

Tulenevalt lähteülesandes toodud uurimisteedest on uuringuaruande sisuline käsitus jagatud kaheks keskseks peatükiks: omakapitaliinvesteeringute nõudlus (ptk 2.1) ja pakkumine (ptk 2.2). Neid täiendavad omakapitaliinvesteeringute teoreetiline kirjeldus koos lühiülevaadetega välisriikide praktikatest (ptk 1).

- ▶ Teoreetilise kirjelduse eesmärgiks on anda lugejale ülevaade omakapitaliinvesteeringute teemavaldkonnast. Sealhulgas käsitletakse teemasid, mis ei ole käesoleva uuringu fookuses, kuid mille käsitlemine on oluline omakapitaliinvesteeringute valdkonnast tervikliku ülevaate saamiseks.
- ▶ Välisriikide praktikate kirjelduste eesmärgiks on tuua näiteid erinevates riikides rakendatud meetmetest. Samas ei ole eesmärgiks anda põhjalikku ülevaadet meetmete täpsematest rakendusmehhanismidest ja avaldunud mõjust.
- ▶ Omakapitaliinvesteeringute pakkumise peatükis on esitatud omakapitaliinvesteeringute pakkumise kaardistus investorite tüüpide, investeerimismahtude ja erinevate instrumentide lõikes. Kirjeldatud on ka omakapitaliinvesteeringute pakkumise tingimusi ning intervjueritud kapitali pakujate poolt väljatoodud omakapitaliinvesteeringute pakkumisega seotud probleeme.
- ▶ Omakapitaliinvesteeringute nõudluse peatükis esitatud informatsioon on kogutud kapitali kaasanud ja kapitali potentsiaalselt kaasavatelt ettevõtetelt. Seejuures keskendutakse teemadele nagu ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkonnades, ettevõtjate huvi ja vajadus omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu, omakapitaliinvesteeringute kättesaadavus, ettevõtjate ootused omakapitaliinvesteeringute kaasamisele, ettevõtete esindajate suhtumine omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustesse ning kapitali kaasanud ettevõtjate poolt kogetud probleemid omakapitaliinvesteeringute kaasamisel.

Uuringu tulemused võtab kokku eraldiseisev koondjärelduste ja soovitude peatükk (ptk 3), milles on kirjeldatud intervjuude ja veebiküsitluse käigus esile tõstetud ning töötoa käigus konkretiseeritud soovitud ja ettepanekud riigile Eesti omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks ja omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamiseks.

1. Omakapitaliinvesteeringud, riiklik sekkumine ja välisriikide praktikad

1.1 Ülevaade omakapitaliinvesteeringutest

Omakapitaliinvesteering (*private equity*) on investori otsene või kaudne investeering ettevõtte omakapitali, mille tulemusel omandab investor osaluse ettevõtte omakapitalis. Omakapitaliinvesteering võib olla suunatud kas ettevõttele kasvukapitali andmisele (*growth capital*), praeguste omanike väljaostmisele (*buyout*) või nende kombinatsioonile.

Käesoleva uuringu peamiseks fookuseks on kasvukapitali kaasamise investeeringute kättesaadavus, aga kuna see esindab vaid üht osa omakapitali turust, oleme konteksti andmise eesmärgil lühidalt kirjeldanud ka teisi omakapitali liike. Samas rõhutame, et uuringust on selle piirangu tõttu suuresti välja jäänud väljaostu ja väljumiste omakapitaliinvesteeringud. Seda piirangut tuleb meeles pidada kõikides turu suurust ja omakapitali kättesaadavust käsitlevates peatükkides.

Omakapitaliinvesteeringu tüübid

Kasvukapital (*growth capital*) on investeeringu tüüp, kus kapitali kaasamise peamine eesmärk on ettevõtte tulevase kasvu finantseerimine. Puhtakujulise kasvukapitali investeeringu puhul ei osta uus investor seejuures olemasolevaid omanikke välja, mis tähendab seda, et kapital investeeritakse ainult ettevõttesse ning aktsionäride vahel raha ei liigu ja endised aktsionärid ei lahku.⁴ Kapitali pakkuja võib olla nii finants- kui ka strateegiline investor.

Kasvukapitali hulka võib liigitada näiteks järgmised investeeringud:

- ▶ Riskikapitaliinvesteeringud (*venture capital*) on suunatud eelkõige varajaste arengufaaside innovaatilistele ettevõtetele, mis tegutsevad tihtipeale kõrgtehnoloogia valdkonnas (nt IT *start-up*'id).⁵ Riskikapitaliinvesteeringuid iseloomustab küll kõrgem riskitase, kuid ka kõrgem oodatav tulusus. Riskikapitali puhul on tüüpiline, et investorid võtavad investeeritavates ettevõtetes aktiivse rolli, loovad ettevõttele läbi oma kompetentsi, ärikogemuse ja kontaktidebaasi lisaväärtust ning ei jää ainult kapitali pakkuja rolli.
- ▶ Erakapitaliinvesteeringud (mida mõnikord nimetatakse ka üldnimetusega omakapitaliinvesteeringud ehk *private equity*), mis on riskikapitaliga võrreldes suunatud hilisemates arengufaasides ja traditsioonilisemates sektorites olevatele kasvavatele ettevõtetele.
- ▶ *Mezzanine* investeeringud on laenukapital, mida laenuandja saab soovi korral konverteerida omakapitaliks või osaluseks ettevõttes, kui ettevõtte müüakse või täidetud on muud konverteerimise tingimused.

Väljaostude (*buyout*) eesmärk on omandada pigem juba turul kinnistunud ja küpsemaid ettevõtteid, sest tihtipeale kaasab investor väljaostu finantseerimiseks laenukapitali ning ettevõtte peab olema võimeline seda teenindama. Puhtakujulise väljaostu korral ei investeerita ettevõttesse lisakapitali (st raha liigub vaid aktsionäride vahel), kuigi väljaostuga võib tihtipeale kaasneda uus juhtkond, ettevõtte restruktureerimine ning uuele kasvule suunamine ettevõtte olemasolevate ressursside ja lisanduva laenukapitali kaasabil. Väljaost ei pruugi tähendada 100%-list osaluse omandamist, kuid enamasti eeldab väljaost siiski ettevõtte üle teatud kontrolli saavutamist.

⁴ Rin, M., Hellmann, T., Puri, M. A survey on Ventura capital research. Handbook of the Economics of Finance, Vol 2, 2010.

⁵ Rin M., Nicodano, G., Sembenelli, A. Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets. European Central Bank, Working Paper Series, no. 430, 2005.

Väljaostude hulka võib liigitada näiteks järgmised investeeringud:

- ▶ Kolmanda osapoole poolt laenukapitali abil teostatud väljaostud (*leveraged buyout* ehk LBO), mille tulemusel jääb laenukoormus ettevõtte kanda.
- ▶ Juhtkonnapoolsed väljaostud (*management buyout* ehk MBO), mis teostatakse tihtipeale lisaks finantsinvestori panusele ka laenukapitali abil, kusjuures laenukoormus jääb ettevõtte kanda.
- ▶ Väljaostud, mis ei ole tingimata otseselt laenukapitali abil teostatud – näiteks esmane ja teisene väljumine (*primary* ja *secondary exit*), mis tähistavad vastavalt esimese ja teise ringi omakapitaliinvestorite väljumist ettevõttest.

Tihtipeale võivad investorid peale ettevõtte omandamist investeerida ettevõttesse ka täiendavat kapitali selle edasiarendamiseks (ülevõtmise ja kasvukapitali kombinatsioon). Rõhutame siinkohal veelkord, et uuringus keskendume peamiselt vaid kasvukapitali kaasamise võimalustele, mitte väljaostudele.

Omakapitaliinvestorid

Investorid võib kõige üldisemalt jagada kahte gruppi – finantsinvestorid ja strateegilised investorid. Finantsinvestoreid iseloomustab nende planeeritava investeerimisperioodi lühidus, mis jääb üldiselt vahemikku 3-7 aastat ja on harva sellest pikem. See on nii, sest finantsinvestori ettevõttesse sekkumise eesmärk on ettevõtte väärtuse kiire kasvatamine, mis võib toimuda ettevõtte ümberkorraldamise, agressiivse laiendamise vms abil. See võimaldab investoril saada kõrgemat tulusust kui stabiilselt kasvava ettevõtte puhul. Seejärel müüb investor ettevõtte järgmisele omanikule, kes on eeldatavasti madalama tootlusootuse ja pikema investeerimishorisondiga (näiteks strateegilised investorid või investorid läbi aktsiaturgude) või kes planeerivad ettevõttes uut suuremat muutust (näiteks teise ringi finantsinvestorid). Seetõttu on finantsinvestori investeerimisstrateegias väga olulisel kohal investeringust väljumise võimalused ja vastavad omakapitali turud. See näitab, et uuringus käsitletavat omakapitaliinvesteeringute turgu ei saa vaadata isolatsioonis teistest kapitaliturgudest.

Strateegiline investor eristub finantsinvestorist sellega, et on huvitatud ettevõtte pikaajalisest arendamisest. Strateegilise investori eesmärgiks ei ole ettevõttest peale kiire väärtuse kasvu saavutamist väljuda. Sellesse kategooriasse kuuluvad näiteks turul juba tegutsevad ettevõtted, mis otsivad olemasoleva äritegevuse kasvu- või sünergiavõimalusi.

Finantsinvestorite hulka kuuluvad näiteks institutsionaalsed investorid (sh pensionifondid, erakapitali fondid, fondifondid, kindlustusfondid, sihtasutuste fondid, riiklikud investeerimisfondid jne), äriinglid, varakad isikud (*high net worth individuals*) jne. Äriinglid on väiksemahulisi investeeringuid tegevad jõukad eraisikud, kes ei pruugi nõuda kontrolli ettevõtte üle. Nad omavad tihtipeale kogemust samas sektoris ja nõustavad aktiivselt ettevõtteid, kuhu on investeerinud.⁶ Äriinglid kuuluvad tüüpiliselt varakate isikute hulka, aga kõik varakad isikud ei pruugi ettevõtteid, kuhu nad investeerivad, aktiivselt nõustada (sh ei pruugi omada selleks vajalikke kogemusi).

Institutsionaalsed investorid (ja lisaks ka varakad eraisikud) investeerivad tihtipeale läbi ühekordse fondistruktuuri, kus investorid võtavad endale kohustuse eraldada fondile teatud ajaperioodi jooksul teatud investeerimissummad. Fondi juhivad fondijuht, kes on ka ise üks investoritest, aga kellel erinevalt ülejäänud investoritest (nn *limited partners*) on piiramatult vastutus fondi käekäigu osas (nn *general partner*). Fondijuht saab fondijuhtimise- ja edukustasusid. Fondijuht peab tegema kindla ajaperioodi jooksul ettenähtud mahus investeeringud ning kindla ajaperioodi vältel neist ka väljuma.

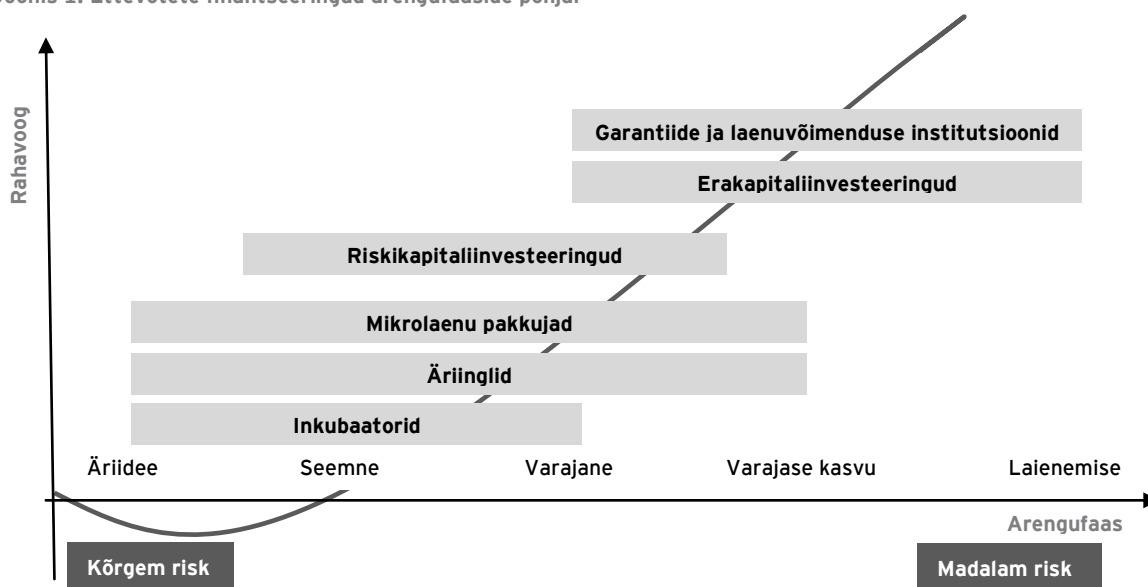
⁶ Fenn, G. W., Liang, N., Prowse, S. The Economics of the Private Equity Market. 1995.

See tekitab investeringute tegemiseks ajalise surve. Fondistruktuuri puudumisel (nt äriinglite ja otse ettevõtetesse investeerivate institutsionaalsete investorite puhul) sellist survet ei ole.

Omakapitaliinvesteeringu liigi seos ettevõtte arengufaasiga

Ettevõtetele sobiva investeeringu tüüp sõltub ettevõtte arengufaasist, investeeringu suurusel ja riski-tulususe määrast (joonis 1). Nii on äriinglid suunatud pigem ettevõtetele äriidee faasist kuni varajase faasini. Riskikapitaliinvesteeringud on suunatud samuti varajasemate faaside ettevõtetele - pigem investeeritakse juba väljatöötatud äriideega ettevõtetesse, mis on valmis turule minema, aga mõnikord ka ettevõtetesse, kelle äriidee pole veel lõplikult välja töötatud (st seemnefaasis). Erakapitaliinvesteeringuid kaasatakse pigem madalama riskitasemega ettevõtetesse, st varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtetesse.

Joonis 1. Ettevõtete finantseeringud arengufaaside põhjal⁷



Uuringud näitavad, et üldiselt on omakapitaliinvesteeringuid kaasanud ettevõtted keskmisest paremini toimivad ja neil on tugev juhtimispraktika. Näiteks on omakapitaliinvesteeringute tulemusena tähendatud keskmisest suuremat töökohtade loomist, tootlikkuse ja vara kasvu väikse ja keskmise suurusega ettevõtetes. Samuti kasvavad sektorid, kuhu omakapitaliinvesteeringuid on suunatud, teiste sektoritega võrreldes kiiremini.⁸

1.2 Riigi roll omakapitaliinvesteeringute turu arendamisel

Riiklik sekkumine omakapitaliinvesteeringute turu elavdamiseks on oluline, kui ettevõtete kapitali nõudlust mõjutavad erinevad turutõrked. Seejuures ei tohiks ülemäära rakendada riiklikke toetusmehhanisme, sest see võib viia kapitali üleakumuleerimiseni ja turumoonutusteni ning kahjustada omakapitaliinvesteeringute nõudlust ja pakkumise kvaliteeti. Üleliigne riiklik sekkumine põhjustab turu ebastabiilsust.⁹ Teisest küljest on riiklik sekkumine aga keskse tähtsusega, kui ettevõtted on alarahastatud.¹⁰

⁷ Kaemer, E., Lang, F., Gvetadze, S. European Small Business Finance Outlook. European Investment Fund, 2012.

⁸ Globalization of Alternative Investments - The Global Economic Impact of Private Equity Report. World Economic Forum, Working Papers Volume 3, 2010.

⁹ Dubocage, E., Rivaud-Danset D. The Development of Venture Capital in Europe - The Role of Public Policy. 2002.

¹⁰ The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective. 2007, IKED.

Omakapitaliinvesteeringute turgudel võivad esineda näiteks järgmised turutõrked¹¹:

- ▶ Nõudluse turutõrked
 - ▶ Reaalsete kasvuväljavaadetega ettevõtted ei suuda vaatamata oma potentsiaalile äri võimalust ja ideed investorile maha müüa tulenevalt kehvast äriplaani kvaliteedist või ebapiisavatest äri oskustest.
 - ▶ Väikesed investeeringuid vajavad ettevõtted, mis ei saa laenu tulenevalt oma kõrge riskitasemest, on vastumeelsed omakapitaliinvesteeringute kasutamisele, sest sellised investeeringud vähendavad nende osalust ja kontrolli ettevõttes.
- ▶ Pakkumise turutõrked
 - ▶ Investorid keskenduvad hilisema arengufaasi investeeringutele, kus tootlikkus on madalama riskiga. Seega jäävad varajases faasis ettevõtted alarahastatuks.
 - ▶ Institutsionaalsed investorid kalduvad investeerima ainult suurettevõtetesse, sest nad ei usu, et väikeettevõtted suudaksid võistelda suurettevõtete riskitaseme ja tulususe määraga, võttes arvesse ka investeeringu tegemise ja monitoorimise kulusid. Seega jäävad väiksemad ettevõtted alarahastatuks.
 - ▶ Ettevõtjad mõistavad paremini ettevõtte äriske kui potentsiaalsed investorid. Selline informatsiooni asümmeetria põhjustab alainvesteeringuid.

Riigi tugi peaks olema mitmekülgne, hõlmates muuhulgas kaudset rahalist tuge (nt läbi fondifondi), informatsiooni ja harimisvõimaluste tagamist, ettevõtetele ja investoritele spetsiifiliste omakapitaliinvesteeringute kaasamise võimaluste kohta informatsiooni levitamist ning maksusüsteemide kasutamist äriinglite investeerimisaktiivsuse ergutamiseks.¹² Erinevates riikides on töötatud välja erinevaid, nii kaudseid kui otseseid, sekkumismeetmeid (tabel 1).

Tabel 1. Riiklikud otsesed ja kaudsed meetmed omakapitaliinvesteeringute turu toetamiseks¹³

	Nõudluspoolsed meetmed	Pakkumispoolsed meetmed
Otsesed meetmed	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Riiklikud inkubaatorid 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Riiklikult finantseeritud omakapitaliinvesteeringute fondid (sh fondifondid)
Kaudsed meetmed	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ettevõtluse soodustamine ▶ Tööjõu arendamine ▶ Inkubaatorid, teadus- ja tehnoloogiaparkide ja klastrite loomise soodustamine (st mitte riigi poolt finantseeritavad inkubaatorid) ▶ Teadlikkuse ja info kättesaadavuse tõstmisele suunatud programmid 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Allapoole suunatud (<i>down-side</i>) investeeringu kaitsemehhanismid (nt riigi ja erainvestori koostöös tehtud investeeringu ebaõnnestumisel suurema riski jätmise riigile) ▶ Ülespoole suunatud (<i>up-side</i>) investeeringu tootluse võimenduse skeemid (nt riigi ja erainvestori koostöös tehtud investeeringu puhul riigi tulunormi piiramine ning operatiivkulude katmine riigi poolt) ▶ Investeeringutest väljumise võimaluste parendamine (nt. aktsiaturgude elavdamine) ▶ Äriinglite võrgustike loomise soodustamine ja nende koolitamine ▶ Maksusoodustuste sisseviimine

Omakapitaliinvesteeringute fondid

Riiklikult finantseeritud fondid loodi Euroopas algul eraldiseisvate riiklike fondidena (nt Eestis Arengufondi riskikapitali fond), mida juhtisid riigiametnikud. Kiirelt ilmnes, et selline lähenemine on ebasobiv, sest investeerimisotsuseid hakati poliitiliselt mõjutama ja riigiametnikel puudusid investeerimisoskused. See omakorda rikkus turgu läbi madalamate tootlusootuste ning viis

¹¹ Ramlogan, R., Rigby, J. Access to Finance: Impacts of Publicly Supported Venture Capital and Loan Guarantees - Compendium of Evidence on the Effectiveness of Innovation Policy Interventions. Manchester Institute of Innovation Research (University of Manchester), 2012.

¹² Ramlogan, R., Rigby, J. Access to Finance: Impacts of Publicly Supported Venture Capital and Loan Guarantees - Compendium of Evidence on the Effectiveness of Innovation Policy Interventions. Manchester Institute of Innovation Research (University of Manchester), 2012.

¹³ Christofidis, C., Debande, O. Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, 2001.

erainvestorite turult väljatõrjumise ohu tekkimiseni. Nüüd eelistavad riigid otsese sekkumise korral omakapitaliinvesteeringute turul osalemist¹⁴ pigem kahel järgneval viisil:

- ▶ tagades kogu või osalise kapitali uue fondi jaoks ja määrares investeeringuid tegema professionaalsed eraturu finantsinvestorid,
- ▶ investeerides olemasolevatesse ja toimivatesse eraturu investeeringufondidesse.

Riiklikult finantseeritud fondi loomisel (nt fondifondi) võib takistuseks saada ka loodava fondi suurus. Riiklik fond ei tohiks kapitalimahult olla liiga väike, sest vastasel juhul ei ole fondi operatiivkulud ja tehtavad investeeringud rahalises mõttes tasakaalus. Lisaks peaksid riiklikud fondid olema suutelised tagama ka järgmise ringi (*second round* jne) investeeringuid.¹⁵

Kaitsemehhanismid ja tootluse võimendus

Et kaasata erainvestoreid fondi kaasinvestoritena, peab riik tagama sobiva riski-tulu suhte. Lisaks saab riik pakkuda investoritele nii allapoole suunatud kaitsemehhanisme (nt kanda investeeringute ebaõnnestumisel suurema osa kuludest) kui ka ülespoole suunatud tootluse võimenduse skeeme, mis võimaldavad investoritel saada tulust suurema osa (nt riigi tulunorm on ülempiiriga, riik kannab suurema osa fondi operatiivkuludest).¹⁶ Allapoole suunatud kaitsemehhanismide puuduseks on oht, et need vähendavad investorite valmisolekut tagada kvaliteetsed investeerimisotsused, sest suurem osa negatiivsetest riskidest on riigi kanda.¹⁷ Ülespoole suunatud mehhanismid seevastu ei kaitse aga investoreid kaotuste vastu, kuid võimendavad nende tulu edukate investeeringute korral. Fondi operatiivkulude katmine on eriti sobiv meede väikeste fondide puhul. Nimelt on kapitaliturul fondihaldurite juhtimistasu ja fondi üldised majandamiskulud suhteliselt standardiseeritud ja nii võib saada kahjustatud väiksemate fondide elujõulisus.¹⁸

Äriinglite toetamine

Äriinglite koondamine võrgustikesse loob neile ühelt poolt võimaluse grupeeruda ühisinvesteeringute tegemiseks; teisest küljest on äriinglid aga just sobivad ka väiksemate investeeringute tegemiseks, sest neil on võrreldes professionaalsete finantsinvestoritega kulusoodsamad struktuurid. Samuti peetakse äriinglite investeeringuid targaks rahaks, kuna äriinglid investeerivad enamasti valdkondadesse, kus nad omavad eelnevat kogemust ja laialdast kompetentsi.¹⁹ Samas on mitmetes riikides sisse viidud ka äriinglite koolitusprogrammid, sest äriinglite seas on ka lihtsalt jõukaid eraisikuid, kes omavad küll laialdast valdkonnakompetentsi, kuid mitte spetsiifilisi teadmisi investeeringute tegemise kohta. See takistab aga osadel potentsiaalsetel äriinglitel oma esimese investeeringu tegemist või põhjustab investeeringute ebaõnnestumist ning äriingli lahkumist kapitaliturult. Seega on mitmetes riikides tehtud riiklikult rahastatud äriinglite koolitusprogrammid, mille eesmärgiks on meelitada ligi uusi eraisikust investoreid ning koolitada

¹⁴ Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

¹⁵ Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

¹⁶ Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

¹⁷ Christofidis, C., Debande, O. Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, 2001.

¹⁸ Christofidis, C., Debande, O. Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, 2001.

¹⁹ Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

kogemusteta äriingleid investeerimisprotsessi põhimõtete ja kogenud äriingleid riigile prioriteetsete valdkondade teemadel.²⁰

Väljumise võimalused

Investeeringutest väljumise võimaluste olemasolu on hästitoimiva omakapitaliinvesteeringute turu arendamisel keskse tähtsusega. Seejuures on madala kapitaliseerituse ja likviidsusega kohalik turg vähem atraktiivne väljumise tee kui kombineeritud Euroopa Liidu turg. Siinkohal on jällegi riigil võimalus seda mõjutada läbi kehtiva maksupoliitika, mis oleks suunatud kohaliku kapitalituru elavdamisele.²¹ Riigifirmade noteerimine võib samuti kapitalituru toimimist elavdada.

Maksusoodustused

Maksusoodustuse kasutamine on olnud üks pikemaajaliselt kasutatavaid meetmeid kapitaliinvesteeringute turgude stimuleerimiseks. Tavaliselt seisnevad maksusoodustused investoritele (sh eraisikutele) antavates maksusoodustustes teatud tüüpi investeeringute tegemisel või teatud valdkondadesse investeerimisel. Seejuures antakse maksusoodustusi tihtipeale just investeeringutele riigile prioriteetsetesse valdkondadesse, mida soovitakse edendada. Maksusoodustused võivad olla rakendatud erineval viisil: maksusoodustus investeeritud summalt, maksuvabastus investeeringu tuludelt, maksualandus investeeringukahjumi korral ja investeerimiskahjude mahakirjutamisel. Selliste maksuskeemide eesmärk on parandada riski-tulu määra ja suurendada seeläbi kapitaliinvesteeringute pakkumist. Samas omab maksusoodustuste kasutamine ka puuduseid. Näiteks võib see kaasa tuua „rumalat raha“ ehk investoreid, kes ei soovi või ei oska osaleda ettevõtete arendamises või teevad seda väärtust mitteloovalt. Lisaks ilmnes näiteks Inglismaal probleem, kus finantsvahendajad üritasid neid skeeme investeerimiskahju vähendamiseks ära kasutada.²² Positiivse näitena võib tuua aga näiteks Prantsusmaa eraisikud, kes investeerisid innovatsioonile suunatud fondidesse (*Fonds Commun de Placement dans l'Innovation*) ning töid omakapitaliinvesteeringute turule majanduse jaoks väga raskel 2009. aastal rohkem kui 500 miljonit eurot.²³

Muud nõudluspoolsed meetmed

Lisaks investeerimistingimuste parendamisele ja ettevõtjate riskivalmiduse soodustamisele, peavad riigid parandama ka üldist ärikeskkonda ja investeerimiskliimat.²⁴ See seisneb nii sobiva maksupoliitika väljatöötamises, stabiilse majanduspoliitika harrastamises, kui ka tööjõu arendamises. Kõik see tagab stabiilsema investeerimiskliima, mis võib meelitada ligi välisinvestoreid ning soodustab ettevõtlust (st ettevõtjate aktiivsust ettevõtete kasvatamisel ja arendamisel).

Ettevõtete loomist ja arendamist toetab ka inkubaatorite loomine ja toetamine. Seejuures võib riik alustada ja finantseerida erinevate inkubaatorite loomist kas ise või luua sellised majandustingimused, mis soodustaksid nt korporatiivsete inkubaatorite loomist või ülikoolide juurde teadus- ja tehnoloogiaparkide rajamist.

²⁰ Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

²¹ Christofidis, C., Debande, O. Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, 2001.

²² Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

²³ Funding the Future: Access to finance for the entrepreneurs in the G20. Ernst & Young, 2012.

²⁴ Baygan, G. Venture Capital: Trends and Policy Recommendations. OECD.

Kokkuvõte

Kõige sagedamini rakendatakse omakapitalituru arendamiseks järgmisi riiklikke meetmeid.²⁵

- ▶ Investeerimisega seotud piirangute ja regulatsioonide leevendamine institutsionaalsetele investoritele (nt pensionifondid), mis võivad mitmekesistada omakapitaliinvesteeringute pakkumist.
- ▶ Investeeringutulule rakendatavad maksusoodustused võivad stimuleerida omakapitali pakkumist.
- ▶ Riiklikud investeerimisprogrammid, eriti fondifondid, soodustavad erakapitali kaasamist omakapitaliinvesteeringute turule.
- ▶ Äriinglite võrgustike ja tehnoloogiainkubaatorite arendamine ning äriinglite harimine võib soodustada fondide tekkimist.

Seejuures on oluline, et riiklikud meetmed oleksid korraga suunatud nii omakapitaliinvesteeringute pakkumise kui nõudluse arendamiseks.

1.3 Välisriikide praktikad

Välisriikide praktikatest ülevaate koostamisel pöörati tähelepanu riikidele, mille kapitaliinvesteeringute turud toimivad hästi ja kus investeeringute osakaal SKP-s on üle Euroopa Liidu keskmise. See tähendab, et valitud meetmed võiksid esindada parimaid praktikaid ja olla kõige tulemuslikumad. Seejuures oli riikide valikul piiranguks ka informatsiooni kättesaadavus erinevates riikides rakendatud riiklike meetmete kohta. Tulenevalt geograafilisest lähedusest valiti analüüsi Rootsi ja Taani. Taanis on viimase kümnendi jooksul toimunud omakapitaliinvesteeringute turu tugev areng. Lisaks anname ülevaate Prantsusmaal rakendatud riiklikest otsustest ja kaudsetest meetmetest, sest seal on sisse viidud väga mitmeid erinevaid meetmeid. Ainukese mitte Euroopa Liidu liikmesriigina võeti vaatluse alla Iisrael, kuna sealse omakapitaliinvesteeringute turu arengu lükkas käima otseselt riigi aktiivne sekkumine. Riikide ülevaate tulemused on esitatud ülevaatlikult tabelis 2.

Riikide ülevaate eesmärk on anda ülevaate mõnedest headest näidetest erakapitaliturgude arendamisel teistes riikides, mida erinevates uuringutes esile on toodud. Seetõttu ei ole järgnevad ülevaated kindlasti ammendavad ja riikides on rakendatud ka palju muid meetmeid. Lisaks võib juhtuda, et kasutatud materjalid ei sisaldanud ülevaadet kõige uuematest meetmetest, mis nendes riikides on rakendatud.

Kuna välisriikide praktika ülevaate eesmärk on tuua lugejale mõningaid näiteid kasutatavate meetmete kohta, ei ole ülevaated eriti detailsed ega sisalda üksikasjalikku analüüsi meetmete rakendamisel tehtud sammude ning meetmete rakendamise mõjude kohta. Selline piirang on osaliselt tingitud ka informatsiooni kättesaadavusest.

Rootsi

Rootsil on üks OECD riikide kõrgematest kapitaliinvesteeringute osakaaludest SKP-s.²⁶ Rootsi kapitaliinvesteeringute turg sisaldab suuri investeeringuid nii kõrgtehnoloogilistesse sektoritesse (sh IT) kui ka traditsioonilisematesse tööstustesse. Vaatamata sellele on kohalikud investorid riski vältivad. See tähendab, et investeerimisaktiivsus on suunatud turul kinnitunud madala riskiga ettevõtetesse²⁷ ning varajase faasi ettevõtted võivad jääda alarahastatud. Selle probleemi

²⁵ Baygan, G. Venture Capital: Trends and Policy Recommendations. OECD.

²⁶ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Sweden, 2003, OECD.

²⁷ The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective. 2007, IKED.

ületamiseks hakkas NUTEK (*Swedish Business Development Agency*) koos Industrifonden'iga tegema otseinvesteeringuid varajase faasi ettevõttesse.

Rootsis on ka tugev institutsionaalsete investorite traditsioon, näiteks pensionifondide näol. Pensionifondide suunamiseks kapitaliturgudele muudeti 1990. aastate keskpaigas regulatsioone, mille kohaselt oli pensionifondidel lubatud investeerida rohkem kui 70% oma kapitalist väärtpaberitesse ja võlakohustustesse ning ainult 5% omakapitaliinvesteeringutena. Samuti muutus 1990. aastate keskel riigi sekkumine omakapitaliinvesteeringute turul kaudsemaks, st riiklike fondide loomise asemel keskenduti erainvestoritele stiimulite loomisele. Viimastel aastatel on riikliku poliitika suund muutunud ning läbi on viidud mitmeid reforme, et soodustada tugevamat raamistikku varajase kasvufaasi ettevõtete investeeringutele.²⁸ Näiteks rajati Connect Sweden, mis pakub toetavaid teenuseid ettevõtjatele (sh *start-up*'idele) ja viib neid kokku võimalike investoritega.

Taani

Taanil oli 2003. aasta seisuga OECD riikidest kõige madalam investeeringute osakaal SKP-s²⁹, kuid 2012. aastaks on see suurem kui Euroopa Liidu keskmine³⁰. Seejuures oli Taanis probleemiks pensionifondide ja kindlustusseltside madal investeerimishuvi, vaatamata sellele, et regulatsioone investeerimismahtude osas lõvendati.³¹ Samas tekkis samal ajal ka Taani strateegiliste kapitaliinvesteeringute maastik, kus mitmed suured korporatsioonid asutasid korporatsioonisiseseid kapitaliinvesteeringute üksuseid ja ettevõtluskubaatoreid. Selle tulemusel tekkis strateegiline partnerlus nii kontsernide endi vahel kui ka väikeste ettevõtetega siseprojektide arendamiseks. 2002. aastal moodustasid korporatiivsed investeeringud 19% kogu Taani investeeringuteturust.³²

2000. aastal muutis riik oma strateegiat ja keskendus investeeringutele seemne- ja varajase kasvufaasi ettevõtetesse läbi tehnoloogiainkubaatorite ning riikliku investeerimisfondi *VækstFonden*. Seejärel keskendus *VækstFonden* erakapitali kaasamisele, et finantseerida *start-up*'e. *VækstFonden*i üheks väga oluliseks mõjuku peetakse ka fondijuhtide kompetentsi kasvatamist.³³

Ühe vanema meetmena rakendati ka garantiimehhanisme. See tähendab, et valitud finantsinvestorid said kasvuettevõtetesse investeerides 50%-lise garantii. Ebaõnnestunud investeeringute korral hüvitati finantsinvestorile osaliselt investeeringu kahju eeldusel, et ettevõtte oli olnud investori portfellis vähemalt 3 aastat.³⁴

Prantsusmaa

2012. aasta seisuga moodustas aastane omakapitaliinvesteeringute osakaal Prantsusmaal 0,032% SKP-st, mis on Euroopa keskmisest parem tulemus, pannes Prantsusmaa Euroopa Liidus 8 kohale. Prantsusmaa omakapitaliinvesteeringute poliitika on soodustanud edukalt investeeringuid uutesse väikestes ettevõtetesse.³⁵

Prantsusmaal on rakendatud riigi tasemel erinevaid meetmeid omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks. Sealhulgas on nii maksusoodustusi kui ka erinevaid riiklikul algatusel loodud фонде (vt

²⁸ The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective. 2007, IKED.

²⁹ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Denmark, 2003, OECD.

³⁰ 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity - Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments. Euroean Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

³¹ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Denmark, 2003, OECD.

³² Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective. 2007, IKED.

³³ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Denmark, 2003, OECD.

³⁴ The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective. 2007, IKED.

³⁵ Dubocage, E., Rivaud-Danset D. The Development of Venture Capital in Europe - The Role of Public Policy. 2002.

tabel 2). Seejuures on olnud erilises fookuses tehnoloogiakesksetele väikestele firmadele suunatud meetmed, mis on stimuleerinud nii pakkumise kui ka nõudluse poolt. Prantsusmaal on keskendunud pigem omakapitaliinvesteeringute turu arengu kaudsele toetamisele (nt maksusoodustuste ja kaitsemehhanismide rakendamise kaudu) kui varajase faasi ettevõtete otsesele finantseerimisele.³⁶

Israel

Israeli omakapitaliinvesteeringute turu arengu aluseks on olnud riiklikud investeeringud, mille raames kaasati finantseeringuid ka välismaistelt korporatsioonidelt ja institutsioonidelt. Selle tulemusel on Israeli omakapitaliinvesteeringute turu arengu toimimisel olnud olulisel kohal välismaiste investorite investeeringud kohalikesse kõrgtehnoloogilistesse ettevõtetesse. Ligikaudu 70% ettevõtete omakapitaliinvesteeringutest pärineb välisinvestoritelt.³⁷

Riigi poolt on asutatud kolm kesket fondi YOZMA, Loodusteaduste fond (*Life Science fund*) ja INBAL. Loodusteaduste fondi skeem pakub nii tuluvõimendust erasektori investoritele kui ka kaitsemehhanisme esimeste kahjude vastu.³⁸ Nendes fondides langetavad investeerimisotsuseid langetavad peamiselt rahvusvahelised partnerid. Fondide (nt YOZMA) kaasinvestorid on peamiselt ameeriklased, kuid kaasatud on olnud ka näiteks Saksa ja Jaapani investorid. See lähenemine on viinud olukorrani, kus Israelis on tegutsenud rohkem kui 30 välismaiste investorite omakapitaliinvesteeringute fondi.³⁹

INBAL oli pigem loodud kui omakapitali garanteerimise skeem. Selle keskne idee oli stimuleerida avalikult kaubeldavaid omakapitaliinvesteeringute fonde allapoole suunatud kaitsemehhanismidega, mis kindlustasid kuni 70% algsest kapitalist. Programm sisaldas ka spetsiifilisi piiranguid omakapitaliinvesteeringute ettevõtetele, mida antud programm kattis. Programm polnud edukas ja lõpetati.⁴⁰

Riigi roll omakapitaliinvesteeringute turul on aja jooksul märkimisväärselt vähenenud ja erasektori roll vastavalt kasvanud. Riiklike omakapitaliinvesteeringute fondide – sh YOZMA programmi raames loodud fondide – osalus kapitaliinvesteeringute turul oli kujunenud 2000. aastaks nullilähedaseks.⁴¹ Vaatamata sellele oli riiklik sekkumine üks põhilisi omakapitaliinvesteeringute turu arengut soodustavaid faktoreid. Sellele aitasid kaasa ka veel riskialdis ärikultuur, laialdane tehnoloogiaalane kompetents (osaliselt seotud sõjaväelise tegevuse arenguga) ja piisav kvalifitseeritud tööjõu olemasolu.⁴²

³⁶ Dubocage, E., Rivaud-Danset D. The Development of Venture Capital in Europe – The Role of Public Policy. 2002.

³⁷ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Israel, 2003, OECD.

³⁸ G.Durufèle. Government involvement in the venture capital industry - International comparisons. 2010, CVCA.

³⁹ G. Avnimelech, M. Teubal. Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries. 2002.

⁴⁰ G. Avnimelech, M. Teubal. Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries. 2002.

⁴¹ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Israel, 2003, OECD.

⁴² Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Israel, 2003, OECD.

Tabel 2. Välisriikide omakapitaliinvesteeringute turu arendamise riiklike meetmete näited (tegu ei ole ammendava loeteluga)

	Rootsi	Taani	Prantsusmaa	Iisrael
Investeeringute regulatsioonid	Pensionifondide ja eraisikute pensionisäästude regulatsioone muudeti, et suurendada lubatud investeeringuid omakapitali.	Pensionifondide omakapitaliinvesteeringute regulatsioone lõdvendati.	<i>Ei sisaldunud uuringu jaoks kasutatud materjalides</i>	<i>Ei sisaldunud uuringu jaoks kasutatud materjalides</i>
Maksusoodustused	<i>Ei sisaldunud uuringu jaoks kasutatud materjalides</i>	<i>Ei sisaldunud uuringu jaoks kasutatud materjalides</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Teadus- ja arendustegevuse maksusoodustused ▶ Maksusoodustused äriinglite 50 000 eurost suurematele investeeringutele ▶ Maksusoodustused isikutele, kes investeerivad vähemalt 60% oma varast listimata, innovaatilistesse Prantsuse ettevõtetesse 	2002. aastal viidi sisse välisinvestoritele täielik maksuvabastus omakapitaliinvesteeringute tulult saadud kasumile.
Investeeringu- programmid, riiklikud fondid	NUTEK (Swedish Business Development Agency) teeb otseinvesteeringuid varajase faasi ettevõttesse koos Industrifonden'iga.	<i>VækstFonden</i> koostöös eraturu investoritega suurendab väikestele <i>start-up</i> 'idele suunatud omakapitaliinvesteeringute pakkumist läbi otseinvesteeringute ja ka fondifondi kaudu.	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Riiklik investeeringuasutus CDC (<i>Caisse des Dépôts et Consignations</i>) <ul style="list-style-type: none"> ▶ Riiklik riskiinvesteeringute fond (FPCR, <i>Fonds public pour le capitale risque</i>) ▶ Riiklik riskiinvesteeringute soodustamise fond, mis on suunatud madala omakapitaliinvesteeringute kaasamise tasemega sektoritesse (nt loodusteadused, elektroonika, keskkond) ▶ Kaasinvesteeringufond tehnoloogiakesksetele väikeettevõtetele (FCJE, <i>Fond de Co-investissement dans les jeunes entreprises</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ <i>Heznek</i> programm – riigi seemnefaasi fond, kus riik annab erainvestoritele võimalusele välja osta riigi osalus ettevõtetest selle algse hinnaga (koos intressiga) ▶ YOZMA programm – riiklik omakapitaliinvesteeringute programm, mis tugines suuresti USA riiklikele ja erainvesteeringutele ▶ Loodusteaduste fond, milles riigi osalus on 80 miljonit USD, kus on viidud investoritele sisse allapoole suunatud kaitsemehhanismid
Muud	Connect Sweden pakub toetavaid teenuseid ettevõtjatele (sh <i>start-up</i> 'idele) ja viib neid kokku võimalike investoritega.	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Valitud finantsinvestorid said kasuettevõtetesse investeerides 50%-lise garantii 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ OSEO programm võimaldab toetusi ja intressivabastid laene tehnoloogiapõhiste ettevõtete loomiseks ▶ ANVAR (<i>Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche</i>) pakub intressivaba laenu väikse ja keskmise suurusega ettevõtetele ja laboratooriumidele, mida tuleb tagasi maksta eduka äritulemuse korral. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Investeeringute suunamine inkubaatoritesse läbi <i>R&D Chief Scientist</i> programmi

2. Analüüsitulemused

2.1 Kapitali nõudlus

Omakapitaliinvesteeringute nõudluse analüüsi fookuses on ettevõtjate teadlikkus, ligipääsetavus omakapitaliinvesteeringutele, probleemistik, ettevõtjate ootused ning avatus tingimustele. Analüüsi aluseks on kapitali kaasanud ja potentsiaalselt kapitali kaasavate ettevõtete esindajatelt kogutud andmed, mida võrreldakse lisaks veel ka omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt mittekaasavatelt ettevõtetelt kogutud andmetega. Lisaks sellele kaardistati andmekogumise raames ettevõtete kasumlike kasvuvõimaluste olemasolu ja ettevõtjate huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu, mis on keskse tähtsusega omakapitaliinvesteeringute nõudluse soodustamiseks.

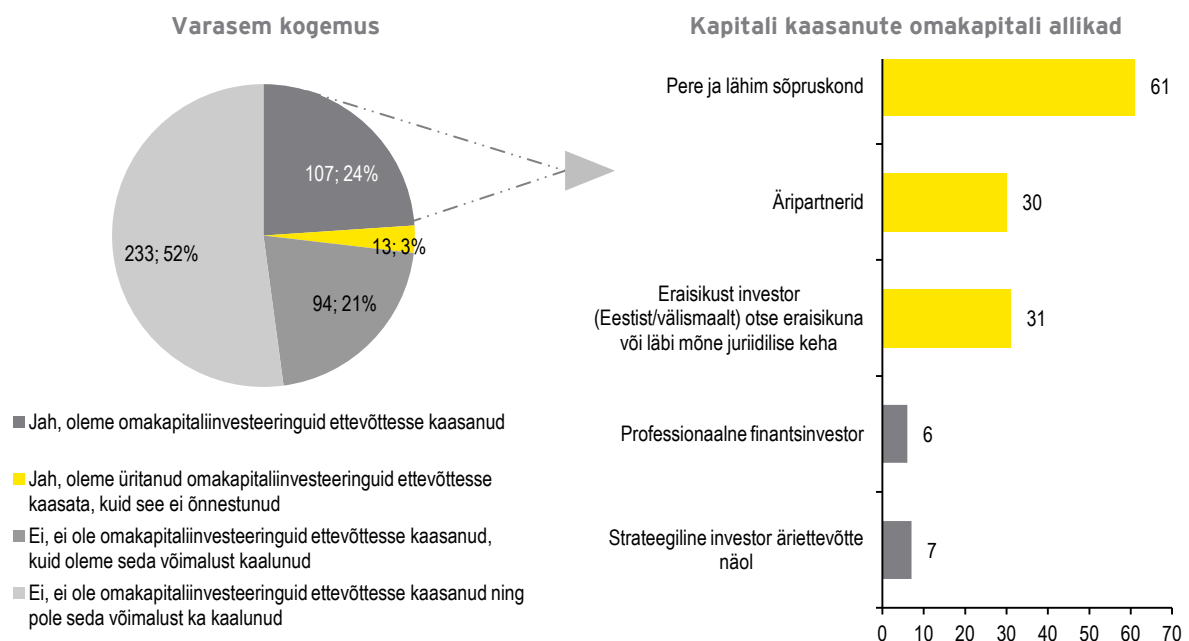
Kuna käesoleva uuringu sihtgrupiks olid peamiselt kasvukapitali kaasavad ettevõtted, siis on ülejäänud erakapitali nõudlust (ülevõtmised ja väljumised) käsitletud vaid vähesel määral. Teistest põgusamalt on kajastatud ka innovaatiliste tehnoloogiaettevõtete omakapitaliinvesteeringute nõudlust.

2.1.1 Kaardistus

Omakapitali kaasamise varasem kogemus

Veebiküsitlusel osalenud ettevõtjatest üle poole (52%) polnud varasemalt ei omakapitaliinvesteeringuid kaasanud ega seda võimalust ka kaalunud (joonis 2). **Omakapitaliinvesteeringuid oli varasemalt kaasanud 24% ettevõtjatest.** Veebiküsitlusel osalenud ettevõtjate seas oli ka väike hulk neid (3%), kes olid küll üritanud omakapitaliinvesteeringuid kaasata, kuid edutult. Lähtudes sellest, et ligikaudu pooled ettevõtjad on täiendava kapitali kaasamist ettevõttesse vähemalt kaalunud või seda isegi juba teinud, võib järeldada, et Eesti ettevõtjatel on potentsiaalne vajadus lisakapitali järele.

Joonis 2. Ettevõtjate varasem kogemus omakapitaliinvesteeringutega (n= 447)



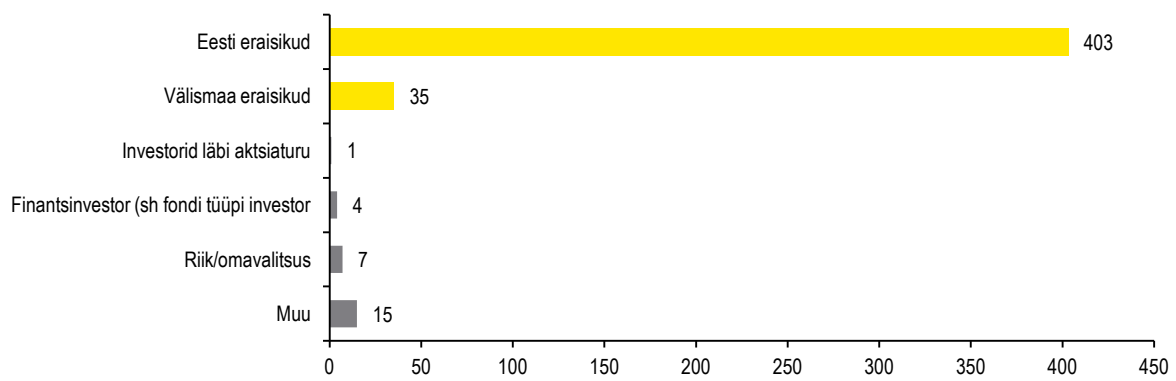
Peaaegu veerand ettevõtete esindajatest (24%) oli varasemalt omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasanud, kuid kõige levinumateks omakapitali allikateks olid pere ja lähim sõpruskond (61 ettevõtet 113-st – 53% ettevõtetest) ning äripartnerid (30 ettevõtet) (joonis 2). Seega on

enamus ettevõtjaid kaasanud omakapitali tuttavatelt, st pigem erainvesteeringuna. Need ettevõtjad, kes olid varasemalt professionaalselt finantsinvestorilt (6 ettevõtet) või strateegiliselt investorilt (7 ettevõtet) omakapitali kaasanud, tõsteti potentsiaalselt kapitali kaasavate ettevõtete sihtrühmast kapitali kaasanud ettevõtete valimisse (ehk 13 ettevõtet). Selle tulemusel saadi läbivalt analüüsitava valimi mahuks 434 ettevõtet.

Ettevõtte lõppomanikud

Enam kui 10% osalust omavad **ettevõtete lõppomanikud** on enamjaolt Eesti eraisikud (403 ettevõtet 434-st ehk 93%-l ettevõtetest on omanikeriingis üle 10% osalust omavad Eesti eraisikud) (joonis 3). Välismaa eraisikuid mainiti lõppomanikena 35 korral veebiküsitluses osalenud ettevõtete poolt. Teiste omanikena mainisid ettevõtete esindajad investoreid läbi aktsiaturu, finantsinvestoreid ja riiki/omavalitsust. Ligikaudu 15 küsitletud ettevõtjat märkis oma ettevõtte lõppomanikuna „muu“ ning nende hulgas oli ka näiteks mittetulundusühinguid.

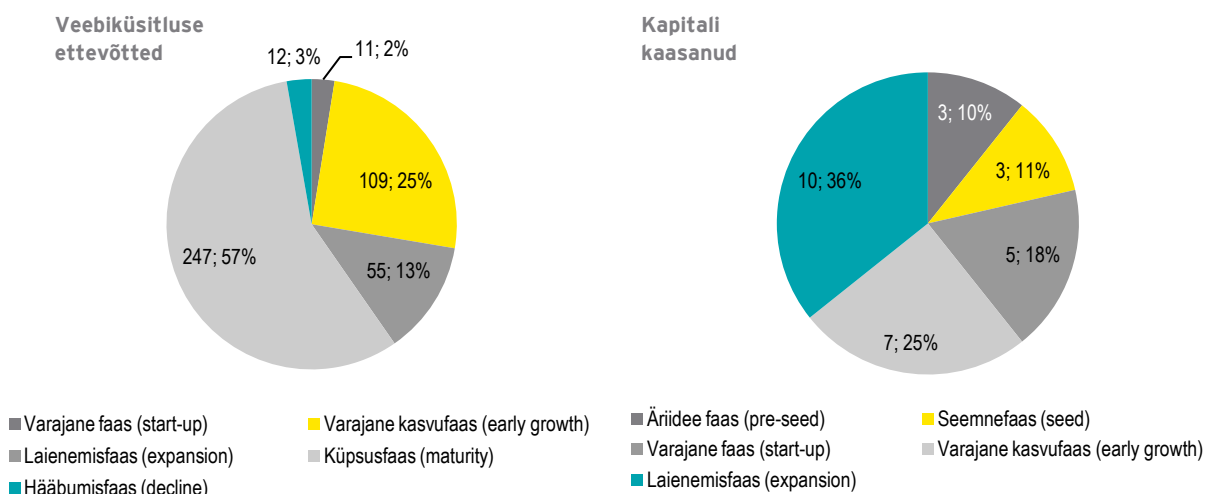
Joonis 3. Ettevõtete lõppomanikud (n=434)



Arengufaas

Üle poole veebiküsitluses osalenud ettevõtetest on küpsusfaasis (57%). Teise suurema grupi moodustavad hetkel veel aktiivselt kasvavad ettevõtted, st **varajase kasvufaasi (25%) ja laienemisfaasi (13%) ettevõtted** (joonis 4). Samas ei lange see kokku aga kapitali kaasanud ettevõtete omakapitaliinvesteeringu kaasamise hetke arengufaasidega. Nimelt oli **kapitali kaasanud ettevõtetest omakapitaliinvesteeringu kaasamise ajal enamik just laienemisfaasis (36%), varajases kasvufaasis (25%) ja varajases faasis (18%)** – küpsusfaasis ei olnud tehingu ajal mitte ükski kapitali kaasanud ettevõtte.

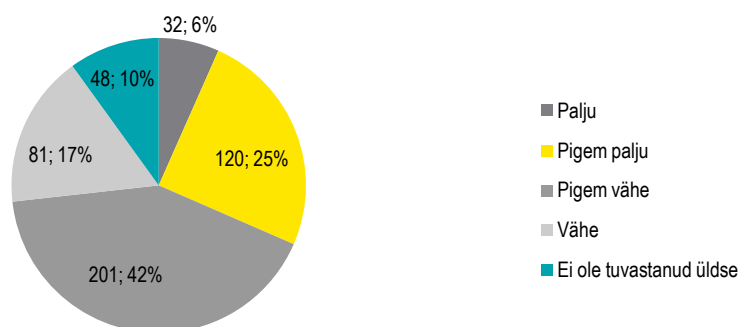
Joonis 4. Ettevõtete arengufaasid (n=434, n=28)



Kasumlikud kasvuvõimalused

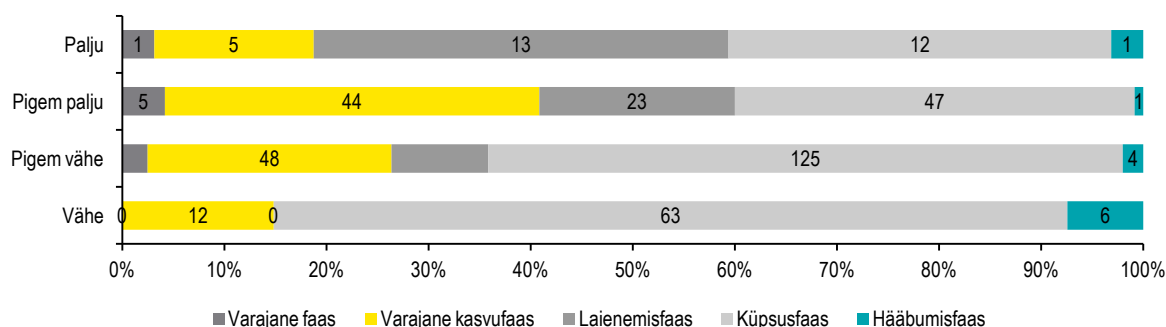
Ligikaudu veerandi veebiküsitlusel osalenud ettevõtete esindajate hinnangul on nad tuvastanud ettevõttel tulevikuks arvukalt **kasuvõimalusi** (joonis 5). Ettevõtjatest 6% hinnangul on tuvastatud palju ja 25% hinnangul pigem palju kasumlikke kasvuvõimalusi. Seega oleks **ligikaudu 1/3 küsitletud ettevõtetest potentsiaali kasvada**, sest ettevõtete esindajate hinnangul on tuvastatud suurel hulgal kasumlikke kasvuvõimalusi. Ülejäänud küsitletud ettevõtjate hinnangul on nende ettevõttel pigem vähe (42%) või vähe (17%) kasvuvõimalusi. Samuti leidub ettevõtjaid (10% vastanutest), kes pole oma ettevõttel üldse kasvuvõimalusi tuvastanud. Kuna uuringu fookuses olid ettevõtted, kes omavad kasvuvõimalusi, jäävad edasistest analüüsides välja kasumlike kasvuvõimalusteta ettevõtted (48 ettevõtet).

Joonis 5. Ettevõtete tuvastatud kasumlikud kasvuvõimalused (n=482)



Kasuvõimalusi on tuvastanud kõige rohkem varasemate faaside ettevõtted, millel on veel kasvupotentsiaali (joonis 6). Küpsusfaasi ja hääbumisfaasi ettevõtted on tuvastanud pigem vähe või vähe kasvuvõimalusi. See on iseenesest ka loogiline, sest nende faaside ettevõtted peaksid olema oma turupotentsiaali saavutanud ja hääbumisfaasi ettevõtted seda isegi juba kaotamas.

Joonis 6. Ettevõtete tuvastatud kasumlikud kasvuvõimalused arengufaaside lõikes (n=434)

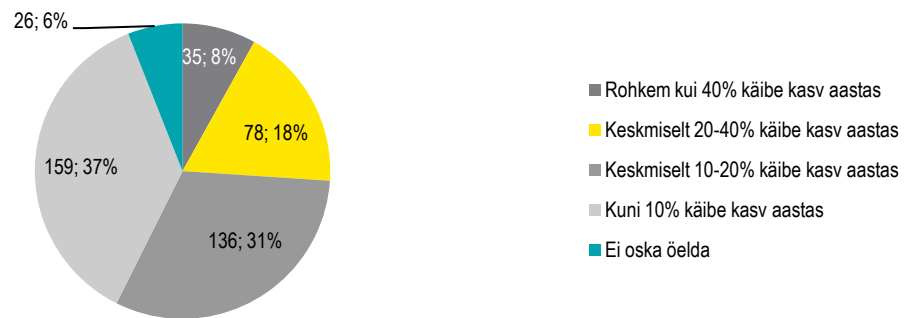


Käibe kasv kasumlike kasvuvõimaluste realiseerimisel

Kuigi üle poole veebiküsitlusel osalenud ettevõtjate hinnangul on nende ettevõttel vähe kasvuvõimalusi, prognoositakse **ka vähete kasvuvõimaluste realiseerimise tulemuseks märkimisväärset keskmise aastase käibe kasvu** (joonis 7). Üle poole ettevõtjatest, kes olid tuvastanud tulevikuks kasumlikke kasvuvõimalusi (siinjuures on välja jäetud ettevõtted, kes polnud tuvastanud üldse kasvuvõimalusi), prognoosib suuremat kui 10%-list käibe kasvu ning **8% ettevõtjatest hindavad käibe kasvu isegi suuremaks kui 40%**. Seega võimaldaksid isegi vähesed kasvuvõimalused ettevõtetel oluliselt kasvada. Täiendavatel telefoniintervjuudel selgitasid ettevõtjad oma kasvuvõimalusi, mis olid nende hinnangul enamasti väga realistlikud ning tihti ka põhjalikult läbi mõeldud (nt äriplaanid koostatud). Seejuures polnud ettevõtjad kas lihtsalt jõudnud veel

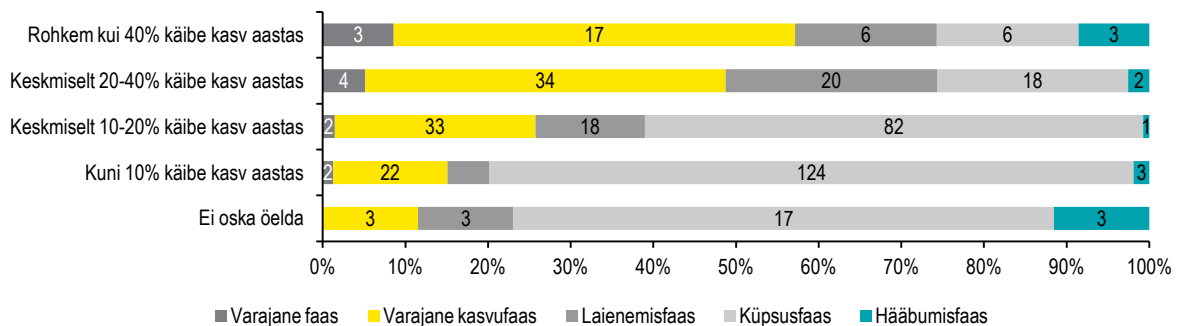
kasvuvõimaluste realiseerimisega tegelema hakata või jäi nende kasvuvõimaluste realiseerimine majanduskriisi tagajärjel seisma või puudusid neil selleks vajalikud rahalised vahendid.

Joonis 7. Tuvastatud kasvuvõimaluste realiseerimisel prognoositav ettevõtte aastane keskmine käibe kasv (n=434)



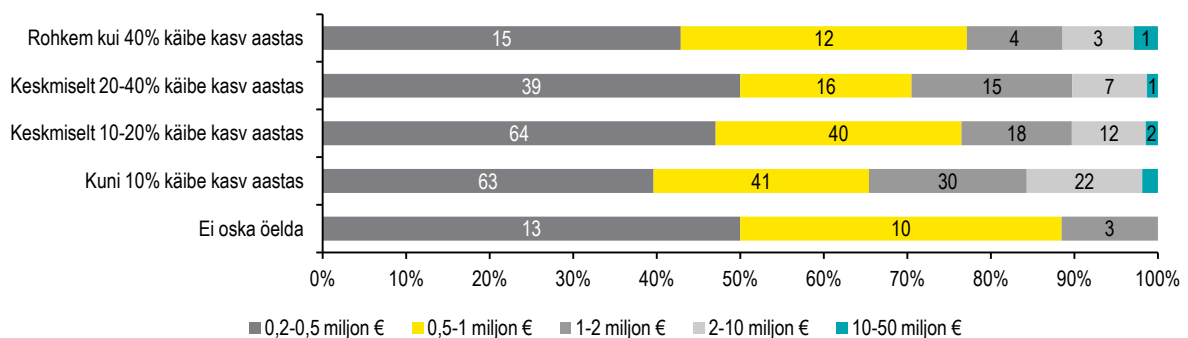
Kasvuvõimaluste realiseerimise tulemusel prognoosivad kõige suuremat käibe kasvu pigem varajase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtted (joonis 8). See tuleneb otseselt sellest, et antud arengufaaside ettevõtted olid võrreldes küpsusfaasi ja hääbumisfaasi ettevõtetega rohkem kasvuvõimalusi tuvastanud. Küpsusfaasi ettevõtted hindavad oma kasvuvõimaluste realiseerimisel tekkivat käibe kasvu pigem vahemikku 0-20%.

Joonis 8. Prognoositav käibe kasv arengufaaside lõikes (n=434)



Samas ei ilmne tendentsi, et väiksema käibega ettevõtted prognoosiks suurema käibega ettevõtetest märkimisväärselt suuremat käibe kasvu (joonis 9). Pigem on käibe kasvu prognoosid väikse ja suure aastase käibega ettevõtete puhul sarnased.

Joonis 9. Prognoositav aastane keskmine käibe kasv ettevõtete 2010. aasta käibe lõikes (n=434)

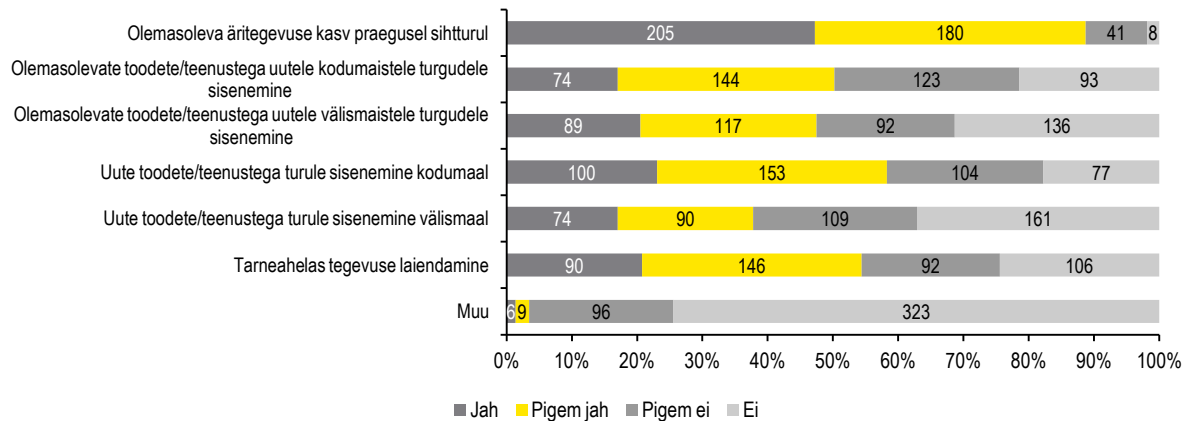


Kasvuvõimaluste valdkonnad

Kõige rohkem näevad ettevõtjad ettevõtte kasvu võimalikkust äritegevuse laiendamisel olemasoleval sihtturul (joonis 10). Sellele järgnevalt on ettevõtjate hinnangul perspektiivikamad võimalused olemasolevate toodete/teenustega uutele kodumaistele turgudele laienimine ja uute

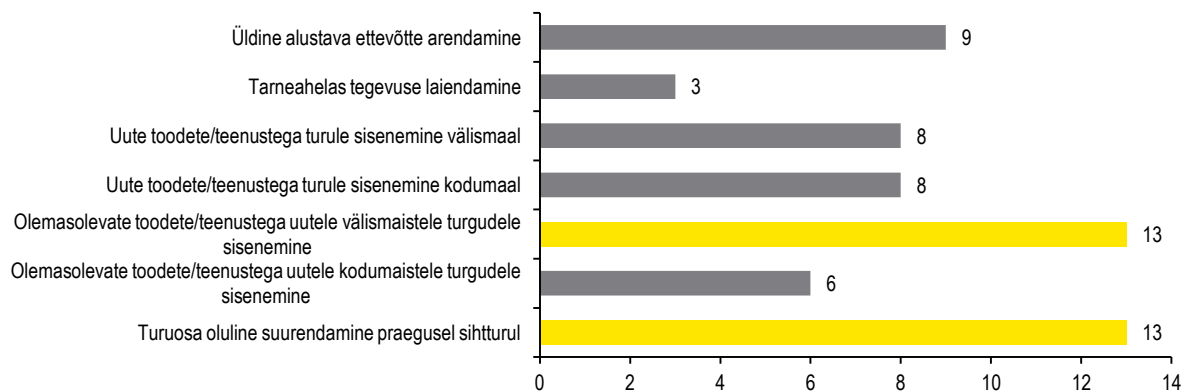
toodete/teenustega kodumaisel turul tegevuse laiendamine. **Rahvusvahelisi kasvuvõimalusi** näevad võimalikuna ligikaudu pooled ettevõtjad, mis on suhteliselt kõrge tulemus. Samuti võib olemasoleva äritegevuse kasv praegusel sihtturul juba hõlmata tegevust ka välismaistel sihtturgudel. Seejuures peavad ettevõtjad olemasolevate toodete/teenustega välismaisele turule sisenemist realistlikumaks kui uute toodete/teenustega. Sellest võib järeldada, et ettevõtete esindajate hinnangul on ettevõtete olemasolevatel toodetel/teenustel potentsiaali ja need sobivad ka välismaisele turule jaoks.

Joonis 10. Tuvastatud kasvuvõimaluste valdkonnad (n=434)



Kõige sagedamini (13 vastajat – 46% vastanutest) realiseerisid **kapitali kaasanud ettevõtjad investeringu tulemusel välisurule sisenemisega seotud kasvuvõimalusi** (joonis 11). Teine sama sagedane kasvuvõimalus oli seotud turuosa olulise suurendamisega olemasoleval turul (13 vastajat) ehk siis äritegevuse kasv praegusel sihtturul, mida ka veebiküsitlusel osalenud ettevõtjad kõige olulisema kasvuvõimalusena esile tõid. Kuna ligikaudu pooled kapitali kaasanud ettevõtetest olid kapitali kaasamise hetkel veel äriidee, seemne- või varajases faasis, siis kasutati omakapitaliinvesteeringut sageli ka alustava ettevõtte üldiseks arendamiseks (9 vastajat).

Joonis 11. Kapitali kaasanud ettevõtete investeringu tulemusel realiseeritud kasvuvõimalused (n=28)



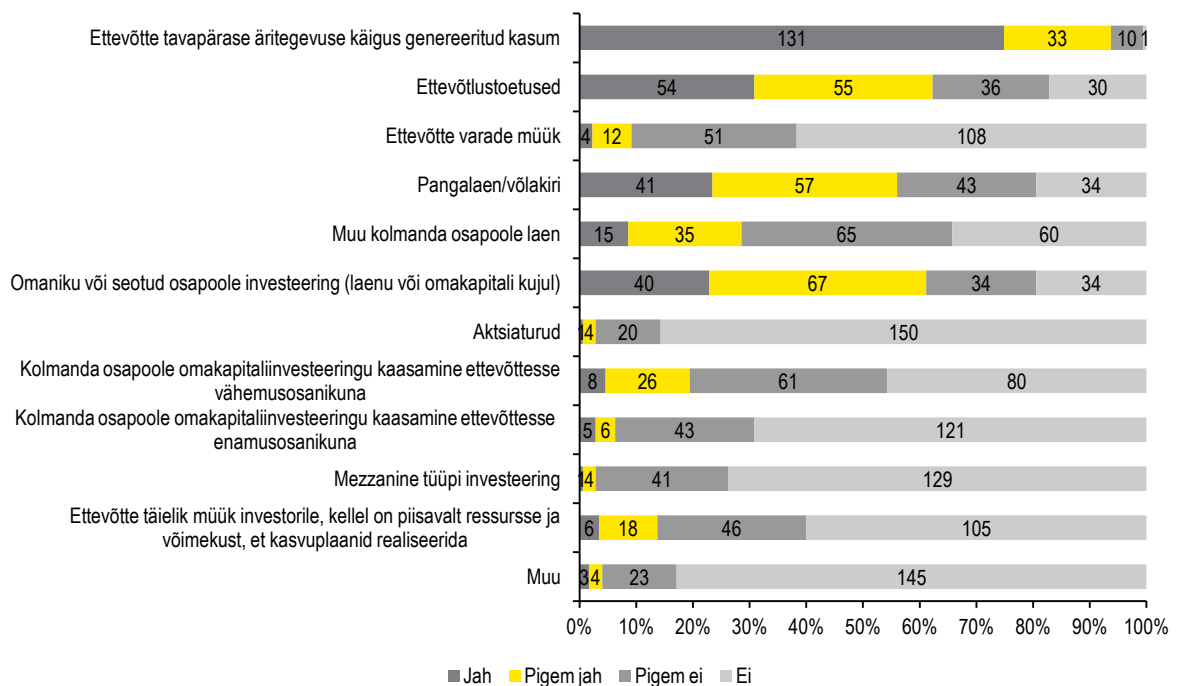
Kasumlike kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajalikud finantseerimisvahendid

Veebiküsitlusel osalenud **ettevõtjad peavad vajalikuks** kasutada kasvuvõimaluste realiseerimisel finantseerimisvahendina eelkõige **ärikasumit (ca 90%), pangalaenu/võlakirja (ca 50%), ettevõtlustoetusi (ca 45%) ja omaniku või mõne teise seotud osapoole investeeringut (ca 50%)** (lisa 5, joonis 1.1.1). Kuna eelnevalt ilmnes, et küpsusfaasi ja hääbumisfaasi ettevõtted on hinnanud oma kasvuvõimaluste hulka väiksemaks ja kasvuvõimaluste realiseerimisel saavutatavat käibe kasvu madalamaks, võib eeldada, et neil pole vaja ka lisavahendeid oma ettevõtte kasvu finantseerimiseks.

Seetõttu tuleb vaadata eraldi kasvupotentsiaali omavate ettevõtete (st varajase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtete) rahaliste vahendite piisavust kasvuvõimaluste realiseerimiseks.

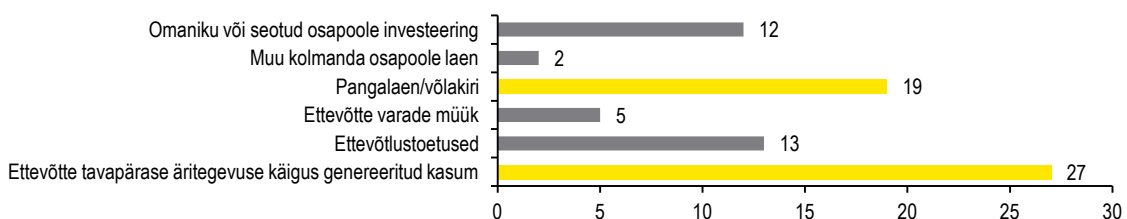
Sellest lähtudes ilmneb, et kasvupotentsiaali omavad ettevõtted vajavad kasvuvõimaluste realiseerimiseks täiendavaid rahalisi vahendeid, sest ettevõtte ärikasumist ja omaniku enda vahenditest ei piisa (joonis 12). Ettevõtjad kaaluksid täiendavate rahaliste vahenditena nii ettevõtlustoetusi, laengu kui ka omakapitaliinvesteeringuid. Kasvupotentsiaali omavad ettevõtted hindavad omakapitaliinvesteeringute kaasamise vajadust suuremaks kui teised küsitlusel osalenud ettevõtted. Nimelt peab ca 20% ettevõtjatest vajalikuks kaasata vähemusosalusega omakapitaliinvesteeringuid.

Joonis 12. Kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajalikud finantseerimisvahendid (varajase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtted), (n=175)



Ka kapitali kaasanud ettevõtjad on ettevõtte tegutsemisaja jooksul kasutanud ettevõtte kasvuvõimaluste finantseerimiseks lisaks omakapitaliinvesteeringutele eelkõige ärikasumit, pangalaenu, ettevõtlustoetusi ja omaniku või muu seotud osapoole investeeringuid (joonis 13). Erinevate finantseerimisvahendite kombineerimine vastavalt vajadustele on täiesti asjakohane, sest finantseerimisvahendi valikut mõjutab ettevõtte arengufaas ja finantseeringu kasutamise valdkond. Näiteks varajases staadiumis ettevõtetel, kes ei suuda tagada stabiilset rahavoogu ega tagatisi, on pangalaenu saamine peaaegu võimatu ning seega eelistatakse pigem riskikapitaliinvesteeringuid ja ettevõtlustoetusi.

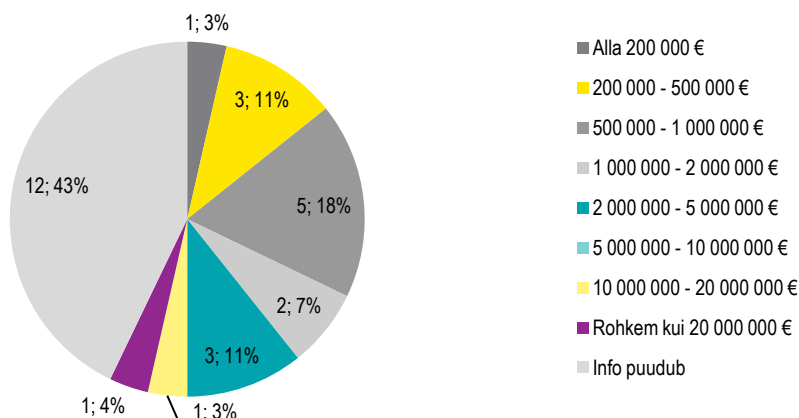
Joonis 13. Kapitali kaasanud ettevõtte kasvuvõimaluste finantseerimise teised allikad (n=28)



Vajaliku omakapitaliinvesteeringu suurus

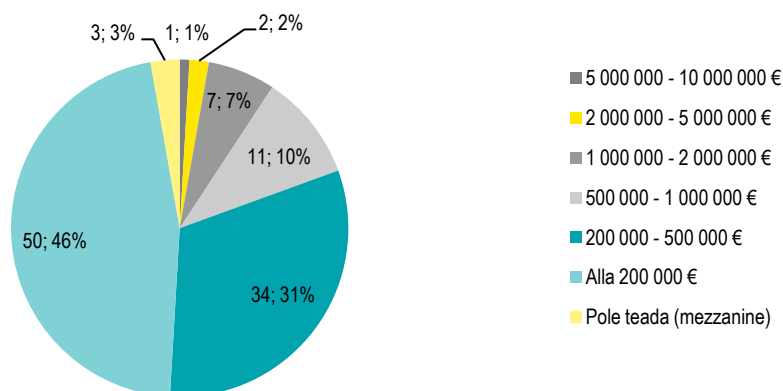
Enamik intervjuueeritud kapitali kaasanud ettevõtetest on praeguseks hetkeks kaasanud omakapitaliinvesteeringuid summas 500 000 - 1 000 000 eurot (joonis 14). Suurem osa kaasatud investeeringuid jääbki alla 1 miljoni euro (32% kapitali kaasanutest, kusjuures 43% ettevõtete kohta vastav info puudub).

Joonis 14. Kapitali kaasanud ettevõtete omakapitaliinvesteeringute maht (n=28)



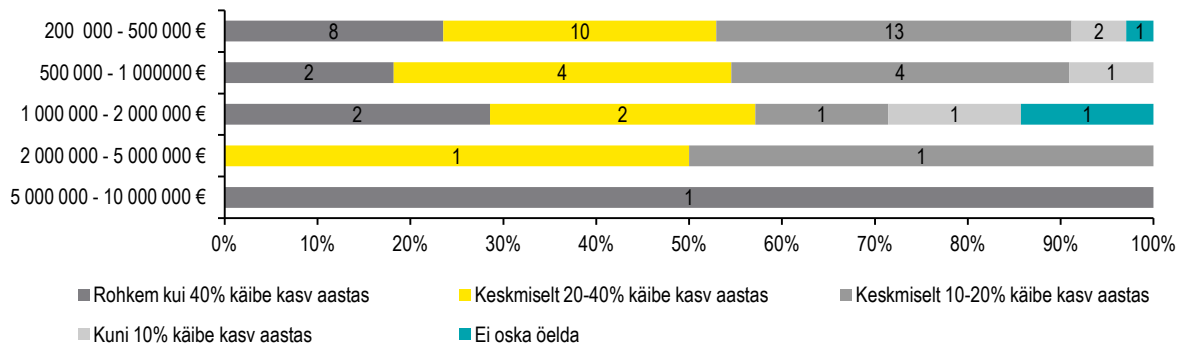
Ligikaudu pooled ettevõtjatest (46% vastanutest), kes näevad veebiküsitluse tulemuste põhjal kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajadust kas enamus- või vähemusosalusega omakapitaliinvesteeringu või *mezzanine* tüüpi investeeringu kaasamise järele (edaspidi potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtjad, joonistel tähistatud kui „PE jah“), hindavad vajaminevat investeeringut alla 200 000 euro suuruseks (joonis 15). Kuna analüüsitava omakapitaliinvesteeringute maht antud uuringu kontekstis on vahemikus 200 000 - 20 000 000 eurot, jäetakse edasistest analüüsides alla 200 000 euro suurust investeeringut vajanud ettevõtjate hinnangud välja. Suurem osa veebiküsitlusel osalenud ettevõtjatest (31%) hindab omakapitaliinvesteeringu vajadust pigem vahemikku 200 000 - 500 000 eurot. Ainult 20% ettevõtjatest hindavad omakapitaliinvesteeringu vajadust suuremaks kui 0,5 miljonit eurot.

Joonis 15. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate hinnang kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajaliku investeeringu suurusele (n=108)



Analüüsides vajalike investeeringute mahtu prognoositava aastase käibe kasvu lõikes ilmneb, et suurema omakapitaliinvesteeringu vajadusega ettevõtted prognoosivad ka suuremat käibe kasvu (joonis 16). Erinevused pole küll suured, kuid tulemused näitavad, et väiksema omakapitaliinvesteeringu vajaduse korral ei ole käibe kasvu potentsiaal suurem.

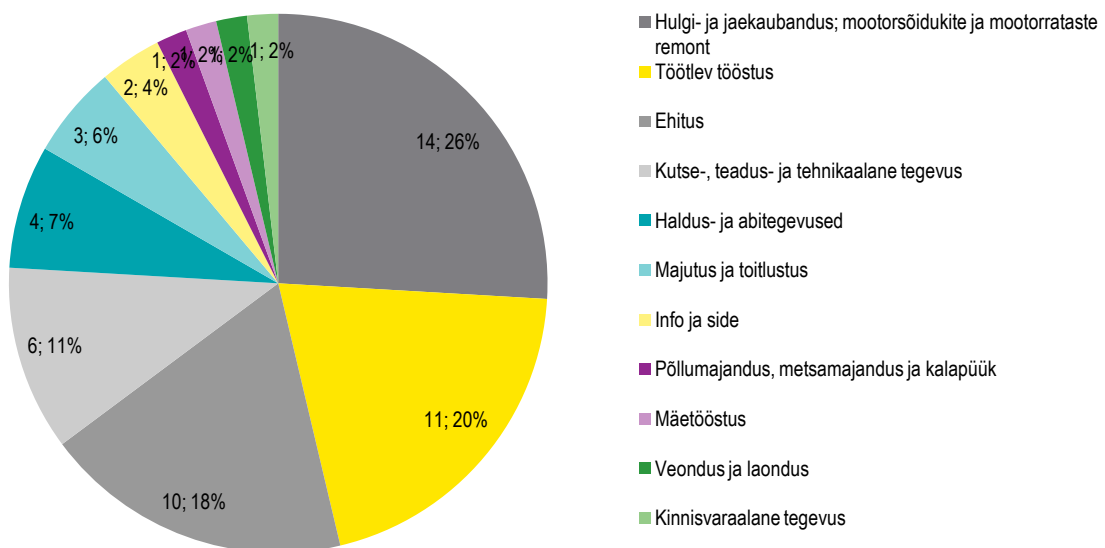
Joonis 16. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate hinnang kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajaliku investeeringu suurusele prognoositava käibe kasvu lõikes (n=55)



Tegevusala

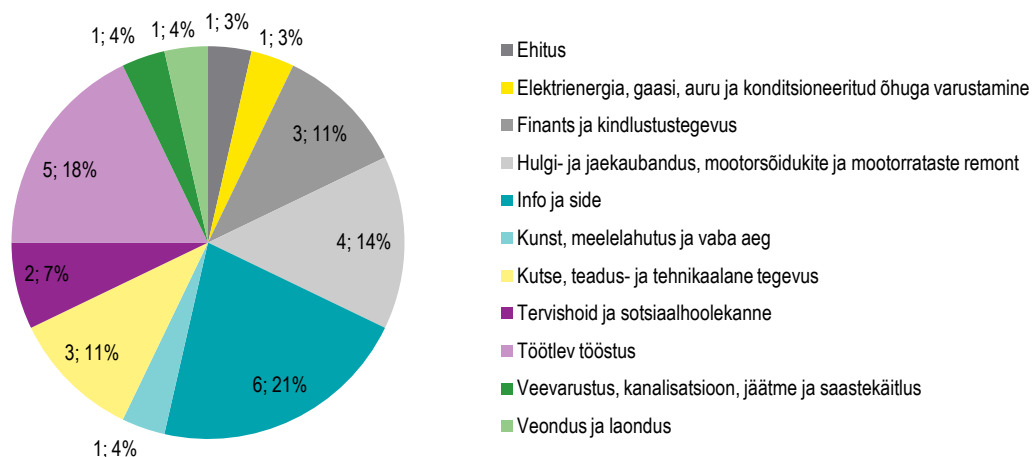
Suurem osa potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatest ettevõtetest on tegevad hulgi- ja jaekaubanduse (26% vastanutest), töötleva tööstuse (20%) või ehituse valdkonnas (18%) (joonis 17). Esindatud on ka mitmeid teisi tegevusalasid.

Joonis 17. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtted tegevusalade lõikes (n=58)



Ka intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtted tegutsevad väga erinevatel tegevusaladel (joonis 18): finants- ja kindlustustegevus (11%), hulgi- ja jaekaubandus (14%), info ja side (21%), töötlev tööstus (18%) ning kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus (11%). Seega võrreldes veebiküsitlusele osalenud potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete tegevusaladega, pole intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtted esindatud haldus- ja abitegevuse, majutuste ja toitlustuse, mäetööstuse, kinnisvaraalaane tegevuse ning veonduse ja laonduse valdkonnas. Samas on väga raske teha järeldusi suhteliselt väikese valimi jaotamisel paljude tegevusalade vahel ning tulemus võib olla osaliselt juhuslik.

Joonis 18. Kapitali kaasanud ettevõtted tegevusalade lõikes (n=28)

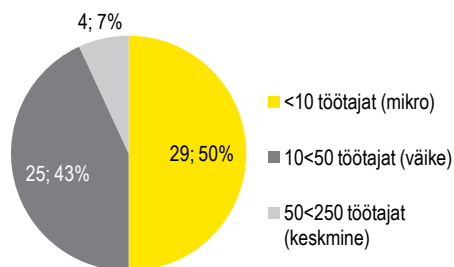


Ettevõtete suurus

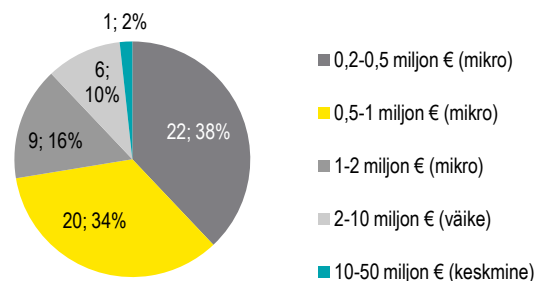
Nii ettevõtete 2010. aasta töötajate arvu kui ka käibe järgi on üle 50% potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatest ettevõtetest mikroettevõtted (joonis 19). Käibe ja töötajate arvu järgi kaasaks potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid vähem kui 10% keskmise suurusega ettevõtetest. Seejuures ei kuulu potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete hulka ühtegi suuret ettevõtet.

Joonis 19. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete suurus (n=58)

Töötajate arv



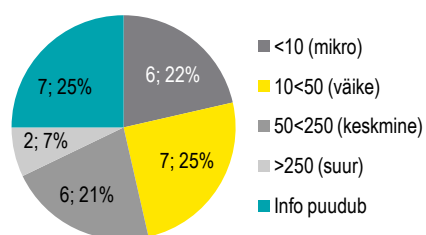
Käive



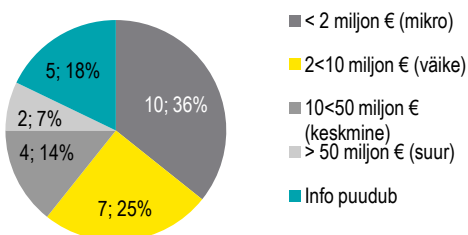
Kapitali kaasanud ettevõtted on praeguse seisuga samuti suures osas mikro- ja väikeettevõtted (joonis 20). Võrreldes potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatega ettevõtetega, on kapitali kaasanud ettevõtete seas aga märkimisväärne hulk keskmise suurusega ja suuret ettevõtteid. Samas pole võimalik öelda, palju kasvasid ettevõtted investeeringu kaasamise tulemusel – näiteks ei selgu, kas ettevõtted olid kapitali kaasamise hetkel ka pigem mikro- ja väikeettevõtted või juba keskmised ja suuret ettevõtteid.

Joonis 20. Kapitali kaasanud ettevõtete suurus (n=28)

Töötajate arv



Käive



Kokkuvõte

Veebiküsitluse tulemuste põhjal on üle 50% küsitluses osalenud Eesti ettevõtetel arvestatav hulk kasumlikke kasvuvõimalusi. Seejuures prognoosivad ettevõtjad kasvuvõimaluste realiseerimisel üldiselt suurt aastast käibe kasvu (üle poole kasvuvõimalusi tuvastanud ettevõtjatest hindavad aastast keskmist käibe kasvu suuremaks kui 10%).

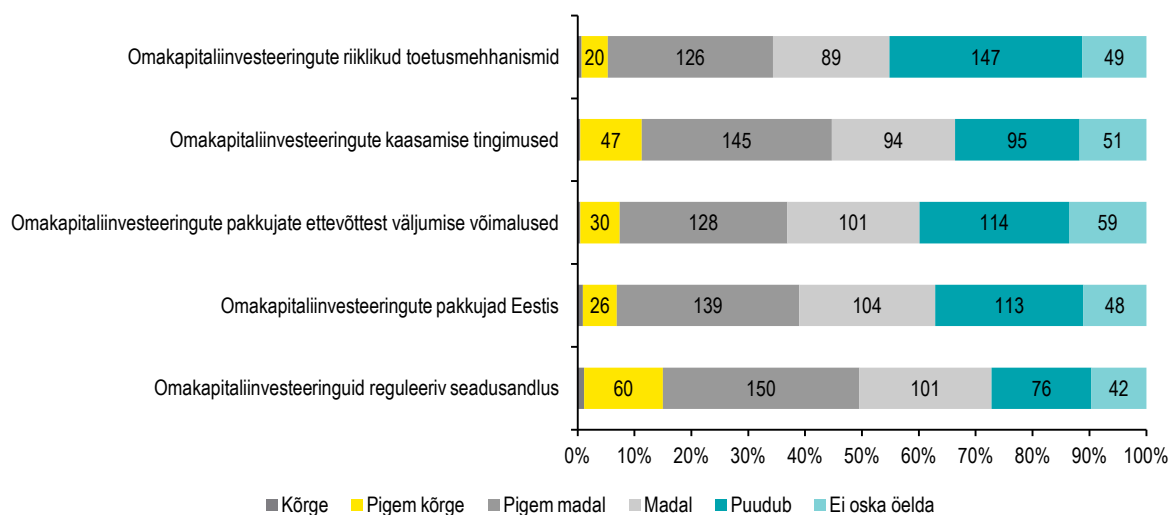
Ettevõtjad peavad vajalikuks kasutada kasvuvõimaluste realiseerimiseks täiendava kapitali allikatena eelkõige ärikasumit (ca 70% vastanutest) ning seejärel omanikupoolset kapitaliinvesteeringut (ca 60% vastanutest), millele järgnevad pangalaen (ca 60% vastanutest) ja ettevõtlustoetused (ca 60% vastanutest). Seega on (omanikupoolse) omakapitaliga finantseerimise vajadus suur, kuigi kolmandate osapoolte omakapitali soovitakse hetkel veel harva kaasata (ca 10% vastanutest).

Kuna 47% veebiküsitlusele vastanud ettevõtjatest hindasid vajalikku omakapitaliinvesteeringut väiksemaks kui 200 000 eurot, jäeti need ettevõtted uuringu edasistest analüüsides välja.

2.1.2 Teadlikkus

Ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute valdkonnast ja investeeringute kaasamisel olulistest teemadest (nt seadusandlus, riiklikud toetusmehhanismid, pakkujad, tingimused) on üldjoontes väga madal (joonis 21). **Vähem kui 20% ettevõtjatest hindasid oma teadlikkust uuritud teemavaldkondades kõrgeks või pigem kõrgeks. Rohkem kui 20% vastanutest ei omanud uuritud teemavaldkondades üldse mingeid teadmisi.** Kõige kõrgem teadlikkus oli ettevõtjatel omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustest ja omakapitaliinvesteeringuid reguleerivast seadusandlusest. Kõige vähem seevastu oldi kursis omakapitaliinvesteeringute riiklike toetusmehhanismidega (nt Kredexi mezzanine laenud, Arengufondi riskikapitali investeeringud). Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ja mittekaasavate ettevõtete esindajate teadlikkuses olulisi erinevusi esile ei tulnud (lisa 5, joonis 1.2.1).

Joonis 21. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades (n=434)

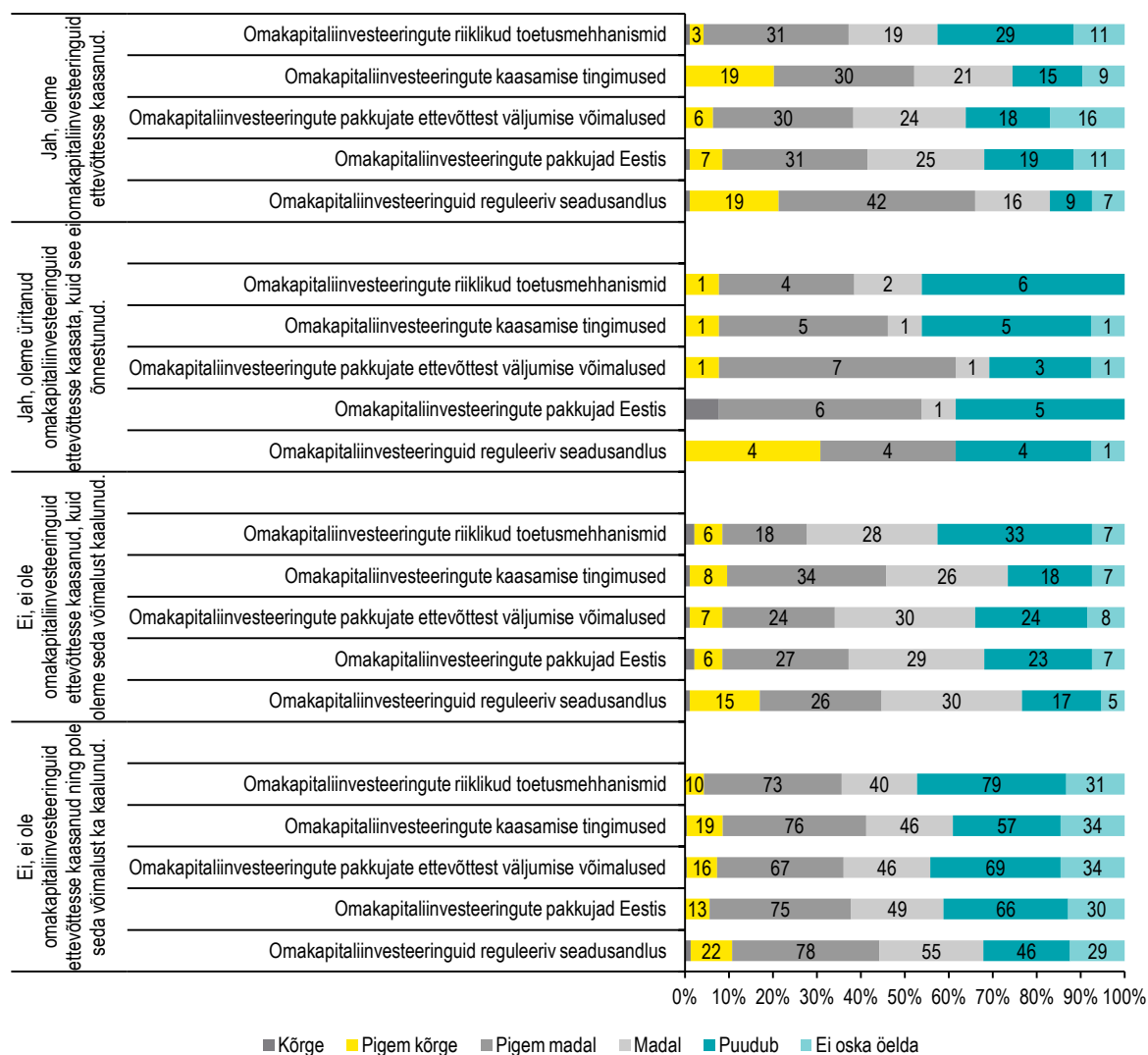


Eelnev kokkupuude omakapitaliinvesteeringutega

Ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustest ja neid reguleerivast seadusandlusest on mõjutatud ka eelnevast kokkupuutest omakapitaliinvesteeringute valdkonnaga. Nimelt on **omakapitaliinvesteeringute teadlikkus mõnevõrra kõrgem ettevõtjatel, kes on omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasanud või kaasata üritanud** (joonis 22). Teistel ettevõtjatel (eelnevalt omakapitaliinvesteeringute valdkonnaga vähem kokku puutunud ettevõtjad) ja

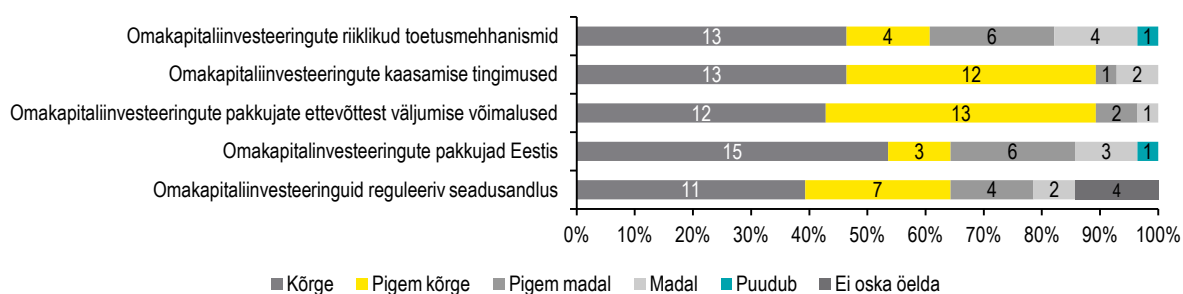
ülejäanud valdkondades (toetusmehhanismid, väljumise võimalused, omakapitali pakkujad Eestis) on teadlikkus läbivalt madal ning see kehtib ka omakapitali kaasanute kohta. See näitab, et isegi teemaga kokku puutunud ettevõtjad ei ole läbivalt kõrge teadlikkusega. Ilmselt on see tingitud asjaolust, et valdav enamus veebiküsitlusele vastanud ettevõtetest on omakapitali kaasanud perelt ja äripartneritelt, mitte professionaalsetelt omakapitaliinvestoritelt.

Joonis 22. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades erineva kogemusega ettevõtjate lõikes (n=434)



Samuti on intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjate teadlikkus oluliselt suurem kui potentsiaalselt kapitali kaasavatel ettevõtjatel (joonis 23). See võib olla tingitud sellest, et intervjueeritud ettevõtjad olid kapitali kaasanud eranditult professionaalsetelt finants- ja strateegilistelt investoritelt. Sarnaselt potentsiaalselt kapitali kaasavate ettevõtjatega on kapitali kaasanud ettevõtjad hinnanud kõige madalamaks oma teadlikkust riiklikest toetusmehhanismidest (ca 40% vastanutest). Ligikaudu 35% intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjatest ei tea omakapitaliinvesteeringute pakkujaid Eestis. Nimelt on mitmed ettevõtjad leidnud investori kas tutvuste kaudu või teinud tehingu investoriga, kellega ainsana ka läbirääkimisi peeti. Samuti on mitmed kapitali kaasanud ettevõtjad teinud mitu aastat tagasi ja ainult ühe investeeringu, mille läbiviimiseks kasutati väga suurel määral nõustajaid. Seega ei pidanud ettevõtjad endale omakapitaliinvesteeringute valdkonna toimimist väga detailselt selgeks tegema, vaid usaldasid nõustajat.

Joonis 23. Kapitali kaasanud ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades (n=28)



Suure osa kapitali kaasanud ettevõtjate kinnitusel oli neil tulenevalt laialdastest kogemustest finantsvaldkonnas kõrge teadlikkus juba enne kapitali kaasamist. Seega võib eeldada, et vajalike teadmiste olemasolu soodustas nende omakapitaliinvesteeringute kaasamise otsust. Siiski on üsna palju ka neid kapitali kaasanud ettevõtjaid, kelle teadlikkus kujunes omakapitaliinvesteeringute kaasamise tehingu käigus.

Arenгуfaas

Kui vaadata ettevõtete omakapitaliinvesteeringute teadlikkust eri arengu faasis ettevõtete lõikes, ei tundu ühegi arengu faasi ettevõtjad teistest märkimisväärselt rohkem teadlikud olevat (lisa 5, joonis 1.2.2). Samuti ei ilmne arengu faasist tulenevaid teadlikkuse erinevusi potentsiaalselt kapitali kaasavate ja mittekaasavate ettevõtete vahel (lisa 5, joonis 1.2.3).

Tegevusala

Samas varieerub ettevõtjate omakapitaliinvesteeringute teadlikkus aga tegevusalade lõikes (lisa 5, joonis 1.2.4). Veebiküsitluse tulemuste põhjal on teadlikkus erinevates teemavaldkondades läbivalt kõrgem järgmistel tegevusaladel tegutsevate ettevõtete esindajatel:

- ▶ töötlev tööstus,
- ▶ veondus ja laondus,
- ▶ info ja side,
- ▶ kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus.

Siinjuures on teatud tegevusalad – nagu näiteks töötlev tööstus, info ja side, kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus – investeeringutemahukamad ja/või valdkonnad, kus omakapitaliinvesteeringute kaasamine on väga levinud. Vaadates eraldi ainult potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate sihtrühma, ilmneb töötleva tööstuse valdkonnas tegevate ettevõtjate suurem teadlikkus (lisa 5, joonis 1.2.5).

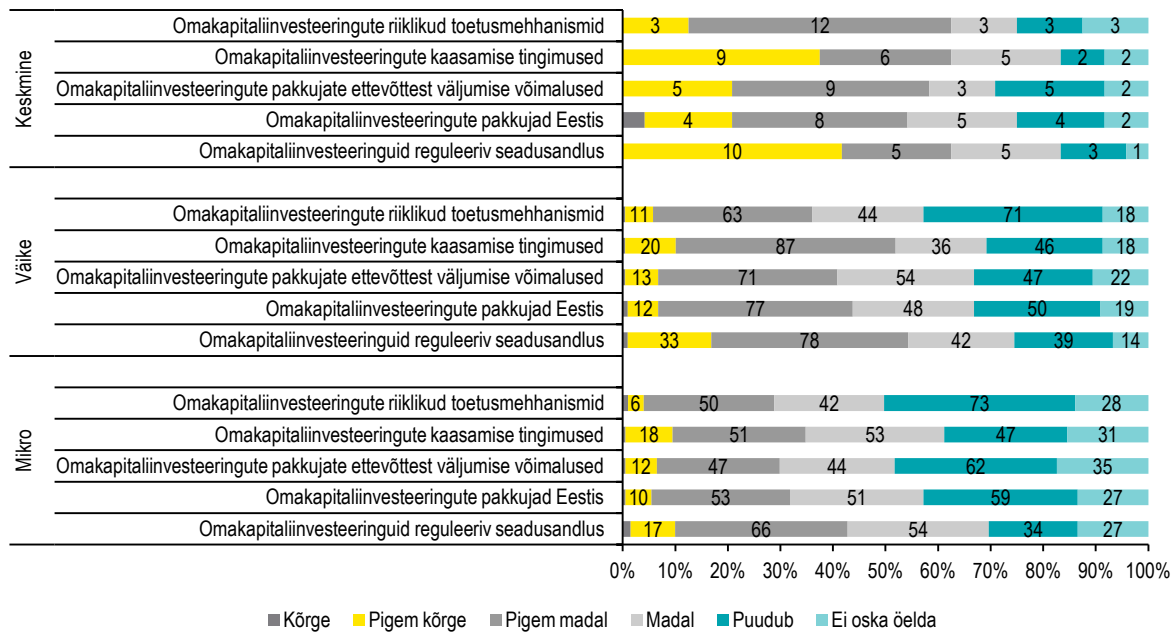
Intervjueeritud kapitali kaasanute puhul on kõrgem teadlikkus info ja side ning finants- ja kindlustustegevuse valdkonna ettevõtete esindajatel (vt joonis 23). See on ka põhjendatud, kuna finants- ja kindlustustegevuse ettevõtted omavad tulenevalt oma tegevusalast eeldatavalt laialdasi teadmisi omakapitaliinvesteeringutest. Info ja side valdkonna ettevõtete hulgas on enamjaolt IT *start-up*'id, kelle seas on riskikapitaliinvesteeringute kasutamine loomulik samm ettevõtte kasvatamisel ja arendamisel.

Ettevõtte suurus

Ettevõtete veebiküsitluse tulemuste põhjal esineb erinevusi ka eri suurusega ettevõtete teadlikkuses. Töötajate arvu järgi on kõrgem teadlikkus keskmise suurusega ettevõtete esindajate hulgas (joonis 24). Sama tendents väljendub ka vaadates eraldi potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavaid ja mittekaasavaid ettevõtteid (lisa 5, joonis 1.2.6). Siinkohal tuleb arvesse võtta, et kasvuvõimaluste realiseerimiseks potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid

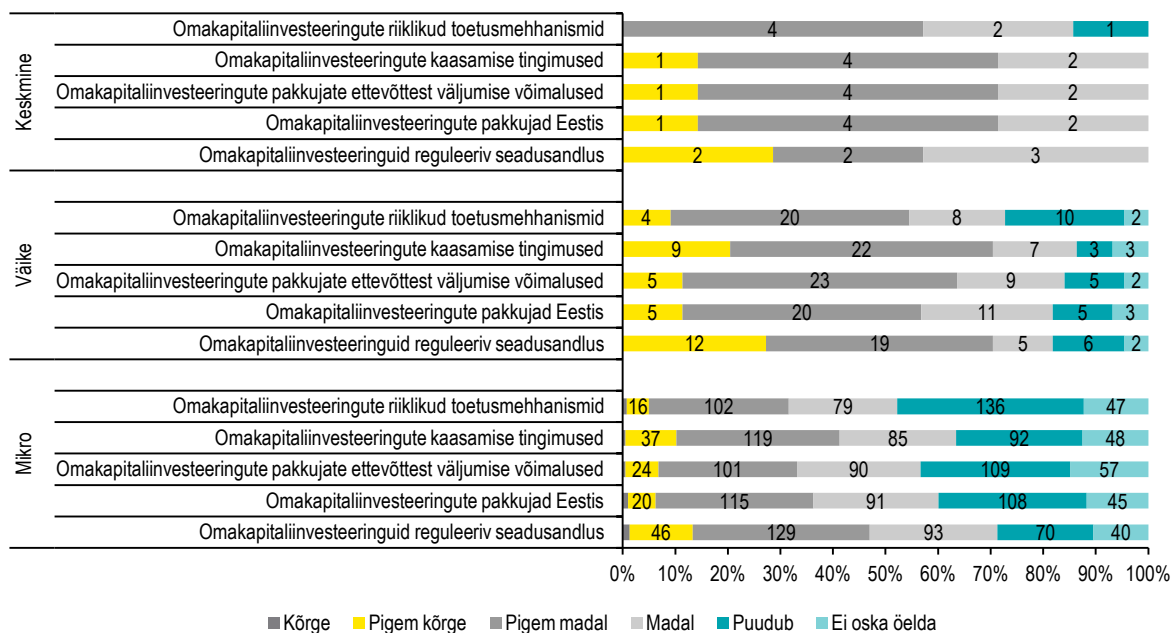
kaasavate ettevõtete seas polnud töötajate arvu järgi ühtegi keskmise suurusega ettevõtet, vaid kõik olid mikro- või väikeettevõtted.

Joonis 24. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades ettevõtete suuruse (töötajate arv) lõikes (n=434)



Teadlikkuse varieerumine käibe alusel erineva suurusega ettevõtete esindajate vahel kinnitab sama tendentsi (joonis 25). Mida suurem on ettevõtte, seda suurem on ettevõtte teadlikkus omakapitaliinvesteeringutega seotud teemavaldkondades. Samas ei esine märkimisväärsed erinevusi eri suurusega omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavate ja mittekaasavate ettevõtete esindajate vahel (lisa 5, joonis 1.2.7).

Joonis 25. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades ettevõtete suuruse (käive) lõikes (n=434)



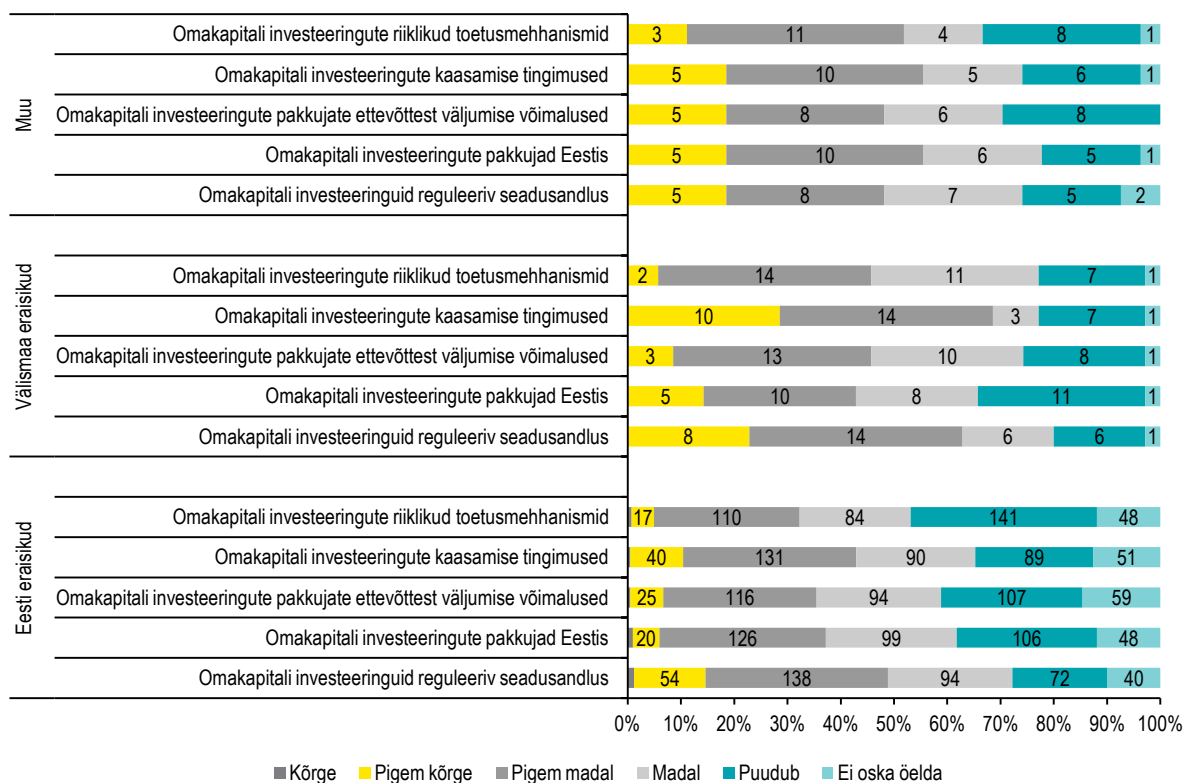
Intervjueeritud **kapitali kaasanud ettevõtjate teadlikkus** töötajate arvu põhjal ettevõtte suuruse lõikes on intervjuude põhjal kõrgem väike- ja suurettevõtete esindajatel (lisa 5, joonis 2.7.8). Lähtudes ettevõtte suuruse määramisel käibest, võib täheldada keskmiste ja suurettevõtete esindajate seas vähem madala teadlikkusega ettevõtjaid. Seega on ka intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtete puhul kõrgem suuremate ettevõtete esindajate teadlikkus, kuid võrreldes potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtetega on kapitali kaasanud ettevõtete seas ka vähem mikro- ja väikeettevõtteid (vt joonis 20).

Lõppomanikud

Lisaks ilmneb ettevõtete veebiküsitluse tulemustest, et **omakapitaliinvesteeringute valdkonna teadlikkus sõltub ka ettevõtete omanikest**. Eesti eraisikust lõppomanikega ettevõtete esindajate teadlikkus jäi kõikides teemavaldkondades alla 15%, kuid välismaiste lõppomanikega ettevõtete esindajate teadlikkus oli üldjuhul kõrgem (joonis 26). Näiteks on rohkem kui 20% välismaiste lõppomanikega ettevõtete esindajate teadlikkus pigem kõrge kaasamise tingimuste ja seadusandluse vallas.

Joonis 26. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkonnas ettevõtete omandisuhete lõikes (n=434)

*Antud küsimuse puhul oli ettevõtetel võimalik valida mitu vastusevarianti, et ära märkida kõik üle 10% osalust omavad lõppomanikud. Seega on 31 ettevõtet esindatud mitmes kategoorias, kuid see ei mõjuta üldiseid järeldusi.



Kokkuvõte

Üleüldiselt on ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringutest suhteliselt madal – kõikides vaadeldud valdkondades hindasid oma teadlikkust kõrgeks või pigem kõrgeks alla 15% veebiküsitlusel osalenud ettevõtjatest. Ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades on mõnevõrra (ca 10 protsendipunkti) kõrgem juhul, kui ettevõtjal on olnud valdkonnaga varasem kokkupuude. Seega on omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavate ettevõtjate teadlikkus tunduvalt madalam kui kapitali kaasanud ettevõtjatel. Mõlema sihtrühma puhul on teadlikkus kõige madalam omakapitaliinvesteeringute riiklike toetusmehhanismide ja

omakapitali pakkujate osas. Ettevõtjate teadlikkus varieerub eri suurusega (suuremate ettevõtete teadlikkus on kõrgem) ja eri tegevusala ettevõtete lõikes (nt töötleva tööstuse ning info ja side valdkonna ettevõtete teadlikkus on kõrgem, mis on ilmselt tingitud nende tegevusalade suuremast kogemusest omakapitaliinvesteeringute kaasamisel). Lisaks mõjutavad teadlikkust ka omandisuhted – välismaiste kaasomanikega ettevõtjate teadlikkus on kõrgem.

2.1.3 Huvi ja vajadus

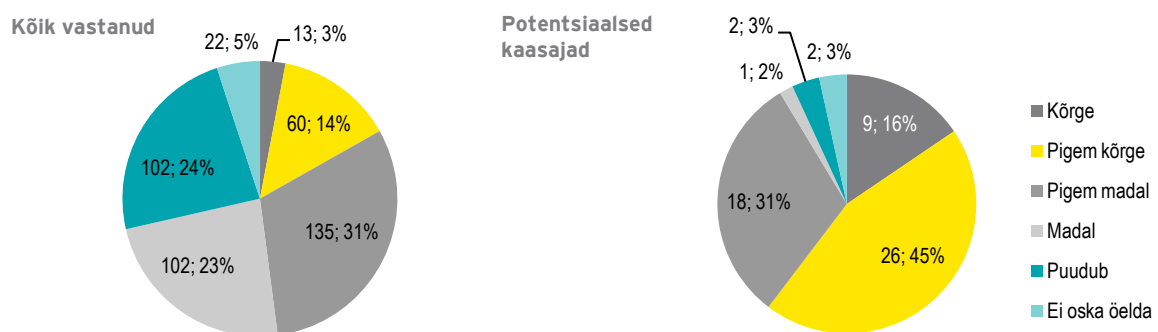
Kapitali kaasanud ettevõtjate põhjused omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks on olnud erinevad (joonis 27). Kapitali kaasanud ettevõtjatest 29% nimetas põhjusena, et omakapitaliinvesteering oli nende jaoks ainuke võimalik finantseerimisvahend. See tähendab, et ettevõtte ärikasumist enam ei piisanud ja pangalaenu ei olnud võimalik saada. Samas oli 25% kapitali kaasanud ettevõtjate jaoks omakapitaliinvesteering loomulik ettevõtte kasvu finantseerimisvahend. Eriti hästi vastab see alustavate ja IT valdkonna ettevõtete vajadustele. Kapitali kaasanud ettevõtjatest 21% töid välja, et nemad soovisid just omakapitaliinvesteeringut ja ei kaalunudki teisi finantseerimisvahendeid. See-eest kasutas 18% kapitali kaasanud ettevõtjatest süstemaatilist lähenemist, mille käigus kaaluti erinevaid võimalusi ning omakapitaliinvesteering valiti välja kui parim ja sobivaim finantseerimisvahend.

Joonis 27. Kapitali kaasanud ettevõtjate omakapitaliinvesteeringute huvi ja vajadus (n=28)



Veebiküsitluses osalenud ettevõtete esindajate üldine huvi kolmandatelt osapooltelt omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu on hoolimata omakapitali vajadusest pigem vaoshoitud (joonis 28). Ainult 3%-l ettevõtjatest oli kõrge ja 14%-l ettevõtjatest pigem kõrge huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu.

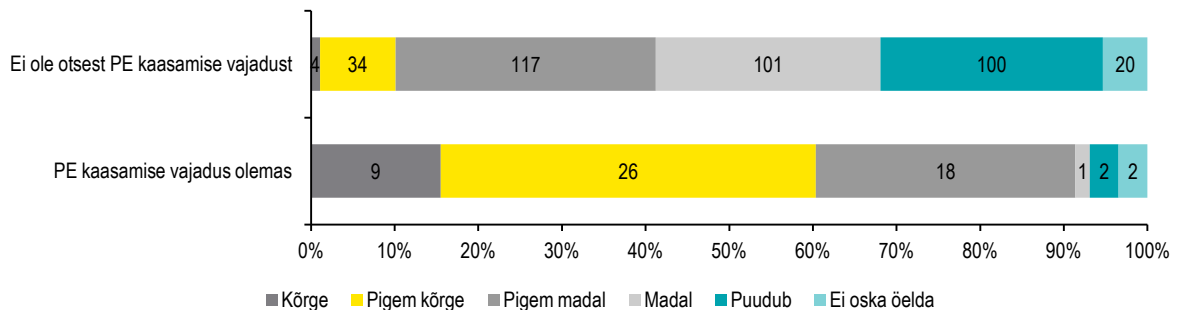
Joonis 28. Üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu (n=434; n=58)



Kuna huvi olemasolu omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks ei tähenda, et ettevõttel on ka realselt vajadus täiendava omakapitali järele, vaatlesime eraldi, milliseid rahastamisvahendeid oleks vaja ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimiseks tõenäoliselt kasutada. Selle tulemusel ilmselg lahknemine vajaduste ja huvide hinnangutes (joonis 29). Nimelt isegi omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt mittekaasavatest ettevõtjatest omab ligikaudu 10% siiski pigem kõrget huvi

omakapitaliinvesteeringute vastu (vt ka lisa 5, joonis 1.3.1). Seega vaatamata sellele, et neil on huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu, puudub neil selleks otsene vajadus. Samas ligikaudu 40% potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavaid ettevõtjaid ei oma üldiselt huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu. Nendel ettevõtjatel on seega küll vajadus omakapitaliinvesteeringute kaasamise järele, kuid samas puudub neil huvi valdkonna vastu ning seetõttu võivad nad eelistada teisi finantseerimisvahendeid (nt pangalaenu).

Joonis 29. Üldine huvi kapitaliinvesteeringute kaasamise vastu lähtudes kapitali kaasamise vajadusest (n=434)

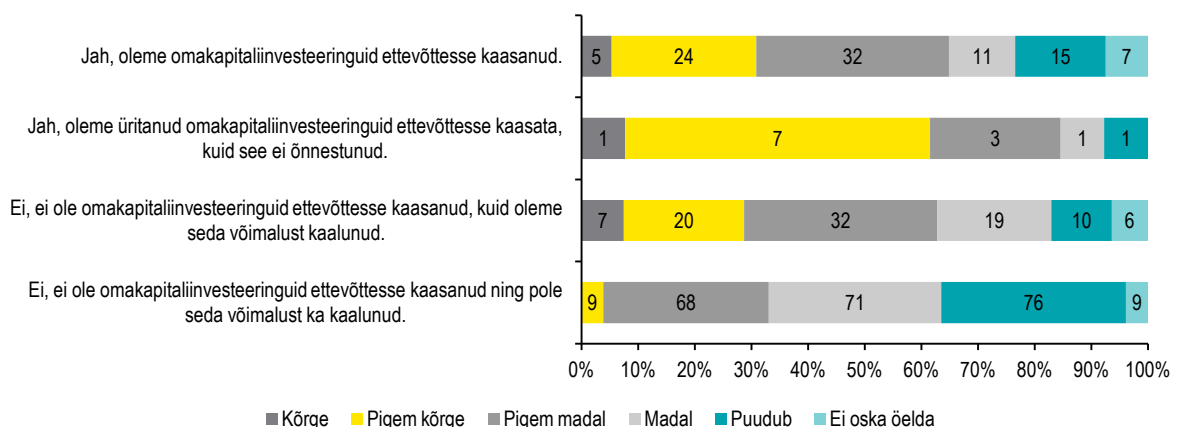


Täiendavate telefoniintervjuude käigus selgitasid ettevõtjad oma huvi omakapitaliinvesteeringute vastu. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatest ettevõtjatest oleks enamiku jaoks omakapitaliinvesteering lihtsalt üks võimalik täiendava kapitali allikas. Omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu tundsid ettevõtjad huvi eriti siis, kui ettevõtte ärikasumist ei piisanud kasvuvõimaluste realiseerimiseks või pangalaenu polnud võimalik saada. Samas esines mitmeid ettevõtjaid, kes eelistaksid pigem vältida pangalaenu võtmist ning kaasaksid selle asemel investori kolmanda osapoolena ettevõttesse. Seega on potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete huvi põhjused üldiselt väga sarnased kapitali kaasanud ettevõtete põhjustega (vt joonis 27).

Eelnev kokkupuude omakapitaliinvesteeringutega

Ettevõtjate huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu sõltub ka nende eelnevast kogemusest antud valdkonnas (joonis 30). **Kõige rohkem omavad omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu huvi ettevõtjad, kes on varasemalt üritanud omakapitaliinvesteeringuid kaasata (ca 60%).** Kapitali kaasamist kaalunud ettevõtjatest omab omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu huvi ligikaudu 30%. Samuti omab ligikaudu 30% varasemalt omakapitali kaasanud ettevõtjatest endiselt huvi omakapitaliinvesteeringute vastu.

Joonis 30. Üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu lähtudes nende eelnevast kogemusest (n=434)

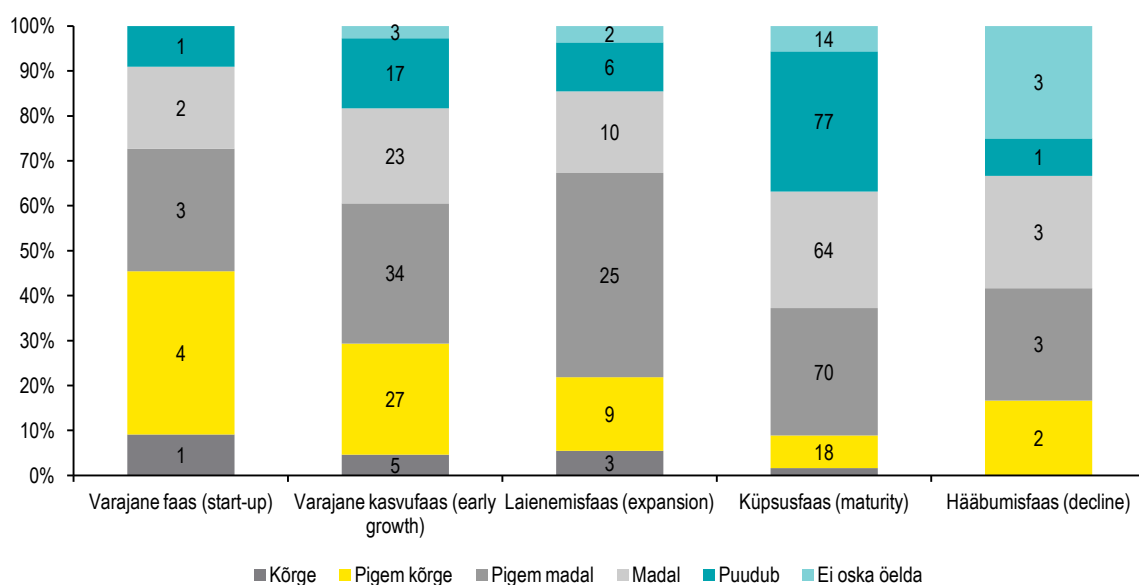


Arengufaas

Veebiküsitluse tulemuste põhjal on erinevates arengufaasides ettevõtete esindajad omakapitaliinvesteeringute kaasamisest erineval määral huvitatud (joonis 31). **Arenevate ettevõtete, mis on kas varajases faasis (ca 40%-l kõrge või pigem kõrge huvi), varajases kasvufaasis (ca 30%-l kõrge või pigem kõrge huvi) või laienemisfaasis (ca 20%-l kõrge või pigem kõrge huvi), esindajad omavad suuremat huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu.** See tendents väljendub ka analüüsidest omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavaid ja mittekaasavaid ettevõtjaid (lisa 5, joonis 1.3.2). Seejuures väheneb huvi koos ettevõtte küpsusfaasi jõudmisega. See on ootuspärane, sest kasvavad ettevõtted vajavad oma kasvuvõimaluste realiseerimiseks ja üldiseks arenguks enamasti rohkem kapitali kui küpsusfaasi jõudnud ettevõtted.

Samas on hääbumisfaasis ettevõtete esindajate huvi suurem kui küpsusfaasis olevatel ettevõtetel. Täiendavatel telefoniintervjuudel selgitasid hääbumisfaasis olevate ettevõtete esindajad, et kapitalivajadus tuleneb äritegevuses planeeritavast hääbumisfaasist väljumiseks kavandatud muudatusest (nt uutele turgudele sisenemine, tootmise laiendamine).

Joonis 31. Üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu arengufaaside lõikes (n=434)



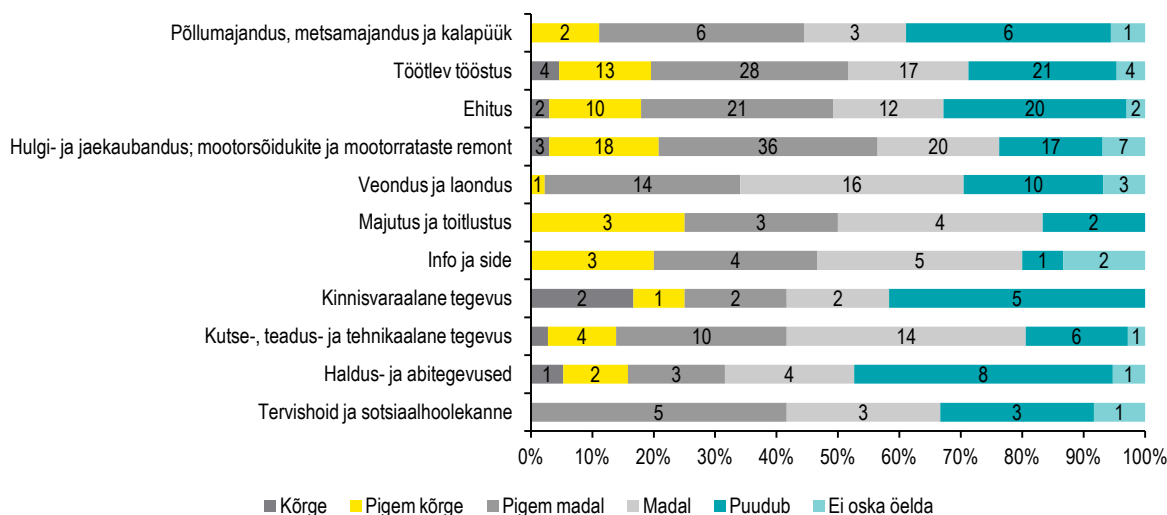
Tegevusala

Ka erinevatel tegevusaladel tegutsevate ettevõtete esindajate üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu on erinev (joonis 32). Järgmistel tegevusaladel tegutsevatest ettevõtetest omab omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu huvi enamik küsitletud ettevõtjatest:

- ▶ majutus ja toitlustus (ca 25%),
- ▶ kinnisvaraalaane tegevus (ca 25%),
- ▶ info ja side (ca 20%),
- ▶ hulgi- ja jaekaubandus, mootorsõidukite ja mootorrataste remont (ca 20%),
- ▶ töötlev tööstus (ca 20%).

Kõige madalam huvi on tervishoiu ja sotsiaalhoolekande ning veonduse ja laonduse valdkonna ettevõtete esindajatel. Kuna potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtted on tegevad piiratud arvul tegevusaladel, pole võimalik potentsiaalselt kapitali kaasavate ja mittekaasavate ettevõtjate huvi hinnangutes erinevusi välja tuua (lisa 5, joonis 1.3.3).

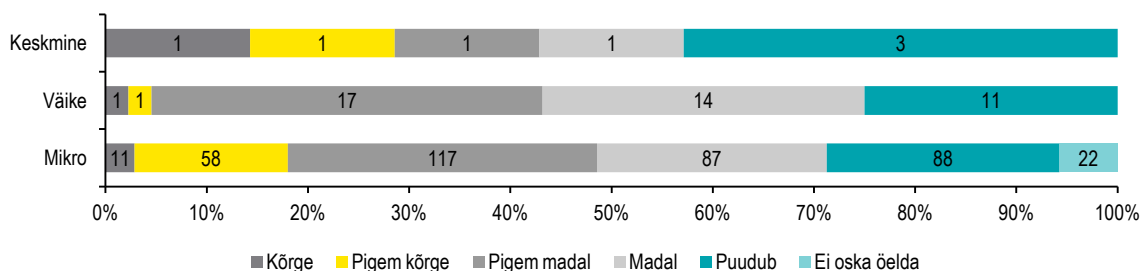
Joonis 32. Üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu tegevusalade lõikes (n=434)



Ettevõtte suurus

Võrreldes ettevõtjate huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu erineva suurusega ettevõtete lõikes, siis töötajate arvust lähtudes ei ole võimalik ettevõtjate huvis olulisi erinevusi välja tuua (lisa 5, joonis 1.3.4). Samas võttes ettevõtete suuruse näitajaks käibe, ilmneb mikroettevõtete esindajate suurem huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu (joonis 33). Pääaegu 20% mikroettevõtete esindajatest (69 ettevõtet) omavad omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu kõrget või pigem kõrget huvi.

Joonis 33. Üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu ettevõtete suuruse (käibe) lõikes (n=434)



Mikroettevõtete suuremat huvi ei ole võimalik seostada konkreetselt olemasolevate kasvuvõimaluste hulga või tüübiga. Nimelt ei sõltu veebiküsitluse tulemuste põhjal omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi ettevõtte kasvuvõimaluste tüübist, mille elluviimiseks võiks omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kasutada (lisa 5, joonis 1.3.5). Samuti ei sõltu huvi kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajamineva investeeringu suurusest (lisa 5, joonis 1.3.6). Kuna vaid väga väike osa veebiküsitlusel osalenud ettevõtjatest omavad vajadust suuremate investeeringute järele, pole võimalik piiratud informatsiooni põhjal kontrollida, kas investeeringuvajaduse kasvades suureneb ka huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu. Samas võib eeldada, et mikroettevõtete suurem huvi tuleneb asjaolust, et enamus mikroettevõtteid on varasemates kasvufaasides, ning seega omavad nad ka rohkem kasvuvõimalusi, mille realiseerimiseks võidakse lisakapitali vajada.

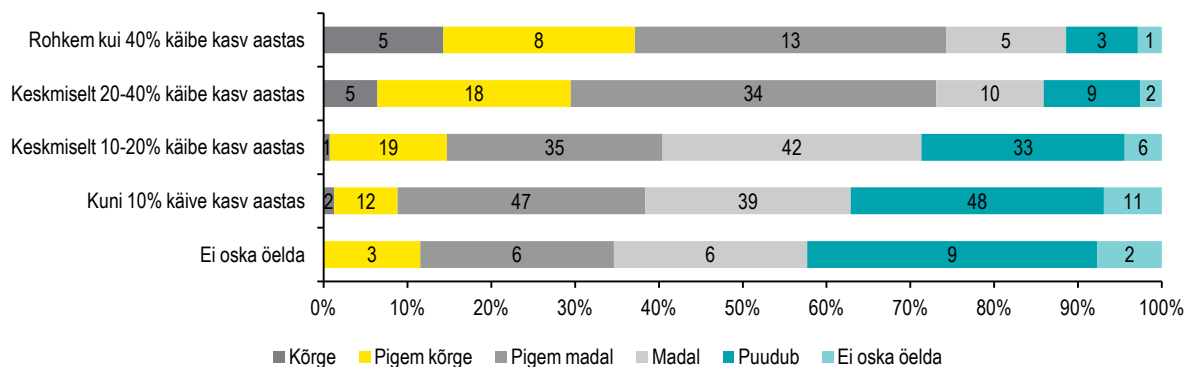
Kasvuvõimalused

Veebiküsitluse tulemuste põhjal ilmneb, et omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi on suurem nende ettevõtjate seas, kes on prognoosinud kasvuvõimaluste realiseerimisel suuremat käibe

kasvu (joonis 34). Seejuures ilmnes eelnevalt, et suuremat käibe kasvu prognoosivad ettevõtted on enamasti ka varajases faasis, varajase kasvufaasis või laienemisfaasis (vt joonis 6) ja et suurema omakapitalivajadusega ettevõtete kasvuvõimalused ei jäänud alla väiksema omakapitalivajadusega ettevõtetele (vt joonis 16).

Mida väiksemat käibe kasvu ettevõtja prognoosib, seda väiksem on ka tema huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu. Näiteks omab rohkem kui 40% suurust käibe kasvu prognoosivatest ettevõtjatest ligikaudu 35% kõrget või pigem kõrget huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu. See-eest alla 10% suurust käibe kasvu prognoosivatest ettevõtjatest on vähem kui 10% huvitatud omakapitaliinvesteeringute kaasamisest kas kõrgele või pigem kõrgele määral.

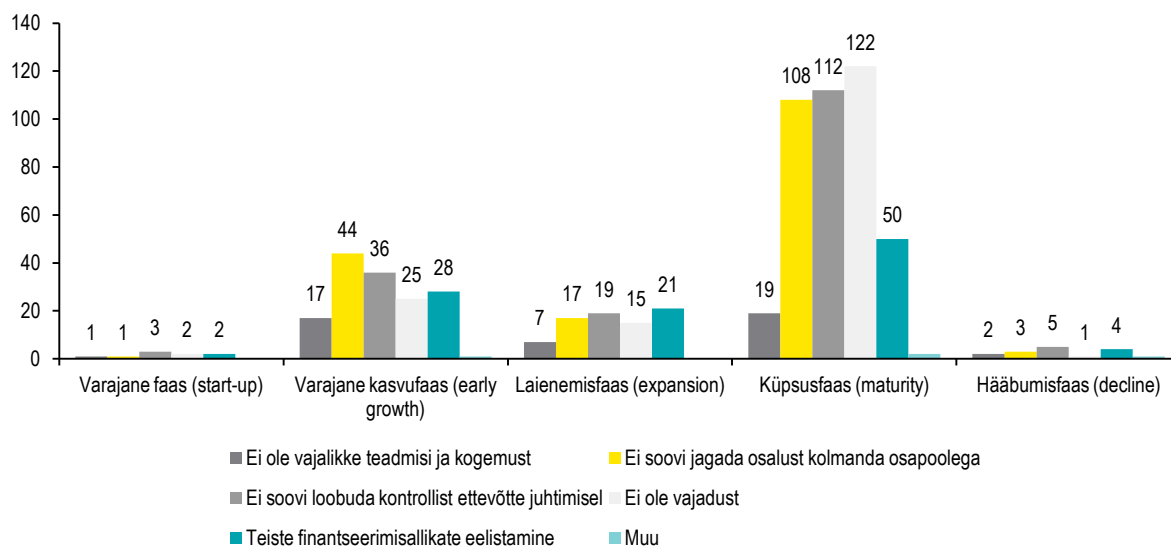
Joonis 34. Üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu lähtudes prognoositavast käibe kasvust (n=434)



Huvi puudumise põhjused

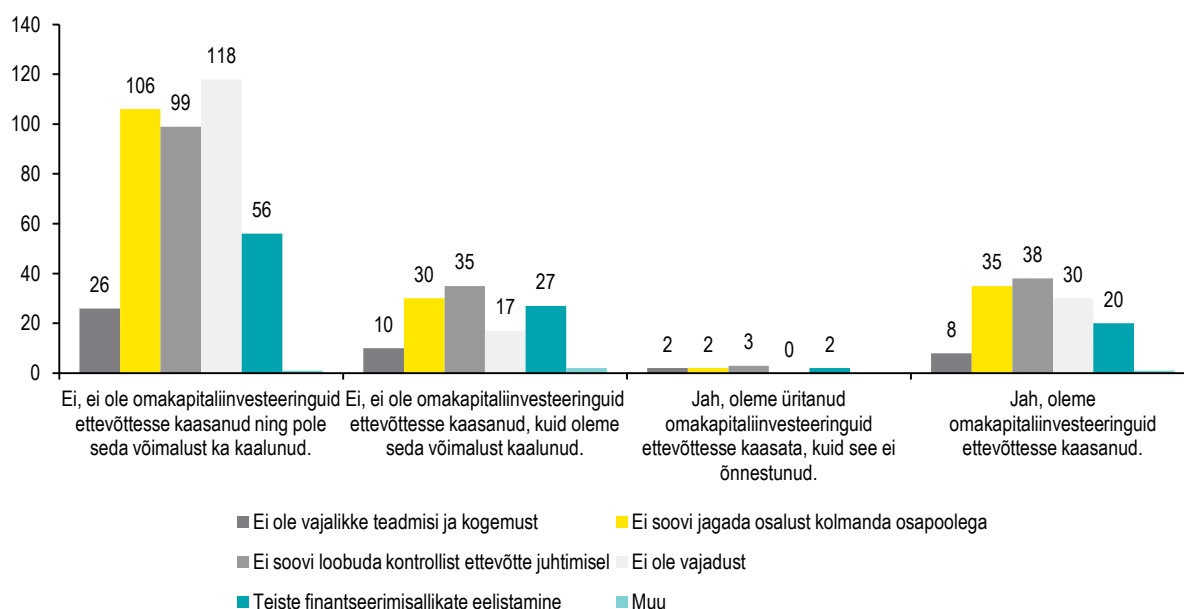
Üldiselt on ettevõtjate huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu siiski madal. **Ettevõtjad, kes ei pidanud kasvuvõimaluste realiseerimisel vajalikuks omakapitaliinvesteeringute kaasamist, tõid välja kolm põhilist huvi puudumise põhjust** (joonis 35). Siinkohal on huvitav, et vajaduse puudumine oli domineeriv vastus ainult küpsusfaasi ettevõtetele – teistes arengufaasides domineeris vastumeelsus osaluse jagamise ja kontrollist loobumise suhtes. Lisaks sai kinnitust ka *pecking order* majandusteooria, mille kohaselt eelistatakse omakapitaliga finantseerimisele muid finantseerimisallikaid (ärikasumit ja laene). Tulemusi vaadates on oluline ära märkida, et vajalike teadmiste ja kogemuste puudumise põhjus oli kasvufaasides ettevõtete puhul proportsionaalselt palju olulisem põhjus kui küpsusfaasi ettevõtetele.

Joonis 35. Omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi puudumise põhjused (n=376)



Huvi puudumise põhjused varieeruvad ka ettevõtete eelneva kogemuse lõikes (joonis 36). Ettevõtjad, kes pole varasemalt ettevõttesse omakapitaliinvesteeringute kaasamise võimalust kaalunud, tõid peamise põhjusena välja vajaduse puudumise (118 vastust). Omakapitaliinvesteeringute kaasamist kaalunud ettevõtjate ja kapitali kaasanud ettevõtjate jaoks on olulisemateks põhjusteks soov mitte loobuda kontrollist ja mitte jagada osalust kolmanda osapoolega. Samas on kapitali kaasanud ettevõtjad ju tegelikult juba jaganud eraisikust äripartnerite kaasamisel nii osalust kui ka kontrolli ja võiksid seetõttu olla ka antud tingimustele avatumad.

Joonis 36. Omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi puudumise põhjused eelneva kogemuse lõikes (n=376)



Omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi puudumise põhjused ei erine ei tegevuslade (lisa 5, joonis 1.3.7) ega ka eri suurusega ettevõtete lõikes (lisa 5, joonis 1.3.8).

Kokkuvõte

Ettevõtjate põhiliseks mureks omakapitaliinvesteeringute kaasamisel on kontrolli ja osaluse kaotus (376-st ettevõtjast nimetas seda põhjust üle 160). Täiendavatel telefoniintervjuudel selgitasid ettevõtjad, et kolmanda osapoole kaasamisel kardetakse erimeelsusi ning konflikte ettevõtte arendamist ja juhtimist puuduvates küsimustes. Samuti tuntakse muret, et kui kõik otsused on vaja kooskõlastada teise osapoolega, vähendab see operatiivsust otsuste tegemisel ja ettevõtte juhtimisel. Seetõttu on mitmed ettevõtjad läinud ettevõtte aeglasema kasvutamise teed, finantseerides seda suure osas ärikasumist.

Omakapitaliinvesteeringute mittekiirguse põhjuste taga on suure osas ka ettevõtjate madal teadlikkus omakapitaliinvesteeringute toimimisest ja võimalikust lisaväärtusest ettevõttele. Mitmed potentsiaalsed omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad tõid telefoniintervjuude käigus välja, et kuna nende teadmised omakapitaliinvesteeringute kaasamisest on madalad, ei oska nad kapitali kaasamise eeliseid ja puuduseid hinnata. Seetõttu on ka nende huvi ja valmisolek omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks madalam.

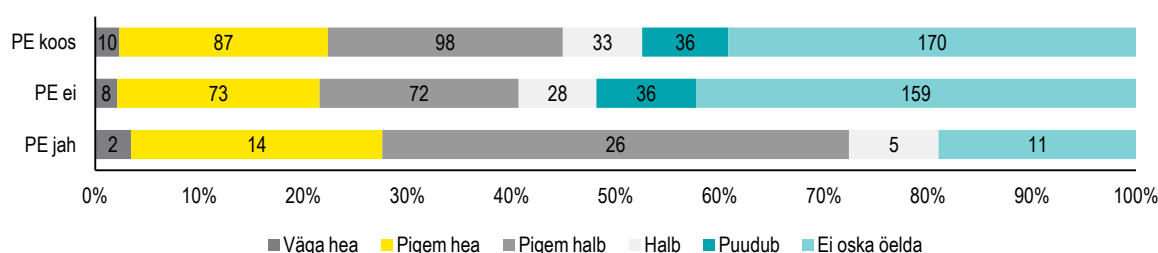
2.1.4 Ligipääs

Veebiküsitluse analüüsitulemuste põhjal ei oska ettevõtete esindajad enamjaolt oma ettevõtte ligipääsu võimalusi omakapitaliinvesteeringutele hinnata (joonis 37). Ligikaudu 25% ettevõtetest hindab oma ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele kas väga heaks (ca 5% vastanutest)

või pigem heaks (20% vastanutest). Üldiselt on tegemist kõrge tulemusega. Tegelikult on küsitav, kas tõesti omab ligikaudu 25% ettevõtetest head ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele, sest täiendavate telefoniintervjuude käigus selgitasid ettevõtjad, et nad hindavad oma ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele heaks, kuna ettevõttel on viimastel aastatel olnud korralikud majandusnäitajad ning ettevõtte on stabiilselt kasvanud. Vaid vähem kui 25% intervjueeritud ettevõtjatest võttis ligipääsu hindamisel arvesse ka võimalikke kasvuvõimalusi ja nende realiseerimise potentsiaali.

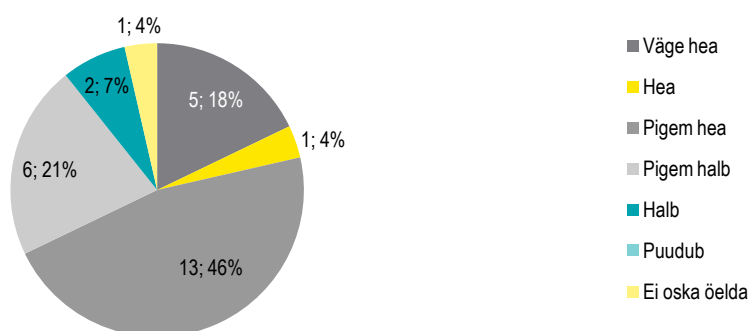
Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad hindavad oma ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele keskmisest mõnevõrra paremaks (ca 28% vastanutest). Seejuures on võrreldes omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt mittekaasavate ettevõtjatega nende seas palju suurem hulk neid ettevõtjaid, kelle hinnangul on nende ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele kas pigem halb (ca 40% vastanutest) või halb (ca 10% vastanutest).

Joonis 37. Ligipääs omakapitaliinvesteeringutele (n=434)



Eelnevale kogemusele vaatamata ei ole kõik kapitali kaasanud ettevõtjad oma ettevõtte omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse võimaluste osas siiski positiivselt meelestatud (joonis 38). **Kapitali kaasanud ettevõtjatest üle poole hindavad oma ettevõtte ligipääsuvõimalusi omakapitaliinvesteeringutele kas väga heaks (18% vastanutest), heaks (4%) või pigem heaks (46%).** Seejuures hindab oma ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele pigem halvaks 21% ning halvaks 7% kapitali kaasanud ettevõtjatest.

Joonis 38. Kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele (n=28)

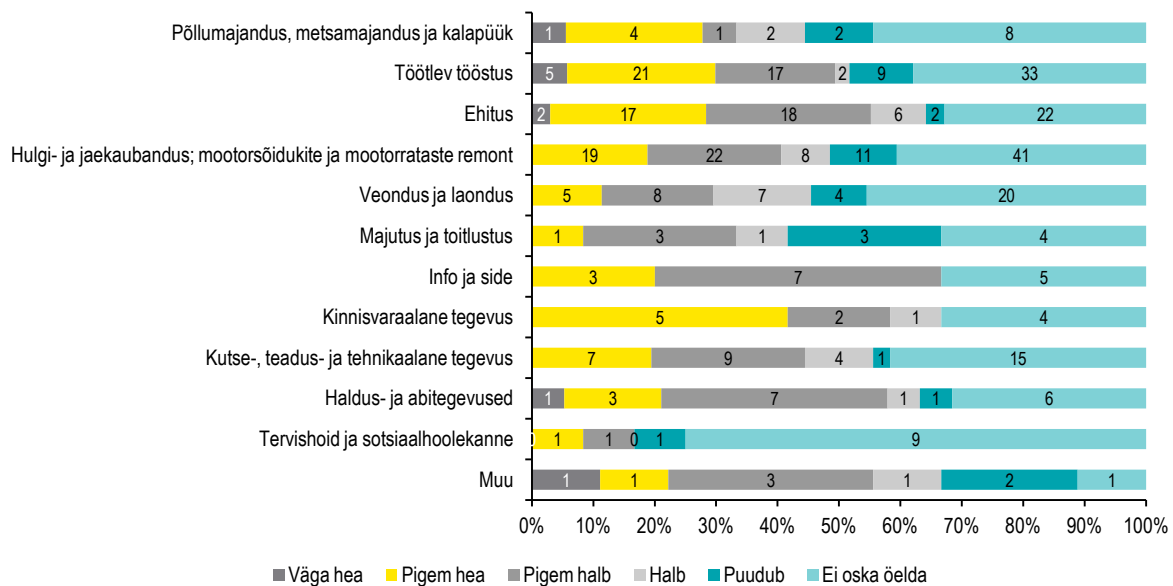


Tegevusala

Ettevõtjate hinnang ligipääsule ei erine ettevõtete arengufaaside lõikes (lisa 5, joonis 1.4.1), küll aga tegevusalade ja ettevõtte suuruste lõikes. Üldiselt hindavad põllumajanduse, metsamajanduse ja kalapüügi, töötleva tööstuse ning kinnisvaraalse tegevuse valdkonna ettevõtete esindajad ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele kõrgemaks (joonis 39). Kõige halvemaks hindavad ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele veonduse ja laonduse, info ja side, ning majutuse ja toitlustuse valdkonna ettevõtete esindajad. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ja

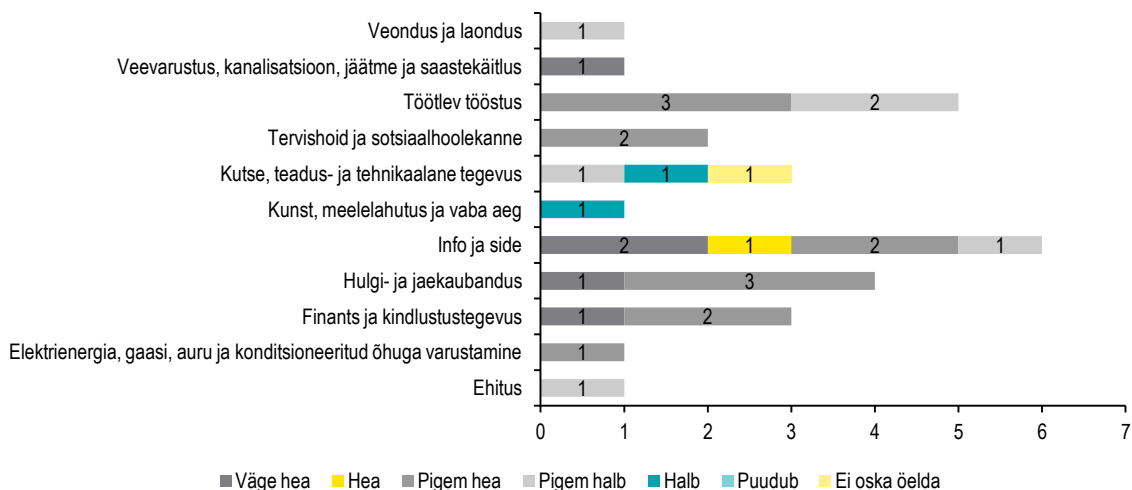
mittekaasavate ettevõtjate hinnangutes olulisi erinevusi tegevusalade lõikes ei esine (lisa 5, joonis 1.4.2).

Joonis 39. Ligipääs omakapitaliinvesteeringutele tegevusalade lõikes (n=434)



Kui kõrvutada eri tegevusalade ettevõtete esindajate hinnanguid omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangutega, siis selgub, et just info ja side, töötleva tööstuse ning hulgi ja jaekaubanduse valdkonna ettevõtetel on õnnestunud kaasata ettevõttesse omakapitaliinvesteeringuid. Samuti on just töötleva tööstuse ning info ja side valdkonna kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang ettevõtte aktuaalsetele ligipääsuvõimalustele kõrgem kui teiste tegevusalade puhul (joonis 40).

Joonis 40. Kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele tegevusalade lõikes (n=28)

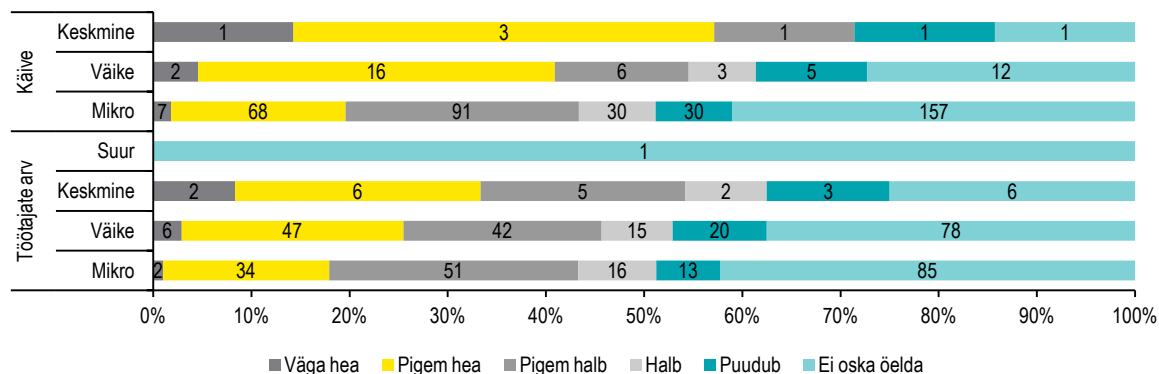


Ettevõtte suurus

Ettevõtjate hinnangud omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele erinevad ettevõtte suuruse lõikes (joonis 41). Olenemata sellest, kas lähtuda ettevõtte suuruse määramisel töötajate arvust või käibest, ilmneb sama tulemus: **mida väiksema ettevõttega on tegemist, seda halvemaks hinnatakse ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele.** Seejuures ei ole erinevusi ettevõtte suuruse lõikes ka potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ja mittekaasavate ettevõtetel

vahel (lisa 5, joonis 1.4.3). Kapitali kaasanud eri suurusega ettevõtete esindajate hinnangutes eeltoodud trend nii selgelt ei eristu. Võrreldes omavahel keskmise suurusega ettevõtete esindajate hinnanguid ning väikeste ja mikroettevõtete esindajate koondhinnanguid ligipääsule, tuleb siiski esile keskmise suurusega ettevõtete positiivsem hinnang omakapitaliinvesteeringute ligipääsetavusele.

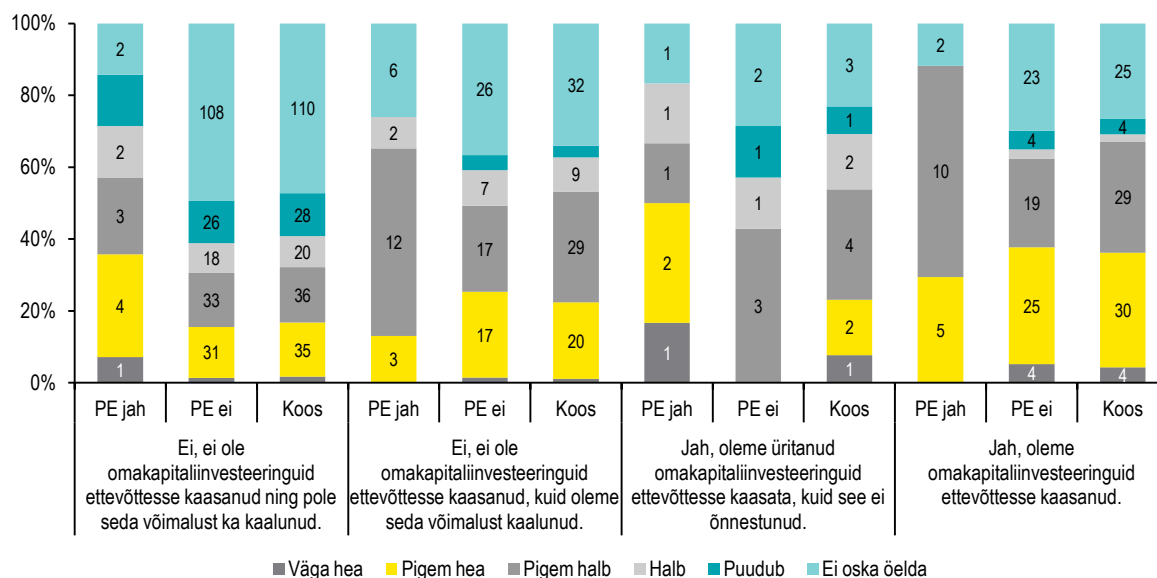
Joonis 41. Ligipääs kapitaliinvesteeringutele ettevõtete suuruse lõikes (n=434)



Eelnev kokkupuude omakapitaliinvesteeringutega

Võttes arvesse ettevõtjate eelnevat kokkupuudet omakapitaliinvesteeringute valdkonnaga, siis ilmneb loomulikult varasemalt omakapitaliinvesteeringuid kaasanud ettevõtete positiivsem hinnang ettevõtte ligipääsuvõimalustele (joonis 42). Need ettevõtjad aga, kellel pole õnnestunud omakapitaliinvesteeringuid kaasata, hindavad oma ettevõtte ligipääsuvõimalusi oma eelneva negatiivse kogemuse põhjal madalamaks. Analüüsides eraldi potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavaid ja mittekaasavaid ettevõtjaid, ilmneb potentsiaalsete kaasajate üldjoontes positiivsem hinnang omakapitaliinvesteeringute ligipääsetavusele.

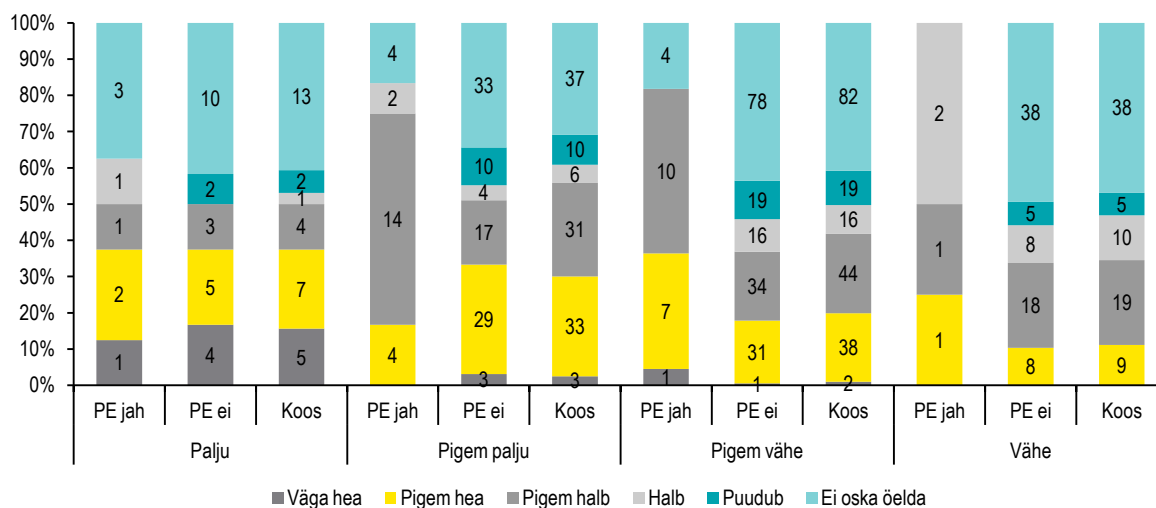
Joonis 42. Ligipääs omakapitaliinvesteeringutele ettevõtjate eelneva kogemuse lõikes (n=434)



Kasuvõimalused

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate kõrgem hinnang võib tuleneda kasumlike kasvuvõimaluste olemasolust. Nimelt hindavad veebiküsitluse tulemuste põhjal suurema hulga kasumlike kasvuvõimalustega ettevõtete esindajad ka oma ettevõtte ligipääsuvõimalusi paremaks (joonis 43).

Joonis 43. Ligipääs omakapitaliinvesteeringutele kasvuvõimaluste hulga lõikes (n=434)



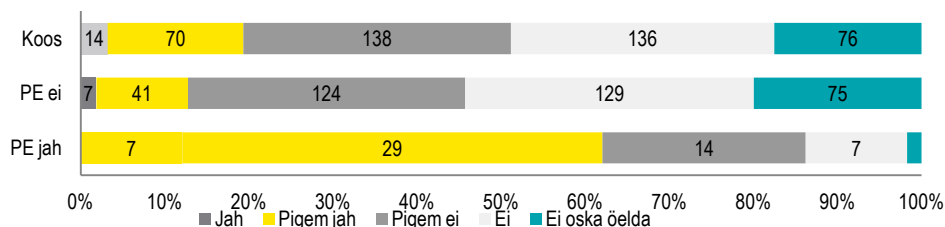
Seevastu ei ilmne aga otsest seost ettevõtjate ligipääsu hinnangu ja kasvuvõimaluse tüübi (lisa 5, joonis 1.4.4) ning kasvuvõimaluste realiseerimisel prognoositava käibe kasvu (lisa 5, joonis 1.4.5) vahel. Selgeid erisusi kasvuvõimaluste näitajate lõikes ei esine ka potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ja mittekaasavate ettevõtjate hinnangute vahel.

Puuduliku ligipääsu takistav mõju ettevõtte kasvule

Kuna vaid 25% küsitletud ettevõtjates hindavad ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele heaks, toovad üle 60% potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatest ettevõtjatest puuduliku ligipääsu esile ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimist pärssivana (joonis 44). Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid mittekaasavad ettevõtted ei pea puudulikku ligipääsu ettevõtte kasvatamisel ja arendamisel suureks takistuseks, mis on ka igati ootuspärane tulemus.

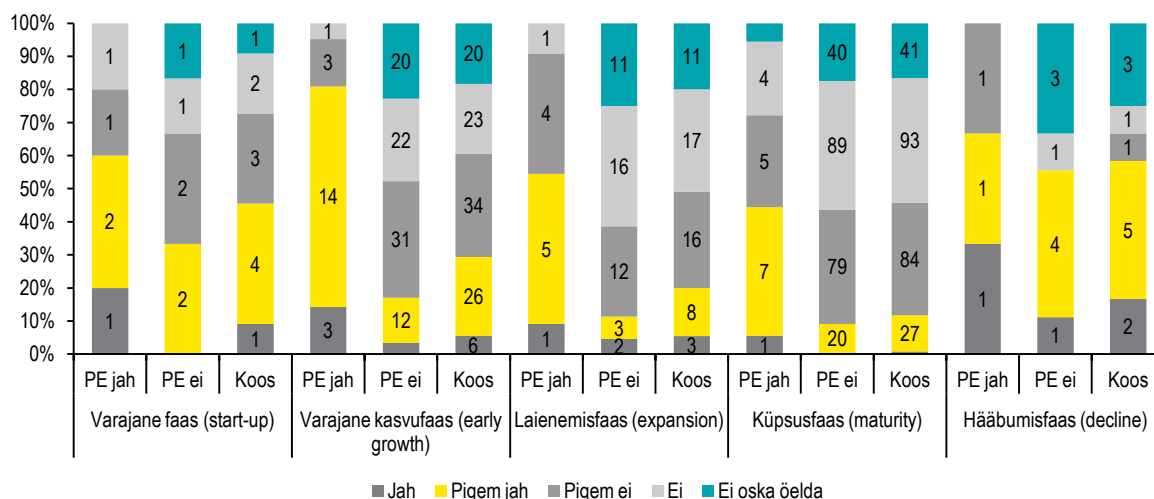
Täiendavatel telefoniintervjuudel nimetasid 30% intervjuueeritud ettevõtjatest investeerimiskapitali puudust probleemiks, mis on takistanud nii kasvuvõimaluste realiseerimist kui ka üldist ettevõtte kasvatamist ja arendamist. Teine suurem probleem on ettevõtjate hinnangul kvalifitseeritud tööjõu puudus. Ettevõtjate sõnul võib tekkida probleem, et kui leitakse kapital kasvuvõimaluste realiseerimiseks, ei leidu suurenenud töömahu täitmiseks enam piisavalt kvaliteetset tööjõudu.

Joonis 44. Puuduliku omakapitaliinvesteeringute ligipäasetavuse takistav mõjule ettevõtte kasvamisel ja arendamisel (n=434)



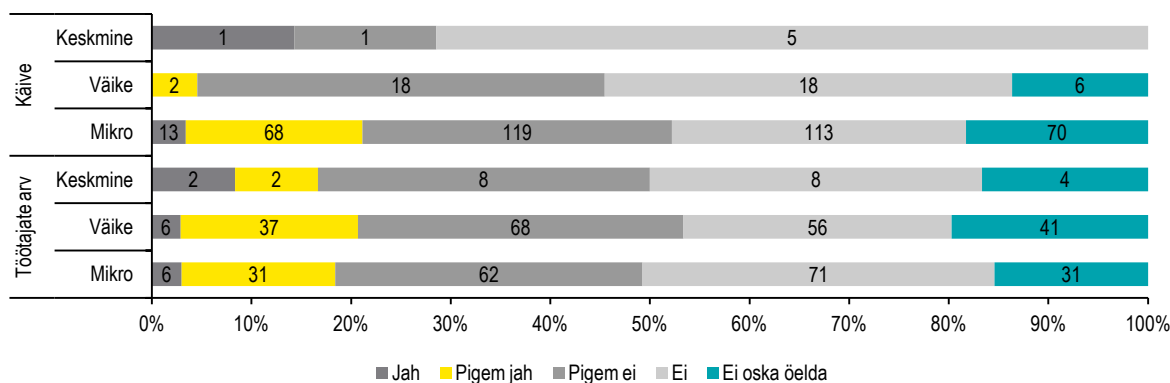
Piiratud ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele näevad kõige suurema takistusena varasemate arengufaaside ettevõtete esindajad (joonis 45). Mida arenenum on ettevõtte, seda väiksema takistusena piiratud ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele nähakse. Seejuures omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavate ettevõtete puhul hindavad üle 80% varajase kasvufaasi ettevõtete esindajatest piiratud ligipääsu takistavat mõju kõige suuremaks. Laienemisfaasi ja küpsusfaasi ettevõtete esindajatest hindavad ligikaudu 50% puudulikku ligipäasetavust omakapitaliinvesteeringutele ettevõtte arendamisel ja kasvamisel pigem takistavaks.

Joonis 45. Omakapitaliinvesteeringute puuduliku ligipäasetavuse takistav mõju ettevõtte kasvamisel ja arendamisel arengufaaside lõikes (n=434)



Tegevusalade lõikes ei tule esile otsest erinevust puuduliku ligipääsu takistava mõju kohta (lisa 5, joonis 1.4.6) - vaid valimis arvukamalt esindatud tegevusalade ettevõtjad näevad piiratud ligipääsu ettevõtte arendamist takistavana. Seevastu ettevõtte suuruse lõikes (nii töötajate arvu kui käibe järgi) hindavad väikeste ja mikroettevõtete esindajad puudulikku ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele rohkem takistavaks kui keskmiste ja suurte ettevõtete esindajad (joonis 46). Sama tulemus ilmneb ka analüüsidest eraldi potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavaid ja mittekaasavaid ettevõtteid (lisa 5, joonis 1.4.7).

Joonis 46. Omakapitaliinvesteeringute puuduliku ligipäasetavuse takistav mõju ettevõtte kasvamisel ja arendamisel ettevõtte suuruse lõikes (n=434)



Ligipääsu takistavad tegurid

Täiendavatel telefoniintervjuudel selgitasid ettevõtjad (sh potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtted), et nende jaoks on ligipääsu takistavateks teguriteks:

- ▶ vähesed teadmised omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades ning
- ▶ probleemid informatsiooni leidmisel.

Ettevõtjate hinnangul soodustaks nende jaoks ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele paremini kättesaadav ja struktureeritud esitatud informatsioon.

Kapitali kaasanud ettevõtjate arvamusel on suurimaks takistuseks omakapitaliinvesteeringute kaasamisel:

- ▶ Eesti kapitalituru väiksus, mistõttu ei oma kõik potentsiaalsed ettevõtted omakapitaliinvesteeringutele ligipääsu;

- ▶ tegevusala spetsiifika;
- ▶ ettevõtjate puudulik äriidee müümise oskus ning
- ▶ vajadussuuremate investeeringute järgi, mida Eesti turult pole võimalik leida.

Vähemal määral mainiti ka järgmisi takistusi:

- ▶ investeerimiskliima ebakindlus;
- ▶ investorite madal huvi väikeste investeeringute ja ettevõtete vastu;
- ▶ majanduskeskkonda reguleerivate seaduste muutlikkus ning
- ▶ riskikapitaliinvestorite piiratud arv Eesti turul.

Investeeringusumma ja teatud tüüpi investorite (nt riskiinvestori) puudus Eesti turul on otseselt seotud Eesti kapitalituruga väiksusega. See tähendab, et kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangute põhjal ei leia kõik huvitatud ettevõtjad endale sobivat investorit, kes oleks huvitatud ja võimeline vajaliku summa investeerimiseks. Vajaliku informatsiooni vähesus ja äriidee müümise oskuste puudumine on takistused, mis on otseselt seotud ettevõtjate oskuste ja teadmistega.

2.1.5 Ootused

Kõikide intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtete esindajate ootuseks omakapitaliinvesteeringute kaasamisel oli ettevõtte kasv ja areng ehk kasvuvõimaluste edukas elluviimine. Seejuures oli 25% intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtja kinnitusele nende esmaseks ootuseks saada lihtsalt ettevõtte arenguks vajaminevat kapitali. Mitmel juhul oligi omakapitaliinvesteeringu kaasamine ettevõtja jaoks ainukeseks võimaluseks, sest omavahenditest ei piisanud ja pangalaenu polnud võimalik saada.

Vaatamata sellele, et suure osa intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtjate põhifookuses oli ettevõtte jaoks täiendava kapitali saamine, oli paljudel ettevõtjatel omakapitaliinvesteeringute kaasamisele ka täiendavaid ootusi. **Lisaväärtusena ootasid intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtjad:**

- ▶ täiendavat kompetentsi ja nõu ettevõtte arendamisel ja kasvatamisel (29%),
- ▶ kontakte ja ärisidemeid, sh potentsiaalset kliendibaasi olemasolevatel turgudel laienemiseks või uutele turgudele sisenemiseks (7%),
- ▶ investori hea mainega kaasnevaid eeliseid (7%),
- ▶ ettevõtte efektiivsuse tõstmist (3%).

Kapitali kaasanud ettevõtjate täitmata ootused

Intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtjate sõnul **jäid suures osas täitmata ootused** kontaktidele ja ärisidemetele ning täiendavale kompetentsile ja nõule. Lisaks töid mitmed kapitali kaasanud ettevõtjad intervjuudel välja, et investoril jääb tihtipeale puudu omanikutundest isegi juhul, kui omatakse ettevõttes enamusosalust. Seetõttu ei panusta investor ka aktiivselt ettevõtte arendamisesse ning ei anna oodatud määral nõu ettevõtte kasvatamisel. Kapitali kaasanud ettevõtjad selgitasid, et lisaväärtust täiendava kompetentsi ja teadmiste näol ei kaasnenud, kuna investoril puudusid vajalikud teadmised ettevõtte spetsiifikast ning kogemused antud valdkonnas. Seetõttu mainisid paar kapitali kaasanud ettevõtjat, et investorite valdkonnateadmiste puudumine ei põhjendanud mitte ainult ootuste mittetäitmist, vaid oli tegelikult ettevõtte otsustusprotsessis ja edasisel arendamisel isegi takistuseks.

Kapitali kaasanud ettevõtjad, kelle ootused omakapitaliinvesteeringutega kaasnevale täiendavale kompetentsile või teadmistele jäid täitmata, kaaluksid tulevikus klassikalise finantsinvestori asemel ka pigem strateegilise investori kaasamist. Kuna strateegilisel investoril on eeldatavalt paremad valdkonnateadmised, loodavad ettevõtjad sujuvama koostöö kaudu paremaid tulemusi saavutada

ning täiendava kompetentsi abil ka kasvuvõimalusi kiiremini realiseerida. Seejuures oodatakse aga tihti, et strateegiline investor võtaks ettevõttes siiski vähemusosaluse.

Kapitali kaasanud ettevõtjate täitunud ootused

Mitmed välismaistelt investoritelt riskikapitali kaasanud ettevõtjad (vt joonis 62) töid välja, et nemad otsustasid kaasata kapitali välismaalt, kuna Eestis ei ole tarka raha (*smart money*). Seega ootasid nad välismaiselt investorilt suuremat lisaväärtust vajaliku kompetentsi ja kogemuse näol. Kõikidel juhtudel on see ootus kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangul ka täitunud.

Mitmel intervjueeritud Eesti kapitali kaasanud ettevõtjal oli samuti olnud positiivne kogemus. Nimelt olid ettevõtjate ootused kapitali kaasamisel suhteliselt tagasihoidlikud, ning kaasamise tulemusel said nende ootused hoopis ületatud. **Investori poolt loodud lisaväärtusena töid intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad välja:**

- ▶ abi ettevõtte majandustulemuste finantsanalüüsi läbiviimisel,
- ▶ sisuline ja arenev koostöö, mis on soodustanud ettevõtte kiiret arengut,
- ▶ distsiplineerimine otsustusprotsessis, mis oli majanduslanguse ajal hädavajalik,
- ▶ aktiivne panus ettevõtte kasvatamisesse.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate ootused

Intervjueeritud potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate ootused on sarnased kapitali kaasanud ettevõtjate algsete ootustega. **Ligikaudu pooled potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatest ettevõtjatest sooviksid saada lihtsalt kapitali ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimiseks, samal ajal kui teine pool ettevõtjatest ootab ka lisaväärtust.** Sellest lähtuvalt eelistavad ca 30% potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavatest ettevõtjatest finantsinvestorit ja ca 30% strateegilist investorit. Ülejäänud intervjueeritud potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtjad ei omanud investorit tüüpi osas mingeid eelistusi.

Strateegiliselt investorilt eeldavad intervjueeritud potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad rohkem lisaväärtust kui finantsinvestorilt ning seda nii uue kompetentsi, välismaistele turgudele sisenemise kogemuse kui ka vajalike kontaktide näol. Samas eelistasid mitmed intervjueeritud potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtjad siiski passiivset investorit, kes võtaks ettevõttes vähemusosalusega vaikiva rolli ning ei sekkuks aktiivselt ettevõtte arendamisesse ja juhtimisse.

Kokkuvõte

Omakapitaliinvesteeringuid kaasavaid ettevõtteid on kahte tüüpi: ühed, kes soovivad leida lihtsalt täiendavat kapitali ettevõtte arendamiseks, ning teised, kes ootavad omakapitaliinvesteeringu kaasamisest ettevõttele ka lisaväärtust. Seejuures jäävad kõige sagedamini täitmata just ettevõtjate ootused lisaväärtusele. Nende ootuste mittetäitmist toovad kapitali kaasanud ettevõtjad välja pigem finantsinvestorite puhul ning seetõttu eelistaksid nad tulevikus pigem strateegilise investorit kaasamist, kes tunneks valdkonna spetsiifikat ja omaks valdkonnas kogemusi.

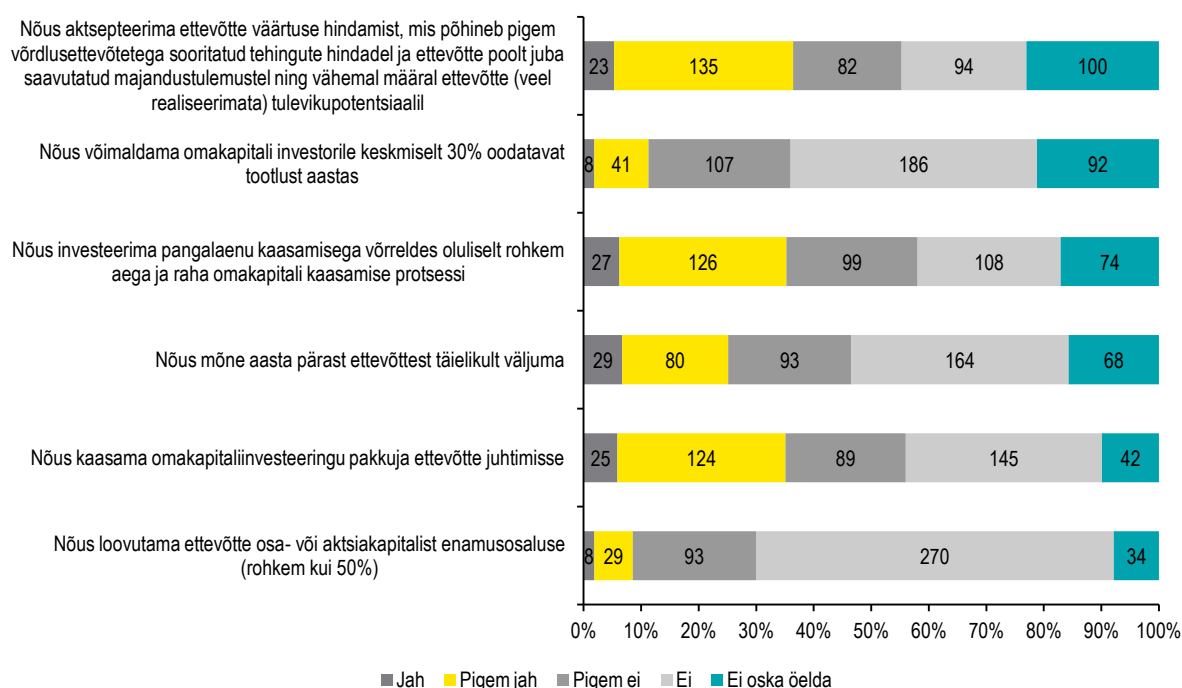
2.1.6 Tingimused

Omakapitaliinvesteeringute kaasamise kasuks otsustamine sõltub väga palju investorit väljapakutud tingimustest. Kui potentsiaalne kapitali kaasaja peab läbirääkimisi erinevate investoritega, siis langetatakse enamjaolt lõplik valik just lähtudes ettevõttele kõige parematest tingimustest. Seetõttu koguti veebiküsitluse käigus informatsiooni ka ettevõtjate suhtumise ehk avatuse kohta omakapitaliinvesteeringute kaasamisel tavapäraselt rakenduvate tingimuste osas.

Omakapitaliinvesteeringute kaasamisel on ettevõtjad kõige enam valmis aktsepteerima omakapitaliinvesteeringute kaasamisele tüüpilist ettevõtte väärtuse hindamist (434-st vastajast oli 158nõus või pigem nõus selle tingimusega), panustama kaasamise protsessi ressursse (153 vastust) ja kaasama investori ettevõtte juhtimisse (149 vastust) (joonis 49). Samas omakapitaliinvesteeringute mittekaasamise põhjustena tõid ettevõtjad esmajärjekorras välja just ettevõtte juhtimisel kontrollist mitteloobumise soovi. Seega võib eeldada, et ettevõtjad sooviksid säilitada enamusosaluse, kuid sooviksid saada investorilt nõu (nt oleksid valmis kaasama investori ettevõtte nõukogusse) ilma, et ta hakkaks sekkuma aktiivselt ettevõtte otsustusprotsessi.

Lisaks selgus veebiküsitluse tulemuste põhjal, et rohkem on neid ettevõtjaid, kes on nõus väljuma ettevõttest paari aasta jooksul täielikult (109 vastust), kui neid, kes on nõus loovutama enamusosaluse ettevõtte osa- või aktsiakapitalist (37 vastust). Seega on valmisolek kontrolli loovutada tunduvalt väiksem kui valmisolek ettevõttest täiesti loobuda. Samuti on väga madal ka ettevõtjate valmisolek võimaldada investorile aastas keskmiselt 30% tootlust⁴³ (49 vastust), mis üldisel tasemel on ka arusaadav, kuna enamus ettevõtteid on küpsusfaasis, kus selline tootlus ei ole suure tõenäosusega reaalne. Lisaks sellele ilmnis hilisemate telefoniintervjuude põhjal, et ettevõtjad võisid tootlusootuse küsimusest valesi aru saada.

Joonis 49. Ettevõtjate avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele (n=434)



Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate suhtumine võrreldes mittekaasavate ettevõtjatega

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtjad on nõus aktsepteerima omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimusi erineval määral (lisa 5, joonis 1.5.1). Nimelt on **potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad erinevatele tingimustele rohkem avatud kui omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt mittekaasavad ettevõtjad**. See on ka põhjendatud, sest potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad

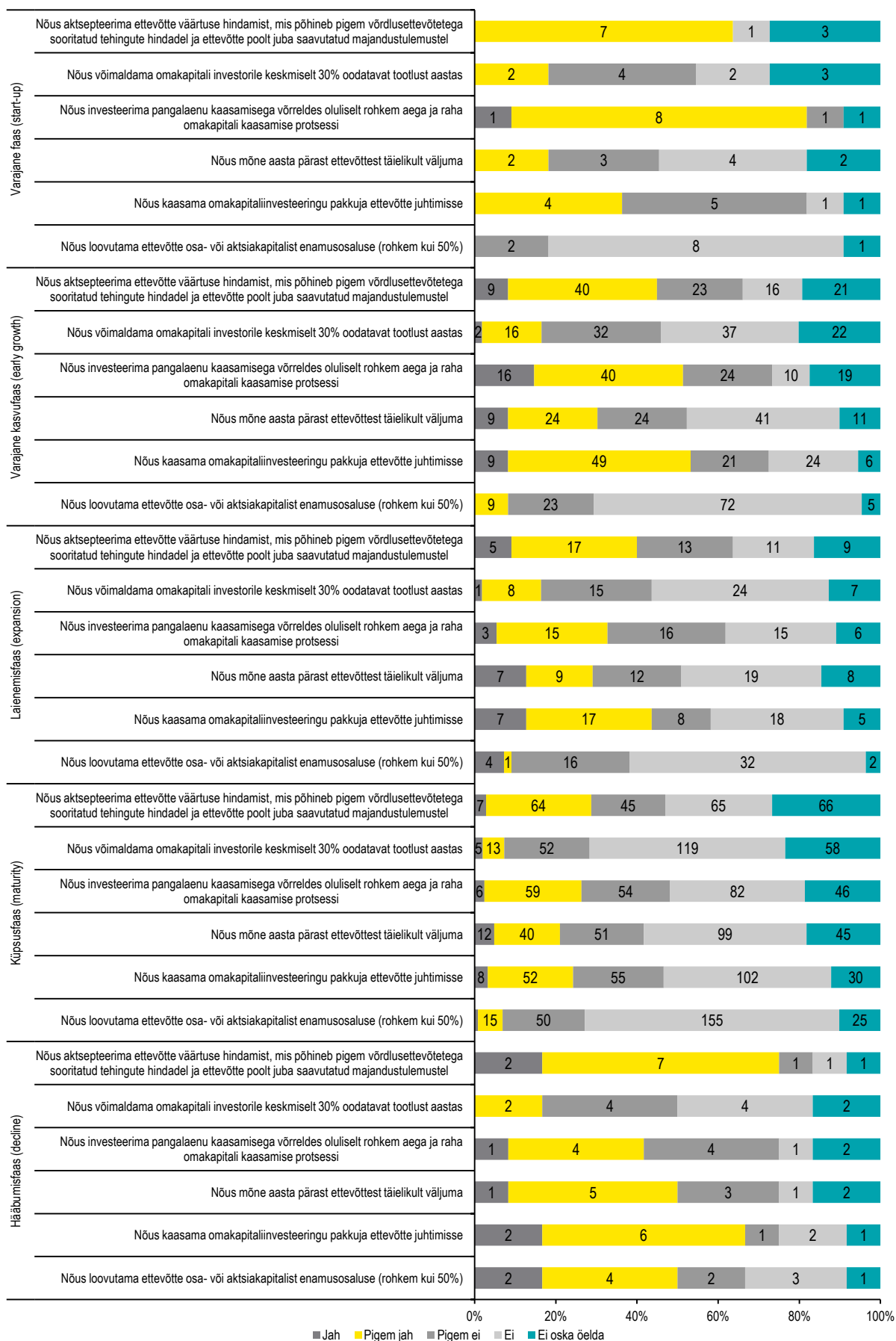
⁴³ 30% tootlusootuse väljatoomist tingimuste all soovitasid kapitali pakkujad, kes osutasid, et ettevõtte äriplaani peaks välja joonistuma vähemalt 30% tootlus, isegi kui tegelik tootlusootus on madalam, sest ettevõtjad ise on oma äriplaanide suhtes pigem optimistlikud. Seetõttu ei küsinud me ka madalama tootluse kohta.

ettevõtjad peavad omakapitaliinvesteeringute kaasamist vajalikuks ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimiseks. Seejuures on aga potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate valmisolek kõige madalam just enamusosaluse loovutamise (ca 30% vastanutest) ja aastase 30% tootlusootuse tagamise tingimuste osas (ca 30% vastanutest).

Arengufaas

Ettevõtjate avatus tingimustele varieerub arengufaaside lõikes (joonis 50). **Varajase faasi ja varajase kasvufaasi ettevõtjad on erinevatele tingimustele avatumad kui laienemisfaasi või küpsusfaasi ettevõtted.** See võib olla tingitud varases faasis olevate ettevõtete suuremast kapitalivajadusest (ja ka väiksemast käibest). Omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele on laienemis- ja küpsusfaasi ettevõtetest avatumad ka hääbumisfaasi ettevõtted. Ka potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ja mittekaasavate ettevõtete võrdluses ilmneb, et varase faasi ettevõtete esindajad on erinevate omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimuste aktsepteerimisega pigem nõus (lisa 5, joonis 1.5.2).

Joonis 50. Ettevõtjate avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele arengufaaside lõikes (n=434)



Tegevusala

Ettevõtete esindajate suhtumises omakapitali-investeeringute tingimustesse esineb erinevusi ka tegevusalade lõikes. **Omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele on avatud pigem järgmiste tegevusalade ettevõtete esindajad** (lisa 5, joonis 1.5.3):

- ▶ töötlev tööstus,
- ▶ hulgi- ja jaekaubandus,
- ▶ majutus ja toitlustus,
- ▶ kinnisvaraalne tegevus,
- ▶ info ja side,
- ▶ kutse-, teadus- ja tehnikaalne tegevus.

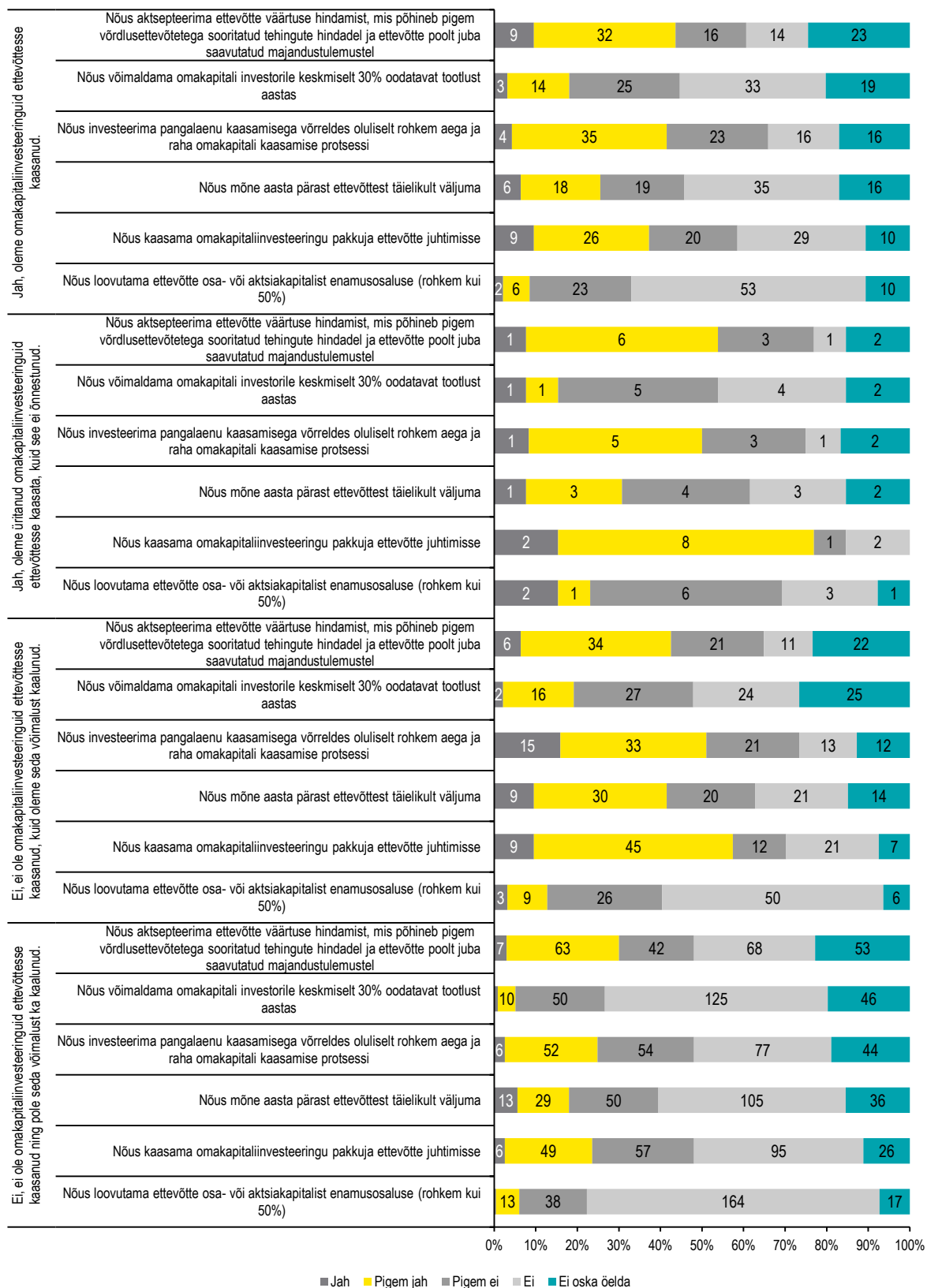
Seejuures on töötlev tööstus, kinnisvaraalne tegevus ning kutse-, teadus- ja tehnikaalne tegevus kapitalimahukamad tegevusalad, mille ettevõtetel võib seetõttu olla ka suurem valmisolek erinevate omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimuste aktsepteerimiseks. Info ja side ning töötlev tööstus on samas ka valdkonnad, milles on tegevad suur osa intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtetest. Seega võib omakapitaliinvesteeringute kaasamine olla antud tegevusalade ettevõtjate jaoks levinud viis ettevõtte kasvuvõimaluste finantseerimiseks ning seetõttu on nende tegevusalade ettevõtete esindajad ka erinevatele omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele avatumad.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ja mittekaasavate ettevõtjate vahel pole võimalik tegevusalade lõikes otsesid erinevusi välja tuua, kuna veebiküsitlustel osalenud ettevõtted ei kata kõiki analüüsitavaid tegevusalasid. Samuti ei erine eri suurusega (nii töötajate arvu kui käibe järgi) ettevõtete esindajate hinnangud omakapitaliinvesteeringute tingimustele (lisa 5, joonis 1.5.4).

Eelnev kogemus omakapitaliinvesteeringutega

Kui analüüsida aga ettevõtjate suhtumist omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustesse lähtudes nende eelnevast kogemusest selles valdkonnas, siis ilmneb, et omakapitaliinvesteeringuid kaasata üritanud ettevõtjad on üldiselt erinevatele tingimustele avatumad (joonis 51). See on ka põhjendatud, sest nendel ettevõtetel on vajadus kapitali kaasamiseks enamasti endiselt olemas. See-eest on aga huvitav, et eraisikuist äripartneritelt kapitali kaasanud ettevõtjate valmisolek omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimusi aktsepteerida on madalam kui omakapitaliinvesteeringute kaasamise võimalust kaalunud ettevõtjatel. See näitab jällegi pigem kartlikkust kolmanda osapoole omakapitali osas ka siis, kui omakapitali vajadus on olemas.

Joonis 51. Ettevõtjate avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele eelneva kogemuse lõikes (n=434)



Esiletõstetud problemaatilised tingimused

Välismaistelt investoritelt riskikapitali kaasanud intervjueeritud ettevõtjate (vt joonis 61) sõnul on välisinvestorite tingimused *start-up* idele sobivamad kui Eesti investorite tingimused. Nimelt ei nõua nende hinnangul välismaised investorid väikeste investeeringute puhul nii palju raporteerimist kui Eesti investorid. Nii saavad ettevõtjad keskenduda ettevõtte arendamisele ja kasvatamisele.

Intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangul muutuvad tingimused problemaatiliseks juhul, kui:

- ▶ investorid alaväärtustavad asutajate ja meeskonna panust (nt likvideerimise eesõigus, optioonifondi suuruse tingimused);
- ▶ puudub fikseeritud väljumise aeg (ca 20% intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjate puhul);
- ▶ investor suhtub liiga jäigalt äri- või kasvuplaani, sest ettevõtjal on keeruline garanteerida kasvu planeeritud valdkonnast;
- ▶ tingimused ei ole tasakaalus investeeringu suurusega (nt kasutatakse pikki standardiseeritud USA aktsionäriolepinguid, mis ei sobi ei investeeringu summa ega ka Eesti majanduskeskkonnaga).

Arengufondist kapitali kaasanud intervjueeritud ettevõtjate rahulolu rakendunud tingimustega on varieeruv. Probleemaatilisena toodi välja pikki, keerukaid ja ingliskeelseid aktsionäriolepinguid, mis ei ole vastavuses investeeritava summaga ega vasta ka Eesti ettevõtjate vajadustele. Samuti töid intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad välja, et nende arvamusel ei tohiks Arengufondil olla sarnaselt finantsinvestoritega õigust müüa oma osalus maha mõnele teisele investorile. Lisaks sellele polnud kapitali kaasanud ettevõtjad rahul Arengufondi õigusega võtta ettevõtte nõukogus osaluse proportsioonist suuremat hääleõigust. Need tulemused on selles mõttes üllatavad, et teiste investorite puhul ei peetud sarnaste tingimuste olemasolu problemaatiliseks.

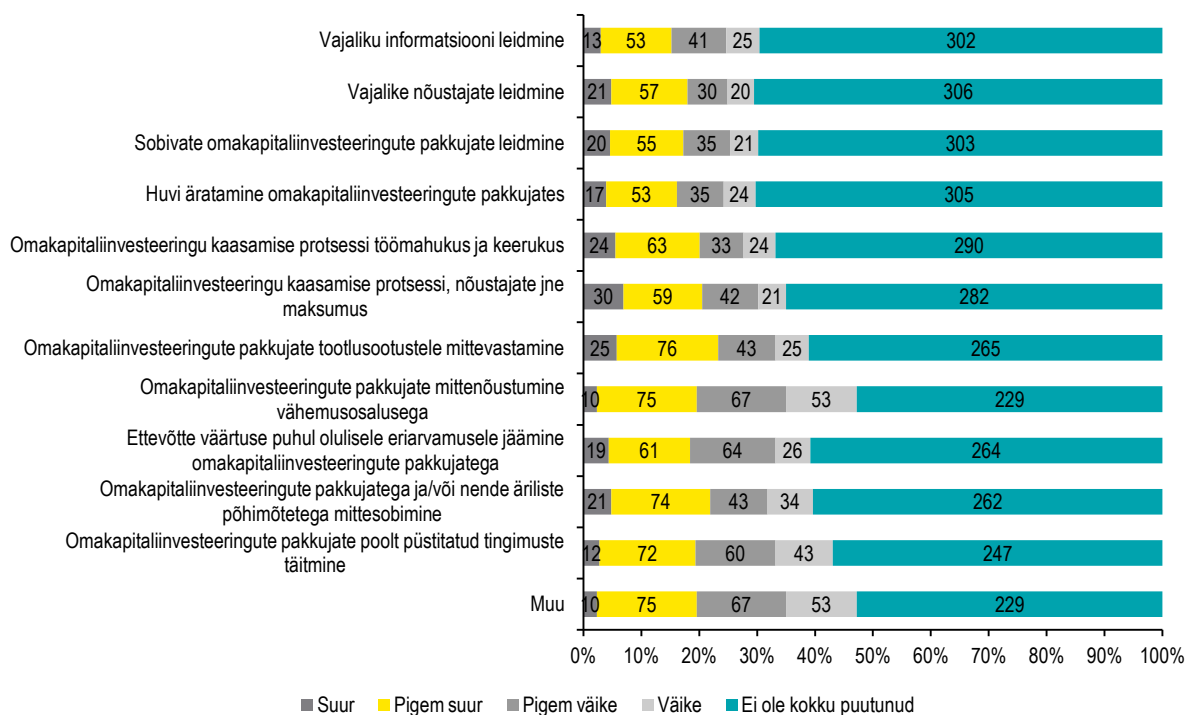
Üldine hinnang tingimustele

Üldiselt on intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad omakapitaliinvesteeringute kaasamisel rakendunud investori tingimuste osas pigem positiivselt meelestatud. Enamik intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangul on tingimused õigustatud, sest investor võtab endale investeeringuga äririski. Seega peaks investeerimiskriis ja tingimused olema omavahel tasakaalus. Mitmed intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad on arvamusel, et tingimused ja nende hilisem mõju ettevõttele sõltub paljuski sellest, mis positsioonis on ettevõtja läbirääkimistel. Kui kasvuvõimalus on mõistlik ja ettevõtte majanduslikult tugev, on võimalik ka paremad omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimused välja kaubelda.

2.1.7 Probleemid

Enamik veebiküsitluses osalenud ettevõtjaid ei ole omakapitaliinvesteeringute kaasamisega seotud probleemidega kokku puutunud (joonis 52) ning seda suuresti seetõttu, et neil puudub varasem kokkupuude antud valdkonnaga ja ka üldine teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemadel on ettevõtjate seas madal. Kuigi ettevõtjate hinnangud probleemidele on suhteliselt ühtsed, võib sagedamini mainitud probleemidena esile tuua sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmist (434-st ettevõtjast mainis seda 75), investorite äriliste põhimõtete mittedobimist (95 vastust) ning kaasamise protsessi töömahukust ja maksumust (89 ja 87 vastust).

Joonis 52. Ettevõtjate hinnang omakapitaliinvesteeringutega seonduvatele probleemidele (n=434)



Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad võrreldes mittekaasavate ettevõtjatega

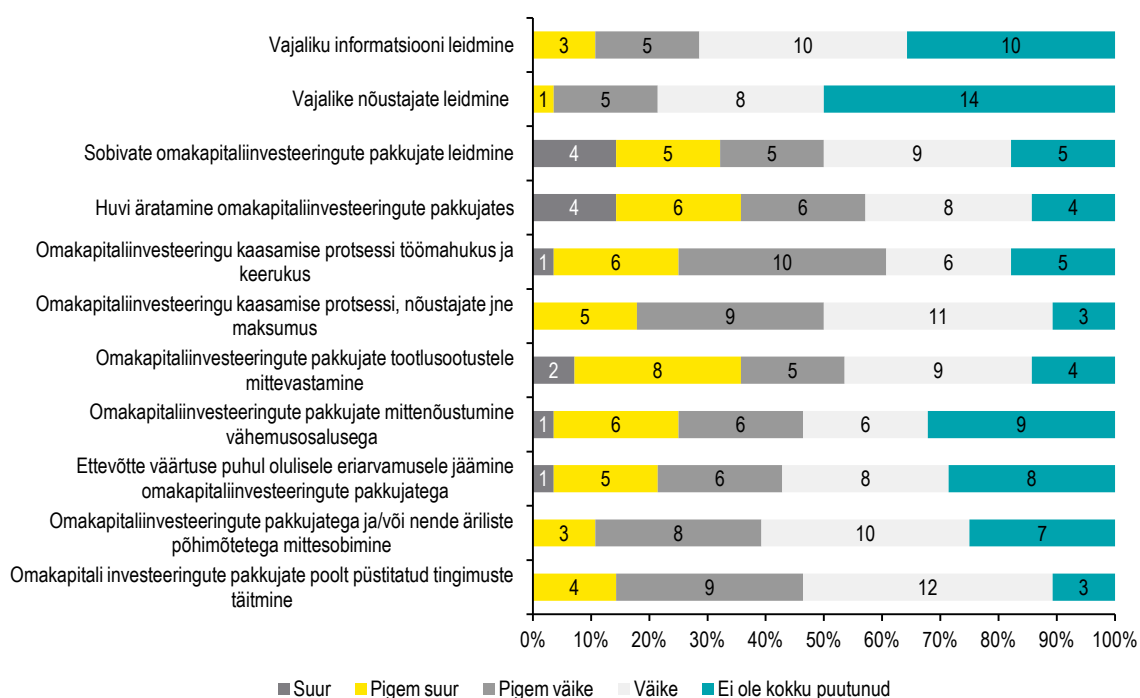
Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad hindavad omakapitaliinvesteeringute kaasamisega seotud probleeme keskmisest suuremaks (lisa 5, joonis 1.6.1). Ka nende hinnangul on suurimateks probleemideks sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmine (34 vastust) ning kaasamise protsessi maksumus (29 vastust) ja töömahukus (27 vastust). Lisaks on probleemidena esile toodud veel huvi äratamist omakapitaliinvesteeringute pakkujates (27 vastust) ja vajaliku informatsiooni leidmist (27 vastust).

Veebiküsitlusel osalenud ettevõtjate hinnangud omakapitaliinvesteeringutega seotud probleemidele ei erine otseselt ei arengufaaside (lisa 5, joonis 5.6.2) ega ka tegevusalade lõikes (lisa 5, joonis 1.6.4).

Kapitali kaasanud ettevõtjad

Intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad tõid omakapitaliinvesteeringute kaasamisel esinenud suuremate probleemidena esile pakkujate tootlusootusele mittevastamist (10 vastust), huvi äratamist omakapitaliinvesteeringute pakkujates (10 vastust) ja sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmist (9 vastust) (joonis 53). Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjatega võrreldes kattuvad seega just investori leidmise ja huvi tekitamise probleemid. Seejuures pole aga kapitali kaasanutele probleemiks kujunenud omakapitaliinvesteeringute kaasamine protsessilises mõttes ega ka selle maksumus, mida potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtted suureks probleemiks hindavad.

Joonis 53. Kapitali kaasanute hinnang omakapitaliinvesteeringute kaasamisel esinenud probleemidele (n=28)



Lisaks on intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtete esindajate seas ka hulganisti ettevõtjad, kes nimetatud probleemidega üldse kokku puutunud ei ole. See tähendab, et need konkreetsed asjaolud ei tekitanud neile probleeme. Intervjuudel selgitasid mitmed kapitali kaasanud ettevõtjad, et nende jaoks probleeme ei esinenud, kuna läbirääkimiste tulemusel jõuti pakkujaga lihtsalt ja kiiresti kokkuleppele. Seega suudeti leida sobiv pakkuja, äratada tema huvi ning kaubelda vastavalt sellele välja ka sobivad investeeringu tingimused. Teiste kapitali kaasanud ettevõtjate kinnitusel omati kapitaliinvesteeringute valdkonnas lihtsalt piisavalt teadmisi ja kogemusi. Seega teadsid ettevõtjad piisavalt hästi, mida omakapitaliinvesteeringu kaasamise protsess endaga kaasa toob ja seetõttu ei valmistanud see neile ka mingeid probleeme.

Vaatamata omakapitaliinvesteeringute kaasamisega soetud probleemidele, töid **intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad välja ka hulganisti omakapitaliinvesteeringute eeliseid** (tabel 3). Kapitali kaasanud ettevõtjad näevad omakapitaliinvesteeringuid sobivana alustava ettevõtte finantseerimiseks. Muuhulgas võimaldab investori kaasamine hajutada ettevõtlusriski ning tegevusala spetsiifikat tundev investor loob oma täiendavate teadmistega ettevõttele lisaväärtust. Kui potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtjad eelistaksid tihtipeale pangalaenu kasutamist, siis intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad kasutaksid pikaajaliste kasvuvõimaluste finantseerimiseks just omakapitaliinvesteeringuid, kuna kapitaliinvesteeringu tootlusootus on suunatud tulevikku (pangalaenu intressi tuleb kohe tagasi maksta hakata). Samuti on omakapitaliinvesteeringud sobivamad tehnoloogiakesksetesse ettevõtetesse investeerimiseks, kuna intellektuaalse omandi tagatisel pole võimalik pangalaenu saada.

Seejuures **näevad intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad omakapitaliinvesteeringute puudusena eelkõige kapitaliinvesteeringute kallidust**. Lisaks sellele nähakse puudusena ka ettevõttes osaluse omandava investori kontrolli ettevõtte juhtimise ja arendamise üle, kuna kui investoril puuduvad ettevõtte valdkonnaspetsiifilised teadmised, võib ta hakata otsustusprotsessi ebasoodsalt mõjutama.

Tabel 3. Kapitali kaasanute arvamus omakapitaliinvesteeringute eeliste ja puuduste kohta

Eelised	Puudused
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Sobiv vahend alustava ettevõtte finantseerimiseks, kui pangalaenu ei ole veel võimalik saada (sh kuna intellektuaalset omandit, ei ole võimalik pangalaenu taotlemisel tagatisena kasutada) ▶ Võimalus ettevõtlusriski hajutamiseks ▶ Kui investoril on olemas tegevusalaspetsiifilised teadmised ja kogemused, loob finantsinvestor oma täiendavate teadmistega ettevõtte jaoks lisaväärtust ▶ Võrreldes pangalaenuga sobib omakapitaliinvesteering paremini pikaajalise kasvu finantseerimiseks ehk pikaajalise investeeringu tegemiseks, mille tulemused võivad ilmuda alles paari aasta pärast, kuna selle tootlusootus on suunatud tulevikku. Pangalaenu tuleb see-eest kohe tagasi maksma hakata. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Kapitaliinvesteeringute kallidus ▶ Investori kontrolli kaasnemine ▶ Investori arusaam ettevõtte valdkonnaspetsiifikast on tihtipeale piiratud ja muutub otsustusprotsessis pigem takistuseks

Kokkuvõte

Kapitali potentsiaalselt kaasavate ettevõtjate poolt on välja toodud sobiva investori leidmise ja investoris huvi äratamise probleemid põhjendatud, sest ka intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtjad on samade probleemidega kokku puutunud. Samas võib siiski eeldada, et potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtjad kipuvad mõningaid probleeme (nt protsessi töömahukust ja keerukust) ülehindama, sest kapitali kaasanutele pole need investeerimistingute käigus probleemiks kujunenud. Vaatamata erinevatele omakapitaliinvesteeringute kaasamisega seotud probleemidele, omab kapitaliinvesteeringute kasutamine ka mitmeid eeliseid, mida intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtted välja tõid. Seejuures on oluline märkida, et vaatamata esinenud probleemidele, oli 78% intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangul investeeringu otsus õige ning nad teeksid seda vajadusel uuesti.

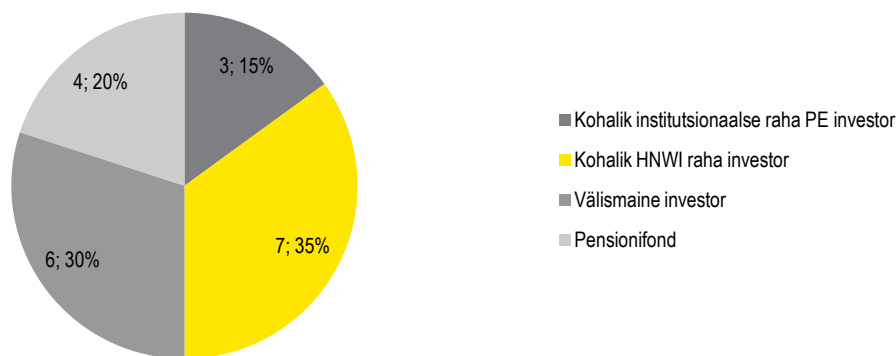
2.2 Omakapitali pakkumine

Omakapitaliinvesteeringute pakkumise analüüsi fookuses on kapitali pakkumise kaardistamine ning pakkujate hinnang omakapitali kättesaadavusele ja piisavusele Eestis tegutsevate ettevõtjate jaoks erinevate tegevusalade, arengufaaside, ettevõtte suuruste ja eri instrumentide lõikes. Olulise tähelepanu all on omakapitali turgu puudutav probleemistik, millega pakkujad on kokku puutunud, ning pakkujate ideed riigile probleemistikust tulenevate turutõrgete leevendamiseks.

2.2.1 Kaardistus

Viidi läbi 20 intervjuud kapitali pakkujatega (joonis 54), kellest 10 olid kohalikud omakapitali pakkujad (sh 1 *mezzanine* tüüpi kapitali pakkuja). Nendest omakorda 3 investeerivad institutsionaalset raha (Arengufond, Baltcap ja BMP Capital) ning ülejäänud 7 varakate isikute (HNWI) raha. Lisaks tehti ka 6 intervjuud omakapitali pakkujatega, kelle peakontorid on välismaal. Need pakkujad investeerivad institutsionaalset raha, mis tihtipeale on pärit ka EL-i fondidest. Samuti intervjueeriti 4 kohaliku pensionifondi esindajat, kellest 2 olid Eesti mõistes suured ja 2 väiksed. Pensionifondide selline eristamine on oluline, sest uuringu tulemused olid nende kategooriate lõikes erinevad.

Joonis 54. Kapitali pakkujate valim pakkuja tüübi järgi



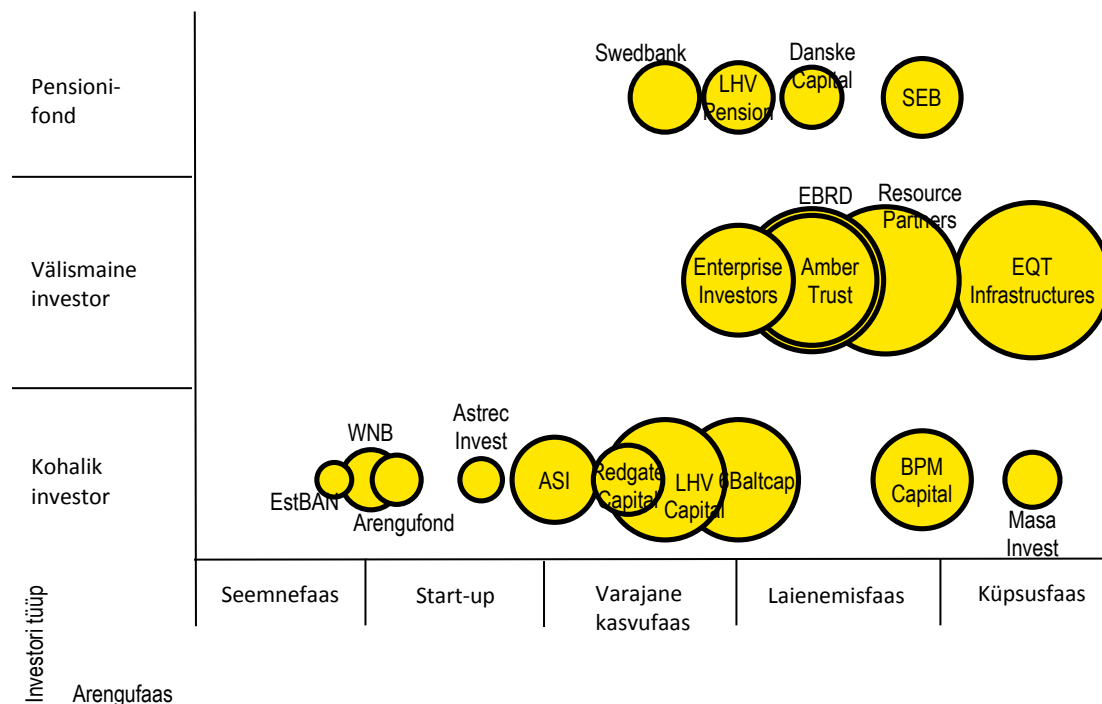
Regionaalne fookus

Kohalike omakapitali pakkujate regionaalne fookus on enamasti Eestis, kuid ei pruugi Eestiga piirduda. Välismaiste pakkujate puhul keskenduti nendele fondidele, mis hõlmavad Eestit – enamasti on tegu Ida-Euroopat hõlmavate fondidega. Pensionifondidel otsest regionaalset fookust ei ole.

Arengufaas

Pakkujate investeerimisfookus katab ära kõik arengufaasid alates seemnefaasist kuni küpsusfaasini, kuigi vastavalt uuringu eesmärgile oli intervjueeritavate grupi kokkupanekul keskendutud peamiselt nendele pakkujatele, kes ei investeerinud väga varaste arengufaaside ettevõtetesse.

Joonis 55. Hinnanguline keskmine investeerimissuurus (mulli pindala) investoritüübi ning arengufaasi lõikes



Kasvukapital vs väljaost

Ükski intervjueeritud pakkuja ei välistanud investeerimist kasvukapitali ning ei tee ainult väljaostutehinguid. Üks pakkuja teeb küll väljaoste, kuid järgnevate rahastamisringide raames kaasavad ettevõttesse kasvukapitali. Seejuures investeeritakse ettevõttesse, kellel on kasvupotentsiaali, mille realiseerimisse ja seeläbi täiendava väärtuse loomisse suudaks kapitali pakkuja panustada.

Vaba kapitali olemasolu

5 kapitali pakkujat töid välja, et neil hetkel vaba kapital investeringuteks puudub ning selle jaoks on esmalt vaja olemasolevatest omakapitaliinvesteringutest väljuda (pensionifondide ja HNWI puhul) või moodustada uus fond uute investoritega (institutsionaalsete investorite puhul). Seega on nende näol tegu potentsiaalsete kapitali pakkujatega.

Selliste potentsiaalsete kapitali pakkujate hulka kuuluvad välismaine investor Amber Trust (väljumisfaasis omakapitali fond), kohalik varajase faasi investor WNB (investeerib HNWI raha), kohalik küpsusfaasi investor Masa Invest (kes eelistab väljaostu kasvuinvesteringutele ja kes investeerib samuti HNWI raha) ning kaks suurt pensionifondi Swedbank ja SEB.

Üheks intervjueeritavaks kapitali pakkujaks oli ka EIF (*European Investment Fund*), kes on institutsionaalseks investoriks just omakapitalifondidesse kapitali kaasamisel ning panustab kaudsetel investeringutel. Seega puudub neil otsene kokkupuude otseinvesteringute ja kapitali nõudlusega ettevõtja tasandil.

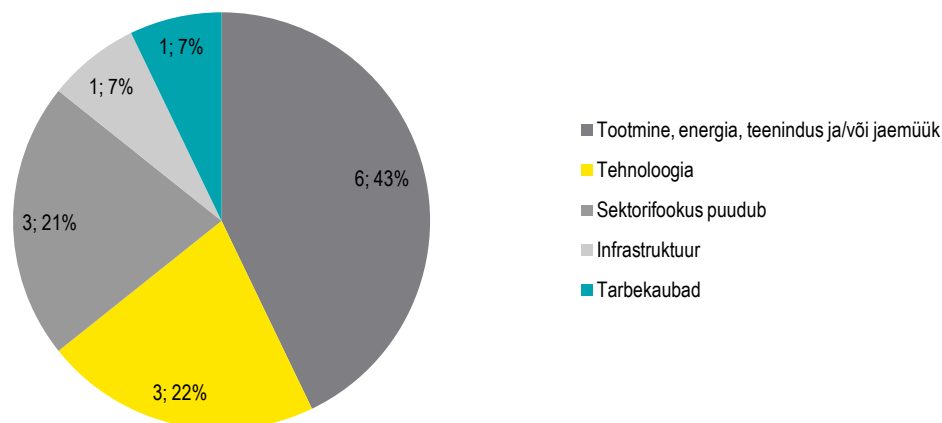
Ülaltoodud põhjustel on need 6 omakapitali pakkujat mõne omakapitali pakkumist puudutava kaardistuse kirjelduse osas välja jäetud ja keskendunud ülejäänud 14-le pakkujale. Siinkohal peab arvestama ka sellega, et 2-l investoril (BaltCap ja Resource Partners) on käesolevast fondist jäänud teha veel vaid üks investering.

Tegevusala ja ekspordile orienteeritus

Varasema faasi investorid vaatavad rohkem tehnoloogia ning IT tegevusala ettevõtteid, mis põhinevad ennekõike innovaatilistel lahendustel, mida saab ekspordida (joonis 57) ning millel on

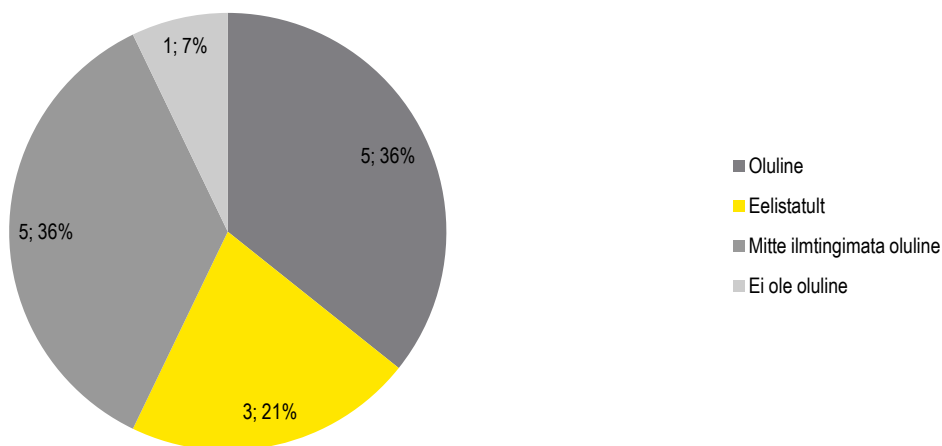
seega potentsiaalselt suur turg (joonis 56). Kuna need sihtettevõtted on lühema ajaloo ning riskantsema äriprofiiliga (suurem teadmatus tuleviku osas), omab investori jaoks võtmetähtsust tugev juhtkond/meeskond.

Joonis 56. Vaba kapitaliga pakkujate tegevusalade fookus



Varajase kasvufaasi ning laienemisfaasi fookusega investoritel on juhtkond samuti väga oluline, kuid tugeva kasvu- ning müügi-potentsiaaliga toote ja/või oluliste efektiivsusvõitide võimaluse olemasolul ollakse valmis juhtkond vastavalt investori juhtkonna-võrgustiku olemasolule ning võimalustele välja vahetama. Selle grupi investorid vaatavad enim tootmisettevõtteid ja energiaefektiivsuse ettevõtteid, aga ka infrastruktuuri, tarbekaupade ning teenindusettevõtteid (seega mitte ilmtingimata eksportettevõtteid).

Joonis 57. Sihtettevõtte ekspordipotentsiaali olulisus vaba kapitaliga pakkujate silmis



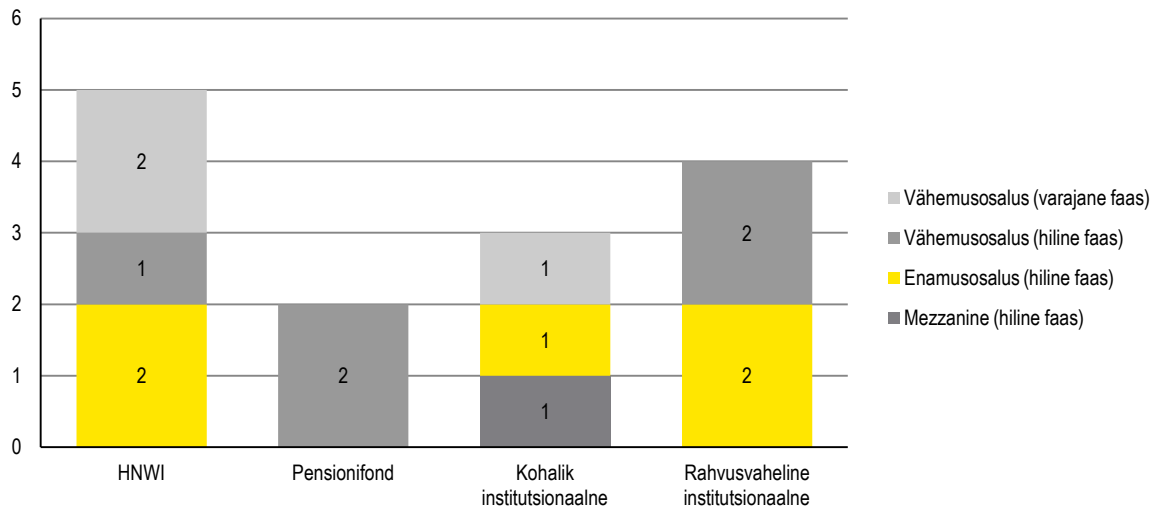
Vähemus- ja enamusosalus

Intervjueeritud vaba kapitaliga pakkujate hulgas keskenduvad ilma kontrollielementideta vähemusosalustele oodatult *mezzanine* (BPM Capital), pensionifondid (LHV Pension, Danske Capital) ja väga varaste arengufaaside investorid (Astrec Invest, EstBAN, Arengufond, kusjuures neist vaid Arengufond ei investeerinud HNWI raha) (joonis 58). Lisaks on sellise investeerimisfookusega ka üks kohalik HNWI raha investor (ASI) ning kaks rahvusvahelist investorit (Enterprise Investors ja EBRD). Samas ei olnud nende hulgas aga investorit, kes ei nõuaks vähemusosaluse korral aktsionäride lepingus standardseid vähemusaktsionäre kaitsvaid tingimusi.

Ülejäänud 5 investorit investeerivad kontrollivatesse osalustesse või nõuavad vähemusosaluse puhul olulisi kontrollimehhanisme. Nende hulgas on kaks kohalikku HNWI raha investorit (Redgate Capital, LHV Capital) ning üks kohalik ja kaks rahvusvahelist institutsionaalse raha investorit (vastavalt

BaltCap ning Resource Partners ja EQT Infrastructures). Siinjuures on BaltCap'il ja Resource Partners'il jäänud käesolevast fondist teha vaid üks investeering.

Joonis 58. Intervjueeritud vaba kapitaliga pakkujate instrumendifookus



Ajaline surve

Eelneva analüüsi põhjal võib tunduda, et vähemusosaluse investeering on paremini kättesaadav kui enamusosaluse investeering, kuid see ei pruugi nii olla. Nimelt tuleb kaardistamise analüüsimisel rõhutada, et suurel osal intervjueeritud pakkujatest puudub ajaline surve, mille jooksul lasub neil investimispoliitikast lähtuvalt kohustus vaba kapital ettevõtetesse paigutada. 14-st vaba kapitaliga investorist on selline kohustus vaid 3-l kohalikul pakkujal (Arengufond, Baltcap ning BPM Capital), sest nemad investeerivad institutsionaalset raha, mis on struktureeritud tähtajaliste fondidena. HNWI ja pensionifondide raha investoritel sellist ajalist survet ei ole.

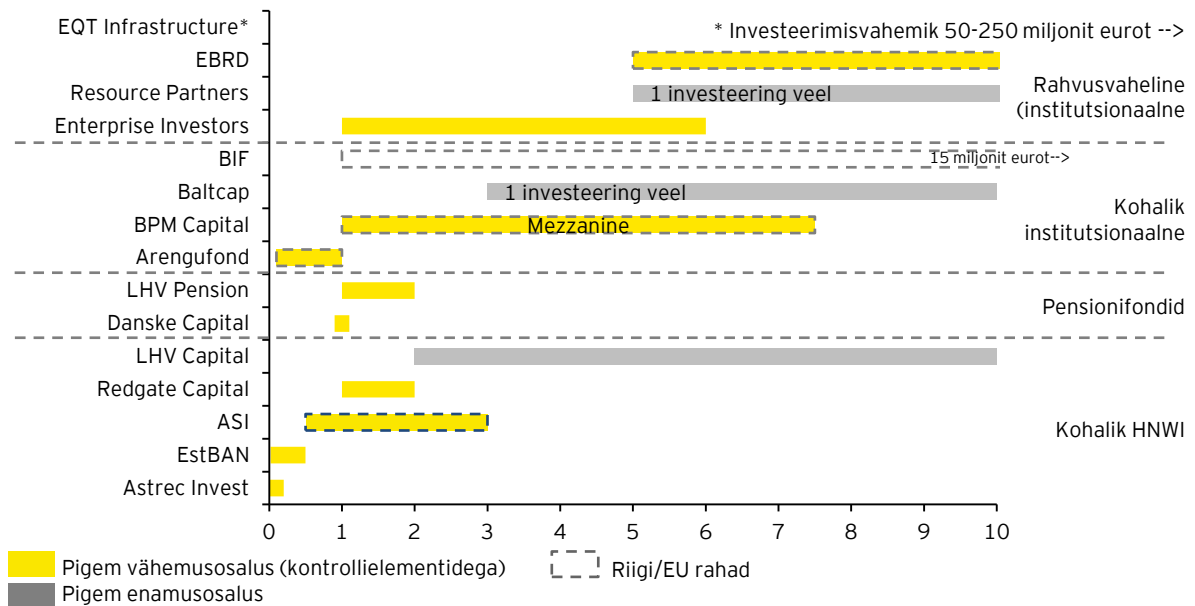
Kuigi rahvusvahelised pakkujad investeerivad eranditult vaid institutsionaalset raha ja on seetõttu samuti ajalise surve all, on nende regionaalne fookus laiem. Seepärast on nende ajalisel investimispiirangul väiksem mõju (mis puudutab Eestisse investeerimist).

Antud tähelepanek viib investeeringute ajastuse juurde, kuna ka turul tegutsevatel investeringuteks vaba raha omavatel investoritel puudub mehhanism, mis sunniks neid omakapitaliturul aktiivselt investerima ja investeerimisvõimalusi otsima.

Investeerimisvahemikud

Investeerimisvahemike analüüsitulemuste puhul tuleb tähele panna, et väljatoodud investeerimisvahemikud on keskmised näitajad ning tegelikkuses võivad need vahemikud olla ka laiemad (joonis 59). Lisaks on praegu graafikult puudu ka Baltic Innovation Fund-i raames peale BPM Capitali loodavad alamfondid.

Joonis 59. Orienteeruv otsitav investeerimisvahemik (ühe investeeringu kohta) ja instrumendi fookus intervjueeritud vaba kapitaliga pakkujate lõikes



Jooniselt on näha, et käesolevalt toetavad riiklikud struktuurid Eesti turul 0,2-1 miljoni euro suuruseid investeeringuid innovaatilistele ettevõtetele (Arengufond), ca 1-7,5 miljoni euro suuruseid *mezzanine* investeeringuid (BPM Capital) ning üle 5 miljoni euro suuruseid omakapitaliinvesteeringuid (EBRD). Arvestades, et Arengufond ei investeeriks üksi ja vajab alati kaasinvestorit ning keskendub vaid innovaatilistele ettevõtetele ning *mezzanine* on eeskätt siiski laenuinstrument, siis **puudub riigipoolne toetus traditsiooniliste tegevusalade kasvuettevõtete omakapitaliinvesteeringutele, mis jäävad alla 5 miljoni euro.**

Kuna alla 0,2 miljoni euro suurused investeeringud on Arengufondi jaoks pigem liiga väikesed (kuigi erandkorras on neid tehtud) ning Astrec'il ja EstBAN'i koondunud investoritel puudub surve investeerida, on pakkujad rõhutanud, et **seemnefaasis ettevõtetele, kelle investeeringuvajadus on väiksem kui Arengufondi fookus, puudub aktiivne kohalik institutsionaalne investor.** Nimelt tuuakse välja, et majanduskasvu perioodil on rahvusvahelised seemnefaasi investorid investeerimas, kuid kriisi ajal vastavat pakkumist ei ole. Sel perioodil saab loota ainult sõprade, perekonna ja äriinglite rahale ning riiklikele toetustele. Siinkohal on oluline rõhutada, et see segment (alla 0,2 miljoni eurosed investeeringud) ei olnud käesoleva uuringu fookuses ja seetõttu ei teostatud selle raames ka põhjalikku analüüsi antud segmenti omakapitali pakkumise olukorra osas.

Kaardistusest selgub, et **enamusosalusse alla 2 miljoni euro investeerijaid uuringu valimis ei olnud.** Seega on see osa omakapitaliinvesteeringu pakkumise turust tõenäoliselt puudulikult kaetud.

Analüüsi põhjal võib esmapilgul tunduda, et kõige suurem kohalike pakkujate vaheline konkurents tekib vahemikus 1-5 miljonit eurot, mis ühildub piirkonnaga, kus riiklike rahastusallikaid ei ole saadaval ja mida peaks edaspidi hakkama katma BIF-i allfondid. Sellegipoolest tuleb arvestada, et BPM Capital investeerib vaid *mezzanine* instrumentidesse, mille investeeringuprofiil on oluliselt erinev omakapitali instrumendist. Samuti on Baltcapil järele jäänud vaid üks investeering ning Enterprise Investors'i regionaalne fookus on laiem, mistõttu investeeringud Eestisse võivad jääda võrdlemisi väiksema tähelepanu alla. Sellest lähtuvalt sisulist konkurentsi vahemikus 1-5 miljonit eurot siiski ei teki, kuna ükski järelejäänud investoritest ei ole fonditüüpi investor, kellel oleks

investeermiseks ajaline surve. See tähendab, et riigi osalusega finantseeritud BIF-i allfondid jäävad vahemikus 1–5 miljonit eurot ikkagi ainukesteks ajasurvega investoriteks.

Alates 3 miljonist eurost investeerib vaid LHV Capital (ning teatud juhtudel ka ASI), kes ei ole muuhulgas nõus vetoõigusega vähemusosalust võtma. 1–2 miljonit eurot on seega suurima pakkujate konkurentsiga investeerimisvahemik, kus intervjueeritud kapitali pakkujatest investeerivad ASI, Redgate Capital (väljaostu strateegiaga esimeses ringis) ning vaba kapitaliga pensionifondid, aga ka seal ei ole ühtki ajasurvega fonditüüpi investorit. **Tulenevalt pakkujate väiksest arvust igas investeerimisvahemikus ei teki turul sarnase investeerimispoliitikaga pakkujate vahel sisulist konkurentsi.**

Siinjuures on oluline välja tuua uurimismetoodikast ja avalikult kättesaadava info puudusest tulenevad piirangud, mille tõttu on pakkujate kaardistus piiritletud vaid intervjueeritud kapitali pakkujatega ning valimist välja jäänud potentsiaalseid pakkujaid ei käsitleta. Seega seab uuritud valim minimaalse piiri pakkujate olemasolule turul ning nende vahelisele konkurentsile. Küll võib väita, et hetkel **puudub kohalik pakkuja, kes investeeriks summasid, mis jäävad üle 10 miljoni euro.** Üle 10 miljoni euro suurust investeeringut saaks ettevõtja kohalikult turult vaid koos EBRD kaasinvestoriga, kelleks saaks uuringu valimist lähtudes olla kas Baltcap või LHV Capital. Sellegipoolest pakub omakapitali investeerimissuuruses üle 5–6 miljoni euro ainult 2 kohalikku pakkujat ning konkurents turul on seega madal.

Kokkuvõtvalt võib investeerimisvahemiku analüüsi põhjal välja tuua järgmised tähelepanekud:

- ▶ puudub riigipoolne toetus traditsiooniliste tegevusalade kasvuettevõtete omakapitali-investeeringutele, mis jäävad alla 5 miljoni euro
- ▶ puudub aktiivne kohalik investor alla 0,2 miljoni eurose omakapitaliinvesteeringute vajadusega seemnefaasis ettevõtetele
- ▶ enamusosalusse alla 2 miljoni euro investeerijaid uuringu valimis ei olnud
- ▶ riigi osalusega finantseeritud BIF-i allfondid jäävad vahemikus 1–5 miljonit eurot ikkagi ainukesteks ajasurvega investoriteks
- ▶ tulenevalt kapitali pakkujate väiksest arvust igas investeerimisvahemikus ei teki turul sarnase investeerimispoliitikaga pakkujate vahel sisulist konkurentsi
- ▶ puudub kohalik pakkuja, kes investeeriks summasid, mis jäävad üle 10 miljoni euro

2.2.2 Probleemid

Järgnevalt kirjeldame pakkujatega läbiviidud intervjuudes sagedamini välja toodud probleeme ning vastavate probleemide põhjuseid.

Teadlikkus

Intervjueeritud pakkujate poolt läbivalt väljatoodud probleem on ettevõtjate madal teadlikkus üleüldiste ettevõtte kasvu finantseerimisvõimaluste osas nagu riiklikud toetusmehhanismid ning omakapitaliinvesteeringud/*mezzanine*. Nimelt nõuavad omakapitaliinvestorid aktsionäridelepingut, kus on sätestatud nende hinnangul võrdlemisi standardsed omakapitaliinvesteeringute tingimused, mis kaitsevad näiteks vähemusaktsionäride huve. Seega on oluline välja tuua, et pakkujad hindavad ettevõtjate teadlikkust omakapitali tingimuste osas madalaks. Pakkujate hinnangul tuleneb sellest ka ettevõtjate üldine hirm omakapitali kaasamise ees, kuna valitseb teadmatus sellise tehingu läbiviimise tulemuste osas, mistõttu välditakse tehinguid ning peljatakse investorit.

Mitmed kapitali pakkujad tõid välja, et ettevõtjate hinnaootused on ebamõistlikult kõrged. Nimelt mäletatakse kriisieelset perioodi kui tehingute eest maksti kõrgeid hinnakordajaid, mis tänaseid turuootusi silmas pidades on ebamõistlikud. Seega on läbiv probleem, et ettevõtjad ei ole teadlikud tänastest turu hinnatasemetest.

Lisaks sellele on pakkujad välja toonud, et ettevõtjate huvi kapitali kaasamise vastu on madal, kuna neil pole ambitsiooni kasvada ning sellest tulenevalt ka vajadust kapitali kaasata. Väidetakse, et Eesti on väike, kardetakse mõelda suuremaid mõtteid ning võtta suuremaid riske.

Pensionifondid ei investeeri kohalikul

Intervjueeritud pakkujate arvates on oluline probleem välismaisel turul kapitali kaasamisel kohaliku ankurinvestori puudumine pensionifondi näol, kes oleks kaasinvestor välismaistele investoritele. Nimelt on paljudes riikides tavapärane, et pensionifondid on ankur- ja kaasinvestorina aktiivsed investorid kohalikul turul. Sellest tulenevalt saadab Eesti praegune olukord negatiivse signaali, et pensionifondid ei usalda kohalikke fondihaldureid, kuna pensionifondipoolne investering läbi omakapitalifondi on erandlik juhtum. Kui siiani on ankurinvestori rolli täitnud EBRD, siis nende eesmärk on Eesti turult lahkuda pärast 2015. aastat (täpne ajastus sõltub EBRD sõnul Eesti valitsusest) ning pakkujate arvates võiksid selle rolli üle võtta kohalikud pensionifondid. See, kas pensionifondid hakkavad realselt investeerima läbi BIFI allfondide, ei ole praegu veel teada, aga BIFI puhul on ankurinvestoriteks niikuinii juba riik ja Euroopa Investeerimisfond (EIF).

Pensionifondid leiavad aga, et omakapitalifondide haldamistasud on kõrged (mille põhjuseks võib olla kohalike fondide väiksus) ning ankurinvestori rolli nad endal ei näe. Pigem eelistavad nad vastupidist olukorda, kus fondihaldur on tugev ning suudab rahvusvaheliselt kapitali kaasata. Sellisel juhul oleksid pensionifondid nõus kaasinvestoriks olema.

Põhilise probleemina kohalike omakapitaliinvesteringute tegemisel toovad pensionifondid välja liiga karmid regulatsioonid. Ühelt poolt ei tohi ebalikviidsete varade (sh otseinvesteeringud omakapitali) osakaal moodustada pensionifondi mahust üle 10% ning teiselt poolt ei ole pensionifondidel lubatud omada ettevõttes üle 10% osalust. Viimane tingimus on pensionifondide hinnangul kõige kriitilisem, sest niivõrd väikse osaluse puhul ei suudeta sihtettevõttesse otse investeerimisel viimase tegevuse üle piisavat mõju omada. Kaudseid investeeringuid (läbi omakapitali fondide) vastav piirang siiski ei mõjuta.

Eelnevaga on seotud ka asjaolu, et sihtettevõtetel puudub huvi kaasata pensionifondi raha, kuna nad tunnevad, et satuvad sellega suurema avalikkuse tähelepanu alla. Sellest lähtub hirm, et ebaõnnestumised saavad avalikkusele kiiremini ning laiemalt teatavaks, mistõttu on huvi pensionifondidelt kapitali kaasamise vastu madalam.

Lisaks leiavad pensionifondid, et Eestis ei leidu sellise riski-tulususe suhtega omakapitali otseinvesteeringuid (mitte läbi fondide), mis läheksid kokku pensionifondide investeerimispoliitikaga. Nimelt on investeerimisrisk oodatava tulususega võrreldes liiga kõrge, kusjuures üheks investeerimisriski mõjutavaks komponendiks on riiklik poliitika ja investeerimiskliima. Investeerimiskliima probleemi kirjeldame eraldi lõigus „Vähene konkurents kapitali pakkujate vahel ja investeerimiskliima probleemid“ ning kaudsete riskide probleemi lõigus „Omakapitalifondide haldurite piiratud kogemus“.

Samuti on viidatud asjaolule, et inimesed saavad pensionifonde liiga kiiresti vahetada, millest tulenevalt on pensionifondi halduril tuleviku rahavoogude prognoosimine raskendatud ning keskmine ennustatav investeerimishorisont lühendatud. Sellest omakorda tuleneb vajadus võrdlemisi likviidsemate varade järele.

Omakapitalifondide haldurite piiratud kogemus

Intervjueeritud pakkujad on ühe probleemina tõstatanud, et Eestis on väga vähe pikaajalise ja eduka kogemusega omakapitalifondide haldureid ning nende maine on pigem halb. Edukalt omakapitalifondist väljunud haldureid praktiliselt ei ole.

Teiste pakkujate seas on ka pensionifondid rõhutanud, et piiratud kogemus suurendab nende silmis kaudse investeerimise (st läbi omakapitalifondi, mitte otse ettevõttesse) riski. Arvestades, et nad

hindavad kohalike omakapitalifondide haldamistasusid liiga kõrgeteks, peavad nad kaudsete omakapitaliinvesteeringute riski-tulususe suhet ebaatraktiivseks.

Vähene konkurents kapitali pakkujate vahel ja investeerimiskliima probleemid

Eesti investeeringute turg on rahvusvahelises mõistes väike, mistõttu jäävad potentsiaalsed investeeringud alla paljude regionaalse fookusega fondide investeerimislimiite. See on üheks oluliseks põhjuseks, miks kapitali pakkujaid on arvuliselt vähe ning sarnase investeerimispoliitika juures ei teki nende vahel sisulist konkurentsi.

Teiseks oluliseks probleemiks on investeerimiskliima, mis võib investoreid eemale peletada. Investeerimiskliima puudujääkidena on intervjuueeritud pakkujad välja toonud:

- ▶ **Ebastabiilne toetuste- ja maksupoliitika** – riik on hiljuti ootamatult muutnud näiteks maksupoliitikat (veeteetasud, maavara ressursitasud) ning toetuste poliitikat (taastuenergia toetused), mis oluliselt suurendab investorite jaoks riski kõikidesse tegevusaladesse investeerimisel. Samas saab riik seda riski oma poliitikaotsustega oluliselt vähendada.
- ▶ **Leebe kohtupraktika (õigusloome halb elluviimine)** –kohalikul ettevõtjal esineb karistamatuse tunne, mistõttu on omakapitaliinvestorid olnud pankrotiprotsesside puhul oma nõuete kogumisega raskustes. Nimelt on nõuet liiga kerge vaidlustada ning pankrotiprotsessid hääbuvad, kuna pankrotihalduri tasustamise süsteem on otseses seoses pankrotipesas oleva väärtusega.
- ▶ **Nõrk investorikaitse** –nõrk vähemusaktsionäri kaitse suurendab investeerimisriski vähemusosaluste puhul, sealjuures ka börsil investeerimistel. See on üheks põhjuseks, miks kohalik mitteinstitutionaalne investor pelgab börsil investeerimist ning kohalik omakapitali väljumisvõimalus on piiratud (puudub likviidne börs).
- ▶ **Immigratsioonipoliitika ning infrastruktuur välismaalastele** – kohalik kultuur on välismaalaste suhtes vaenulik ning riigi poolt ei pakuta piisavat elatustaset soosivat infrastruktuuri, sh kvaliteetne ingliskeelne haridus. Samuti on Eestisse väljastpoolt Euroopa Liitu töötajate palkamine aeganõudev ning kulukas protsess, mis pärsib investoritel sihtettevõtetes lisandväärtuse loomist.

3. Järeldused ja soovitused

Käesoleva uuringu raames kaardistati lai spekter erinevaid omakapitaliinvesteeringute nõudluse ja pakkumisega seotud probleeme ning turutõrkeid, mis takistavad Eesti omakapitaliinvesteeringute turu arengut. Kaardistatud probleemid ja turutõrked on väga laiahaardelised ning ei kuulu kõik antud uuringu skoopi. Sellest tulenevalt valiti välja kesksed probleemid ja turutõrked, mille lahendamiseks sobilikke meetmeid põhjalikumalt analüüsiti ja uuringu raames toimunud ekspertide töötoal arutati.

Antud uuringu kontekstis on omakapitaliinvesteeringute keskseteks probleemideks:

- ▶ **Ettevõtjate madal teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades**, mis pärsib omakapitaliinvesteeringute nõudluse potentsiaali avaldumist ja ettevõtete kasvuvõimaluste realiseerimist.
- ▶ **Ebapiisav omakapitaliinvesteeringute pakkumine**, mis viib konkurentsi puudumiseni investeeringute pakkumise turul ja ettevõtete puuduliku finantseerimiseni.
- ▶ **Majanduspoliitika stabiilsus**, mis mõjutab nii kodu- kui välismaiste investorite (eriti pensionifondide) riskitaju Eestisse investeerimisel, ning ettevõtjate riskivalmidust ja kasvuvõimaluste realiseerimist.

Ettepanekute ja soovituste väljatöötamisel tugineti intervjueeritud kapitali pakkujate ideedele ning arutati neid ekspertide töötoal. Selle tulemusel valiti välja soovitused sobivate meetmete kohta omakapitaliinvesteeringute turu kesksete probleemide lahendamiseks. Tuginedes uuringu lähteülesandele keskendutakse ainult riigipoolsetele meetmetele ning tehakse soovitusi riigi võimaliku sekkumise kohta. Juhime tähelepanu sellele, et kõnealuste meetmete rakendamiseks tuleb neid edasiselt veel oluliselt täpsustada, sest käesoleva uuringu raamesse ei kuulunud täpsustuste tegemiseks vajalike detailsemate analüüside koostamine (nt mõjuanalüüside). Paljud töötoal osalenud eksperdid avaldasid valmisolekut selliste analüüside jaoks vajalikel aruteludel osalemiseks.

Alapeatüki lõpus on toodud välja olulised piirangud, mida tuleb uuringu tulemuste lugemisel, tõlgendamisel ja üldistamisel meeles pidada. Samuti on lisatud ettepanekud nendest tulenevate edasiste sammude osas, mida riik võiks uuringujärgselt teostada.

3.1 Ettevõtjate madal teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades

Ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades on üldjuhul väga madal. See pärsib omakorda nende huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu (sh tekitab põhjendamatu vastumeelsust omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimuste osas) ehk omakapitaliinvesteeringute nõudlust.

Üldjuhul on ettevõtted tuvastanud potentsiaalseid kasumlikke kasvuvõimalusi, mille rakendamise tulemusel nad kasvaksid ja areneksid. Lisaks on ettevõtted tuvastanud, et nende kasvuvõimaluste realiseerimiseks on vaja tihtipeale omanikult lisakapitali. See tähendab, et ettevõtted ise on jõudnud arusaamisele, et ainult ärikasumi, ettevõtlustoetuste ja pangalaenu kasutamise võimalustele toetudes ei ole võimalik kasvuvõimalusi optimaalseimalt ellu viia.

Hoolimata omakapitali vajadusest tuleb välja, et ettevõtetel on vastumeelsus just kolmandatelt osapooltelt omakapitali kaasamise suhtes. Põhjuste uurimisel ilmnis, et kasvavad ettevõtted ei soovi kontrollist loobuda ega ka osalust jagada. Selle vastumeelsuse tagamaid välja selgitades selgus aga omakorda, et mitmed probleemkohad on ilmselt tingitud äärmiselt madalast teadlikkusest. Nimelt võrreldes omakapitaliinvesteeringute kaasamise potentsiaali omavate ettevõtetega mõistsid kapitali kaasanud palju paremini omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimuste vajalikkust ja

asjakohasust, oskasid hinnata omakapitaliinvesteeringute kättesaadavust oma ettevõtte seisukohalt ning omasid ka kõrgemat teadlikkust omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades.

Eeltoodud põhjustel ei anna käesolev uuring tõenäoliselt õiglast pilti omakapitali potentsiaalsest nõudlusest Eesti turul - potentsiaalselt võiks nõudlus olla oluliselt suurem kui ettevõtjate poolt juba tuvastatud vajadus (kolmandate osapoolte) omakapitali järele. Kuna omakapitaliinvesteeringute kaasamine ei ole ettevõtjate poolt hetkel pooldatud lahendus, võib see põhjustada ettevõtete potentsiaalsest kasvust aeglasema kasvu. Seetõttu on oluline ettevõtjate teadlikkuse suurendamine, et tõsta nende teadmisi, huvi ja valmisolekut omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu. Seeläbi realiseeruks Eesti ettevõtete kasvupotentsiaal ja avalduks omakapitaliinvesteeringute nõudluse täielik potentsiaal.

Ekspertide töötoa tulemuste põhjal oleksid ettevõtjate teadlikkuse tõstmiseks soovitatavad meetmed järgmised.

- ▶ **Kohalike fondihaldurite meeskondade tekkimise soodustamine ja nende motiveerimine turu harimiseks**

Töötoal osalejad pidasid parimaks teadlikkuse tõstmise mooduseks paljude kohalike fondihaldurite meeskondade tekke soodustamist ja nende motiveerimist ettevõtjate harimiseks omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades. See saaks toimuda näiteks läbi riikliku fondifondi loomise, kus fondihalduriteks valitakse kohalikud meeskonnad. Sel moel oleks kohalikel fondihalduritel nii vaba kapital kui ka ajaline surve investeerida ning nad oleksid motiveeritud ise aktiivselt investeerimiseks sobivaid ettevõtteid otsima ja ettevõtjatega rääkimas käima. Selle tulemusel hakkaks ka ettevõtjate huvi ja teadlikkus järkjärgult kasvama.

Positiivse näitena tõsteti esile Läti ja Leedu kogemust Jeremie fondidega, mille raha said investeerida mitmed kohalikud meeskonnad ning kelle abil leiti ja finantseeriti palju lootustandvaid ettevõtteid.

Samuti toodi positiivsete näidetena välja juba algatatud BIF ning riigi poolt planeeritav uus fondifond. Selliste fondifondide algatamine ei tohiks olla mitte ühekordne, vaid programmiline tegevus (nt BIF-i järel tehakse BIF2), kuna turu harimine ja muutmine on pikaajaline töö ning ühekordsed fondid/projektid ei ole oodatud tulemuste ja pikaajalise mõju saavutamiseks piisavad.

- ▶ **Omakapitaliinvesteeringute teemalise eestikeelse informatsiooni koondamine ühte infoportaali**

Ettevõtjad on tundnud puudust omakapitali kaasamist puudutavat infot koondavast allikast. Isegi kui nad on omakapitaliinvesteeringutega kokku puutunud näiteks läbi neile lähenenud nõustaja või omakapitali pakkuja, ei tegele nõustajad ja pakkujad otseselt ettevõtja harimisega ega talle taustainfo andmisega tema omakapitaliinvesteeringute kaasamise võimaluste ja tavaliste turupraktikate kohta.

Omakapitaliinvesteeringute teemaline informatsioon on Eestis hetkel kättesaadav killustunult erinevatelt veebilehtedelt (nt eesti.ee portaal, omakapitali investeerimisfondid, Arengufond, StartSmart, EstVCA), kuid puudub üks terviklik informatsiooni koondav veebileht. Ettevõtjate eelistuste järgi võiks tegemist olla veebilehe või infoportaaliga, kus oleks informatsioon omakapitaliinvesteeringute kaasamise põhitõdede, täiendavate informatsiooniallikate ning omakapitali pakkujate kohta (sh nende kogemus, investeerimisfookus, investeeringute maht, tehingute nimekiri) struktureeritult ja eesti keeles kättesaadav. Omakapitaliinvesteeringute valdkonnas kogematumad ettevõtjad sooviksid võimalust tutvuda ka teiste ettevõtete kogemusega. Seega võiks antud infoportaal olla nõ parimaid omakapitaliinvesteeringute

kaasamise näiteid traditsioonilistelt Eesti kasvuettevõtetelt. Antud portaali peaks hoidma pidevalt aktuaalsena. Hetkel teadaolevatest portalidest peeti töötoal osalejate poolt asjakohaseimaks variandiks eesti.ee portaali, mida võiks edasi arendada.

► **Omakapitaliinvesteeringute kaasamise propageerimine, ettevõtjate teavitamine ja harimine**

Ainult informatsiooni avaldamisest infoportaal ei piisa – ettevõtjate teadlikkus on hetkel niivõrd madal, et see põhjustab turutörke. Ettevõtja teadlikkuse tõstmiseks on vajalik ettevõtja motiveerimine seda infot kaaluma ja ennast harima. Informatsiooni olemasolust teavitamine ei ole ilmselt piisav, sest ettevõtjad ei pea hetkel kolmanda osapoole omakapitaliinvesteeringute kaasamist sobivaks finantseerimisvahendiks isegi siis, kui lisakapitali vajadus on tuvastatud.

EstVCA, Finance Estonia, EstBAN ja Eesti Fondihaldurite Liit on mittetulundusühingud, kes on üheks eesmärgiks võtnud omakapitaliinvesteeringute turu arendamise ja sealhulgas ka ettevõtjate üldise teadlikkuse suurendamise investeeringute teemadel. Seega ei peaks riik teavitusrulli suures osas ise kandma, vaid kaasata tuleks ka valdkonna kompetentsi omavaid ühinguid. Tegemist peaks olema riigi poolt koordineeritud ja eesmärgistatud tegevusega, millele vastavalt võimaldatakse antud ühingutele vajalikud eelarvelised vahendid (nt Euroopa Sotsiaalfondi vahenditest). Ühingute esindajad saaksid töötada oma laialdasele kogemusele tuginedes välja põhimõtted selle kohta, milliste täpsemate sihtrühmade teadlikkust ja mis tööplaani alusel tõstetakse.

Samuti võiks informatsiooni omakapitaliinvesteeringute võimaluste kohta levitada erinevate ettevõtjaid koondavate organisatsioonide ja ühingute kaudu (nt Eesti Kaubandus-Tööstuskoda, ettevõtjate liidud). Sealhulgas võiks reklaamida ka loodavat omakapitaliinvesteeringute teemalist veebilehte.

Lisaks peeti vajalikuks omakapitaliinvesteeringute käsitlemist ettevõtlusalaste koolituste ühe osana. Töötoal osalejad arvasid, et vanema põlvkonna ettevõtjate haritus ja teadlikkus omakapitaliinvesteeringute kaasamise osas on noorema põlvkonnaga võrreldes puudulikum ning neile oleks vaja pakkuda vastavaid koolitusi. Sarnaselt toodi välja ka vajadus konverentsidel positiivsete kogemuste ja näidete jagamiseks omakapitali kaasamise teemadel, mis oleks abiks ettevõtjatele, kes on omakapitaliinvesteeringute vajaduse juba tuvastanud.

Omakapitaliinvesteeringute infoportali/-lehekülje loomine peaks olema iseenesest kiirest realiseeritav, kuid teadlikkuse tõstmist teabe levitamise ja koolituste kaudu on vajalik teha pikemaajaliselt ja järjepidevalt. Lühiajalise kampaania tulemusel ei saa oodata huvi tekkimist piisava arvu ettevõtjate seas.

Ilma ettevõtjate teadlikkuse tõstmisele suunatud meetmeta jääb huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu vaoshoituks, mille tõttu ei saa omakapitaliinvesteeringute nõudluse potentsiaal täies mahus avalduda. Sellisel juhul võib omakorda tekkida turul olukord, kus omakapitaliinvesteeringute pakkumise suurendamisel (nt fondifondi loomise tulemusel) tekib turul ülepakkumine, sest ei ole pakkumisele vastavat nõudlust. Seda riski leevendaks mõnevõrra esimesena väljatoodud soovitus, milleks oli kohalike fondihaldurite meeskondade motiveerimine selleks, et nad hakkaksid ise turgu harima.

3.2 Puudulik omakapitaliinvesteeringute pakkumine

Hetkel on Eestis omakapitaliinvesteeringute turul investeerimisvahemikus 0,2-5 miljonit eurot traditsioonilise kasvuettevõttele omakapitaliinvesteeringute pakkumine puudulik (tabel 4). Turul puudub kohalik institutsionaalne investor, kellel erinevalt pensionifondidest ja HNWI raha investoritest oleks investeeringute tegemiseks ajaline surve ja motivatsioon. BIF-i allfondid jääksid sisuliselt ainukesteks kohalikeks ajasurvega institutsionaalseteks investoriteks, kusjuures BIF-i rahad

ei ole suunatud ainult Eesti turule, vaid Baltikumile ja laiemaltki. Samuti on BIF-i näol tegemist ühekordse projektiga, mistõttu sellel üksi ei saa olla pikaajalist ja jäävat mõju.

Tabel 4. Pakkumise ja nõudluse võrdlus

	Nõudlus	Pakkumine
Arengufaas	Varajase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtted	Pakkumise konkurents on madal kõigis arengufaasides, eriti seemnefaasis
Tegevusalad	Järgmiste tegevusalade ettevõtted: <ul style="list-style-type: none"> ▶ hulgi- ja jaekaubandus ▶ töötlev tööstus ▶ ehitus ▶ kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus 	Enamasti vaadatakse kasvupotentsiaaliga (sh ekspordipotentsiaaliga) ettevõtteid: <ul style="list-style-type: none"> ▶ Tootmisettevõtteid ▶ Tehnoloogia / IT ettevõtteid ▶ Energia ettevõtteid
Investeeringu suurus	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 47% veebiküsitlusel osalenud ettevõtjates vajab alla 200 000 € suurust investeeringut ▶ 33% veebiküsitlusel osalenud ettevõtjatest vajad investeeringut vahemikus 200 000 - 500 000 eurot ▶ Üle 1 miljoni eurost investeeringut vajab ca 10% veebiküsitlusel osalenud ettevõtetest 	14st vaba kapitaliga pakkujast: <ul style="list-style-type: none"> ▶ 3 investorit investeerib (sh Arengufond) alla 200 000 € ▶ 2 investorit (sh Arengufond) investeerib vahemikus 200 000 - 500 000 eurot ▶ 2 investorit (sh Arengufond ja ASI) investeerib vahemikus 500 000 - 1 000 000 eurot ▶ 8 investorit (sh ASI) investeerib vahemikus 1-3 miljonit eurot ▶ 7 investorit (sh 3 välismaist) investeerib vahemikus 3-10 miljonit eurot ▶ Üle 10 miljoni euro kohalik investor puudub
Ootused	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ligikaudu 50% intervjueeritud ettevõtjatest ootavad lihtsalt täiendavat kapitali ettevõtte arendamiseks, teine 50% ootavad omakapitaliinvesteeringute kaasamisest ettevõttele ka lisaväärtust (nt täiendavaid teadmisi, nõu ettevõtte juhtimisel). ▶ Investorilt oodatakse laialdast valdkondlikku kompetentsi, mis on omane strateegilisele investorile, kuid seejuures soovitakse säilitada enamusosalus ettevõttes, mis on omane finantsinvestoritele. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Oodatakse tugevat ja motiveeritud juhtkonda, kellel on ambitsioon, rahvusvahelised eesmärgid ning konkreetne plaan ▶ Oodatakse toodet, millel on kasvu- ja/või ekspordipotentsiaal ▶ Oodatakse operatsioonide efektiivsuse suurendamise võimalusi, võttes arvesse investori kogemust
Tingimused	<p>Veebiküsitlusel osalenud ettevõtjad on kõige enam nõus:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ aktsepteerima omakapitaliinvesteeringute kaasamisele tüüpilist ettevõtte väärtuse hindamist ▶ panustama kaasamise protsessi ressursse ▶ kaasama investori ettevõtte juhtimisse <p>Seejuures ei olda valmis:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ loobuma kontrollist ettevõtte juhtimisel ▶ enamusosalusest 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Vähemusosaluse puhul nõutakse standardseid aktsionärilepingu tingimusi, sh vetoõiguseid ▶ Nõutakse positsiooni nõukogus ka vähemusosaluse puhul

Kuigi BIF-iga kaetakse vähemalt mingiski osas varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtete üle ca 1-2 miljoni euro suuruste omakapitaliinvesteeringute vajadus, jääks varajase faasi ettevõtete ja alla 1-2 miljoni euroste omakapitaliinvesteeringute vajadus endiselt katmata. Vastavalt uuringu

tulemustele oli kõige suuremal arvul ettevõtetest vajadus just alla 1-2 miljoni euro suuruste omakapitaliinvesteeringute järele.

Ekspertide töötoa tulemuste põhjal oleksid omakapitali pakkumise tõstmiseks soovitatavad meetmed järgmised.

- ▶ **Fondifondi loomine varajase faasi ja väiksemahuliste omakapitaliinvesteeringutele ning lisastiimulite pakkumine investoritele**

Käesoleva uuringu läbiviimise ajal on Majandus- ja Kommunikatsiooniministeriumi, Arengufondi ja KredExi poolt plaanis luua uus fondifond, mis oleks suunatud just varajase faasi ettevõtetele ja väiksematele investeeringutele.

Fondifondi loomisel tuleks järgida tururegulatsioone, et erainvestorite osalus oleks tasakaalus riigi osalusega lähtuvalt investeeringu arengufaasist tulenevast investeerimisriskist. Riigi osalus võiks varieeruda allfondide tasemel. Suurema investeerimisriski puhul tuleks riigil kaainvestorina võrdlemisi rohkem investeerida. Vastavalt sellele peaks töötoast osavõtjate hinnangul olema erainvestorite osakaal allfondides vahemikus 10-30% (seemnefaasi investeeringud suhtes 10:90 ja varajase faasi investeeringud 20:80, varajase kasvufaasi investeeringud 30: 70).

Seejuures soovitasid töötoast osavõtjad riigil kaaluda ka investoritele täiendavate stiimulite pakkumist, parandamaks investeeringute riski-tulususe suhet. Tootlust võimendava meetmena soovitati kaaluda riigipoolse tootluse piiramist nii, et piirmäära ületav tootlus kuuluks erainvestorile. Lisaks soovitati kaaluda ka ebaõnnestumise riski kaitsemehhanisme, kus investeeringu ebaõnnestumisel asub riik allesjäävate varade jaotamisel erainvestorist tahapoole. Positiivse näitena toodi esile Läti ja Leedu kogemust Jeremie fondidega, kus kasutati nii tootlusvõimendust kui ka ebaõnnestumise riski kaitset. Seejuures hindavad töötoal osalenud eksperdid olulisemaks tootlusvõimenduse mehhanismide rakendamist.

Siinkohal rõhutame, et käesoleva uuringu raames arutati pigem just varajases arengufaasis traditsioonilistele väikeettevõtetele suunatud fondifondi asutamise vajadust ning ei käsitletud äriidee- ja seemnefaasis innovaatiliste *start-up* ettevõtete vajadusi.

- ▶ **Fondifondide loomise pikaajaline programm**

Nagu eelpool mainitud, pidasid eksperdid oluliseks fondifondide algatamist mitte ühekordse, vaid programmilise tegevusena, mille tagajärjel võiks turuosalistel tekkida ootus, et ühe fondi ammendumisel koostatakse järgmine fond (nt BIF-i järel BIF2). Uue fondi loomine võib toimuda eelneva fondi poolt tagastatud rahast või muudest vahenditest.

Kuigi riiklik sekkumine võib ajas väheneda, näitab teiste (edukate) riikide pikaajaline kogemus, et riik sekkub pikaajaliselt. Riik võib aja möödudes muuta oma sekkumist pigem kaudsemaks ning vajadusel kohandada seda majandustsüklitele vastupidises suunas (näiteks kriisi ajal sekkub riik intensiivsemalt).

- ▶ **Kaasinvesteeringimine äriinglite sündikaatides**

Seemnefaasi pakkumise edendamiseks on oluline äriinglite aktiivsuse suurendamine. Üheks mooduseks oleks riigipoolne (nt allutatud laenuga) kaasinvesteeringimine äriinglite sündikaatide vormis. Näiteks võib riik luua äriinglite valideerimisprotsessi, mille tulemusena moodustuks valideeritud äriinglite grupp, millest iga investeeringu jaoks tuleks moodustada vähemalt 3-liikmeline sündikaat, kes investeerivad seemnefaasi omakapitali. Seejuures võiks riik finantseerida näiteks sama palju allutatud laenu vormis, mille puhul võiks kaaluda äriinglite investeeringutele kaitsemehhanismi rakendamist. Sellisel juhul saaks riik teatud fikseeritud

(kuigi suurema negatiivse riskiga) tootluse ning äriinglite sündikaadile jäetaks suur tootluse potentsiaal.

► **Pensionifondide motiveerimine Eestisse investeerimiseks**

Töötoas osalejate hinnangul on oluline suurendada ka pensionifondide rolli Eesti omakapitaliinvesteeringute turul, sest pensionifondid on üheks oluliseks täiendavaks investeeringute allikaks, kelle aktiivsuse suurenemine meelitaks ligi täiendavaid investeeringuid (sh välisinvestoritelt). Samas esines töötoal osalejate seas ühtne arusaam, et pensionifonde ei tohiks sundida kohalikule turule investeerima, sest investeerimisotsused peaksid olema ratsionaalsed. Seetõttu tehti soovitusi kahes valdkonnas – stiimulite loomine ja piirangute kaotamine.

Esiteks leiti, et riik võiks rakendada stiimuleid ehk ergutavaid ajendeid, mis soodustaks pensionifondide osalust omakapitaliinvesteeringute turul läbi riski-tulususe suhte pensionifondide investeerimisprofiilile vastavamaks muutumise. Riik saab Eestisse tehtavate investeeringute riske vähendada näiteks läbi majanduspoliitika stabiilsuse (vt järgmine osa), ning luues rohkem instrumente, mis võimaldaks pensionifondidel Eestisse investeerida (nt eelpool mainitud fondifondid).

Teiseks leiti, et riik peaks oluliselt vähendama pensionifondide investeeringute piiranguid, millest kõige olulisemaks peetakse sihttegevõttes üle 10% osaluse omandamise piirangut, mis soodustaks pensionifondide otseinvesteeringuid ettevõtetesse ja adresseeriks pensionifondide muret, et kohalike omakapitalifondide tasud on ebaatraktiivselt kõrged. Kuna pensionifondide omakapitaliinvesteeringutega seotud piirangute ja regulatsioonide muutmisega juba tegeletakse (sh Finance Estonia avaldatud tööpaberis), siis ei esitata antud uuringu kontekstis konkreetseid pensionifondidega seotud ettepanekuid ja soovitusi kuna need dubleeriks juba varem antud soovitusi.

3.3 Majanduspoliitika stabiilsus

Uuringust selgus, et ettevõtjate sõnul avaldab nende riskitajule ning seetõttu kasvuvõimaluste realiseerimise valmisolekule olulist mõju Eesti majanduspoliitika. Sama muret tõid esile ka institutsionaalsed investorid ja pensionifondid. Mõlemad osapooled rõhutasid, et majanduspoliitika peaks olema võimalikult stabiilne ning looma nii ettevõtjatele kui ka investoritele vajaliku kindlustunde. Nii uuringusse kaasatud ettevõtjad kui investorid on probleemina välja toonud riigi ootamatud maksupoliitilised (nt veeteetasud, maavara ressursitasud) ning toetuste poliitika (nt taastuvenergia toetused) muudatused, mis suurendavad oluliselt riski reguleeritud tegevusaladesse investeerimisel.

Samuti on kapitali pakkujate hinnangul ning töötoal osalejate kinnitusel olulisteks investeerimisaktiivsust ja omakapitaliinvesteeringute turu arengut negatiivselt mõjutavateks teguriteks nõrk investorikaitse ja leebe kohtupraktika. Olukorda tunnetatakse eriti teravalt just pensionifondide poolt. Töötoal osalenud ekspertide soovitusel võiks antud teemadel luua töögrupi, kes koostaks olukorrast ülevaate ja teeks konkreetsemad ettepanekud.

3.4 Ettepanekud ülevaatlikult

Alljärgnevas tabelis on esitatud ülevaatlikult antud uuringu raames riigile tehtavad omakapitaliinvesteeringute turu arendamise soovitusel ja ettepanekud, mis on jaotud otsesteks ja kaudseteks meetmeteks vastavalt sellele, kuidas need turu toimimist mõjutavad. Seejuures on antud üldine hinnang ka meetme rakendamise kulule ning oodatavale pikaajalisele ja lühiajalisele mõjule.

Hinnangud meetmete kulu ja mõjude kohta on indikatiivsed ja põhinevad subjektiivsetel hinnangutel ning seetõttu tuleb neid vastava meetme valimisel edasiselt täpsustada.

Tabel 5. Omakapitaliinvesteeringute turu arendamise otsesed ja kaudsed meetmed

Valdkond	Otsesed meetmed			Kaudsed meetmed		
	Meede	Kulu	Mõju	Meede	Kulu	Mõju
Ettevõtjate teadlikkus omakapitali-investeeringute teemavaldkondades	Infoportaali loomine	Väike	Lühiajaline mõju: väike Pikaajaline mõju: väike/keskmine	Kohalike fondihaldurite meeskondade tekkimise soodustamine ja nende motiveerimine ettevõtjaid harima	Keeruline hinnata	Lühiajaline mõju: keskmine/suur Pikaajaline mõju: suur
	Propageerimine, teavitamine ja harimine	Keskmine	Lühiajaline mõju: väike Pikaajaline mõju: keskmine			
Puudulik omakapitali-investeeringute pakkumine	Riikliku fondifondi loomine	Suur	Lühiajaline mõju: keskmine/suur Pikaajaline mõju: keskmine/suur	Pensionifondide regulatsioonide lõdvendamine	Väike	Lühiajaline mõju: väike/keskmine Pikaajaline mõju: väike/keskmine
	Kaas-investeeringute äriinglite sündikaatides	Keskmine/suur	Lühiajaline mõju: keskmine/suur Pikaajaline mõju: keskmine/suur	Investori tootlust võimendavad meetmed ja kaitse-mehhanismid	Keskmine	Lühiajaline mõju: väike Pikaajaline mõju: keskmine/suur
Majanduspoliitika stabiilsus	Pole kohalduv			Püsivus majandus-poliitilistes otsustes	Keeruline hinnata	Lühiajaline mõju: väike Pikaajaline mõju: suur
				Investorikaitse ja kohtupraktikate probleemistiku täpsem analüüs	Keskmine	Lühiajaline mõju: väike Pikaajaline mõju: keskmine

Omakapitali pakkujate, omakapitali kaasanute ja ekspertide intervjuudes toodi välja märksa rohkem soovitusi, kuid siinkohal on antud vaid need, mida töötoa tulemusel peeti kõige olulisemateks ja realistlikemaks.

3.5 Olulised piirangud

Uuringu tulemuste lugemisel, tõlgendamisel ja kasutamisel tuleb arvestada mitmete piirangutega, mis on pikemalt lahti seletatud metodoloogia peatükis. Olulisemad neist on siinkohal korratud:

- ▶ **Uuring ei käsitle kogu omakapitaliinvesteeringute turgu.** Tulenevalt lähteülesandest keskenduti ainult kasvukapitalile. Seetõttu on väljaostud ja väljumised, mis moodustavad olulise osa kogu turust, kaetud vaid vähesel määral. Näiteks tuleb mees pidada, et uuringus käsitletud omakapitali pakkujad pakuvad enamasti nii kasvu- kui ka väljaostukapitali. Seetõttu on omakapitali pakkumine kasvukapitali osas oluliselt väiksem kui meie poolt kaardistatud omakapitali pakkujate investeerimismahud kokku. Samas on omakapitali nõudluse analüüsid kaetud vajadust väljaostukapitali vastu vaid vähesel määral, sest keskenduti kasvukapitali vajadusele.
- ▶ **Uuring ei käsitle kõiki kasvuettevõtteid.** Uuringu fookuses olid traditsioonilised Eesti kasvuettevõtted. Seetõttu on innovaatiliste *start-up* ettevõtete finantseerimist käsitletud vaid vähesel määral. Sellest tulenevalt ei anna antud uuringu ülevaadet selliste ettevõtete kapitali nõudluse ja pakkumise turust. Seega ei ole käesolevas uuringus tehtud ka soovitusi riiklike meetmete osas, mis on suunatud innovaatilistele *start-up* ettevõtetele. Samas ei tähenda see, et selles turusegmendis ei ole turutõrkeid ja ei vajata riiklikke meetmeid. Innovaatiliste *start-up* ettevõtete turusegmendi kaardistamiseks ja vajaduste analüüsimiseks on vajalik teostada eraldiseisev analüüs.

3.6 Järgmised sammud

Uuringust täieliku kasu saamiseks soovime uuringujärgselt kaaluda järgmiste sammude astumist:

- ▶ **Uuringus toodud soovituste konkretiseerimine.** Uuringu tulemuste põhjal tehtud soovituste rakendamiseks konkreetsete meetmetena tuleb neid edasiselt veel oluliselt täpsustada, sest käesoleva uuringu raamesse ei kuulunud täpsustuste tegemiseks vajalike detailsemate analüüside koostamine. Paljud töötoal osalenud eksperdid avaldasid valmisolekut selliste analüüside jaoks vajalikel aruteludel osalemiseks.
- ▶ **Riigipoolne mõju- ja tasuvusanalüüs.** Riik peaks viima läbi tasuvusanalüüsi, et hinnata täpsemalt meetmete rakendamise kulusid ja neist saadavaid tulusid. Siinjuures on oluline meeles pidada, et riigi tulud ei ole vaid otsesed finantstulud väljastatud omakapitaliinvesteeringutelt, vaid ka sotsiaalmajanduslikud – majanduskasv, maksutulud, loodud töökohad, Eesti ettevõtete konkurentsivõime kasv, ekspordi kasv, elatustaseme kasv jne. Sisseviidavate meetmete detailsemast mõjust erinevatele valdkondadele annaks täieliku ülevaate mõjuanalüüs.
- ▶ **Instrumendi valik.** Riik peaks valima fondifondi jaoks sobiva instrumendi (investeering, garantii, toetus jne). Sõltuvalt täiendavate analüüside tulemustest võib juhtuda, et väga varases faasis ettevõtetesse investeerimine ei ole ainult finantsilisest poolest lähtudes tulus tegevus, sest selle faasi riskid on väga kõrged. Samas võib riik siiski otsustada nende investeeringute tegemise läbi toetusinstrumendi, kui eeldatavad sotsiaalmajanduslikud kasud näitavad, et tegevusel on positiivne mõju kogu majandusele.
- ▶ **Eesti ettevõtete peakontorite Eestisse jäämise soodustamine.** Riik peaks analüüsima, kuidas soodustada Eesti ettevõtete peakontorite jäämist Eestisse, et mitte kaotada tehtava omakapitaliinvesteeringu pikaajalist positiivset mõju. Nimelt tõid töötoal osalenud eksperdid välja, et teistes riikides on näiteks konkurentsivõimelisem maksupoliitika, kus ettevõtte aktsiate müük on tulumaksust vabastatud. Väidetavalt kolivad suure kasvupotentsiaaliga ettevõtted oma peakontorid seetõttu varakult välismaale ning Eesti jääb vastavast lisandväärtusest ilma.

Kokkuvõte

Ernst & Young Baltic AS viis Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse (EAS) tellimusel läbi „Kapitali kättesaadavuse uuringu“, mille eesmärgiks oli kaardistada ja analüüsida Eesti ettevõtete omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse ja kaasamise võimalusi ning nõudlust omakapitaliinvesteeringu kaasamiseks, et tuvastada turutõrked ja muud kitsaskohad ning esitada riigile soovitused ja ettepanekud omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks. Töö algus oli 09.11.2012 ja kogu töö valmimise tähtaeg 09.07.2013.

Uuringu fookuses olid traditsioonilised Eesti kasvuettevõtted, kes vajaksid oma kasvuvõimaluste realiseerimiseks omakapitaliinvesteeringuid. See tähendab, et keskenduti kasvukapitali kättesaadavusele. Sellest lähtuvalt defineeriti antud uuringus omakapitaliinvesteering kui investori otsene või kaudne investeering ettevõtte omakapitali (kuid mitte läbi börsi), mille tulemusel omandab investor vähemus- või enamusosaluse ettevõtte omakapitalis, osaleb tulevase kasumi jaotamises ning võib lisaks osaleda teatud määral ka ettevõtte juhtimises. Omakapitaliinvesteeringutena käsitleti ka riskikapitaliinvesteeringuid, ülevõtmisi ja *mezzanine*'i.

Uuringu raames viidi läbi 20 intervjuud kapitali pakkujatega, 28 intervjuud kapitali kaasanud ettevõtetega ning veebiküsitlus, millele vastas 615 ettevõtet. Veebiküsitlusele vastanud ettevõtetest analüüsiti hiljem täiendavate valimipiirangute rakendamisel 434 ettevõtte vastust, millest 58 olid potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtted. Lisaks veebiküsitlusele tehti 33 telefoniintervjuud potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate (26 intervjuud) ja mittekaasavate (7 intervjuud) ettevõtetega. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtetenähtena käsitleti ettevõtteid, kes omavad kasvupotentsiaali ja näevad kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajadust omakapitaliinvesteeringute kaasamise järele ning võiksid ka investoritele huvi pakkuda. Seejuures keskenduti nii nõudluse kui pakkumise analüüsimisele, et saada terviklik ülevaade omakapitaliinvesteeringute turust ja selle probleemistikust. Kaardistati ja analüüsiti omakapitaliinvesteeringute kaasamise võimalusi, omakapitaliinvesteeringute piiratud ligipääsu mõju ettevõtete kasvamisele ja arendamisele, ettevõtjate teadlikkust omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades ning omakapitaliinvesteeringute pakkumise ja kaasamisega seotud probleeme. Lisaks kaardistati veel Rootsis, Taanis, Prantsusmaal ja Iisraelis omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks ja kättesaadavuse parandamiseks rakendatud riiklikud meetmed.

Uuringu tulemused on allpool teemade lõikes kokku võetud, igast peatükist on välja toodud kõige olulisem.

Kapitali nõudlus

Uuringu tulemuste põhjal võib öelda, et Eesti ettevõtetel on suhteliselt suur hulk **kasvuvõimalusi** (31% vastanutel pigem palju või palju kasvuvõimalusi), mille elluviimisel saaksid ettevõtted kasvada ja areneda. Rohkem kasvuvõimalusi on tuvastanud just varase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtted (ca 60% antud arengufaaside ettevõtetest omab palju või pigem palju kasvuvõimalusi). Kasvuvõimaluste realiseerimisel prognoosivad ettevõtjad üldiselt suurt aastast **käibe kasvu** (üle 50% vastanutest prognoosib käibe kasvu suuremaks kui 10%). Kasvupotentsiaali omavad varasemate faaside ettevõtted vajavad kasvuvõimaluste realiseerimiseks **täiendavaid rahalisi vahendeid**, sest ettevõtte ärikasumist ja omaniku enda vahenditest ei piisa. Ettevõtjad kaaluksid täiendavate rahaliste vahenditena nii ettevõtlustoetusi, pangalaengu kui ka omakapitaliinvesteeringuid (ca 20% ettevõtjatest peab vajalikuks kaasata vähemusosalusega omakapitaliinvesteeringut). Seejuures on ligikaudu poolte (47%) potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete hinnangul vaja investeeringuid vähem kui 200 000 eurot. Kuna alla 200 000 eurosed investeeringud ei olnud ülesandepüstituse kohaselt uuringu fookuses, ei käsitletud sellise investeeringuvajadusega ettevõtteid ka sisulistest analüüsides.

Ettevõtjate **teadlikkus omakapitaliinvesteeringute valdkonnast** ja investeeringute kaasamisel olulistest teemadest (nt seadusandlus, riiklikud toetusmehhanismid, pakkujad, tingimused) on üldjoontes väga madal. Vähem kui 20% ettevõtjatest hindasid oma teadlikkust uuritud teemavaldkondades kõrgeks või pigem kõrgeks. Rohkem kui 20% vastanutest ei oma uuritud teemavaldkondades üldse mingeid teadmisi. Ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondadest on mõnevõrra kõrgem juhul, kui neil on olemas valdkonnaga varasem kokkupuude. Ettevõtjate teadlikkus varieerub eri suurusega ja tegevusalaga ettevõtete lõikes, kuid lisaks mõjutavad teadlikkust ka omandisuhted.

Ettevõtjate üldine **huvi** kolmandatelt osapooltelt **omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu** on hoolimata omakapitali vajadusest pigem vaoshoitud. Ainult 3% ettevõtjatest oli kõrge ja 14% ettevõtjatest pigem kõrge huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu. Seejuures ei olnud ettevõtjad, kes vajaksid oma ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimiseks omakapitaliinvesteeringuid, nende kaasamisest kõikidel juhtudel huvitatud (ca 37% vastajatest). Samas omab isegi omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt mittekaasavatest ettevõtjatest üle 10% siiski pigem kõrget huvi omakapitaliinvesteeringute vastu. **Huvi puudumise põhjustena** toodi kõige enam välja teiste finantseerimisvahendite eelistamist, soovi mitte jagada osalust kolmanda osapoolega ja soovi mitte loobuda kontrollist ettevõtte juhtimisel. Küpsusfaasi ettevõtete jaoks oli domineeriv põhjus vajaduse puudumine. Omakapitaliinvesteeringute mittekaasamise põhjuste taga tundub suures osas olevat ka ettevõtjate madal teadlikkus omakapitaliinvesteeringute toimimisest ja võimalikust lisaväärtusest ettevõttele.

Üldjuhul ei oska ettevõtjad hinnata ka oma ettevõtte **ligipääsuvõimalusi omakapitaliinvesteeringutele**. Ligikaudu 25% ettevõtetest hindab oma ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele kas väga heaks (5% vastanutest) või pigem heaks (20% vastanutest). Üle 60% potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavates ettevõtetest, sh varasemate arengufaaside ettevõtetest, peavad puuduliku ligipääsu kasvuvõimaluste realiseerimist pärssivaks. Samas omavad just varasemate arengufaaside ettevõtted kõige rohkem kasvupotentsiaali.

Omakapitaliinvesteeringute kaasamise kasuks otsustamine sõltub väga palju investori väljapakutud **tingimustest**. Omakapitaliinvesteeringute kaasamisel on ettevõtjad kõige sagedamini valmis aktsepteerima omakapitaliinvesteeringute kaasamisele tüüpilist ettevõtte väärtuse hindamist (434-st ettevõtjast märkis seda 153), panustama kogu kaasamise protsessi ressursse (153 vastust) ja kaasama investori ettevõtte juhtimisse (149 vastust). Lisaks selgus veebiküsitluse tulemuste põhjal, et rohkem on neid ettevõtjaid, kes on nõus väljuma ettevõttest paari aasta jooksul täielikult (109 vastust), kui neid, kes on nõus loovutama enamusosaluse ettevõtte osa- või aktsiakapitalist (37 vastust). Seega on valmisolek kontrolli loovutada tunduvalt väiksem kui valmisolek ettevõttest täiesti loobuda. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad on erinevatele tingimustele rohkem avatud kui omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt mittekaasavad ettevõtjad, kuna nemad peavad omakapitaliinvesteeringute kaasamist vajalikuks ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimiseks. See-eest on intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad omakapitaliinvesteeringute kaasamisel rakendunud investori tingimuste osas pigem positiivselt meelestatud. Enamiku intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjate hinnangul on tingimused õigustatud, sest investor võtab endale investeeringuga äririski.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad näevad omakapitaliinvesteeringute kaasamisel suuremate **probleemidena** sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmist (434-st ettevõtjast märkis seda 75) ning kaasamise protsessi töömahukust ja maksumust (89 ja 87 ettevõtjat). Samas pole enamik veebiküsitlusel osalenud ettevõtjaid omakapitaliinvesteeringute kaasamisega seotud probleemidega kokku puutunud ning seda suuresti seetõttu, et neil puudub varasem kokkupuude antud valdkonnaga ja ka üldine teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemadel on madal. Intervjueeritud kapitali kaasanud ettevõtjad tõid omakapitaliinvesteeringute kaasamisel

esinenud suuremate probleemidena esile pakkujate tootlusootusele mittevastamist (28-st ettevõttest märkis seda 10), huvi äratamist omakapitaliinvesteeringute pakkujates (10 vastust) ja sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmist (9 vastust). Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtetega võrreldes kattuvad seega just investori leidmise ja huvi tekitamise probleemid. Seejuures pole aga kapitali kaasanutele probleemiks kujunenud ei omakapitaliinvesteeringute kaasamine protsessilises mõttes ega ka selle maksumus, mida potentsiaalselt kapitali kaasavad ettevõtted suureks probleemiks peavad. Seega võib siiski eeldada, et potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtjad kipuvad mõningaid probleeme ülehindama, sest kapitali kaasanutele pole need investeerimistingute käigus probleemiks kujunenud.

Kapitali pakkumine

Pakkujate kaardistamise tulemusel on suurimaks murekohaks seemnefaasi investeeringud (alla 0,2 miljoni euro), mille puhul on pakkumine sõltuvuses maailmamajanduses toimuvast ning majanduslanguse ajal praktiliselt puudub. Nii väikeste investeeringute puhul ei saa tavaliselt eeldada institutsionaalsete investorite huvi ning seetõttu peaks riik selle tegevusala toimimist toetama.

Teise äärmuse poolel puudub kohalik pakkujate üle 10 miljoni euro suurustele investeeringutele ning üle 5-6 miljoni euro vahemikus esineb ainult kaks kohalikku otsest omakapitali pakkujat (Baltcap ja LHV Capital). Teisisõnu on **pakkujate vaheline konkurents väike**; konkurents aitaks aga loomulikult teel kaasa turu tõrgeteta toimimisele.

Vähene pakkumine on juba iseenesestki probleem, kuna sellest tulenevalt on löhe kapitali pakkumise ja nõudluse vahel. Üheks pakkumise vähesuse põhjustajaks on Eesti väiksus, mistõttu jäädakse rahvusvahelise fookusega fondide investeeringulimiitidele alla, aga ka see, et **suur osa pensionirahadest ei investeerita kohalikult**. Pensionifondide sõnul ei vasta kohalike ettevõtete riskitulususe suhe nende investeerimisprofiilile, mistõttu ei ole nad ka kohalikult oluliselt investeerinud, tuues muuhulgas välja halva investeerimiskliima (leebe kohtupraktika, ebastabiilne poliitika, nõrk investorikaitse, jms), mis suurendab investeerimiskriisi. Lisaks heidavad pensionifondid ette fondihaldurite vähest kogemust ning halvapoolset mainet, mis pärsib kapitali kaasamise edukust. Kohalike pensionifondide vähene huvi Eesti turu vastu võib kahandada ka välismaiste institutsionaalsete investorite juba niigi madalat huvi Eesti turu vastu, sest **see saadab selge signaali, et Eesti kohalikud investorid ei pea Eesti investeerimisvõimalusi ja omakapitalifonde atraktiivseteks**. Seega peaks riik kaaluma, kas ja kuidas saaks motiveerida kohalikke pensionifonde kohalikult investeerima.

Suurima probleemina nimetavad kapitali pakkujad siiski **ettevõtjate madalat teadlikkust** üleüldiste ettevõtte kasvu finantseerimisvõimaluste osas nagu riiklikud toetusmehhanismid ning omakapital/mezzanine. Selle näol on selgelt tegu turutõrkega, mida erasektor lahendada ei suuda ning mis vajab riiklikku sekkumist teadlikkuse tõstmise meetmete rakendamise kaudu.

Järeldused ja soovitused

Lähtudes uuringu raames kogutud andmete analüüsitulemustest jõuti järgmistele kesksetele järeldustele ettevõtete omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamise ja omakapitaliinvesteeringute turu arendamise kohta.

- ▶ Eesti varajase faasi, varajase kasvufaasi ja laienemisfaasi ettevõtted omavad arvestatavat kasvupotentsiaali – nad on tuvastanud olulisel määral kasvuvõimalusi nii oma äritegevuse laiendamiseks Eesti turul kui ka välismaistele turgudele sisenemiseks. Ettevõtted prognoosivad kasvuvõimaluste realiseerimise tulemusel enamasti keskmiselt suuremat kui 10-20% käibe kasvu aastas. Ühtlasi on ettevõtted juba iseseisvalt tuvastanud, et lisaks ärikasumile vajavad nad eeltoodud kasvuvõimaluste realiseerimiseks ka omanikupoolset

lisakapitali – see vajadus ületab pangalaenu vajaduse ja on samaväärne riiklike toetuste vajadusega. Seega omavad Eesti kasvuettevõtted potentsiaali ja vajadust omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks.

- ▶ Hoolimata omakapitali vajadusest ilmnes siiski ettevõtete vähene valmisolek kolmandatelt osapooltelt omakapitali kaasata. Põhjuste uurimisel selgub, et kasvavad ettevõtted ei soovi kontrollist loobuda ega ka osalust jagada. Selle vastumeelsuse tagamaid välja selgitades selgus aga omakorda, et mitmed probleemkohad ja hirmud on tingitud ilmselt ettevõtjate madalast teadlikkusest omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades. Telefoniintervjuude käigus tõdesid paljud ettevõtjad, et kõrgema teadlikkuse korral võiks nende valmisolek omakapitaliinvesteeringute kaasamiseks kõrgem olla. Eeltoodud põhjustel ei anna käesolev uuring omakapitali potentsiaalsest nõudlusest Eesti turul tõenäoliselt õiglast pilti – potentsiaalselt võiks omakapitaliinvesteeringute nõudlus olla oluliselt suurem kui ettevõtjate poolt juba tuvastatud vajadus (kolmandate osapoolte) omakapitali järele.
- ▶ Omakapitaliinvesteeringute nõudluse katmisel saab takistuseks väga piiratud omakapitaliinvesteeringute pakkumine. Hetkel on omakapitaliinvesteeringute pakkumine Eesti turul puudulik kõikides käsitletud investeerimisvahemikes (0,2-20 miljonit eurot) ja arengufaasides. Eelkõige on probleemiks sisulise konkurentsi puudumine kapitali pakkujate vahel. Nimelt puuduvad hetkel turul piisavate rahaliste ressurssidega ning omavahel konkureerivad kohalikud institutsionaalsed investorid, kellel erinevalt pensionifondidest ja varakate isikute (HNWI) raha investoritest oleks investeeringute tegemiseks ajaline surve ja motivatsioon. BIF-i loomise tulemusel on küll oodata pakkumise suurenemist, kuid BIF ei ole suunatud ainult Eesti turule, vaid Baltikumile ja laiemaltki. Lisaks jääb BIF-iga katmata varajase faasi ja alla 1-2 miljoni euro suurust omakapitaliinvesteeringut sihtivate ettevõtete vajadus.

Seega on riigipoolsed meetmed vajalikud ettevõtjate teadlikkuse tõstmiseks ja omakapitaliinvesteeringute pakkumise suurendamiseks. Vastasel juhul ei avaldu täiel määral omakapitaliinvesteeringute nõudluse potentsiaal ja ettevõtted ei saa optimaalselt oma kasvupotentsiaali realiseerida. Sellest lähtuvalt töötati uuringu raames toimunud ekspertide töötoa (osavõtjate nimekiri on lisas 4) käigus riigile välja järgmised ettepanekud ja soovitusel omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks.

- ▶ **Ettevõtjate teadlikkuse tõstmine omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades**

Töötoal osalejad pidasid parimaks teadlikkuse tõstmise mooduseks paljude kohalike fondihaldurite meeskondade tekke soodustamist ja nende motiveerimist turu harimiseks. See saaks toimuda näiteks läbi riikliku fondifondi loomise, kus fondihalduriteks valitakse kohalikud meeskonnad. Sel moel oleks kohalikel fondihalduritel nii vaba kapital kui ka ajaline surve investeerida ning nad oleksid motiveeritud ise aktiivselt investeerimiseks sobivaid ettevõtteid otsima ja ettevõtjatega rääkimas käima. Selle tulemusel hakkaks ettevõtjate teadlikkus ja huvi järk-järgult kasvama.

Ettevõtjate teadlikkuse tõstmisele aitaks kaasa ka veebilehe või infoportaali loomine, kus informatsioon omakapitaliinvesteeringute kaasamise põhitõdede, võimaluste ja kapitali pakkujate kohta oleks kättesaadav struktureeritult ja eesti keeles. Ettevõtjad nägid sellise infoportaali järele vajadust eriti olukordades, kus neile on lähenenud mõni nõustaja või fondihaldur ning neil oleks vaja end teemaga kurssi viia läbi kolmanda sõltumatu allika. Samas ei piisa aga ainult informatsiooni avaldamisest, vaid ettevõtjatele tuleb omakapitaliinvesteeringute kaasamist ka propageerida, ettevõtjaid informatsiooni ja võimaluste olemasolust teavitada ning neid koolitustel harida.

Seejuures ei peaks ettevõtjate teadlikkuse tõstmise roll ainult riigi kanda olema, vaid see võiks olla suures osas üle antud valdkonna kompetentsi omavatele ühingutele nagu EstVCA, Finance Estonia, EstBAN ja Eesti Fondihaldurite Liit.

▶ **Omakapitaliinvesteeringute pakkumise suurendamine**

Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi, Arengufondi ja KredExi poolt planeeritava uue fondifondi loomist BIF-i kõrvale peetakse väga vajalikuks varajase faasi ja alla 1-2 miljoni eurose omakapitaliinvesteeringu vajadusega ettevõtete omakapitaliinvesteeringute nõudluse katmiseks. Selle rakendamisel tasub riigil kaaluda täiendavate stiimulite pakkumist (nt tootluse võimendust ja/või ebaõnnestumise kaitsemehhanisme) ning suhteliselt kõrget riigi osalust (nt vahekorras 70:30 ja 90:10), mis riski-tulu suhte parandamise kaudu soodustaks kapitali pakkujate huvi fondifondis osalemise vastu.

Samuti on oluline suurendada Eesti pensionifondide rolli Eesti omakapitaliinvesteeringute turul – nad tooksid turule täiendavat kapitali ning nende aktiivsuse suurenemine meelitaks ligi ka täiendavaid investeeringuid (nt välisinvestoreid). Siinkohal soovitatakse esiteks oluliselt vähendada pensionifondidele kehtivaid investeeringute piiranguid, millest kõige olulisemaks peetakse sihtettevõttes üle 10% osaluse omandamise piirangut. Teiseks soovitatakse rakendada kaudseid stiimuleid kohaliku majanduspoliitika stabiilsuse tõstmise ja Eestisse investeerimise riski vähendamise näol, mis kohandaksid investeeringute riski-tulususe suhte pensionifondide investeerimisprofiilile vastavamaks. Lisaks soovitatakse luua rohkem instrumente, mis võimaldaks pensionifondidel Eestisse investeerida – nt juba tööd alustanud BIF ning planeeritav uus fondifond.

▶ **Majanduspoliitika stabiilsuse tagamine**

Riik peaks püüdlema stabiilse majanduskeskkonna, sh maksupoliitika ja juriidilise süsteemi poole. Nii ettevõtjate kui ka investorite jaoks kujunevad riigi ootamatud maksupoliitilised (nt veeteetasud, maavara ressursitasud) ja toetuste poliitika (nt taastuvenergia toetused) muudatused probleemiks ettevõtete arendamisel ja kapitali pakkumisel, sest suurendavad oluliselt riski reguleeritud tegevusaladesse investeerimisel.

Samuti on olulisteks investeerimisaktiivsust negatiivselt mõjutavateks teguriteks nõrk investorikaitse ja leebe kohtupraktika. Probleemi tunnetavad eriti teravalt just pensionifondid. Käesolevas uuringus ei ole keskendutud investorikaitse ja kohtupraktika olukorrast täpsema ülevaate koostamisele, kuid see valdkond vajab kapitali pakkujate kinnitusel kindlasti täpsemat analüüsi ja konkreetsete ettepanekute väljatöötamist.

Olulised piirangud

Uuringu tulemuste lugemisel, tõlgendamisel ja kasutamisel tuleb arvestada mitmete piirangutega, mis on pikemalt lahti seletatud metodoloogia osas. Olulisemad neist on siinkohal veelkord korratud.

▶ **Uuring ei käsitle kogu omakapitaliturgu**

Uuringus keskenduti ainult kasvukapitalile ning seetõttu on ainult vähesel määral kaetud väljaostud ja väljumised, mis moodustavad olulise osa kogu turust. Näiteks tuleb meele pidada, et uuringus käsitletud omakapitali pakkujad pakuvad enamasti nii kasvu- kui ka väljaostukapitali. Seetõttu on omakapitali pakkumine kasvukapitali osas oluliselt väiksem kui meie poolt kaardistatud omakapitali pakkujate investeerimismahud kokku. Samas on omakapitali nõudluse analüüsidest vaid vähesel määral kaetud vajadus väljaostukapitali vastu, sest keskenduti kasvukapitali vajadusele.

▶ **Uuring ei käsitle kõiki kasvuettevõtteid**

Uuringu fookuses olid traditsioonilised Eesti kasvuettevõtted ning seetõttu on vaid vähesel määral käsitletud innovaatiliste *start-up* ettevõtete finantseerimist. Seetõttu ei ole meile teada, milline olukord valitseb selliste ettevõtete kapitali nõudluse ja pakkumise turul. See tähendab, et käesolevas uuringus ei ole tehtud soovitusi riiklike meetmete osas, mis on suunatud innovaatilistele *start-up* ettevõtetele. Samas ei tähenda see, et selles turusegmendis ei ole turutõrkeid ja ei vajata riiklike meetmeid. Innovaatiliste *start-up* ettevõtete turusegmendi kaardistamiseks ja vajaduste analüüsimiseks on vajalik teostada eraldiseisev analüüs.

Järgmised sammud

Uuringust täieliku kasu saamiseks soovitame uuringujärgselt kaaluda järgmiste sammude astumist.

▶ **Uuringus toodud soovituste konkretiseerimine**

Uuringu tulemuselt tehtud soovituste rakendamiseks konkreetsete meetmetena tuleb neid edasiselt veel oluliselt täpsustada, sest käesoleva uuringu raamesse ei kuulunud täpsustuste tegemiseks vajalike detailsemate analüüside koostamine (nt tasuvus- või mõjuanalüüs). Paljud töötoal osalenud eksperdid avaldasid valmisolekut selliste analüüside jaoks vajalikel aruteludel osalemiseks.

▶ **Mõju - ja tasuvusanalüüsi läbiviimine**

Riik peaks läbi viima tasuvusanalüüsi, et täpsemalt hinnata meetmete rakendamise kulusid ja neist saadavaid tulusid ning nende laialdasemat mõju seotud valdkondadele. Siinjuures on oluline meeles pidada, et riigi tulud ei ole vaid otsesed finantstulud väljastatud omakapitaliinvesteeringutelt, vaid sotsiaalmajanduslikud - majanduskasv, maksutulud, loodud töökohad, Eesti ettevõtete konkurentsivõime kasv, ekspordi kasv, elatustaseme kasv jne.

▶ **Sobiva finantsinstrumendi valik**

Riik peaks valima sobiva instrumendi (investeering, garantii, toetus jne) fondifondi ja teiste otseste meetmete jaoks. Sõltuvalt tasuvus- ja mõjuanalüüsi tulemusest võib juhtuda, et väga varases faasis ettevõtetesse investeerimine ei ole finantsiliselt tulus tegevus, sest selle faasi riskid on väga kõrged. Samas võib riik siiski otsustada nende investeeringute tegemise läbi toetusinstrumendi, kui eeldatavad sotsiaalmajanduslikud kasud näitavad, et tegevusel on positiivne mõju kogu majandusele.

▶ **Eesti ettevõtete peakontorite Eestisse jäämise soodustamine**

Riik peaks analüüsima, kuidas soodustada Eesti ettevõtete peakontorite jäämist Eestisse, et mitte kaotada tehtava omakapitaliinvesteeringu pikaajalist positiivset mõju. Nimelt töid eksperdid välja, et teistes riikides on näiteks konkurentsivõimelisem maksupoliitika, kus ettevõtte aktsiate müük on tulumaksust vabastatud. Selle tõttu väidetavalt kolivad suure kasvupotentsiaaliga ettevõtted oma peakontorid varakult välismaale ning Eesti jääb vastavast lisandväärtusest ilma.

Lisa 1. Metoodika

Kapitali kättesaadavuse analüüsi läbiviimiseks koguti vajalikke andmeid ja taustinformatsiooni mitmeosalise andmekogumisprotsessi käigus. Seejuures piiritleti metoodilise planeerimise esimese sammuna koostöös Tellija ja valdkonna ekspertidega uuringu skoop ja sihtrühm, kuna see oli lähteülesande põhjal väga laialdaselt käsitletav.

Andmekogumisprotsessi juhtimiseks tugineti koos Tellijaga väljatöötatud uurimisküsimuste kavale, mis sisaldas uuringu eesmärkidest lähtuvaid teemavaldkondi, nendele vastavaid uurimisküsimusi, teabeallikaid ja skoobi määratlust. Uuringu sihtrühmadeks olid kapitali pakkujad, kapitali kaasanud ettevõtted ja kapitali potentsiaalselt kaasavad ettevõtted. Antud sihtrühmadest moodustati uuringu valim. Uuringu läbiviimiseks vajalike andmete kogumiseks tehti nimetatud sihtrühmadega veebiküsitlus, poolstruktureeritud telefoniintervjuud ja poolstruktureeritud vahetud süvaintervjuud. Tabelis 6 on ülevaade valimi lõplikest mahtudest sihtrühmade kaupa (st küsitlute arv), kasutatud andmekogumismeetoditest ja uurimisteedest.

Tabel 6. Uuringu sihtrühmad ja andmekogumismeetodid

Sihtrühm	Andmekogumis-meetod	Valimi suurus	Analüüsiteema
Kapitali pakkujad	Vahetud süvaintervjuud	20	Kapitaliinvesteeringute pakkumine, ettevõtete ligipääs kapitaliinvesteeringutele, tingimused, probleemistik.
Kapitali kaasanud ettevõtted	Vahetud süvaintervjuud	28	Kapitali kaasamise kogemus: teadlikkus, ligipääs kapitaliinvesteeringutele, probleemistik, ootused ja vajadused.
Kapitali potentsiaalselt kaasavad ettevõtted	Veebiküsitlus	615/58 ⁴⁴	Teadlikkus ja huvi, ootused, ligipääs kapitaliinvesteeringutele, probleemistik, tingimused.
	Telefoniintervjuud	33	

Alljärgnevalt on kirjeldatud uuringu skoobi piiritlemise protsessi ning metoodilist lahendust sihtrühmade ja nendele vastavate andmekogumismeetodite kaupa. Lisaks on tutvustatud kasutatud andmekogumismeetodeid, mille abil saadud analüüsitulemuste põhjal sõnastati järeldused ja töötati riigile välja ettepanekud omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamiseks kapitaliinvesteeringute turu arendamise kaudu.

1. Uuringu skoobi piiritlemine

Uuringu skoobi ja sihtrühmade määratlemiseks viidi uuringu ettevalmistavas etapis läbi 2 ekspertintervjuud, mille eesmärgiks oli leida koostöös valdkonna ekspertidega uuringu jaoks kõige asjakohasemat fookust. Antud valdkonna ekspertideks olid:

- ▶ Kristjan Kalda (BaltCap)
- ▶ Heidi Kakko (SmartCap/Arengufond)

Uuringu ettevalmistavate kohtumiste arutelude tulemusel otsustati keskenduda kapitaliinvesteeringute nõudluse kaardistamiseks traditsioonilistele Eesti kasvuettevõtetele. See tähendab, et väga varajase faasi (st äriidee ja seemnefaasi) ettevõtted ning kõrgtehnoloogiliste valdkondade ettevõtted (st IT ja biotehnoloogia) jäeti uuringu otsesest skoobist välja. Selle põhjuseks on asjaolu, et antud valdkondade ettevõtete kapitalivajadus ja investeeringute kaasamise käitumine on väga spetsiifilised ning vajaksid pigem eraldi analüüsi. Seega otsustati antud valdkondadele keskendunud kapitali pakkujaid ja kapitali kaasanud ettevõtteid intervjuude valimitesse küll piiratud

⁴⁴ Veebiküsitlusel saadi 615 ettevõtjate poolt lõpuni täidetud ankeeti, millest 58 vastasid uuringu raames potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasava ettevõtte määratlusele.

määral kaasata, kuid seda pigem eesmärgiga saada terviklik ülevaade Eesti kapitaliinvesteeringute turust. Seega jäi fookus siiski traditsioonilistele kasvuettevõtetele.

Kapitali kaasavate traditsiooniliste ettevõtete sihtrühma kaardistamiseks töötati välja kriteeriumid, mille alusel valiti valimisse sobivad ettevõtted. Kriteeriumiteks olid ettevõtte arengufaas, omandisuhted, investeeringu maht (st kapitali vajadus), kasvule suunatus ja omakapitaliinvesteeringu kaasamise soov (tabel 7). Kriteeriumitele vastavate piirangute alusel kasutati Äriregistri andmeid, kuid kvalitatiivsemad piirangud seati lähtudes ettevõtete veebiküsitluse vastustest. Kuna majanduslike ega muude kvantitatiivsete näitajate põhjal polnud võimalik ettevõtte kasvule suunatust ja omakapitaliinvesteeringute kaasamise soovi kaardistada, tuli tugineda ettevõtjate endi hinnangulistele vastustele, mida kontrolliti täiendavalt ka telefoniintervjuude käigus. Selleks sõnastati veebiküsitluse ankeeti küsimused, mis olid suunatud just ettevõtte kasumlike kasvuvõimaluste olemasolu ja omakapitaliinvesteeringute kaasamise vajaduse tuvastamisele (lisa 2).

Tabel 7. Kapitali potentsiaalselt kaasavate ettevõtete valimi piirangud

Kriteerium	Piirang	Selgitus
Ettevõtte arengufaas	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ettevõtte on tegutsenud vähemalt 3 aastat (st asutatud hiljemalt 2009. aastal) ▶ Töötajate arv oli 2010. aastal vahemikus 3-500 ▶ Ettevõtte käive oli 2010. aastal vahemikus 250 000 - 50 mln eurot ▶ Veebiküsitluse (küsimus 2) põhjal on ettevõtte kas varajases faasis, varajases kasvufaasis, laienemisfaasis, küpsusfaasis või hääbumisfaasis. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ettevõtted, mis on vähemalt 3 aastat eksisteerinud ning kellel on mitmel aastal järjest olnud rohkem kui kolm töötajat ei ole üldjuhul enam äriidee- ega seemnefaasis. ▶ Minimaalne käibe suurus 250 000 eurot aitab samuti vältida varase faasi ettevõtete sattumist valimisse ning arvestab minimaalse 200 000 euro suuruse investeeringu piiranguga.
Omandisuhted	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Kaasatud on osaühingud ja aktsiaseltsid (v.a riigiasutused) ▶ Välistatud on välismaistele strateegilistele omanikele kuuluvad ettevõtted, st ettevõtted, kelle peakontori asupaik pole veebiküsitluse (küsimus 4) põhjal Eestis ▶ Välistatud on veebiküsitluse (küsimus 5) põhjal börsil noteeritud ettevõtted ja nende tütar-ettevõtted 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Välismaistele omanikele kuuluvad ettevõtted, mille peakontor asub mingis teises riigis, ei ole antud uuringu mõistes Eesti ettevõtted. ▶ Eesti ja välismaa börsidel noteeritud ettevõtetel on ligipääs muudele finantsinstrumentidele ning omakapitaliinvesteeringud neis ettevõtetes on vähem asjakohased. ▶ Riigiettevõtted jäeti uuringu skoopist välja, sest riik ei pruugi tahta enda osalusega ettevõtetes kontrolli/osalust ära anda. Samuti võib tekkida huvide konflikt, juhul kui kapitaliinvesteeringute turutõrgete vältimiseks käiakse välja riiklikud meetmed.
Investeeritava kapitali maht vahemikus 200 000 - 20 mln eurot	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ettevõtte käive oli 2010. aastal vahemikus 250 000 - 50 mln eurot ▶ Töötajate arv oli 2010. aastal vahemikus 3-500 ▶ Bilansi maht oli 2010. aastal maksimaalselt 43 mln eurot ▶ Veebiküsitluse (küsimus 10) põhjal on kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajalik omakapitaliinvesteeringute maht vahemikus 200 000 - 20 mln eurot 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Käibe suurus: min 250 000 eurot lähtudes minimaalsest kaasatavast kapitali mahust (200 000 €); maksimaalselt 50 mln eurot, lähtudes VKE määratlusest väärtpaberituru seaduse mõistes. ▶ Bilansi mahu ülempiir 43 mln eurot tuleneb VKE määratlusest väärtpaberi seaduse mõistes. ▶ Töötajate arv peaks olema vähemalt 3, et välistada mikroettevõtted. Suuremat töötajate arvu minimaalset piiri ei peetud asjakohaseks, sest paljud väiksed ettevõtted laienevad näiteks allhangete abil. Töötajate arvu ülempiir (500) on suurem kui VKE määratluse piir väärtpaberi seaduses (250), et mitte välistada suure töötajate arvuga teenusettevõtted, kelle käive ei pruugi samas piiri ületada ▶ Üle 20 mln euro suuruseid investeeringuid vajavaid ettevõtteid ei adresseeritud antud uuringuga, sest nende puhul peaksid omakapitaliinvesteeringud olema rahvusvaheliselt kättesaadavad.

Kasvule suunatus	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Veebiküsitluse (küsimus 7.1 ja küsimus 7.2) põhjal on ettevõtte tuvastanud lähitulevikuks kasumlikke kasvuvõimalusi ▶ Veebiküsitluse (küsimus 7.3) põhjal on kasvuvõimaluste realiseerimisel oodata positiivset aastast käibe kasvu 	Omakapitaliinvesteeringute kaasamise aluseks on ettevõtte poolt tuvastatud kasumlik kasvuvõimalus.
Omakapitali-investeeringu kaasamise soov	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Veebiküsitluse (küsimus 8) põhjal peavad ettevõtjad tõenäoliselt kaaluma omakapitaliinvesteeringute (vähemus- ja enamusosalusega, <i>mezzanine</i> tüüpi investeeringute) kaasamist (vastused „jah“ ja „pigem jah“) kasvuvõimaluste realiseerimise finantseerimiseks 	Kapitali kaasamise soovi piiritlemisel tuleb veenduda, et: <ul style="list-style-type: none"> ▶ ettevõtte soovib kaasata omakapitali, on valmis jagama kontrolli ja hüvesid ▶ äriidee (mille jaoks soovitakse kapitaliinvesteeringut kasutada) on tõestust leidnud ▶ et kapitali pakkuja oleks huvitatud, peab olema tuvastatud võimalus, mis tooks investorile soovitud kasumi.

Kõigepealt piiritleti uuringu ettevõtete valim Äriregistri andmete põhjal. See tähendab, et alustuseks rakendati ainult käibe, bilansimahu, töötajate arvu, ettevõtte tegutsemisaja ja omandisuhetega seotud piirangud. Peale veebiküsitluse läbiviimist piiritleti ettevõtete valikut veebiküsitluse enda vastuste põhjal veelgi. Seega toodi analüüsidest välja kaks erinevat sihtrühma:

- ▶ potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ettevõtted
- ▶ potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid mittekaasavad ettevõtted

Sihtrühmade moodustamise meetodiline selgitus on toodud metoodika alapeatükkides 3-5.

2. Taustamaterjali analüüs

Uuringu teemavaldkonna avamiseks, probleemistiku mõistmiseks ning teistes riikides omakapitali turu elavdamiseks rakendatud meetmete kaardistamiseks koondati erinevad sekundaarandmed, mis hõlmasid omakapitali- ja riskikapitaliinvesteeringute teemadel läbiviidud uuringuid, strateegilisi dokumente ja seadusandlike õigusakte.

Taustamaterjali analüüsil kasutati järgmisi allikaid.

- ▶ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Denmark, 2003, OECD.
- ▶ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Israel, 2003, OECD.
- ▶ Baygan, G. Venture Capital Policy Review: Sweden, 2003, OECD.
- ▶ Baygan, G. Venture Capital: Trends and Policy Recommendations. OECD.
- ▶ Christofidis, C., Debande, O. Financing Innovative Firms through Venture Capital. European Investment Bank, 2001.
- ▶ Dubocage, E., Rivaud-Danset D. The Development of Venture Capital in Europe - The Role of Public Policy. 2002.
- ▶ Fenn, G. W., Liang, N., Prowse, S. The Economics of the Private Equity Market. 1995.
- ▶ Funding the Future: Access to finance for the entrepreneurs in the G20. Ernst & Young, 2012.
- ▶ G. Avnimelech, M. Teubal. Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries. 2002.
- ▶ G.Durouflè. Government involvement in the venture capital industry - International comparisons. 2010, CVCA.
- ▶ Globalization of Alternative Investments - The Global Economic Impact of Private Equity Repor. World Economic Forum, Working Papers Volume 3, 2010.
- ▶ Kaemer, E., Lang, F., Gvetadze, S. European Small Business Finance Outlook. European Investment Fund, 2012.
- ▶ Mason, C. Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. International Small Business Journal, Vol. 27, 2009.

- ▶ Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity (2012) - Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments. European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).
- ▶ Ramlogan, R., Rigby, J. Access to Finance: Impacts of Publicly Supported Venture Capital and Loan Guarantees - Compendium of Evidence on the Effectiveness of Innovation Policy Interventions. Manchester Institute of Innovation Research (University of Manchester), 2012.
- ▶ Rin M., Nicodano, G., Sembenelli, A. Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets. European Central Bank, Working Paper Series, no. 430, 2005.
- ▶ Rin, M., Hellmann, T., Puri, M. A survey on venture capital research. Handbook of the Economics of Finance, Vol 2, 2010.
- ▶ The Role of Venture Capital, Global Trends and Issues from a Nordic Perspective. 2007, IKED.

Taustamaterjali analüüsil kaardistati erinevate riikide omakapitaliinvesteeringute valdkonna arendamise otseseid ja kaudseid meetmeid, et küsida intervjuude käigus hinnanguid nende meetmete potentsiaalse sobivuse kohta Eesti omakapitaliinvesteeringute turu edendamiseks.

3. Kapitali pakkujad

Valimi koostamine

Kapitali pakkujate valimi moodustamiseks kaardistati Eesti ja välismaised finants- ning strateegilised investorid (sh äriinglid), kes on investeerinud Eesti ettevõtetesse ja potentsiaalsed investorid, kes võiksid Eesti ettevõtetesse investeerima hakata. Kapitali pakkujate brutovalimi⁴⁵ moodustamise aluseks võeti Eesti Riskikapitali Assotsiatsiooni liikmete nimekiri, mida täiendati avalikest allikatest ja intervjuude käigus saadud informatsiooniga. Rahvusvaheliste kapitali pakkujate koguarvu on keeruline määratleda, sest rahvusvaheliste investorite jaoks on Eesti vaid üks riik kogu regioonis, kuhu nad võiksid potentsiaalselt investeerida. Eestis tegutseva meeskonnaga nõ „kohalike“ kapitali pakkujate (sh riskikapital ja äriinglid) brutovalimi suuruseks kujunes 13 investorit. Eesti pankade pensionifondide brutovalimiks kujunes 5 fondi. Rahvusvahelisi pakkujaid kaardistati 13.

Kapitali pakkujate netovalim⁴⁶ moodustati kihtvalimina, et erineva suunitlusega ehk erinevatele tunnustele vastavad investorid oleksid esindatud adekvaatselt ja tasakaalustatult. Investorite grupeerimiseks ehk valimi kihtide moodustamisel tugineti tabelis 8 esitatud kriteeriumitele. Kuigi *start-up*'idele ja äriidee faasis olevatele ettevõtetele keskendunud investorid ei olnud otseselt antud uuringu fookuses, otsustati kaasata valimisse ka piiratud määral nendele fookuseeritud investoreid, et saada siiski mõningane ülevaade ka tervest Eesti omakapitaliinvesteeringute turu pakkumisest.

Tabel 8. Kapitali pakkujate valimikihtide kriteeriumid

Kapitali pakkuja tunnus	Valikukriteeriumid
Investori tüüp	Kodumaine finantsinvestor (sh äriinglid ja <i>mezzanine</i>)
	Välismaine finantsinvestor
	Kodumaine pensionifond
	Strateegiline investor (ei kaasatud lõpuks valimisse)
Investeeringu tüüp	Omakapitaliinvesteering enamusalusega
	Omakapitaliinvesteering vähemusalusega
	Riskikapitaliinvesteering

⁴⁵ Brutovalim ehk üldkogum on uuringu fookuses oleva sihtrühma objektide koguhulk.

⁴⁶ Netovalim on uuringusse kaasatud üldkogumi objektide alamhulk, millesse kuuluvad objektid on mingi konkreetse põhimõtte alusel välja valitud.

	Ülevõtmine
	Mezzanine laen
Investeeringu suurus	Alla 200 000 €
	200 000 - 500 000 €
	1 000 000 - 2 000 000 €
	5 000 000 - 10 000 000 €
	10 000 000 - 20 000 000 €
	Üle 20 000 000 €
Tegevusala fookus	IT ja tehnoloogia (sh biotehnoloogia) Traditsioonilised tegevusalad
Arengufaasi fookus	Äriidee, seemne ja varajane faas
	Varajane kasvufaas ja laienemisfaas

Lõplikusse netovalimisse valiti 27 pakkujat, kellest 20-ga tehti intervjuud (st osad valimisse valitud kapitali pakkujad ei andnud erinevatel põhjustel intervjuud). Valimi moodustamisel lähtusime eelistatult pakkujatest, kelle puhul oli teada, et nad investeerivad aktiivselt, ning alles seejärel pakkujatest, kelle puhul tänane investeerimisaktiivsus ei olnud teada, kuid kellel on kapitali pakkuja kogemus. Intervjueeritud kapitali pakkujate nimekiri on lisas 2. Kuigi kapitali pakkujate kaardistus on piiritletud intervjueeritud pakkujatega, esindab pakkujate valim intervjuude käigus pakkujatelt endilt saadud tagasiside põhjal tõenäoliselt enamust Eesti turul aktiivselt tegutsevatest finantsinvestoritest.

Andmete kogumine

Kapitali pakkumisega seotud uurimisküsimustele vastamiseks koguti kvalitatiivse iseloomuga andmeid poolstruktureeritud vahetute süvaintervjuudega. Intervjuude küsimustiku koostamisel tugineti uurimisküsimuste kavale ja lähteülesandes seatud uuringufookusele. Kapitali pakkujate intervjuuankeedi näidis on lisas 2. Intervjuude eesmärgiks oli kaardistada kapitali pakkumine Eestis, sh kaeti järgmisi teemasid:

- ▶ omakapitaliinvesteeringute pakkujate portfelli instrumentide lõikes,
- ▶ omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse tingimused,
- ▶ omakapitaliinvesteeringute pakkumisega seotud probleemistik,
- ▶ eri tegevusalaga, arengustaadiumiga ja suurusega ettevõtete ligipääs omakapitaliinvesteeringutele.

Intervjuude küsimustik oli poolstruktureeritud ehk avatud põhiküsimused olid kõigile küsitletavatele samad, kuid intervjuude käigus anti intervjueeritavatele võimalus esitada ka oma subjektiivseid tähelepanekuid ja hinnanguid.

Intervjuude kestvus oli vahemikus 1-2 tundi. Intervjuudest koostati kirjalikud kokkuvõtted ning analüüsi teostamiseks süstematiseeriti ning kodeeriti saadud informatsioon, sh kvantifitseeriti kogutud kvalitatiivne informatsioon. Selle tulemusel oli võimalik kapitali pakkujatelt saadud informatsiooni võrrelda ning ettevõtete intervjuudelt kogutud informatsiooni ühtse ja sünteesiva andmeanalüüsi käigus kombineerida.

4. Kapitali kaasanud ettevõtted

Valimi koostamine

Teise uuringu sihtrühma moodustasid kapitaliinvesteeringuid kaasanud ettevõtted. Seejuures võeti lähtuvalt uuringu skoobi määratlusest fookus traditsioonilistele Eesti kasvuettevõtetele, kuid mõningal määral kaeti ka IT-valdkonna *start-up*'e ja varases faasis investeeringuid saanud ettevõtteid

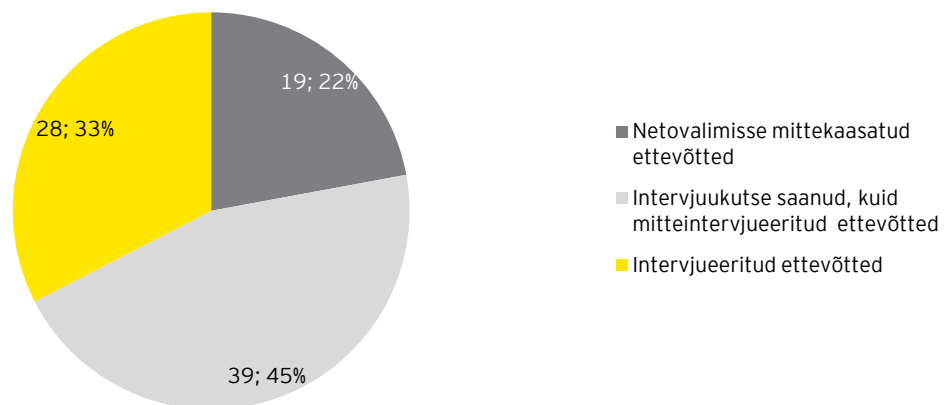
(nt Arengufondi seemnefondi investeeringud), kuna intervjueriti ka vastavale valdkonnale keskendunud kapitali pakkujaid. Kapitali kaasanud ettevõtete valimi moodustamiseks saadi sisendit kapitali pakkujatelt. See tähendab, et kapitali kaasanud ettevõtete brutovalim moodustati nende ettevõtete baasil, mis kuulusid kapitali pakkujate brutovalimi portfelligesse. Seejuures vaadati ka ettevõtteid, kust kapitali pakkujad olid juba väljunud. Lisaks täiendati kapitali kaasanute brutovalimit ettevõtetega, mille investeeringute kaasamise kohta leidis informatsiooni avalikes andmeallikates. Need olid põhiliselt välisinvestoritelt kapitali kaasanud ettevõtted. Lisaks võeti kapitali kaasanud ettevõtete sihtrühma ka need ettevõtted, kes olid veebiküsitlusel vastanud, et on finants- või strateegiliselt investorilt omakapitaliinvesteeringuid kaasanud. Valimist jäeti välja kõik ettevõtted, mis olid uuringu läbiviimise hetkeks tegevuse lõpetanud või likvideerimisel. Brutovalimisse kaasati:

- ▶ riskikapitali,
- ▶ *mezzanine* laenu,
- ▶ omakapitali enamus- ja vähemusosaluse investeeringu, ning
- ▶ ülevõtmise tehinguid kogunud ettevõtete esindajad.

Kapitali kaasanud ettevõtete küsitlus oli suunatud ettevõtete asutajatele, enamusosanikele ja endistele omanikele ehk ettevõttega seotud isikutele, kes vastutasid kapitali kaasamise tehingu ajal ettevõtte strateegiliste otsuste eest. Sellest lähtuvalt saadeti kapitali kaasanud ettevõtete intervjuukutse just nendele isikutele.

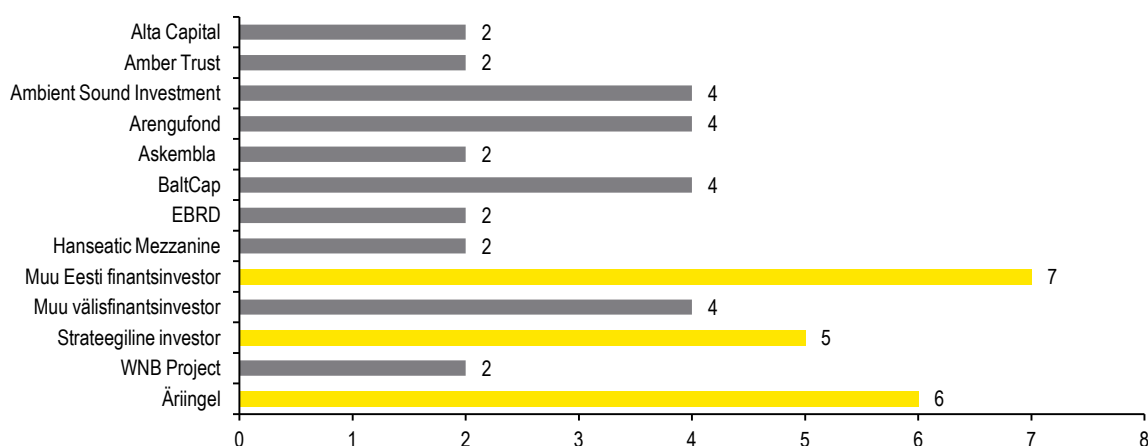
Kapitali kaasanud ettevõtete brutovalim koosnes 86 ettevõttest, millest intervjuukutse saadeti 67 ettevõttele. Intervjuud nõustusid andma 28 ettevõtte esindajad (joonis 60). Netoalimi moodustamisel lähtuti samuti kihtvalimi moodustamise põhimõtetest, et tagada erinevate arengufaaside, tegevusalade, suurusgruppide ja investeeringu tüüpide tasakaalustatud esindatus valimis, ning saavutada seeläbi adekvaatne ja usaldusväärne ülevaade omakapitaliinvesteeringute turust Eestis ja sellega seotud probleemistikust.

Joonis 60. Kapitali kaasanud ettevõtete valim (n=86)



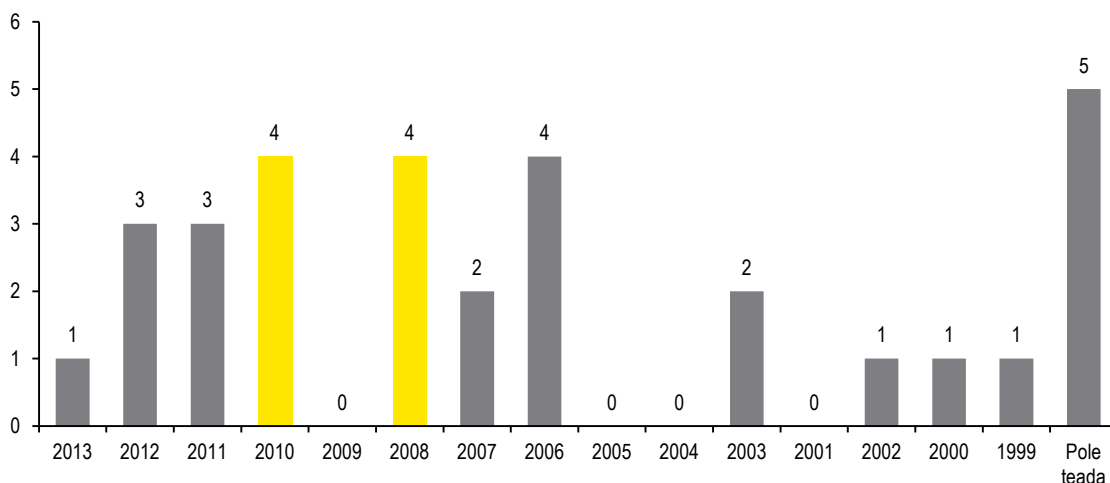
Netovalimi ettevõtted olid kaasanud ettevõtte tegutsemisaja jooksul omakapitaliinvesteeringuid erinevatelt investoritelt, sealhulgas ka äriinglitelt ja strateegilistelt investoritelt (joonis 61). Intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtetest oldi kaasatud kõige rohkem omakapitaliinvesteeringuid Ambient Sound Investmentilt, Arengufondilt ja BaltCapilt. Eesti investoritega oli tehtud üldiselt palju omakapitaliinvesteeringu tehinguid. Grupi „Muu Eesti finantsinvestor“ moodustavad kapitali pakkujad, keda oli intervjueritud kapitali pakkujate poolt mainitud ainult 1 korral.

Joonis 61. Kapitali kaasanud ettevõtete investorid (n=28)



Kapitali kaasanud ettevõtete investeeringute tehingud langesid ajavahemikku 1999-2013 (joonis 62). Seejuures oli 5 intervjueritud kapitali kaasanud ettevõtet kaasanud omakapitaliinvesteeringuid korduvalt (nt 2006. ja 2010. a, 2010. ja 2012. a, 2011. ja 2012. a, 2011. ja 2013. aastal). Kapitali kaasanutest 5 puhul jäi omakapitaliinvesteeringute kaasamise aasta välja selgitamata.

Joonis 62. Kapitali kaasanud ettevõtete omakapitaliinvesteeringu kaasamise tehingu aasta (n=28)



Intervjueritud ettevõtete kirjeldatavad näitajad, nagu arengufaas, investeeringu maht, tegevusala ja ettevõtte suurus, on toodud peatükis 2.1.1 „Kaardistus“.

Andmete kogumine

Kapitali kaasanud ettevõtete intervjuuankeet (lisa 2) koostati tuginedes uurimisküsimuste kavale, kuid vaadati ka, et see oleks kooskõlas potentsiaalselt kapitali kaasavate ettevõtete sihtrühmale esitatavate küsimustega. Selle eesmärgiks oli tagada kapitali kaasanud ja potentsiaalselt kapitali kaasavate küsitluste tulemuste võrreldavus. Intervjuude küsimustik oli poolstruktureeritud, kuid sisaldas lisaks avatud põhiküsimustele ka valikvastustega ja hinnanguliste skaaladega küsimusi, mis olid kõigile küsitletavatele samad. Kvantitatiivsete andmete kogumine võimaldas saada ettevõtte täpsemaid hinnanguid probleemide, tingimuste ja ligipääsu kohta.

Kapitali kaasanutega läbi viidud intervjuude kaudu koguti informatsiooni ettevõtete omakapitaliinvesteeringu kaasamise kogemuse kohta. Sealhulgas kaeti teemasid nagu näiteks:

- ▶ ettevõtjate teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades,

- ▶ omakapitaliinvesteeringute kaasamise vajaduse tekkimine,
- ▶ omakapitaliinvesteeringute kaasamisega seotud ootused,
- ▶ ettevõtte ligipääs omakapitaliinvesteeringutele,
- ▶ omakapitaliinvesteeringute kaasamisel ilmnenu probleemid.

Intervjuud kapitali kaasanud ettevõtetega teostati vahetute poolstruktureeritud süvaintervjuudena ning nende keskmine kestvus oli 1 tund. Intervjuudest koostati kirjalikud kokkuvõtted ning analüüsi teostamiseks kogutud informatsioon kvantifitseeriti ja süstematiseeriti. Kapitali kaasanud ettevõtete intervjuuvastuseid analüüsiti koos kapitali potentsiaalselt kaasavate ettevõtete küsitluse tulemustega, et oleks võimalik esitada sihtrühmade vaheline võrdlus analüüsivates valdkondades.

5. Kapitali potentsiaalselt kaasavad ettevõtted

Valimi koostamine

Kapitali potentsiaalselt kaasavate ettevõtetenä käsitleti uuringu kontekstis Eesti kasvuettevõtteid, kes võiksid olla omakapitaliinvesteeringute kaasamisest potentsiaalselt huvitatud ning pakkuda oma majanduslike näitajate poolest huvi ka kapitali pakkujatele. Kuna antud uuringu sihtrühma käsitleti nii veebiküsitluse kui intervjuude teel, siis moodustati kaks eraldi valimit.

Veebiküsitlus

Veebiküsitluse valimi koostamisel tugineti Äriregistri andmetele ja valimi moodustamise tingimused lähtusid ettevõtte tegevusajast, töötajate arvust, käibest ja bilansimahust (tabel 9). Veebiküsitluse valimi moodustamisel lähtuti eesmärgist koguda andmeid ettevõtete kasvuvõimaluste, omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi, omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondi puudutava teadlikkuse jm kohta.

Tabel 9. Veebiküsitluse valimi moodustamise kriteeriumid

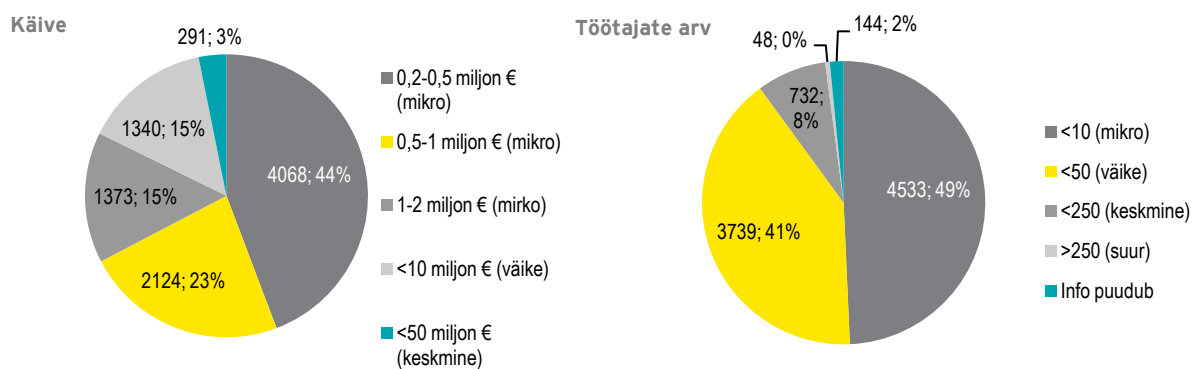
Kriteerium	Piirang
Tegutsemisaeg	Vähemalt 3 aastat
Töötajate arv (2010. a)	3-500
Käive (2010. a)	200 000 € - 50 000 000 €
Omandivorm	AS ja OÜ
Bilansimaht	Kuni 43 000 000 €

Valimipiirangute rakendamisel sattus veebiküsitluse netovalimisse 9196 ettevõtet, kellest suurem osa olid nii käibe kui töötajate arvu⁴⁷ poolest mikroettevõtted (joonis 63). Kapitali potentsiaalselt kaasavate ettevõtete valimi piirangu alusel (vt tabel 7) jäeti käibe järgi suurettevõtted uuringu skooibist välja. Töötajate arvu järgi suurettevõtteid kaasati valimisse alla 1% (48 ettevõtet).

⁴⁷ Ettevõtte suuruse määratluse aluseks on Euroopa Komisjoni poolt kasutatav põhimõte, mille järgi on piirmäärad:

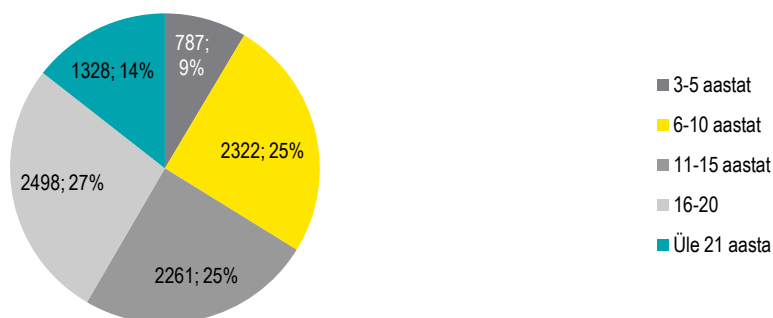
- ▶ töötajate arvu järgi <10 töötajat mikro-, <50 väike-, <250 keskmine-, >250 suurettevõtte,
- ▶ käibe järgi <2 mln € mikro-, <10 mln € väike-, <50 mln € keskmine-, >50 mln € suurettevõtte.

Joonis 63. Veebiküsitluse netoalimi ettevõtete suurus käibe ja töötajate arvu alusel (n=9196)



Veebiküsitluse netoalimi ettevõtete jaotus tegutsemisaja järgi on suhteliselt ühtlane (joonis 64). Seejuures on kõige vähem 3-5 aastat tegutsenud ettevõtteid. Kõige vanemad valimisse sattunud ettevõtted olid asutatud 1990. aastal.

Joonis 64. Veebiküsitluse netoalimi ettevõtete tegutsemisaeg (n=9196)

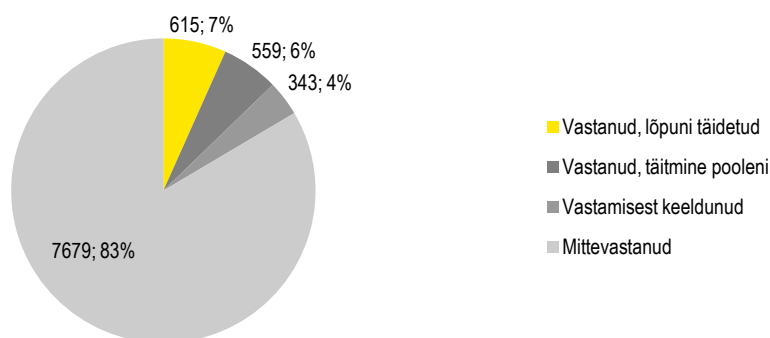


Veebiküsitluse ankeedi ehk küsimustiku koostamisel lähtuti uurimisküsimuste kavast. Küsitlusankeet koosnes valdavalt valikvastustega ja skaalalistest küsimustest, millele olid toodud lisaks ka mõningad kommentaariväljad (lisa 2).

Veebiküsitluse sihtrühmale ehk ettevõtete netoalimile saadeti personaliseeritud link küsitlusankeedile, millega oli võimalik siduda küsitluses osaleja vastused konkreetse valimi kirje kohta Äriregistrist saadud andmetega (nt ettevõtte suurus, töötajate arv, tegevusala). Suurema vastasmäära saavutamiseks saadeti küsitlusele mittevastanud ettevõtetele välja meeldetuletus. Lisaks helistati küsitlusankeedi pooleli jättnud ettevõtete esindajatele ning pakuti neile võimalust telefoni teel küsimustele lõpuni vastata.

9196 ettevõtetest koosnevast netoalimist vastas veebiküsitlusele 615 ettevõtet (joonis 65). Ettevõtjate küsitluse kohta on see suhteliselt hea tulemus, sest vastuste statistiliste usaldusväärsuse tagamiseks oli ootuseks saada vähemalt 350 vastust. Seejuures jättis ankeedi täitmise pooleli ligikaudu 6% netoalimisse sattunud ettevõtetest. Veebiküsitluses osalemise kutse kirjas oli ettevõtete esindajatel võimalik keelduda küsitluses osalemisest, klikkides selleks vastaval veebilingil. Seda võimalust kasutas ainult 4% ettevõtetest. Kokku ei vastanud veebiküsitlusele 83% netoalimi ettevõtetest, kuid samas võib eeldada, et ligikaudu 7% ettevõtetele ei jõudnud ka veebiküsitlusel osalemise kutse kohale (st saadi veateade vale e-maili aadressi kohta).

Joonis 65. Veebiküsitluse vastamise statistika (n=9196)



Samas vähenes peale veebiküsitlusele vastuste põhjal planeeritud valimikriteeriumite rakendamist analüüsiks kasutatav andmete hulk (vt tabel 7). Kokku analüüsiti 434 ettevõtte vastuseid, kellest 58 kuulub kapitali potentsiaalselt kaasavate ettevõtete hulka ja 376 ettevõtet on omakapitaliinvesteeringuid mittekaasavad ettevõtted ehk neil puudub vajadus kasvuvõimaluste realiseerimiseks omakapitaliinvesteeringute kaasamise teel. Analüüsi käigus käsitleti mõlemat ettevõtete gruppi, sest informatsiooni sooviti koguda nii kasvuvõimalusi omavate ettevõtete ja omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavate ettevõtete kui ka mittekaasamise põhjuste kohta.

Veebiküsitlusel osalenud ettevõtete kirjeldavad näitajad nagu arengufaas, investeeringu maht, tegevusala ja ettevõtte suurus on toodud peatükis 2.1.1 „Kaardistus“.

Telefoniintervjuud

Intervjuude valim koostati veebiküsitlusele vastanud ettevõtete seast. Kuna intervjuud olid suunatud just kapitali potentsiaalselt kaasavatele ettevõtetele, st nendele, kes omavad potentsiaali ning on sellest ka huvitatud, siis lähtuti ettevõtete väljavalimisel veebiküsitlusele pandud kontrollküsimuste vastustest. Täiendavate piirangute rakendamisel osutus omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavate ettevõtete arvuks 58.

Tabel 10. Telefoniintervjuude valimi moodustamise kriteeriumid

Kriteerium	Veebiküsitluse kontrollküsimus	Piirang
Arengufaas	Küsimus 2	Varajase faasi, varajase kasvufaasi, laenemisfaasi, küpsusfaasi või hääbumisfaasi ettevõtted. St välja jäid äriidee faas ja seemnefaas.
Kapitaliinvesteeringu maht	Küsimus 10	Kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajalik omakapitaliinvesteeringute maht vahemikus 200 000 - 20 mln eurot
Kasvupotentsiaali omamine	Küsimus 7.3	Kasvuvõimaluste realiseerimisel oodata positiivset aastast käibe kasvu
Kapitali kaasamise soov	Küsimus 8	Kasvuvõimaluste realiseerimiseks peavad ettevõtjad tõenäoliselt kaaluma omakapitaliinvesteeringute (vähemus- ja enamusosalusega, <i>mezzanine</i> tüüpi investeering) kaasamist (vastused „jah“ ja „pigem jah“)

Saamaks aga paremat ülevaadet omakapitaliinvesteeringute mittekaasamise põhjustest, otsustati telefoniintervjuude valimisse kaasata ka mõningad omakapitaliinvesteeringuid mittekaasavate ettevõtete esindajad. Nende osakaaluks telefoniintervjuude vastuste hulgas planeeriti maksimaalselt 1/3. Seega saadeti telefoniintervjuude kutse kõigile 58-le potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavale ettevõttele ja 31-le mittekaasavale ettevõttele. Telefoniintervjuudele vastas kokku 33 ettevõtte esindajat, kellest 26 olid omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavad ettevõtted.

Andmete kogumine

Telefoniintervjuude ankeet (lisa 1) koostati tuginedes uurimisküsimuste kavale, kuid personaliseeriti iga intervjuueeritava ettevõtja jaoks vastavalt veebiküsitlusel antud vastustele. Intervjuuküsimustik oli

poolstruktureeritud ning läbivalt avatud vastusega. Nimelt oli telefoniintervjuude põhiohk ettevõtte esindaja poolt veebiküsitluse käigus antud küsimuste lahtimõtestamisel ning põhjuste kaardistamisel. Telefoniintervjuude keskseteks teemadeks olid:

- ▶ ettevõtte kasvuvõimalused ja nende realiseerimisel tekkinud probleemid,
- ▶ huvi ja vajadus omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu,
- ▶ ootused omakapitaliinvesteeringute kaasamisele,
- ▶ omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimused.

Telefoniintervjuude keskmine kestvus oli 15--20 minutit. Intervjuudest koostati kirjalikud kokkuvõtted ning analüüsi teostamiseks kvantifitseeriti ja süstematiseeriti kogutud informatsioon.

Andmeanalüüs

Veebiküsitluse teel kogutud andmeid analüüsiti statistiliste meetoditega, millega iseloomustatakse tunnuste jaotust (st ühemõõtmeline kirjeldav statistika). Analüüsi käigus mõtestati ankeetküsitluse teel kogutud kvantitatiivseid näitajaid telefoni intervjuude teel kogutud informatsiooniga ning võrreldi kapitali kaasanud ettevõtete sihtrühma intervjuude analüüsitulemustega. Seega tutvustatakse käesolevas aruandes üldistatud ja koondatud andmeanalüüsi tulemusi, kus ei vastuseid ega ka tulemusi pole isikustatud (st pole seotud vastajaga).

6. Sihtrühmade valimite representatiivsus

Uuringus käsitletud **kapitali pakkujate** valimi suuruseks oli 20 investorit. Seejuures pole küll tagatud statistiline usaldusväärus (95% usaldusnivoo ja 5% statistilise vea korral), kuid samas kaeti 20 intervjuuga ära hinnanguliselt valdav enamus Eesti omakapitaliinvesteeringute turul tegutsevatest finantsinvestoritest. Seega on antud valimi suuruse korral tagatud piisav kapitali pakkujate representatiivsus ja tulemuste sisuline usaldusväärus lähtudes sellest, et kapitali pakkujate intervjuude tulemuste analüüs on kvalitatiivse iseloomuga.

Kapitali kaasanud ettevõtete netovalimi suuruseks kujunes 28 ettevõtet, mis moodustas 33% uuringu brutovalimist ehk kaardistatud 86-st kapitali kaasanud ettevõttest. *Start-up*'e oli netovalimis maksimaalselt 5 – need ei olnud küll uuringu fookuses, kuid tulenevalt väiksest esindatusest ei moonuta need uuringu teostaja hinnangul analüüsitulemusi. Lisaks on kapitali kaasanud ettevõtete investeerimistehingud jagunenud erinevatele aastatele (st enne ja pärast majanduskriisi). Seega ei ole tulemused moonutatud või kallutatud lähtuvalt ettevõtete kriisieelsest positiivsest kogemusest või kriisijärgsest negatiivsest kogemusest. Seega võime eeldada, et lähtudes erinevatele tunnustele (investeerimistehingu aeg, tegevusala, arengufaas jne) vastavate kapitali kaasanud ettevõtete ühtlasest esindatusest netovalimis, on tagatud representatiivsus kvalitatiivse andmeanalüüsi jaoks. Me ei täheldanud nende näitajate lõikes erinevusi ka intervjuust keeldunud ja intervjuuga nõustunud ettevõtete vahel. Statistiline usaldusväärus antud netovalimi suuruse juures pole tagatud, kuid see polnud ka uuringu lähteülesande põhjal eesmärgiks, sest pigem sooviti käsitletavaid teemasid kvalitatiivselt ja süvitsi analüüsida.

Kuigi kapitali pakkujate ja kapitali kaasanud ettevõtjate valimi moodustamiseks viidi läbi põhjalik kaardistus tuginedes erinevatele andmeallikatele, võib esineda sihtrühma esindajaid, kes jäid puuduva informatsiooni tõttu kaardistustest välja.

Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete valimi moodustamisel tugineti Äriregistrist pärinevatele andmetele. Üldkogumist brutovalimi moodustamise tingimusteks olid ettevõtete 2010. aasta andmete põhjal ettevõtete tegutsemisaeg (vähemalt 3 aastat), töötajate arv (3-500 töötajat), käive (200 000 - 50 000 000 eurot) ja bilansimaht (kuni 43 000 000 eurot). Analüüsides kõiki veebiküsitluse vastuseid (n=434) on tagatud andmete statistiline usaldusväärus (95% usaldusnivoo ja 5% statistilise vea korral), kuid vaadates tulemusi detailsemalt erinevate näitajate lõikes (nt tegevusala, potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringute kaasamisest huvitatud ja

mittehuvitatud ettevõtted) langeb ka tulemuste statistiline usaldusväärsus. Veebiküsitluse tulemuste põhjal rakendati täiendavaid tingimusi, lähtudes veebiküsitluse vastuste põhjal kasvuvõimaluste olemasolust ja vajaliku investeeringu suurusest (200 000 - 20 miljonit eurot). Siinjuures võib esineda oht, et tulemused on kallutatud nende ettevõtete poolt, kes omavad huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu ja seetõttu olid rohkem motiveeritud veebiküsitlusele vastama. Samas pole põhjust eeldada, et veebiküsitluste valim ei ole representatiivne, sest esindatud olid erineva suurusega, erinevates tegevusalades ja erineva investeeringuvajadusega ettevõtted, vastavalt uuringu lähteülesandes püstitatud tingimustele.

7. Valideerimisseminar

Esmaste analüüsitulemuste tõlgendamiseks ning nende põhjal järelduste sõnastamiseks ja ettepanekute väljatöötamiseks viidi läbi valideerimisseminar ehk töötuba, kus osalesid erinevad teemavaldkonna eksperdid ja huvigruppide esindajad. Töötoal osalejate nimekiri on toodud lisas 4.

Valideerimisseminaril tutvustati esmaseid analüüsitulemusi ning arutati uuringu erinevate sihtrühmade poolt esiletoodud probleemide ja nende lahendamise ettepanekute üle. Valideerimisseminari eesmärgiks oli töötada riigile välja ettepanekud otseste ja kaudsete meetmete rakendamiseks Eesti omakapitaliinvesteeringute turu arendamiseks.

8. Metoodilised piirangud

Käesolevale uuringuaruandele kehtivad alljärgnevad uuringu läbiviimise meetodikaga seotud piirangud, mida tuleb tulemuste tõlgendamisel arvesse võtta.

- ▶ Antud uuringu skoobi määratlemisel otsustati keskenduda traditsioonilistele Eesti kasvuettevõtetele, mistõttu on varajase kasvufaasi ning kõrgtehnoloogiliste (sh IT *start-up*'id) ettevõtete esindatus valimis väga madal.
- ▶ Uuringu fookuses oli kasvukapital, see tähendab, et eraldi ei käsitletud ülevõtmisi, millele võib järgneda ka kasvukapitali investeerimine.
- ▶ Kapitali pakkujate ja kapitali kaasanud ettevõtete sihtrühmade intervjuude arv oli piiratud ning tulenevalt suhteliselt väiksest valimist pole statistiliselt usaldusväärne laiendada uuringu tulemusi ja järeldusi vastavate sihtrühmade üldkogumitele.
- ▶ Veebiküsitlusel osalenud potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete hulk on suhteliselt väike. Seetõttu pole üldjuhul võimalik esitada ettevõtete vastuste analüüsimisel ka usaldusväärseid järeldusi tegevusalade, ettevõtte suuruse ja arengufaaside lõikes.

Lisa 2. Andmekogumisankeetid

1. Kapitali pakkujate intervjuuankeet

Kapitali pakkumise kaardistamine

1. Kui suuri fonde te käesoleval ajal haldate ja kui palju on fondidest juba ära investeeritud (jätame kõrvale „fully exited“ ja „fully invested“ fondid, keskendume hetkel aktiivselt investeeritavatele fondidele)? Kui pika aja jooksul plaanite fondimahu täielikult ära investeerida?
2. Millistesse ettevõtetesse (sektor, arengufaas, suurus, investeeringu suurus, geograafiline haare ja kasv jne) ja instrumentidesse investeerite? Millised on peamised kriteeriumid ettevõtte valikul (näiteks kasvulugu, turu konsolideerimine / sünergiad portfelliga olemasolevate ettevõtetega, juhtkonna tugevus ja taust, finantsseisund, minevikus tõestatud edukus jne)? Millistel tingimustel investeerite (kui palju osalust ja raporteerimist ning milliseid kontrollimehhanisme nõuate, kas on teatud limiite riski hajutamise eesmärgil, näiteks valdkonnapõhiseid)? Kas tegelete nii investori väljaostmise kui ka ettevõttesse investeerimisega või välistate/eelistate ühte neist? Kui suur on oodatav tulusus ja millest see sõltub? Mis on investeeringuperioodi pikkus ja millised on oodatavad väljumise strateegiad?

Instrumendid	Arengufaasid
Lühiajalised võlakirjad Pikaajalised võlakirjad Allutatud laen	Äriidee faas (<i>pre-seed</i>) - Ettevõtjal on olemas äri- või toote idee, mis vajab analüüsi, äriplaani või vormi kirjutamist jms. Investeeringutakse enda ja sõprade raha, kaasatakse riiklike toetus (nt teadus- ja arendustegevuse toetused).
Konverteeritavad võlakirjad Eelisaktsiad Vähemusosalus omakapitalis Joint venture	Seemne faas (<i>seed</i>) - Võib olla olemas toote või teenuse prototüüp, mis vajab täiendavat testimist. Ettevõtte ei ole valmidust turule minemiseks. Investeeringud peamiselt äriinglid (jõukad eraisikud) ja nii era- kui avaliku sektori seemnekapitali fondid; samuti riiklikud grantid.
Enamusosalus omakapitalis	Varajane faas (<i>start-up</i>) - Turule sisenemise faas - ettevõtted sisenevad toote või teenusega turule, loovad referentside pagasit, valmistuvad tegevuse laiendamiseks. Investeeringud varase faasi riskikapitalistid, äriinglite sündikaadid ning vahel harva ka strateegilised investorid.
	Varajane kasvufaas (<i>early growth</i>) - Ettevõtte kasvuperiood - ettevõtted on mõnedel turgudel positsiooni kindlustanud ja otsivad agressiivselt võimalusi selle laiendamiseks. Traditsiooniliste riskinvestorite mängumaa. Investeeringud ka strateegilised investorid; kasutatakse võimalusel laenu raha.
	Laienemine faas (<i>expansion</i>) - Ettevõtte mastaapse laiendamise periood. Finantseerivad reeglina strateegilised investorid või riskinvestorite sündikaadid. Õnnestumise korral kulmineerub ettevõtte aktsiate börsil noteerimisega.

3. Kuhu olete juba investeerinud ja millal? Kui suured investeeringud olid, millist tüüpi ettevõtetesse (vt. eelmist küsimust)? (Kapitali kaasanud ettevõtete nimekiri koos kontaktidega) Millistest investeeringutest, miks ja millal olete väljunud (kui edukalt?) ning millistest mitte (miks?)?
4. Kuidas finantseerite oma investeeringuid? Kes on fondi rahastajad ja milliseid piiranguid on nad seadnud investeerimispoliitikale? Kuidas mõjutavad rahastajad (ja nende poolt seatud piirangud) investeerimisotsuste protsessi ja kapitali kättesaadavust Eesti ettevõtetele? Kas plaanite tulevikus veel/rohkem investeerida (sh selleks kapitali kaasata vajadusel näiteks uute fondide tõstmise läbi)? Kuidas võivad tulevaste fondide tingimused erineda tänastest?
5. Millised/millist tüüpi ettevõtted (peale nende, kuhu olete juba investeerinud) on näidanud huvi kapitali kaasata (võimalusel konkreetsete ettevõtete nimed)? Mis tüüpi kasvuks/tegevuseks on kapitalist huvitatud ettevõtted raha soovinud kaasata ning millises suurusjärgus (miinimum, maksimum) ja mis tingimustel (vt. eelmisi küsimusi)? Kui teadlikud

on teie kogemuste põhjal ettevõtted võimalusest kapitali kaasata ja ettevõtetest, kes kapitali pakuvad? Kas huvi üles näidanud ettevõtted eristavad omanikustruktuuri osas (kas aktiivsus on erinev juhtudel, kus on näiteks mitu omanikku/ainuomanik, või eesti/väliskapitalil põhinevad omanikud)

6. Mis on põhjused, miks teie käest kapitali kaasata soovinud ettevõtted pole seda saanud - näiteks:
 - a. Kapital otsustati kaasata teisest allikast; fondil ei olnud piisavalt võimalusi investeerimiseks; teatud fondi tingimused olid piiravad - ettevõtte ei sobinud investeerimisprofiiliga; jne.
 - b. Ettevõtte investorid ei olnud valmis nõustuma vajalike tingimustega (nt. kontrolli loovutamine vms).
 - c. Ettevõtte ei olnud piisavalt atraktiivne (kasvulugu, juhtkonna tugevus, oodatav tulusus vs risk jne).
7. Kes on veel kapitaliinvesteeringute pakkumise turul aktiivsed? Milline on nende investeerimispoliitika? Kuidas kaardistaksite nende jaotumise investeeringu suuruse järgi vahemikus 0.2-20 miljonit eurot? Arvestades pakkumise olemasolu investeeringu/ettevõtte suuruse, ettevõtte sektori, arengufaasi, instrumentide ja muude oluliste kategooriate lõikes, millistes kategooriates on teie hinnangul vähe/piisavalt pakkumist?

Probleemid kapitaliinvesteeringute pakkumisel

8. Milliseid probleeme esineb investeerimisel (või üldisemalt kapitaliinvesteeringute pakkumisega) ja millest on need tingitud? Miks ei ole Eestis rohkem erakapitali pakkujaid? Kes oleksid kõige potentsiaalsemad erakapitali pakkujad, keda Eestis (veel piisavalt) ei ole ning mis peaks muutuma selleks, et nad siia investeeriksid?
9. Millised on teie nägemusel kapitali kaasajate probleemid? Millised on ebakõlad pakkujate ja kaasajate vahel (näiteks ei olda nõus andma kontrollivat osalust)? Kuidas on võimalik nimetatud probleeme ületada?
10. Kas kapitali kaasajate seisukohast on kapitaliinvesteeringutele ligipääs lihtne/keeruline/piisav? Milliste sektorite/arengustaadiumite/suurusega ettevõtetele on/ei ole lihtne/keeruline/piisav? Kuidas see väljendub? Kuidas oleks võimalik suurendada ligipääsu kapitaliinvesteeringutele? Kuidas kapitali kaasaja leiab üles kapitali pakkuja? Kelle juurde kapitali kaasaja kõigepealt jõuab? Kas on probleeme sobivate kapitali pakkujate leidmisel?
11. Millised on ettevõtted, millel puudub ligipääs kapitaliinvesteeringutele (st sektor, suurus (töötajate arv), arengustaadium)? Miks?
12. Mis põhjustab kapitaliinvesteeringute kaasamise instrumentide kitsast valikut Eesti turul? Kuidas soodustada kapitaliinvesteeringute instrumentide laiemat valikut tekkimist? Kuivõrd vajalik on instrumentide laiemat valikut teke Eesti erakapitali turu arenguks?
13. Kas ja kuidas riik peaks sekkuma? Millised mõjud võivad riigi sekkumisel olla (positiivsed ja negatiivsed)?

Soovitused ja ettepanekud riigile

14. Milliseid otseseid/kaudseid meetmeid saaks riik rakendada, et vähendada kapitali kaasamisel turutõrkeid (nii lühiajaliselt kui ka pikaajaliselt)? Mis ulatuses võiks riik turutõrkeid vähendades panna kapitaliturgu efektiivsemalt toimima, võttes arvesse turumajanduse printsiipi ning mõistlikku sekkumist? Milliseid otseseid/kaudseid meetmeid saaks riik rakendada, et suurendada erakapitali pakkumist Eestis? Mis oleks kõige kiirem ja efektiivsem välismaine kogemus/regulatsioon, mida riik saaks rakendada?
15. Kas tuleks sõltuvalt ettevõtte sektorist ja arengufaasist rakendada erinevaid meetmeid? (sh kas Eesti riik peaks looma täiendava fondifondi?)

16. Kas erinevad kapitaliinvesteeringute riiklikud (Euroopa) toetusmehhanismid on vajalikud ja mõistlikud? Kas ja kuidas aitab erinevate toetusmehhanismide loomine kaasa üldiste riigi huvide edendamisele?
17. Millised riigi poliitikad piiravad kapitaliinvesteeringute kaasamist (soosivad kapitali ligipääsu pärssivaid turutõrkeid)?
18. Millised on riigi ja erasektori koostöövõimalused kapitali kättesaadavuse parandamiseks ning ettevõtjate teadlikkuse kasvatamiseks?

2. Ettevõtete veebiküsitluse ankeet

Nr	Küsimus	Vastusevariandid
Üldinfo		
1.1	Kas olete ettevõtete kasvu finantseerimiseks varasemalt kasutanud omakapitaliinvesteeringut?	Jah, oleme omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasanud. Jah, oleme üritanud omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasata, kuid see ei õnnestunud. Ei, ei ole omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasanud, kuid oleme seda võimalust kaalunud. Ei, ei ole omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasanud ning pole seda võimalust ka kaalunud.
1.2	Millistest allikatest olete kaasanud omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse? <i>Valida saab mitu vastusevarianti. Küsimuse avaneb ainult neile, kes valisid küsimuse 1.1 puhul vastusevariandi „Jah, oleme omakapitaliinvesteeringuid ettevõttesse kaasanud“</i>	Pere ja lähim sõpruskond Äripartnerid Eraisikust investor (Eestist/välismaalt) otse eraisikuna või läbi mõne juriidilise keha Professionaalne finantsinvestor Strateegiline investor äriettevõtte näol
2	Milline on Teie ettevõtte arengufaas? <i>Valida saab ainult ühe vastusevariandi. Teiste küsimuste puhul, kus saab valida ainult ühe vastusevariandi, pole seda välja toodud (vaikimisi).</i>	Äriidee faas (<i>pre-seed</i>) – Ettevõtjal on olemas äri- või toote idee, mis vajab analüüsi, äriplaani või vormi kirjutamist jms. Investeeritakse enda ja sõprade raha, kaasatakse riiklikke toetusi (nt teadus- ja arendustegevuse toetused). Seemnefaas (<i>seed</i>) – Võib olla olemas toote või teenuse prototüüp, mis vajab täiendavat testimist. Ettevõtte ei ole valmis turule minema. Investeerivad peamiselt äriinglid (jõukad eraisikud) ja nii era- kui avaliku sektori seemnekapitalifondid; samuti kasutatakse riiklikke toetusi. Varajane faas (<i>start-up</i>) – Turule sisnemise faas – ettevõtted sisenevad toote või teenusega turule, loovad referentside pagasit, valmistuvad tegevuse laiendamiseks. Investeerivad varase faasi riskikapitalistid, äriinglite sündikaadid ning vahel harva ka strateegilised investorid. Varajane kasvufaas (<i>early growth</i>) – Ettevõtte kasvuperiood – ettevõtted on mõnel turul positsiooni kindlustanud ja otsivad agressiivselt võimalusi selle laiendamiseks. Traditsiooniliste riskiinvestorite mängumaa. Investeerivad ka strateegilised investorid; võimalusel kasutatakse laenuraha. Laiemisfaas (<i>expansion</i>) – Ettevõtte mastaapse laiendamise periood. Finantseerivad reeglina strateegilised investorid või riskiinvestorite sündikaadid. Õnnestumise korral kulmineerub faas väljaostmisega strateegilise investori poolt või näiteks aktsiate börsil noteerimisega. Küpsusfaas (<i>maturity</i>) – Ettevõtte on saavutanud oma turupotentsiaali ja kasvu asemel kujunevad peamisteks eesmärkidest turuosa ja rahavoo säilitamine, ettevõtte stabiilsus. Hääbumisfaas (<i>decline</i>) – Müügitulu on vähenemas, ettevõtte või tööstusharu kui selline tõrjutakse välja uute ettevõtete või tööstusharude poolt Kommentaari väli: Soovi korral lisage täiendavaid selgitusi ettevõtte arengufaasi kohta
4	Mis riigis asub ettevõtte peakontor? <i>Riik, kus tehakse olulisi otsuseid ettevõtte tegevuse kohta.</i>	Eestis Mujal: Palun sisestage riik
5	Kas ettevõtte või selle emaettevõtte on noteeritud börsil? <i>Valida saab mitu vastusevarianti.</i>	Jah, Eestis Jah, mujal (Palun sisestage riik) Ei
6	Kes on ettevõttes rohkem kui 10%-list osalust omavad omanikud? <i>Valida saab mitu vastusevarianti.</i>	Eesti eraisikud Välismaa eraisikud Investorid läbi aktsiaturu Finantsinvestor (sh. fondi tüüpi investor) Riik/omavalitsus Muu: Palun täpsustage
Kasvuvõimalused ja kapitaliinvesteeringute vajadus		
7.1	Kui palju olulisi võimalusi olete tuvastanud ettevõtte kasumlikuks kasvuks lähitulevikus? <i>Siinkohal palume keskenduda kasumlikele</i>	Palju Pigem palju

	<i>kasvuvõimalustele, mille eeldatav tootlus kataks tehtud investeeringu maksumuse ja investeerimisriski.</i>	Pigem vähe Vähe Ei ole tuvastanud üldse
7.2	Missugused võimalused on tuvastatud ettevõtte kasvuks lähiaastatel?	Olemasoleva äritegevuse kasv praegusel sihtturul
	<i>Küsimus avaneb nendele, kes küsimuse 7.1 puhul ei valinud vastusevarianti „Ei ole tuvastanud üldse“. Iga vastusevarianti/kasvuvõimalust on võimalik hinnata skaalal: jah, pigem jah, pigem ei, ei.</i>	Olemasolevate toodete/teenustega uutele kodumaistele turgudele sisenemine
		Olemasolevate toodete/teenustega uutele välismaistele turgudele sisenemine
		Uute toodete/teenustega turule sisenemine kodumaal
		Uute toodete/teenustega turule sisenemine välismaal
		Tarneahelas tegevuse laiendamine
Muu: <i>Palun selgitage.</i>		
7.3	Kui suur võiks olla Teie ettevõtte aastane käibe kasv lähiaastate jooksul, kui õnnestub ellu viia tuvastatud kasumlikud kasvuvõimalused?	Rohkem kui 40% käibe kasv aastas
		Keskmiselt 20-40% käibe kasv aastas
		Keskmiselt 10-20% käibe kasv aastas
		Kuni 10% käibe kasv aastas
		Null või negatiivne
		Ei oska öelda
8	Milliste rahaliste vahendite kasutamist peaksite tõenäoliselt kaaluma eelnimetatud kasvuvõimaluste finantseerimiseks?	Ettevõtte tavapärase äritegevuse käigus genereeritud kasum
	<i>Iga vastusevarianti / rahalist vahendit on võimalik hinnata skaalal: jah, pigem jah, pigem ei, ei.</i>	Ettevõtlustoetused
		Ettevõtte varade müük
		Pangalaen/võlakiri
		Muu kolmanda osapoole laen
		Omaniku või seotud osapoole investeering (laenu või omakapitali kujul)
		Aktsiaturud
		Kolmanda osapoole omakapitaliinvesteeringu kaasamine ettevõttesse <u>vähemusosanikuna</u> – selle tulemusel väheneb ettevõtte seniste omanike osakaal ettevõtte osa- ja aktsiakapitalis, aga säilitatakse kontrolliv enamusosalus.
		Kolmanda osapoole omakapitaliinvesteeringu kaasamine ettevõttesse <u>enamusosanikuna</u> – senised omanikud säilitavad vähemusosaluse, aga kontrolliv enamusosalus läheb uuele investorile.
		Mezzanine tüüpi investeering
Ettevõtte täielik müük investorile, kellel on piisavalt ressursse ja võimekust, et kasvuplaanid realiseerida		
Muu:		
9	Mis põhjusel Te ei kasutaks ettevõtte kasvu finantseerimiseks omakapitaliinvesteeringut?	Ei ole vajalikke teadmisi ja kogemust
	<i>Küsimus avaneb nendele, kes küsimuse 8 puhul valisid vastusevariandi "Omakapitaliinvesteering" puhul hinnangu „Ei“ või „Pigem ei“. Valida saab mitu vastusevarianti.</i>	Ei soovi jagada osalust kolmanda osapoolega
		Ei soovi loobuda kontrollist ettevõtte juhtimisel
		Ei ole vajadust
		Teiste finantseerimisallikate eelistamine
Muu: <i>Palun selgitage</i>		
10	Kui suureks hindate potentsiaalset omakapitaliinvesteeringu vajadust?	Alla 200 000 €
	<i>Täiendav selgitus: Palun hinnake ainult omakapitali (st mitte kogu) investeeringu suurusjärku, arvestades kõiki lähiaja kasvuvõimalusi. Küsimus avaneb nendele, kes küsimuse 8 puhul valisid vastusevariandi "Omakapitaliinvesteering" puhul hinnangu „Jah“ või „Pigem jah“. Valida saab mitu vastusevarianti.</i>	200 000-500 000 €
		500 000-1 000 000 €
		1 000 000-2 000 000 €
		2 000 000-5 000 000 €
		5 000 000-10 000 000 €
		10 000 000-20 000 000 €
		Üle 20 000 000 €
Teadlikkus ja huvi		
11	Milliseks hindate oma teadlikkust järgmistes omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades?	Omakapitaliinvesteeringuid reguleeriv seadusandlus
	<i>Iga vastusevarianti/teemavaldkonda on</i>	Omakapitaliinvesteeringute pakkujad Eestis

	<i>võimalik hinnata skaalal: kõrge, pigem kõrge, pigem madal, madal, puudub, ei oska öelda.</i>	Omakapitaliinvesteeringute pakkujate ettevõttest väljumise võimalused Omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimused Omakapitaliinvesteeringute riiklikud toetusmehhanismid
12	Milline on Teie üldine huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu?	Kõrge Pigem kõrge Pigem madal Madal Puudub Ei oska öelda
Probleemid		
	Milliste probleemidega olete omakapitaliinvesteeringute valdkonnas kokku puutunud ja kui suureks hindate probleemi?	Vajaliku informatsiooni leidmine
13	<i>Iga vastusevariandi on võimalik hinnata skaalal: ei ole kokku puutunud, suur, pigem suur, pigem väike, väike.</i>	Vajalike nõustajate leidmine Sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmine Huvi äratamine omakapitali investeeringute pakkujates Omakapitaliinvesteeringu kaasamise protsessi tõõmahukus ja keerukus Omakapitaliinvesteeringu kaasamise protsessi, nõustajate jne maksumus Omakapitaliinvesteeringute pakkujate tootlusootustele mittevastamine Omakapitaliinvesteeringute pakkujate mittenõustumine vähemusosalusega Ettevõtte väärtuse puhul olulisele eriarvamusele jäämine omakapitaliinvesteeringute pakkujatega Omakapitaliinvesteeringute pakkujatega ja/või nende äriliste põhimõtetega mitesobimine Omakapitaliinvesteeringute pakkujate poolt püstitatud tingimuste täitmine Muu: <i>Milliste eelnevalt nimetatud probleemidega puutusite kokku omakapitaliinvesteeringute kaasamisel?</i>
Ligipääs		
14	Milliseks hindate ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele?	Väga hea Pigem hea Pigem halb Halb Puudub Ei oska öelda
15	Kas puudulik ligipääs omakapitaliinvesteeringutele on oluliseks takistuseks ettevõtte arendamisel ja kasvamisel? <i>Küsimus avaneb nendele, kes küsimuse 14 puhul valisid vastusevariandina kas „Pigem halb“, „Halb“ ja „Puudub“.</i>	Jah Pigem jah Pigem ei Ei Ei oska öelda
Tingimused		
16	Kas olete omakapitaliinvesteeringute kaasamisel nõus: <i>Iga vastusevariandi on võimalik hinnata skaalal: jah, pigem jah, pigem ei, ei, ei oska öelda</i>	loovutama ettevõtte osa- või aktsiakapitalist enamusosaluse (rohkem kui 50%)? kaasama omakapitaliinvesteeringu pakkuja ettevõtte juhtimisse? mõne aasta pärast ettevõttest täielikult väljuma? investeerima pangalaenuga võrreldes oluliselt rohkem aega ja raha omakapitali kaasamise protsessi (enda harimine, nõustajate kaasamine, ettevõtet ja äriplaane tutvustavate materjalide kokkupanemine jne)? võimaldama omakapitaliinvestorile vähemalt 30% oodatavat tootlust? aktsepteerima ettevõtte väärtuse hindamist, mis põhineb pigem võrdlusettevõtetega sooritatud tehingute hindadel ja Ettevõtte poolt juba saavutatud majandustulemustel ning vähemal määral Ettevõtte (veel realiseerimata) tulevikupotentsiaalil?
Lõpetuseks		

17	Mis on Teie roll ettevõttes?	Kontrolliv omanik
		Vähemusosanik
		Juhatuse liige (mitte omanik)
		Muu: Palun täpsustage

3. Kapitali kaasanud ettevõtete intervjuuankeet

Nr	Küsimus	Vastusevariandid
1.1	Mitu korda olete ettevõttesse kaasanud omakapitaliinvesteeringuid? <i>Siinkohal täpsustame, et juhindume ühte konkreetset omakapitaliinvesteeringu kaasamise juhtumit, mille alusel ettevõtte meile valimisse langes, kuid võtame ka arvesse, kas nad on varasemalt/peale seda ka omakapitaliinvesteeringuid kaasanud.</i>	Avatud vastus
1.2	Mis tüüpi investeeringuid olete kaasanud ettevõttesse (ülevõtmine, omakapitali-investeering, riskikapitaliinvesteering, allutatud laen)? Kas investor on võtnud vähemus- või enamusaluse? Kui suur oli investeering? <i>Kui investeeringu tüüp või suurus ei ole teada enne intervjuud, siis täpsustatakse neid intervjuu alguses. Investeeringu tüüpi küsitakse, kuna osaliselt kaasatakse valimisse ka ettevõtted, kes on saanud allutatud laenu vms. Kui ettevõtte on saanud teist tüüpi investeeringut, siis asendatakse ankeedis toodud mõiste „omakapitaliinvesteering“ vastavalt.</i>	Avatud vastus
2	Milline oli Teie ettevõtte arengufaas omakapitali kaasamise hetkel?	Äriidee faas (pre-seed) – Ettevõtjal on olemas äri- või toote idee, mis vajab analüüsi, äriplaani või vormi kirjutamist jms. Investeeritakse enda ja sõprade raha, kaasatakse riiklikke toetusi (nt teadus- ja arendustegevuse toetused).
	<i>Valida saab ainult ühe vastusevariandi (teiste küsimuste puhul, kus saab valida ainult ühe vastusevariandi, pole seda välja toodud (vaikimisi)).</i>	Seemnefaas (seed) – Võib olla olemas toote või teenuse prototüüp, mis vajab täiendavat testimist. Ettevõtte ei ole valmis turule minema. Investeerivad peamiselt äriinglid (jõukad eraisikud) ja nii era- kui avaliku sektori seemnekapitalifondid; samuti kasutatakse riiklikke toetusi.
		Varajane faas (start-up) – Turule sisenemise faas – ettevõtted sisenevad toote või teenusega turule, loovad referentside pagasit, valmistuvad tegevuse laiendamiseks. Investeerivad varase faasi riskikapitalistid, äriinglite sündikaadid ning vahel harva ka strateegilised investorid.
		Varajane kasvufaas (early growth) – Ettevõtte kasvuperiood – ettevõtted on mõnel turul positsiooni kindlustanud ja otsivad agressiivselt võimalusi selle laiendamiseks. Traditsiooniliste riskiinvestorite mängumaa. Investeerivad ka strateegilised investorid; võimalusel kasutatakse laenu raha.
		Laienemisfaas (expansion) – Ettevõtte mastaapse laiendamise periood. Finantseerivad reeglina strateegilised investorid või riskiinvestorite sündikaadid. Õnnestumise korral kulmineerub faas väljaastmisega strateegilise investorite poolt või näiteks aktsiate börsil noteerimisega.
		Küpsusfaas (maturity) – Ettevõtte on saavutanud oma turupotentsiaali ja kasvu asemel kujunevad peamisteks eesmärkidest turuosa ja rahavoo säilitamine, ettevõtte stabiilsus
		Hääbumisfaas (decline) – Müügitulu on vähenemas, ettevõtte või tööstusharu kui selline tõrjutakse välja uute ettevõtete või tööstusharude poolt
3.1	Mis riigis toimub enamuse ettevõtte majandustegevusest? (<i>Valida saab mitu vastusevarianti</i>)	Eestis Mujal: Palun sisestage riik, regioon või muu geograafiline piirkond
3.2	Kas ettevõtte tegeles käesoleva hetkega sarnases mahus ekspordiga enne omakapitaliinvesteeringu kaasamist?	Jah
		Ei
4	Missuguseid ettevõtte kasvuvõimalusi finantseeriti omakapitaliinvesteeringuga?	Turuosa oluline suurendamine praegusel sihtturul
	<i>Valida saad mitu vastusevarianti.</i>	Olemasolevate toodete/teenustega uutele kodumaistele turgudele sisenemine
		Olemasolevate toodete/teenustega uutele välismaistele turgudele sisenemine
		Uute toodete/teenustega turule sisenemine kodumaal
		Uute toodete/teenustega turule sisenemine välismaal
	Tarneahelas tegevuse laiendamine	

		Muu: <i>Palun selgitage.</i>
5.1	Milliseid muid rahalisi vahendeid olete lisaks omakapitaliinvesteeringule ettevõtte kasvu finantseerimiseks kasutanud?	Ettevõtte tavapärase äritegevuse käigus genereeritud kasum
	<i>Valida saad mitu vastusevarianti.</i>	Ettevõtlustoetused
		Ettevõtte varade müük
		Pangalaen/võlakiri
		Muu kolmanda osapoole laen
		Omaniku või seotud osapoole investeering (laenu või omakapitali kujul)
		Aktsiaturud
		Ettevõtte täielik müük investorile, kellel on piisavalt ressursse ja võimekust, et kasvuplaanid realiseerida
		Muu: <i>Palun selgitage.</i>
5.2	Kas muid rahalisi vahendeid kasutati enne või pärast omakapitaliinvesteeringut?	<i>Avatud vastus</i>
5.3	Miks kasutasite teisi nimetatud rahalisi vahendeid ettevõtte kasvu finantseerimiseks? Mis on omakapitaliinvesteeringute kaasamise eelised ja puudused võrreldes teiste finantseerimisvahenditega? <i>Ehk siinkohal me tahame võrdlust, miks teiste finantseerimisvahendite kasutamine on mugavam/eelistatum kui omakapitaliinvesteeringute kasutamine.</i>	<i>Avatud vastus</i>
Teadlikkus		
6	Milliseks hindate oma teadlikkust praegusel hetkel järgnevates teemavaldkondades omakapitaliinvesteeringute kaasamise tulemusel?	Omakapitaliinvesteeringuid reguleeriv seadusandlus
	<i>Iga vastusevarianti/teemavaldkond on võimalik hinnata skaalal: kõrge, pigem kõrge, pigem madal, madal, puudub, ei oska öelda.</i>	Omakapitaliinvesteeringute pakkujad Eestis
		Omakapitaliinvesteeringute pakkujate ettevõtetest väljumise võimalused
		Omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimused
		Omakapitaliinvesteeringute riiklikud toetusmehhanismid
7	Kuidas hankisite informatsiooni omakapitali-investeeringu kaasamise võimaluste ja tingimuste kohta enne kasvufinantseeringu vastuvõtmist?	<i>Avatud vastus</i>
Huvi		
8	Miks otsustasite ettevõtte kasvu finantseerimisel omakapitaliinvesteeringu kasuks?	<i>Avatud vastus</i>
Ootused		
9.1	Millised olid Teie ootused omakapitali-investeeringu kaasamisele (protsess, tingimused, tulemused, mõju ettevõttele)?	<i>Avatud vastus</i>
9.2	Kuidas erines omakapitaliinvesteeringu kaasamine Teie ootustest (protsess, tingimused, tulemused, mõju ettevõttele)?	<i>Avatud vastus</i>
Probleemid		
10.1	Milliste probleemidega puutusite kokku omakapitaliinvesteeringu kaasamisel ja kui suureks hindate probleemi?	Vajaliku informatsiooni leidmine
	<i>Iga vastusevarianti on võimalik hinnata skaalal: ei ole kokku puutunud, suur, pigem suur, pigem väike, väike.</i>	Vajalike nõustajate leidmine
		Sobivate omakapitaliinvesteeringute pakkujate leidmine
		Huvi äratamine omakapitaliinvesteeringute pakkujates
		Omakapitaliinvesteeringu kaasamise protsessi töömahukus ja keerukus
		Omakapitaliinvesteeringu kaasamise protsessi, nõustajate jne maksumus
	Omakapitaliinvesteeringute pakkujate tootlusootustele mittevastamine	

		<p>Omakapitaliinvesteeringute pakkujate mittedõustumine vähemusosalusega</p> <p>Ettevõtte väärtuse puhul olulisele eriarvamusele jäämine omakapitaliinvesteeringute pakkujatega</p> <p>Omakapitaliinvesteeringute pakkujatega ja/või nende äriliste põhimõtetega mittedõustumine</p> <p>Omakapitaliinvesteeringute pakkujate poolt püstitatud tingimuste täitmine</p> <p>Muu: Milliste eelnevalt nimetatud probleemidega puutuste kokku omakapitaliinvesteeringute kaasamisel?</p>
10.2	Millest olid need probleemid tingitud?	Avatud vastus
10.3	Kuidas saaks neid probleeme vältida (sh nii ettevõtte-, investorite kui riigipoolne tegevus)?	Avatud vastus
Tingimused		
11.	Millistel tingimustel oli Teil võimalik kaasata omakapitaliinvesteeringut ettevõttesse?	Avatud vastus, võimalikult täpselt kriteeriumite kohta infot koguda (nt kui suur oli osalus, kui palju tuli loovutada kontroll, missugune oli tootlusootus, mis oli kokkulepe ettevõtte väärtuse osas, milliseid kinnitusi / eritingimusi pidi andma/täitma vms)
12.	Mil määral ja kuidas mõjutasid (st soodustavad ja takistavad) omakapitaliinvesteeringu kättesaadavuse tingimused ettevõtte arengut?	Siinkohal võtta aluseks küsimuse 12.1 tingimuste loetelu ja hinnata neid skaalal soodustab, pigem soodustab, pigem takistab, takistab.
13.	Millised võiksid Teie arvates olla omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse tingimused ettevõtjate jaoks?	Avatud vastus
Ligipääs		
14.1	Milliseks hindate ettevõtte ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele?	<p>Väga hea</p> <p>Pigem hea</p> <p>Pigem halb</p> <p>Halb</p> <p>Ei oska öelda</p>
14.2	Palun selgitage oma hinnangut ligipääsule? Milles tulenevalt hindate ligipääsu kõrgeks/madalaks (vastavalt eelnevale vastusele)?	Avatud vastus
15	Milliseid ligipääsu piiravaid tegureid esineb Teie arvates omakapitaliinvesteeringute kaasamisel? Vajadusel tuua näiteid kapitali pakkujate intervjuude tulemusel kaardistatud teguritest.	<p>Avatud vastus</p> <p>Igale nimetatud tegurile antakse hinnang skaalal (piirab, pigem piirab, pigem ei piira, ei piira).</p>
16.1	Kuidas saaks riik Eesti ettevõtete jaoks lihtsustada ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele?	Avatud vastus
16.2	Millised oleksid riigi ja erasektori koostöövõimalused omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamiseks?	Avatud vastus
Lõpetuseks		
17.	Kas sama kasv ja areng oleks olnud võimalik ka teisi finantseerimisvahendeid kasutades?	Avatud vastus
18.	Kas omakapitaliinvesteeringu kaasamine oli õige otsus ja kas Te teeksite seda vajadusel tulevikus uuesti?	Avatud vastus

4. Ettevõtete telefoniintervjuude ankeet

Nr	Küsimus	Vastusevariandid
Kasvuvõimalused		
1	(K7.2 edasiviiv küsimus) Milliste probleemidega olete kokku puutunud ettevõtte kasvuvõimaluste realiseerimisel?	Avatud vastus
Teadlikkus		
1	(K11 edasiviiv küsimus) Nimetage, et valdkondades (lõhkest veebiküsitluse vastusest) on Teie teadlikkus omakapitaliinvesteeringute kohta pigem kõrge/kõrge. Kuidas olete saanud informatsiooni ja teadmisi selle valdkonna kohta?	Avatud vastus
2	(K11 edasiviiv küsimus) Kas teate, kust on võimalik saada täiendavat informatsiooni kapitaliinvesteeringute kaasamise kohta? Palun nimetage võimalikke informatsiooniallikaid.	Avatud vastus
Huvi		
3	(K12 edasiviiv küsimus) Palun selgitage oma hinnangut omakapitaliinvesteeringute huvi osas. Millest on tingitud, et Teie huvi omakapitaliinvesteeringute vastu on madal/kõrge (lõhkest veebiküsitluse vastusest)?	Avatud vastus
4	Palun selgitage, miks on Teie huvi teiste finantseerimisvahendite vastu suurem? Lõhkest veebiküsitluse küsimuse 8 vastusest.	Avatud vastus
5	(K7.2 edasiviiv küsimus) Milline on Teie ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu määratletud kasvuvõimaluste finantseerimiseks? Iga vastusevariandi on võimalik hinnata skaalal: kõrge, pigem kõrge, pigem madal, madal, puudub, ei oska öelda, ja seejärel antakse täiendav selgitus, mis aitab meil täpsemalt mõista kasvuvõimaluse sisu.	Vastusevariandid on samad mis küsimuses 7.2 ja arutlusele võetakse need kasvuvõimalused, mille puhul valiti vastusevariant „Pigem jah“ või „Jah“.
Ootused		
6	Millised on Teie ootused omakapitaliinvesteeringu kaasamisele?	Avatud vastus
Probleemid		
7.1	(K13 edasiviiv küsimus) Millest on need probleemid tingitud?	Avatud vastus
7.2	Kuidas neid probleeme saaks vältida (sh nii ettevõtte-, investorite kui riigipoolne tegevus)?	Avatud vastus
Ligipääs		
8	(K14 edasiviiv küsimus) Palun selgitage oma hinnangut omakapitaliinvesteeringute ligipääsule. Millest on tingitud, et hindate ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele madalaks/kõrgeks (vastavalt küsimustiku vastusele)?	Avatud vastus
9.1	(K15 edasiviiv küsimus) Kuidas on puudulik ligipääs omakapitaliinvesteeringutele takistanud ettevõtte arendamist ja kasvamist? Täiendavat küsimust küsitakse intervjuul nende ettevõtjate käest, kes on küsimuse 15 puhul valinud vastusevariandina kas „Jah“ või „Pigem jah“.	Avatud vastus
9.2	Milliseid ligipääsu piiravaid tegureid esineb Teie arvates omakapitaliinvesteeringute kaasamisel? Iga nimetatavat vastusevarianti/tegurit on võimalik hinnata skaalal: piirab, pigem piirab, pigem ei piira, ei piira, ei oska öelda, ja seejärel anda täiendav selgitus. Vajadusel tuuakse näiteid.	Avatud vastus
10.1	Kuidas saaks riik Eesti ettevõtete jaoks lihtsustada ligipääsu omakapitaliinvesteeringutele?	Avatud vastus
10.2	Millised oleks riigi ja erasektori koostöövõimalused omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse parandamiseks?	Avatud vastus
Tingimused		
11.1	(K16 edasiviiv küsimus) Milliseks hindate omakapitaliinvesteeringute kättesaadavuse tingimusi ettevõtjate jaoks?	Avatud vastus
11.2	(K16 edasiviiv küsimus) Millistel tingimustel oleksite nõus kaasama ettevõttesse omakapitaliinvesteeringuid?	Avatud vastus

	<i>Võttes aluseks tingimused küsimusest 16, mille puhul ta ei olnud nõus kaasama. Seega küsida, et kuidas peaks neid tingimusi muutma, et Ta nendega nõus oleks.</i>	
12.1	Mil määral mõjutavad (st soodustavad ja takistavad) kapitaliinvesteeringute kättesaadavuse tingimused ettevõtete arengut?	<i>Siinkohal võtta aluseks küsimuse 16 tingimuste loetelu ja hinnata neid skaalal: soodustab, pigem soodustab, pigem takistab, takistab.</i>
12.2	Palun selgitage, kuidas soodustavad kapitaliinvesteeringute kättesaadavuse tingimused ettevõtete arengut?	Avatud vastus
12.3	Palun selgitage, kuidas takistavad kapitaliinvesteeringute kättesaadavuse tingimused ettevõtete arengut?	Avatud vastus

Lisa 3. Intervjueeritud kapitali pakkujad

Nr.	Kapitali pakkuja nimi	Intervjueeritud esindaja	Toimumisaeg
1	Redgate Capital	Mart Altvee	24.01.2013
2	Baltcap	Kristjan Kalda	1.02.2013
3	BPM Capital	Kalmer Kikas, Martin Reinson	4.02.2013
4	Ambient Sound Investments	Margus Uudam	7.02.2013
5	LHV Capital	Kaido Veske	21.02.2013
6	Swedbank Investeerimisfondid	Sille Pettai	19.02.2013
7	Masa Invest	Avo Kaasik	22.02.2013
8	Arengufond	Heidi Kakko	1.03.2013
9	EIF	Graham Cope	27.02.2013
10	SEB Varahaldus	Sven Kuning	26.02.2013
11	Enterprise Investors	Aleksander Wasiukiewicz	8.03.2013
12	WNB	Ivar Siimar	19.02.2013
13	LHV Pension	Andres Viisemann	4.04.2013
14	EstBAN	Eero Tohver	15.05.2013
15	EQT Infrastructures	Juhani Bonsdorff	23.04.2013
16	Firebird Management (Amber Trust)	Indrek Kasela	25.04.2013
17	Astrec Invest	Marek Kiisa	25.04.2013
18	Danske Capital	Martin Hendre	26.04.2013
19	EBRD	Matti Hyyrynen	26.04.2013
20	Resource Partners	Piotr Noceń	7.05.2013

Lisa 4. Valideerimisseminari osavõtjad

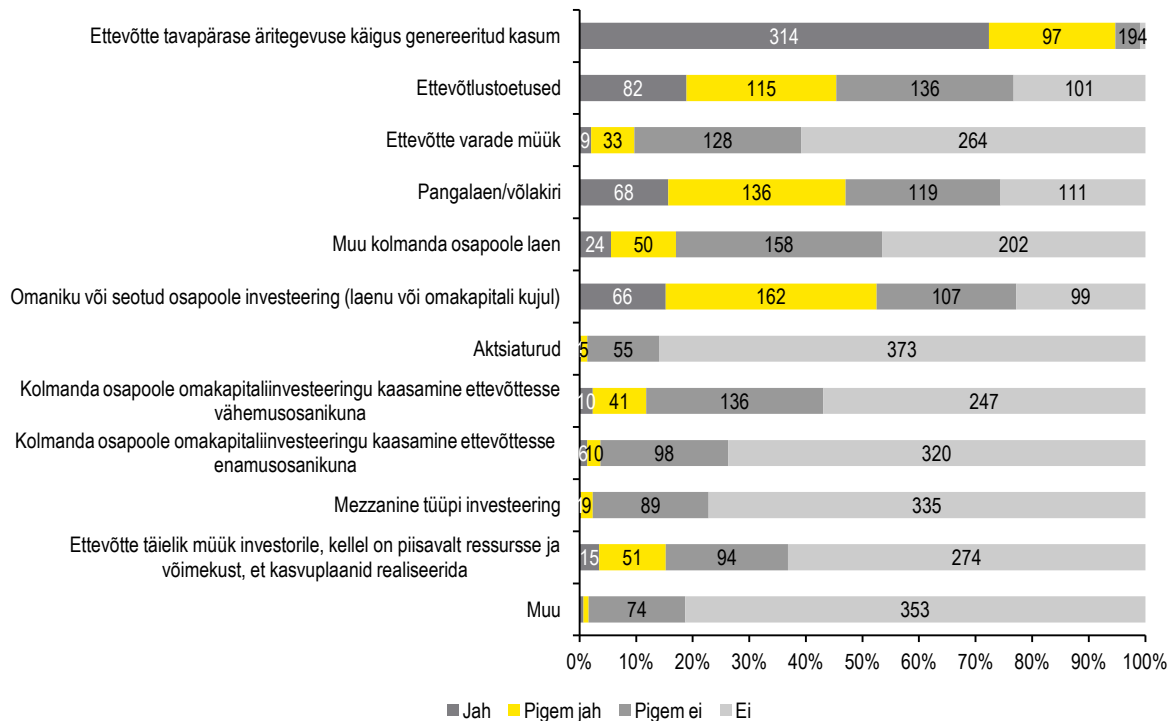
Nr	Nimi	Asutus
1	Anti Kalle	Sportland
2	Ardo-Heiki Ingar	Rahandusministeerium
3	Heidi Kakko	SmartCap
4	Heikki Källu	GILD Corporate Finance
5	Kadri Mats	Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium
6	Kristjan Kalda	BaltCap
7	Lehar Kütt	Sihtasutus KredEx
8	Lili Kirikal	Ernst & Young Baltic
9	Margit Karu	Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus
10	Margus Uudam	Ambient Sound Investments
11	Silja Saar	Danske Capital
12	Sille Pettai	Swedbank Investeeringufondid
13	Taavi Mandel	Ernst & Young Baltic
14	Tambet Tõnisson	Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus
15	Tõnn Talpsepp	Tallinn Tehnikaülikool
16	Veeli Oeselg	Ernst & Young Baltic

Lisa 5. Analüüsitulemused

1. Omakapitaliinvesteeringuid potentsiaalselt kaasavad ettevõtted

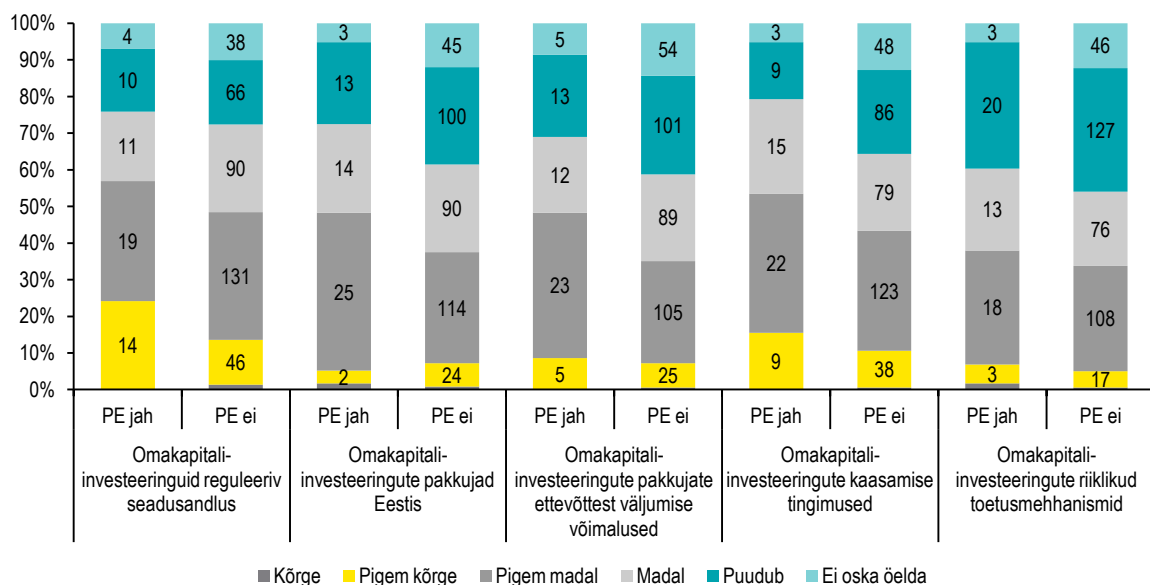
1.1. Kaardistus

Joonis 1.1.1. Kasvuvõimaluste realiseerimiseks vajalikud finantseerimisvahendid (kõik arengufaasid), (n=434)

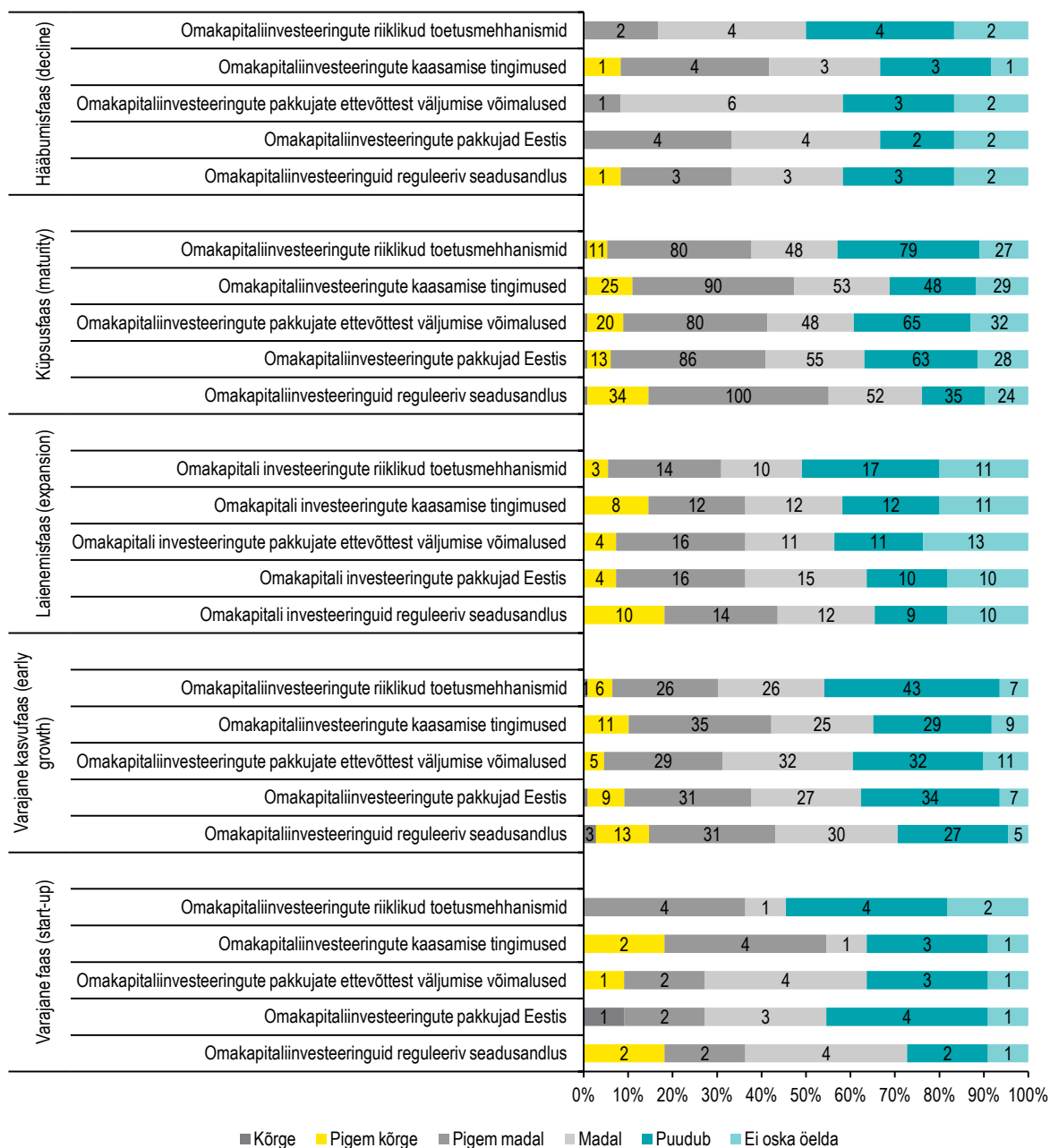


1.2 Teadlikkus

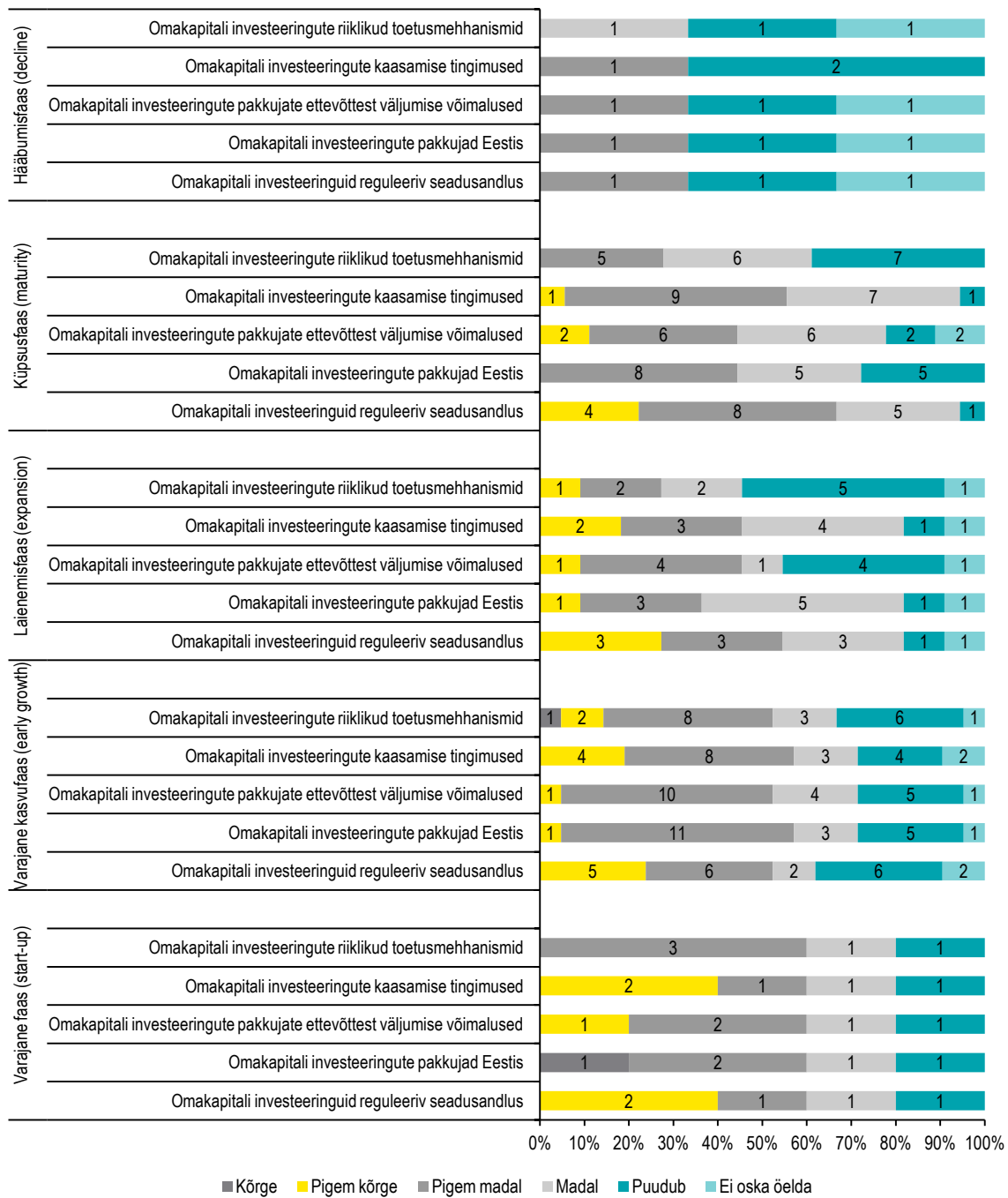
Joonis 1.2.1. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkonnas (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



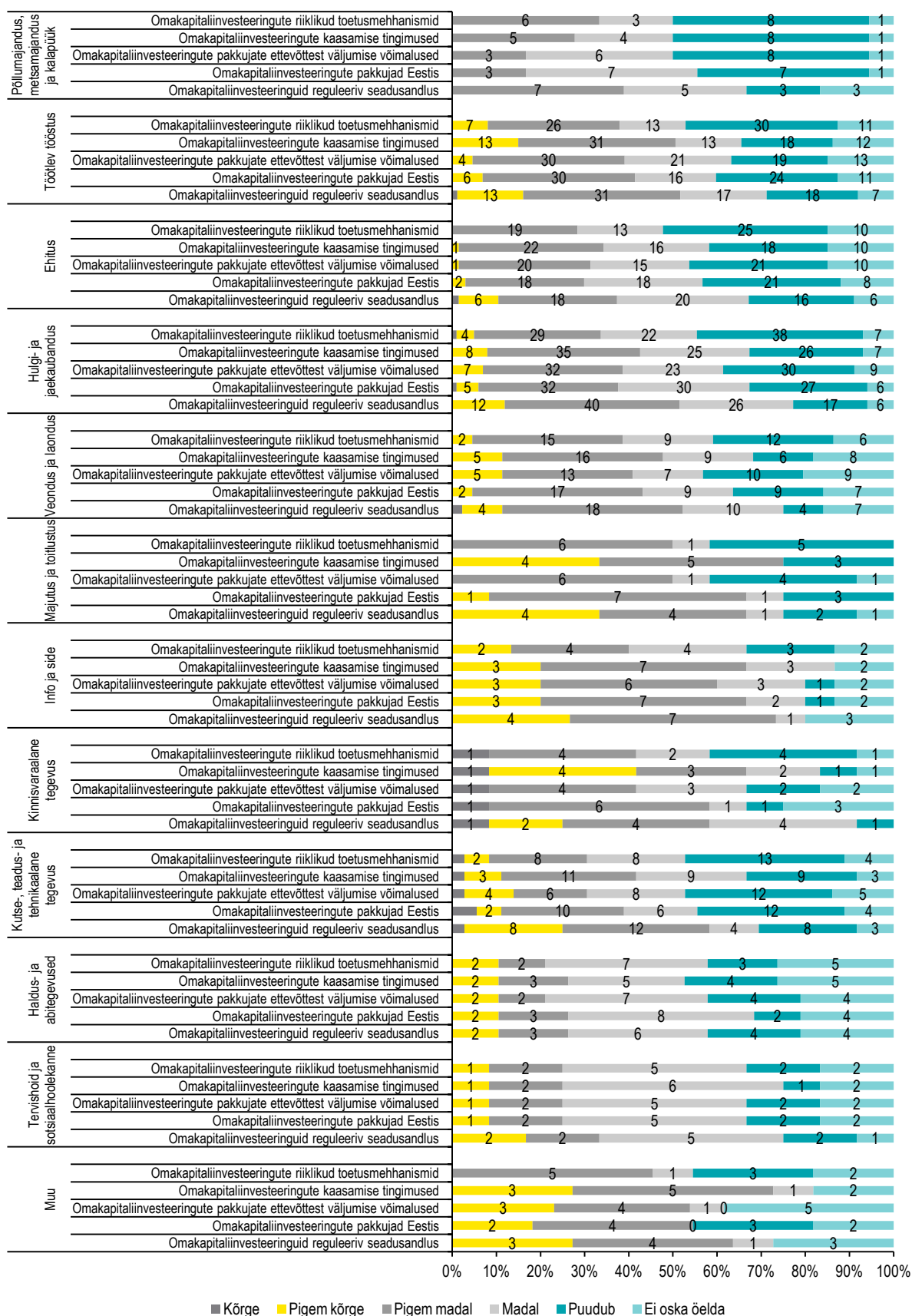
Joonis 1.2.2. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades arengufaaside lõikes, n=434



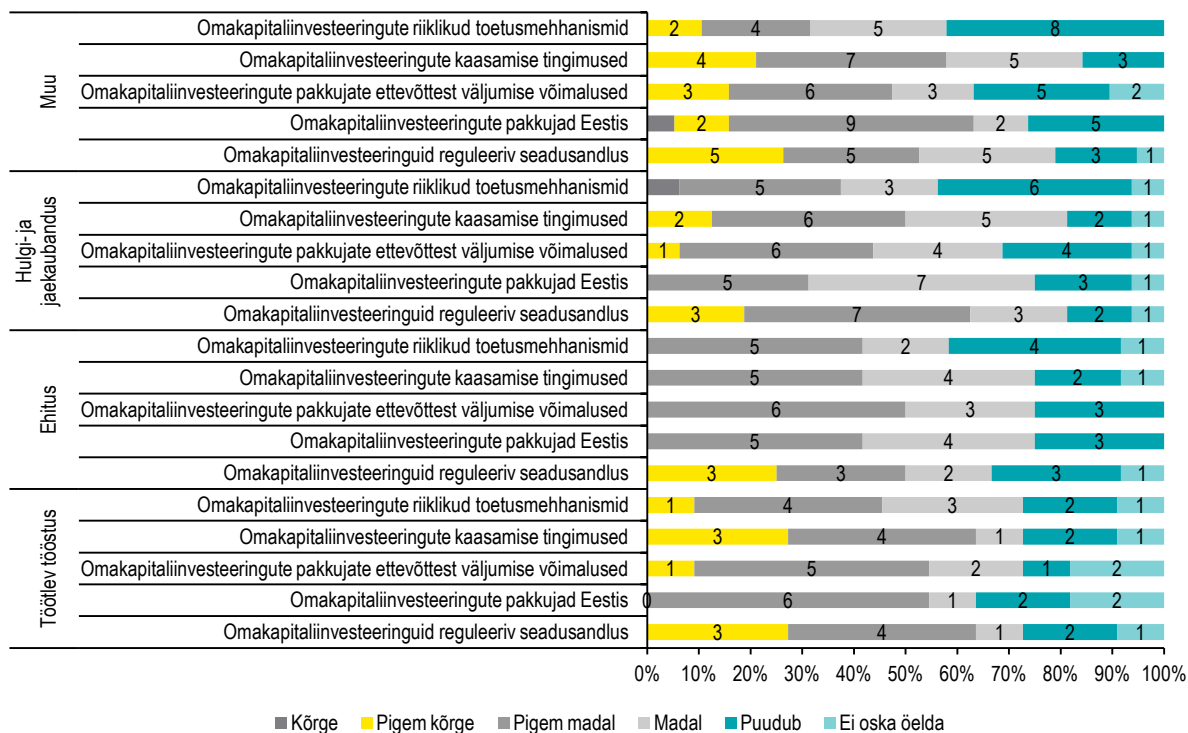
Joonis 1.2.3. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades arengufaaside lõikes, (n= 58)



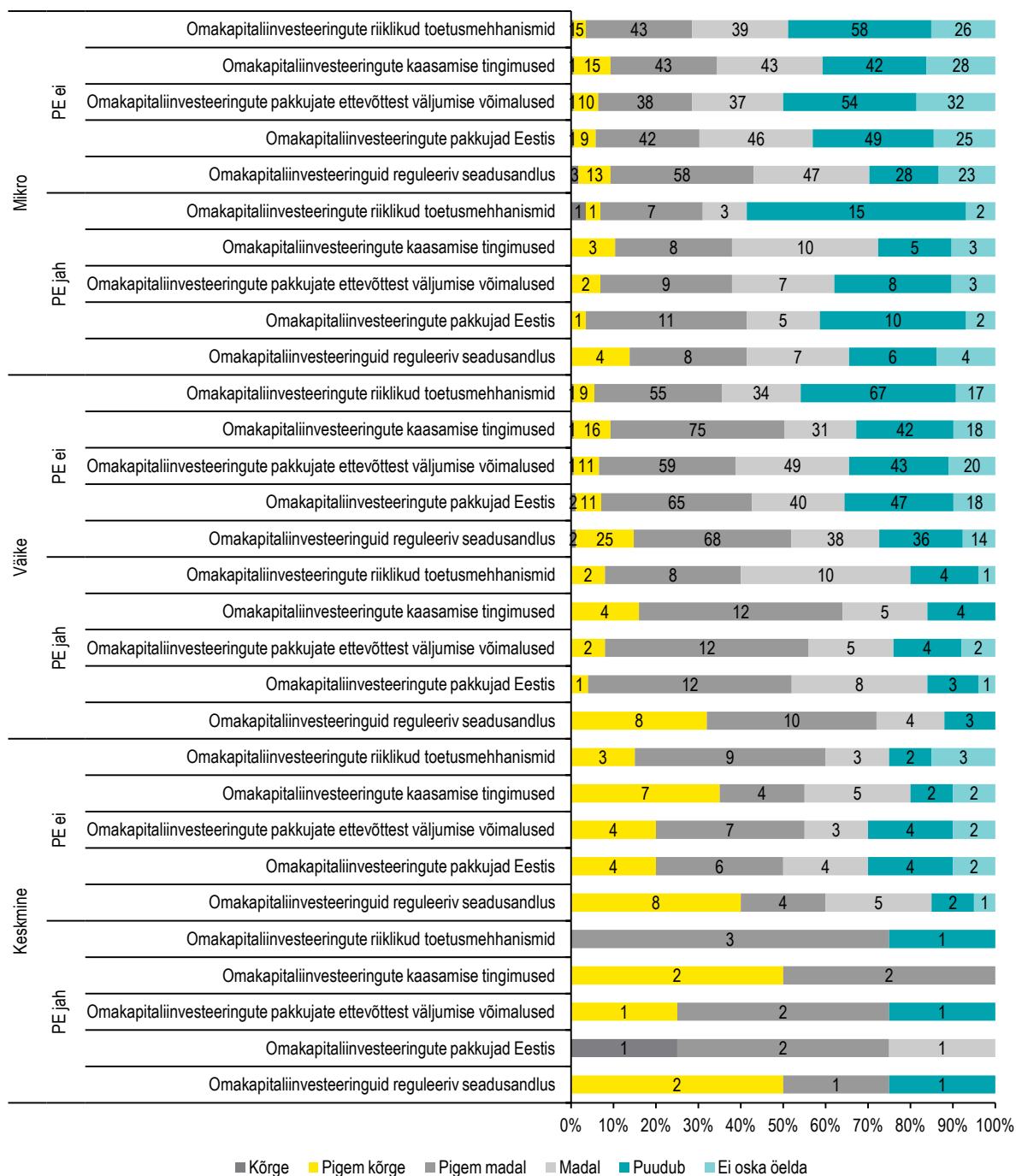
Joonis 1.2.4. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades tegevusalade lõikes (n=434)



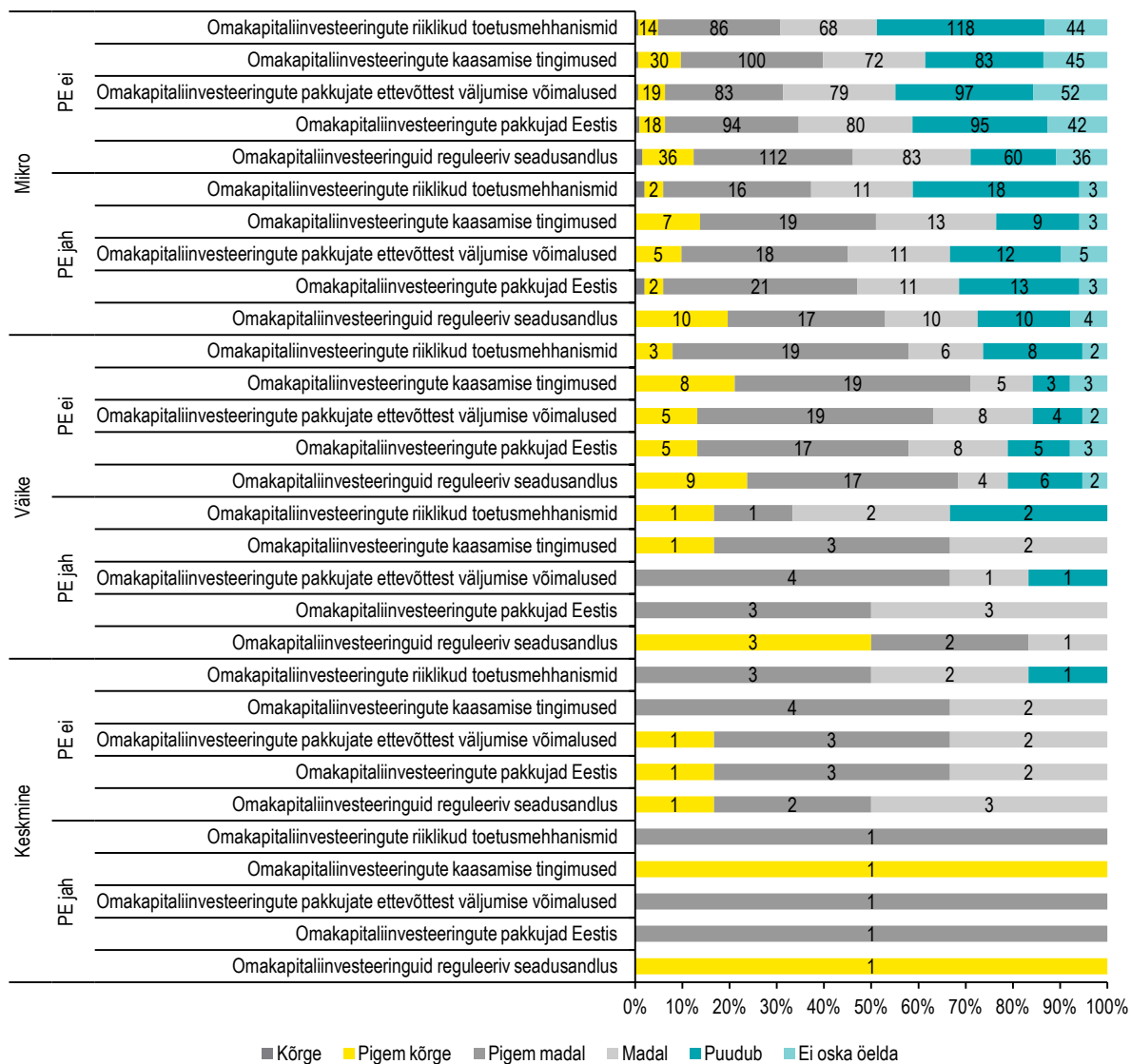
Joonis 1.2.5. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtjate teadlikkus tegevusalade lõikes (n=58)



Joonis 1.2.6. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkondades ettevõtete suuruse (töötajate arv) lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)

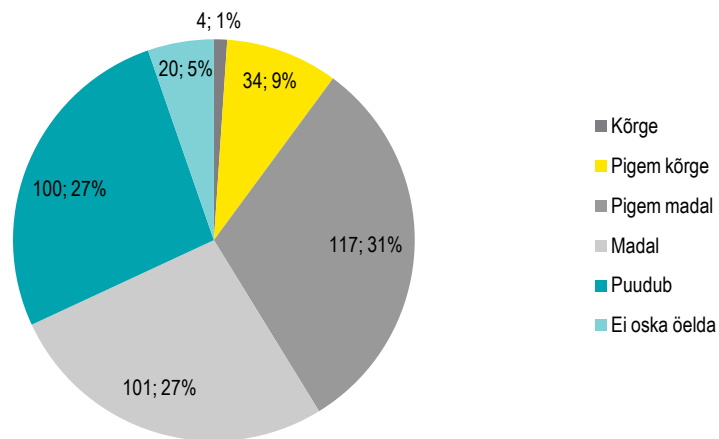


Joonis 1.2.7. Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute teemavaldkonnas ettevõtete suuruse (käive) lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)

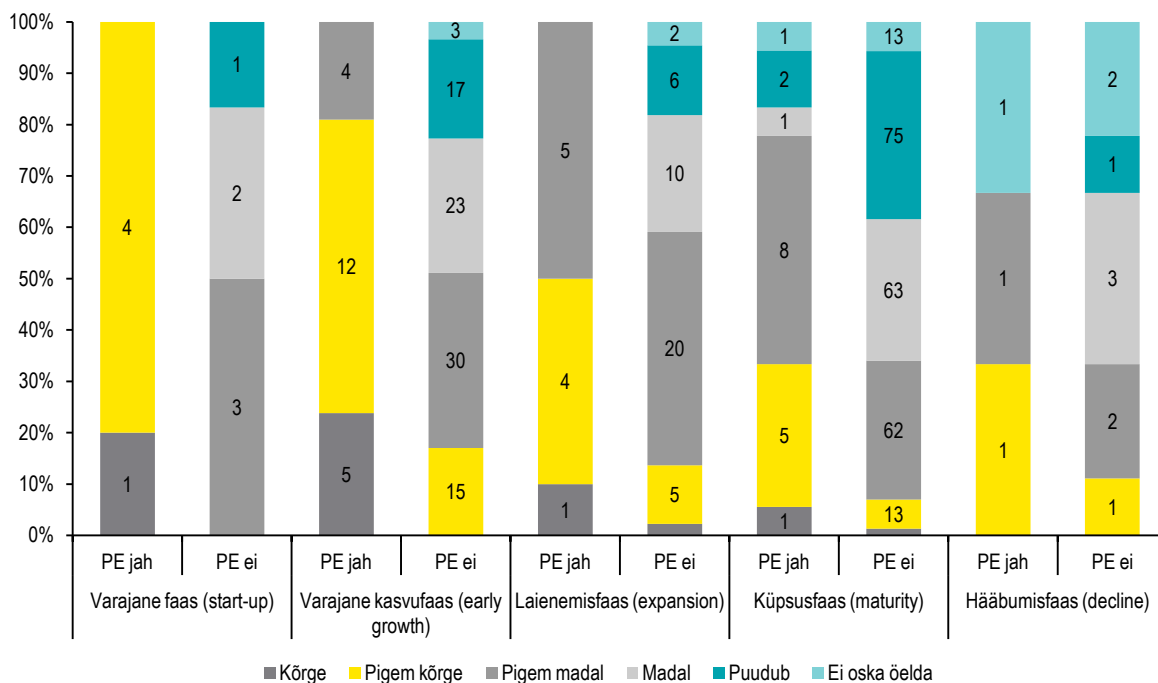


1.3. Huvi ja vajadus

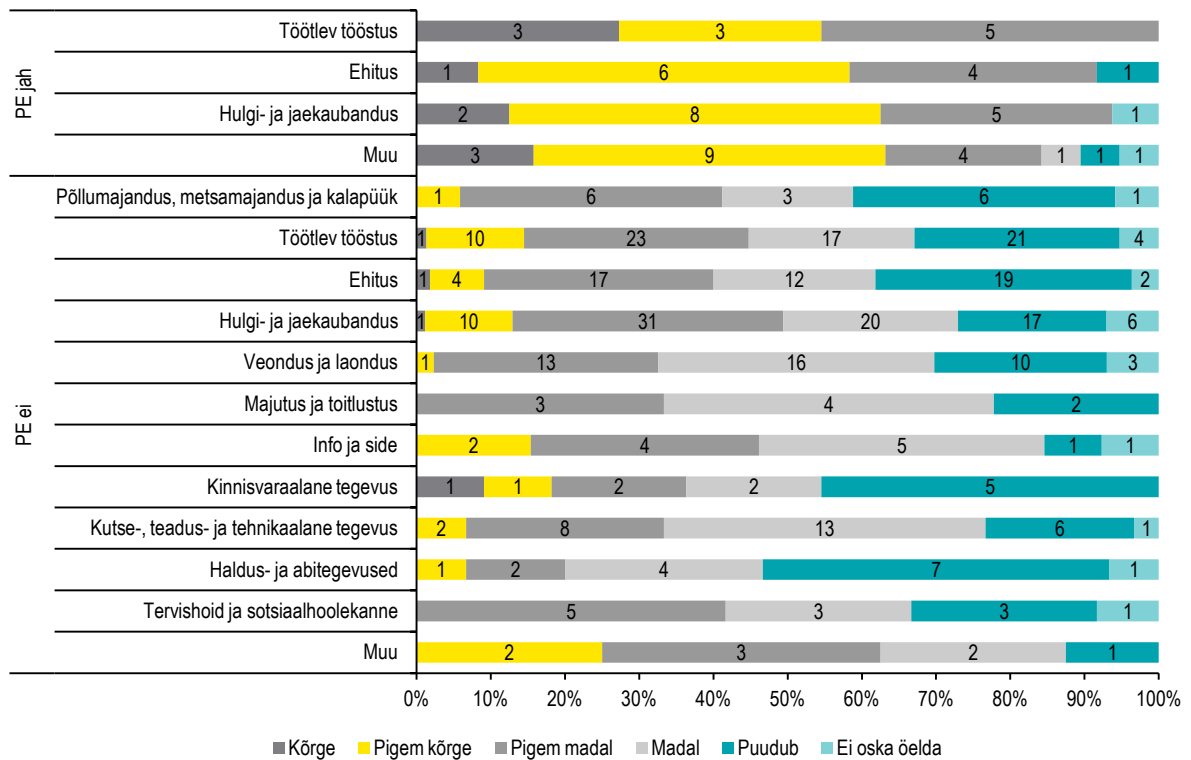
Joonis 1.3.1. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid mittekaasavate ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu (n=376)



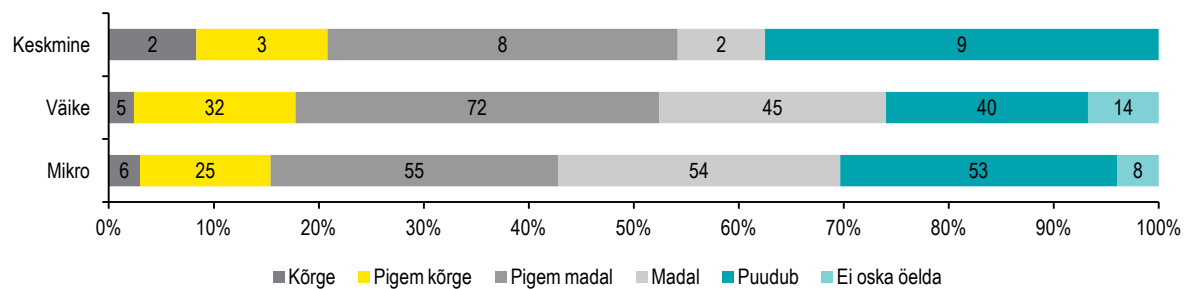
Joonis 1.3.2. Ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu arengufaaside lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



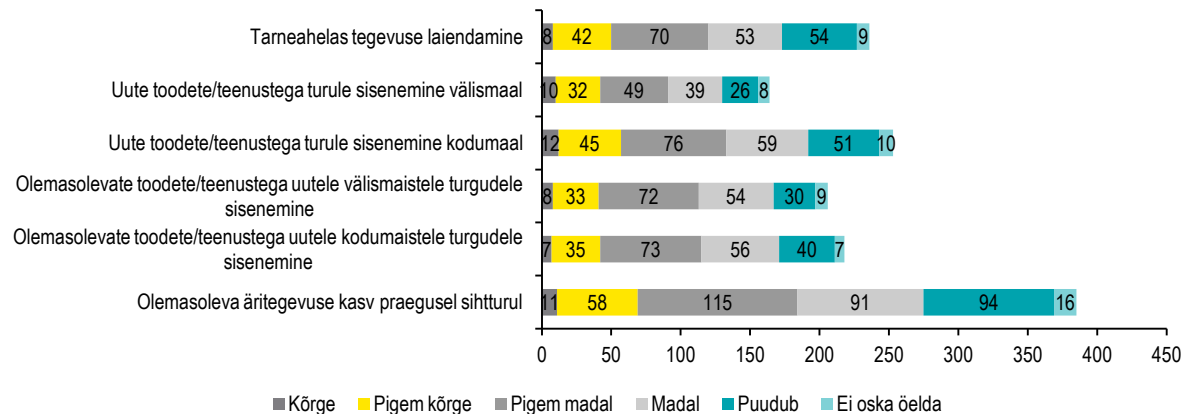
Joonis 1.3.3. Ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute vastu tegevusalade lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



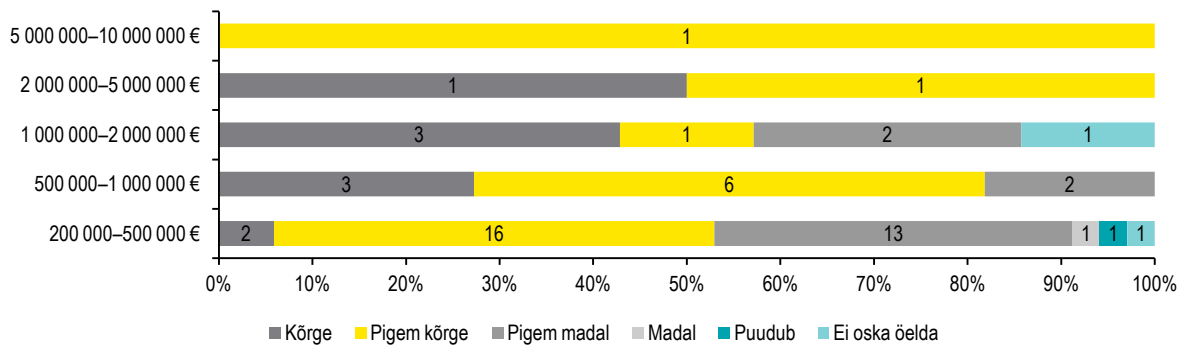
Joonis 1.3.4. Ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu ettevõtete suuruse (töötajate arv) lõikes (n=434)



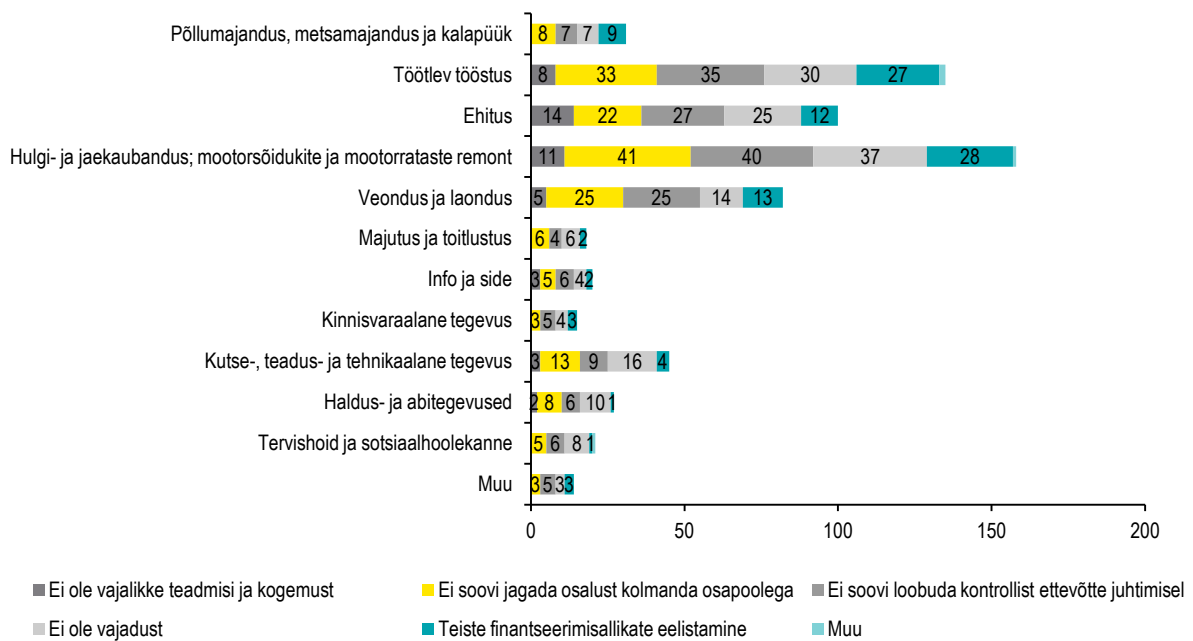
Joonis 1.3.5. Ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu lähtudes ettevõtte kasvuvõimaluste valdkondadest (n=434)



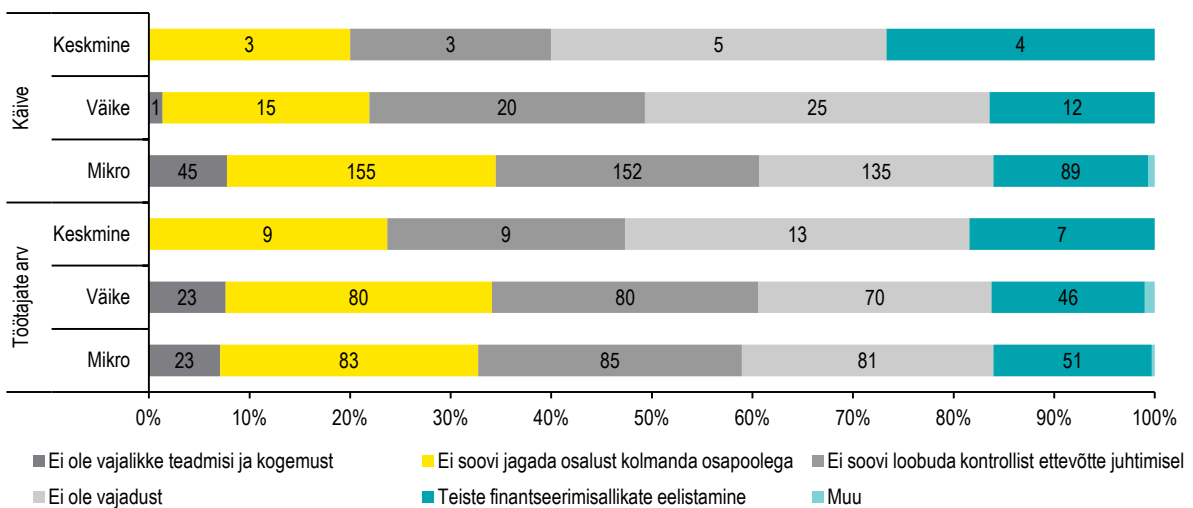
Joonis 1.3.6. Ettevõtete huvi omakapitaliinvesteeringute kaasamise vastu lähtudes vajamineva summa suurusest (n=58)



Joonis 1.3.7. Omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi puudumise põhjused tegevusalade lõikes (n=376)

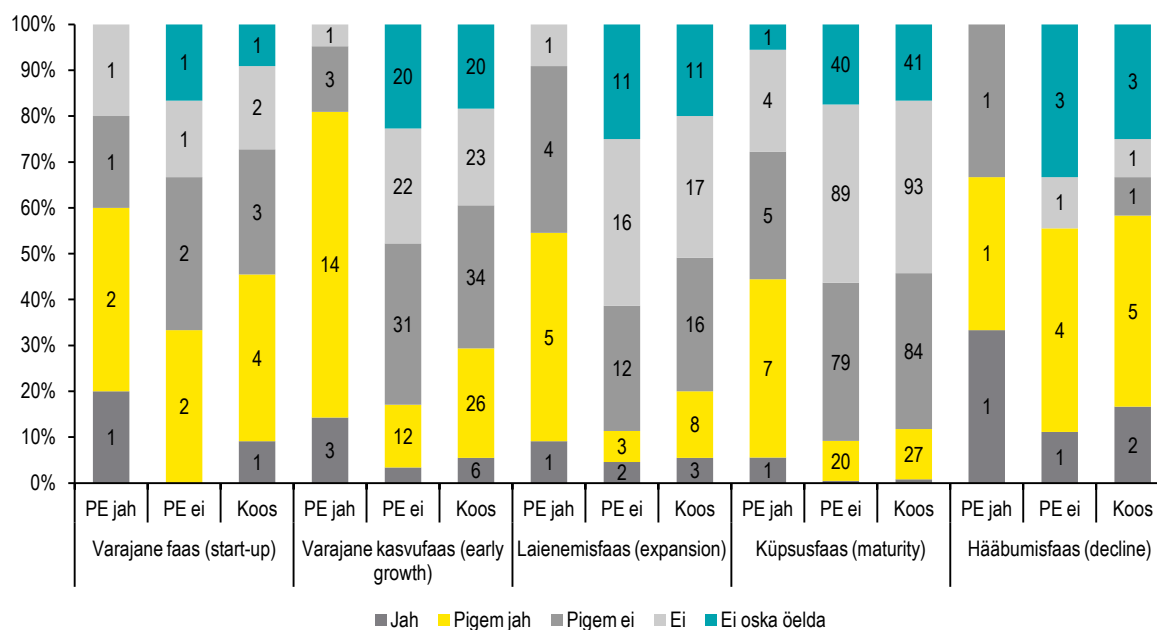


Joonis 1.3.8. Omakapitaliinvesteeringute kaasamise huvi puudumise põhjused ettevõtete suuruse lõikes (n=376)

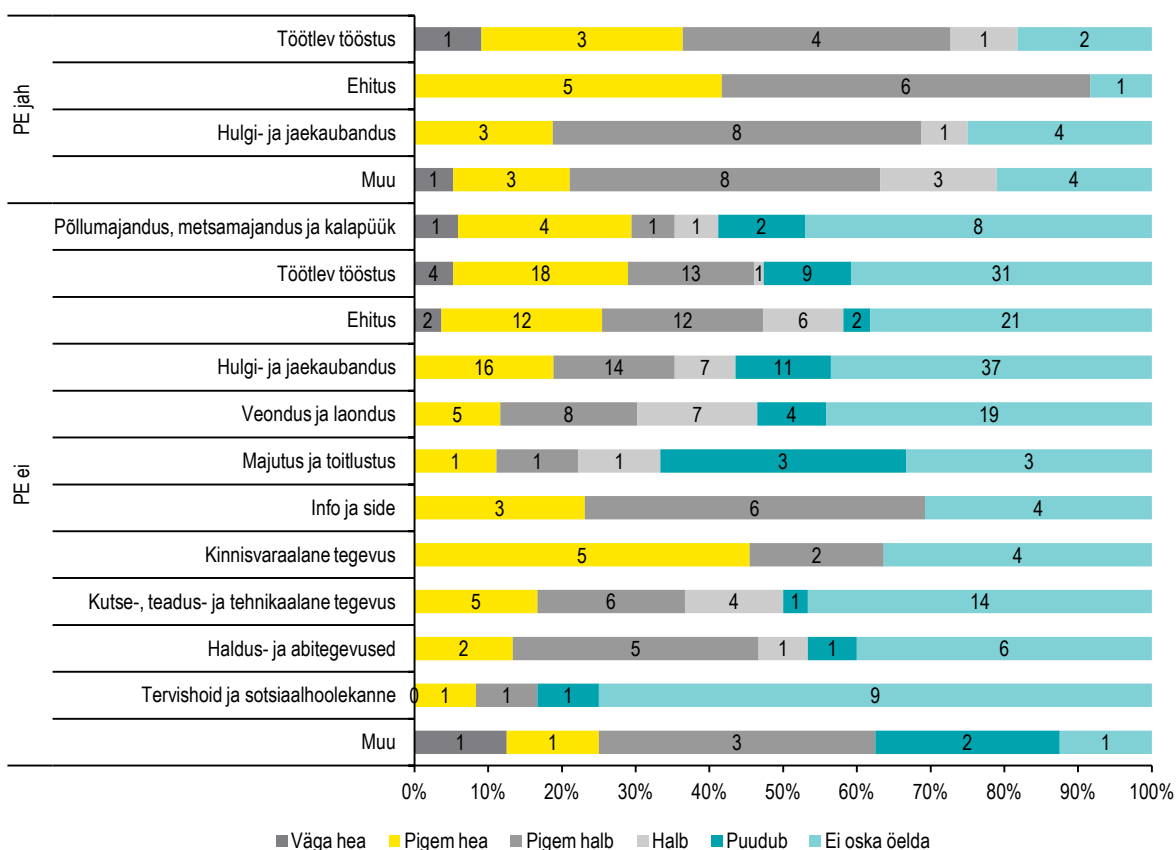


4. Ligipääs

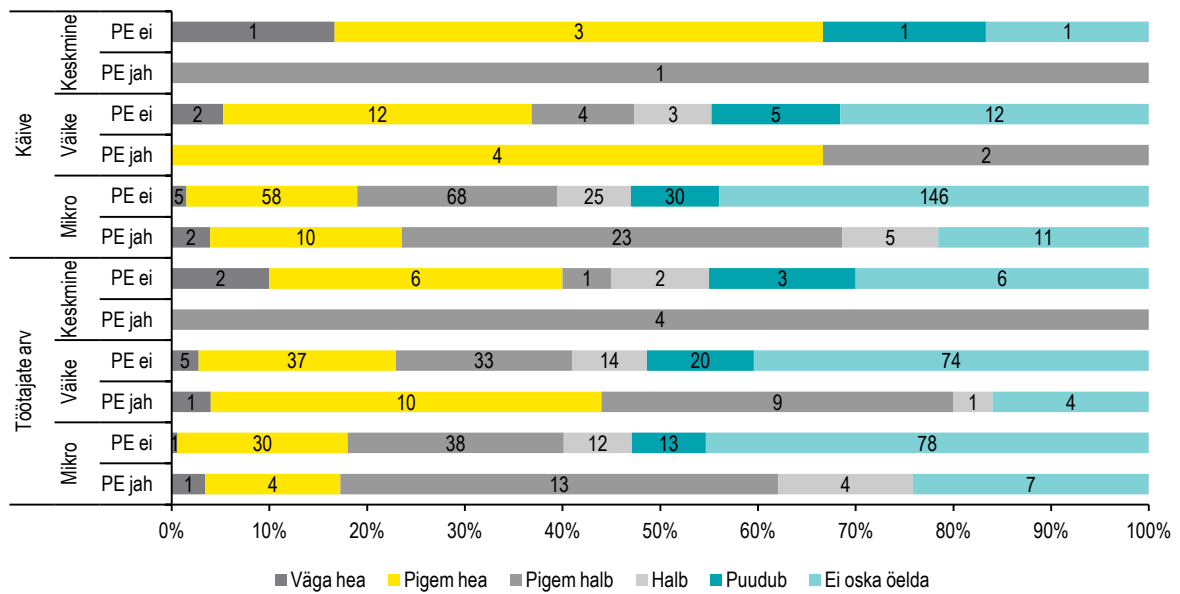
Joonis 1.4.1. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele arengufaaside lõikes (n=434)



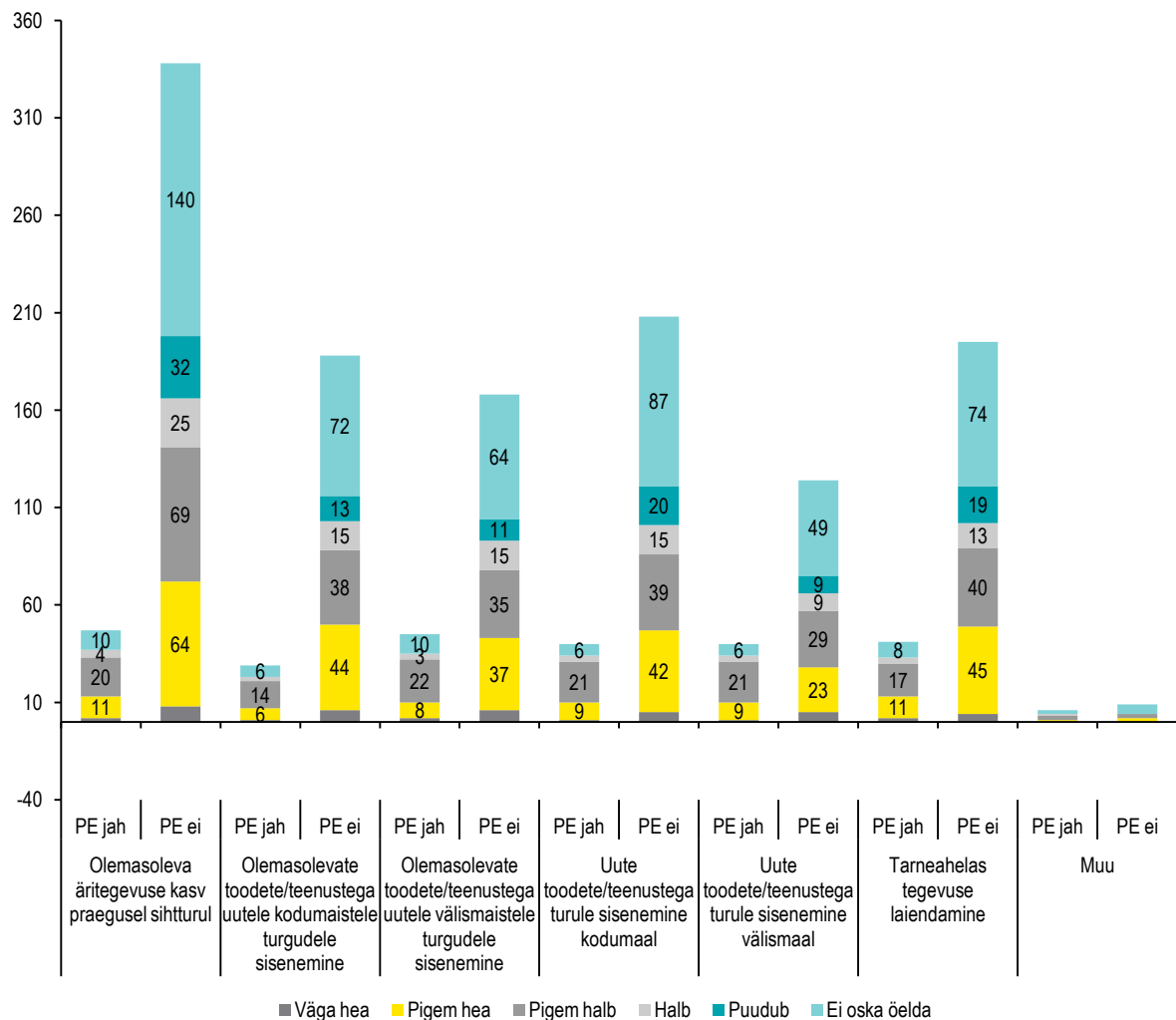
Joonis 1.4.2. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele tegevusalade lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



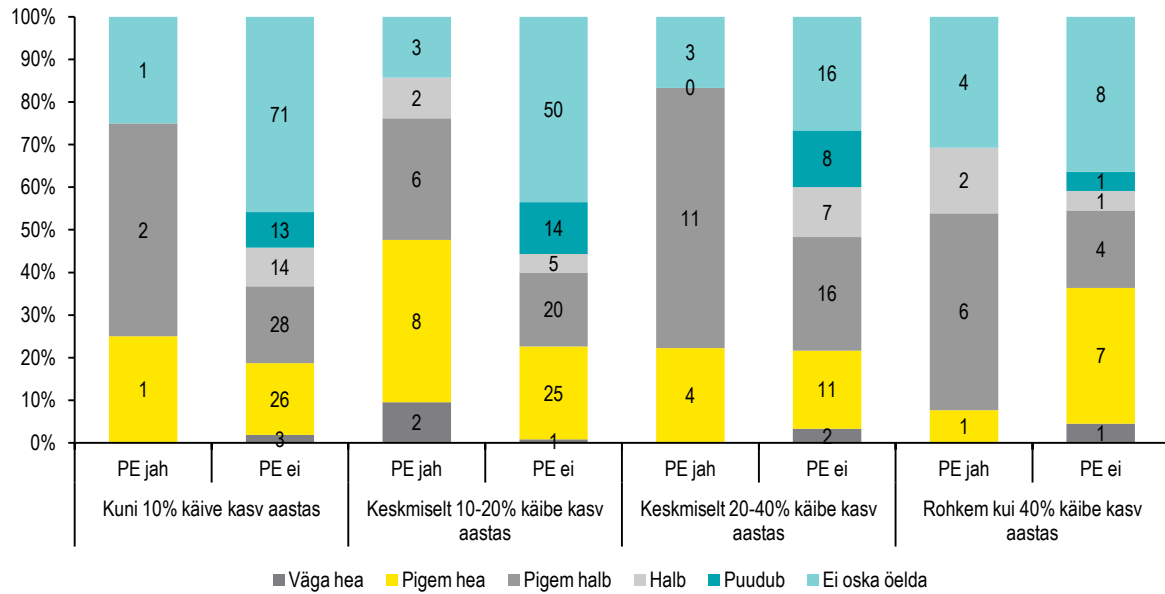
Joonis 1.4.3. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele ettevõtte suuruse lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasvad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



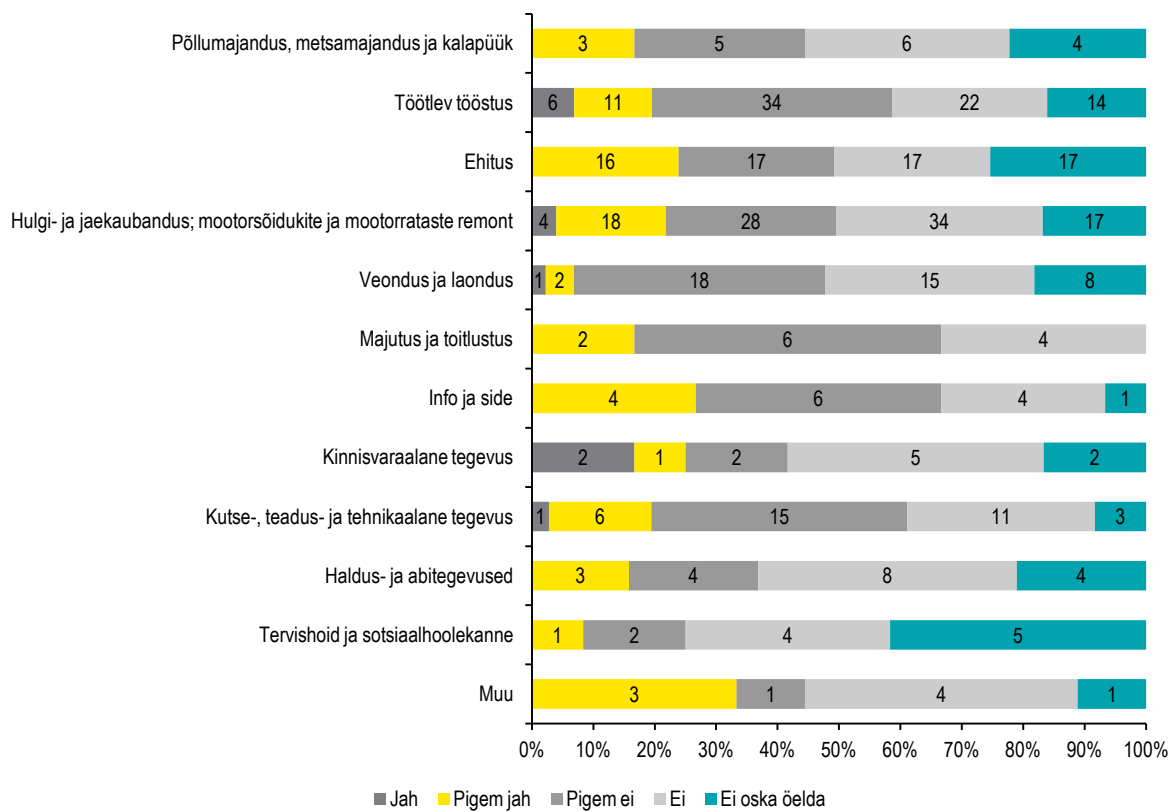
Joonis 1.4.4. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele kasvuvõimaluste tüüpide lõikes (n=482)(potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasvad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



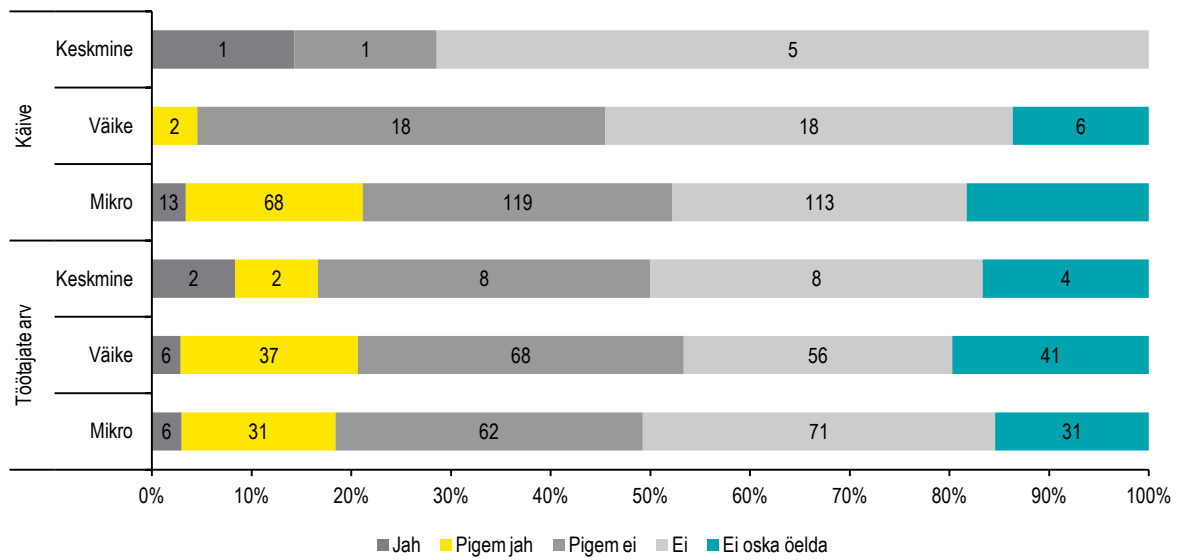
Joonis 1.4.5. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringute kättesaadavusele kasvuvõimaluste realiseerimisel prognoositava käibe kasvu lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



Joonis 1.4.6. Hinnang puudulikule omakapitaliinvesteeringute ligipääsu takistavale mõjule ettevõtte kasvamisel ja arendamisel tegevusalade lõikes (n=434)

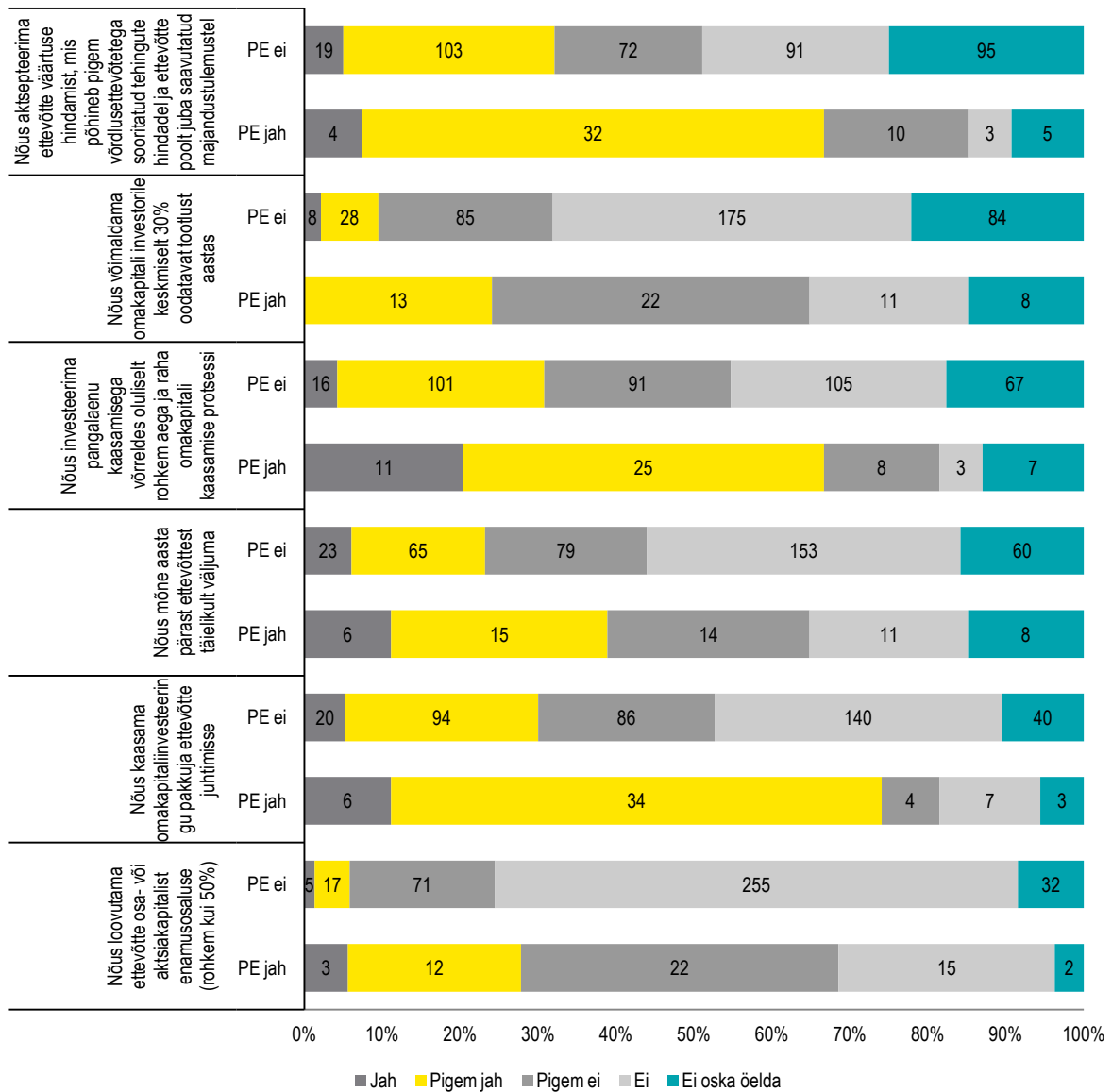


Joonis 1.4.7. Hinnang puudulikule omakapitaliinvesteeringute ligipääsu takistavale mõjule ettevõtte kasvamisel ja arendamisel ettevõtte suuruse lõikes (434)

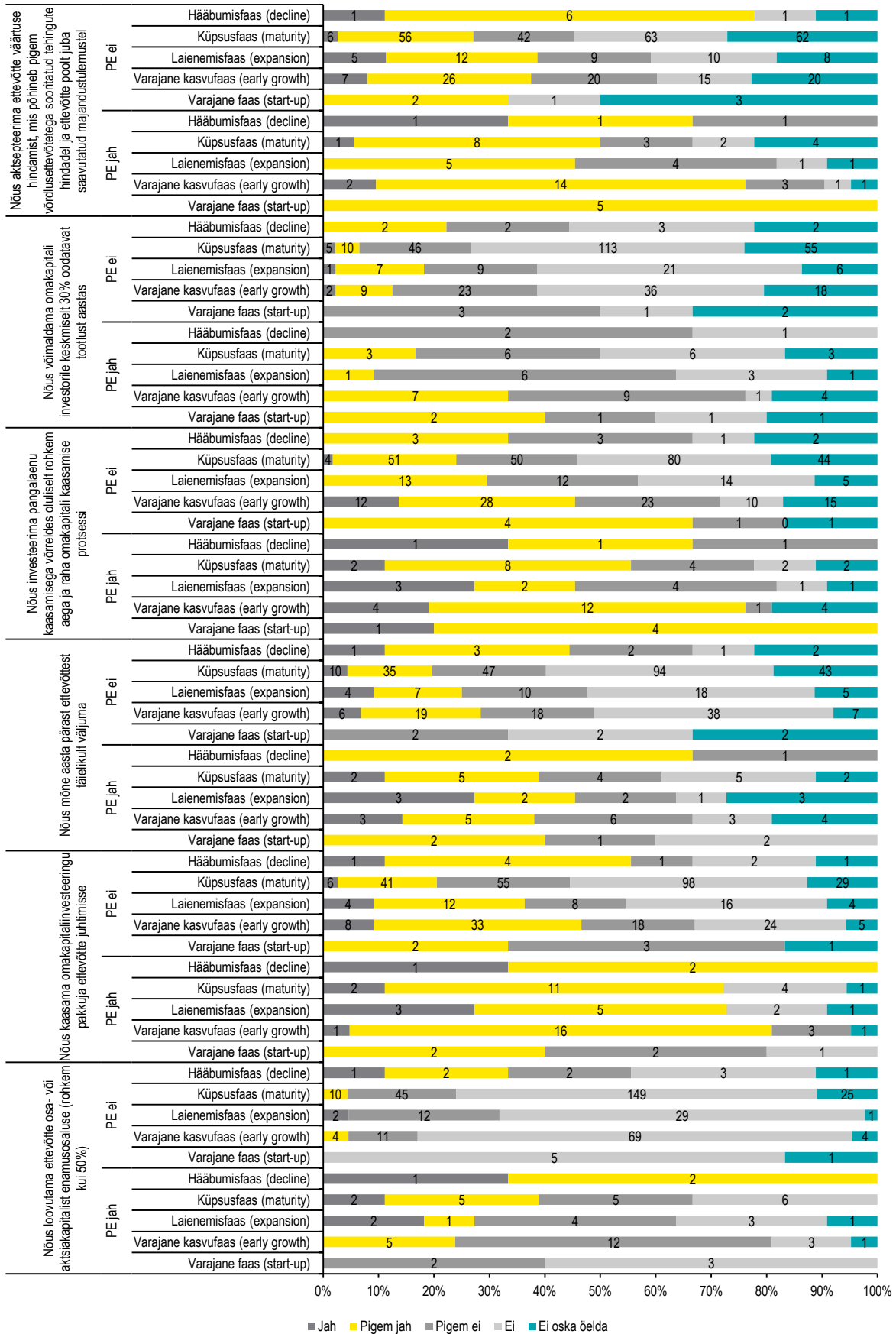


5. Tingimused

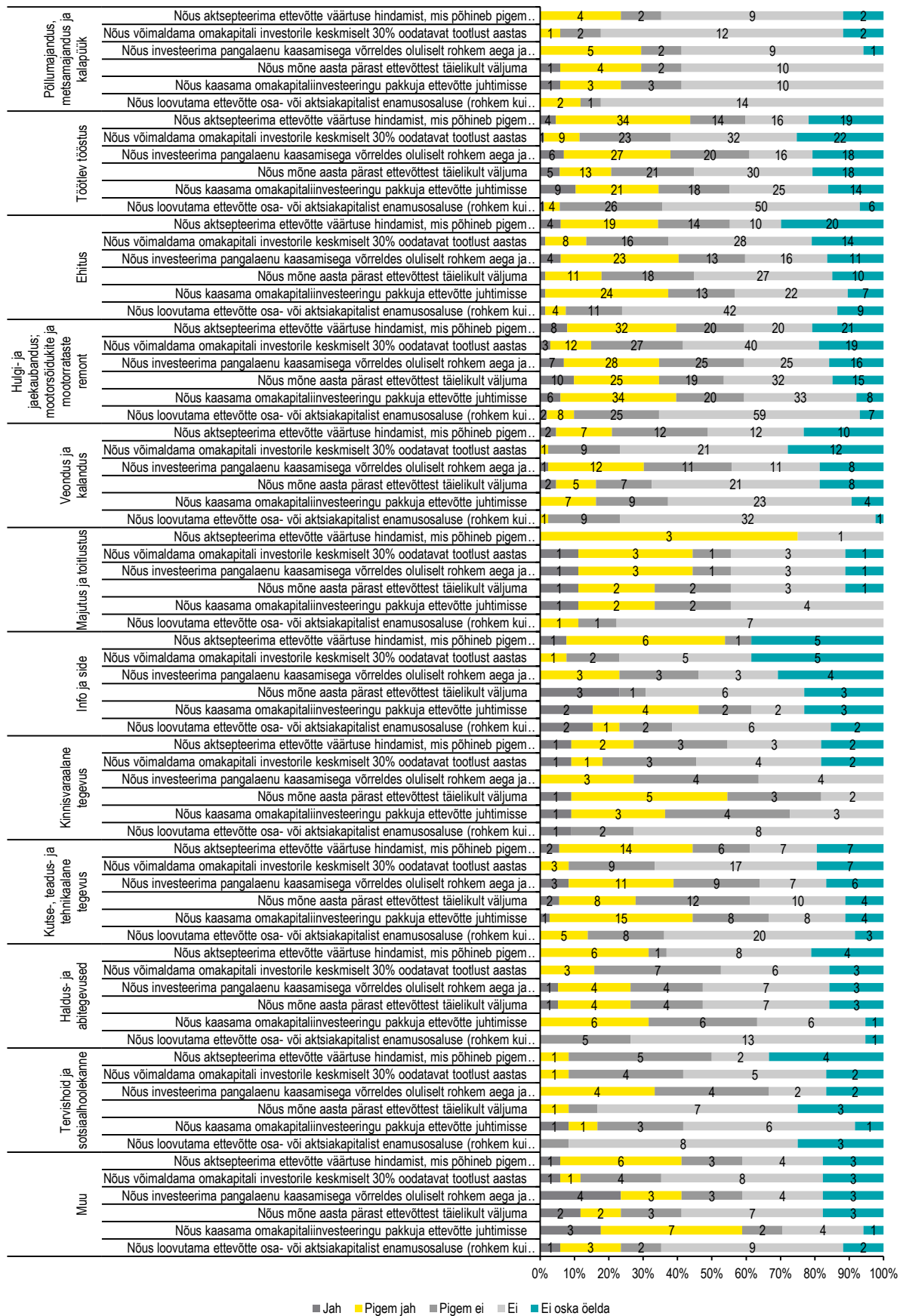
Joonis 1.5.1. Ettevõtete avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



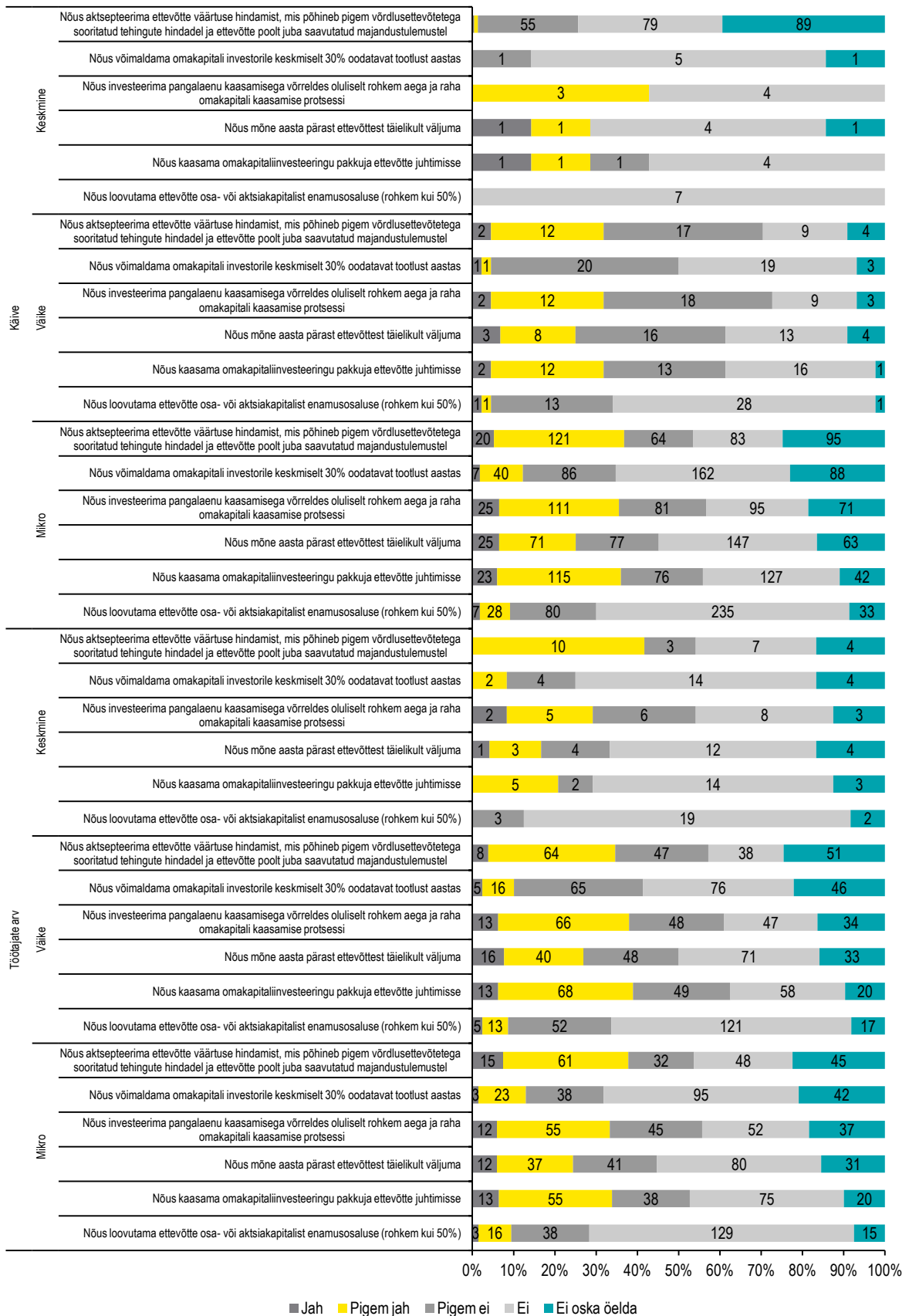
Joonis 1.5.2. Ettevõtete avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele arengufaaside lõikes (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



Joonis 1.5.3. Ettevõtete avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele tegevusalade lõikes (n=434)

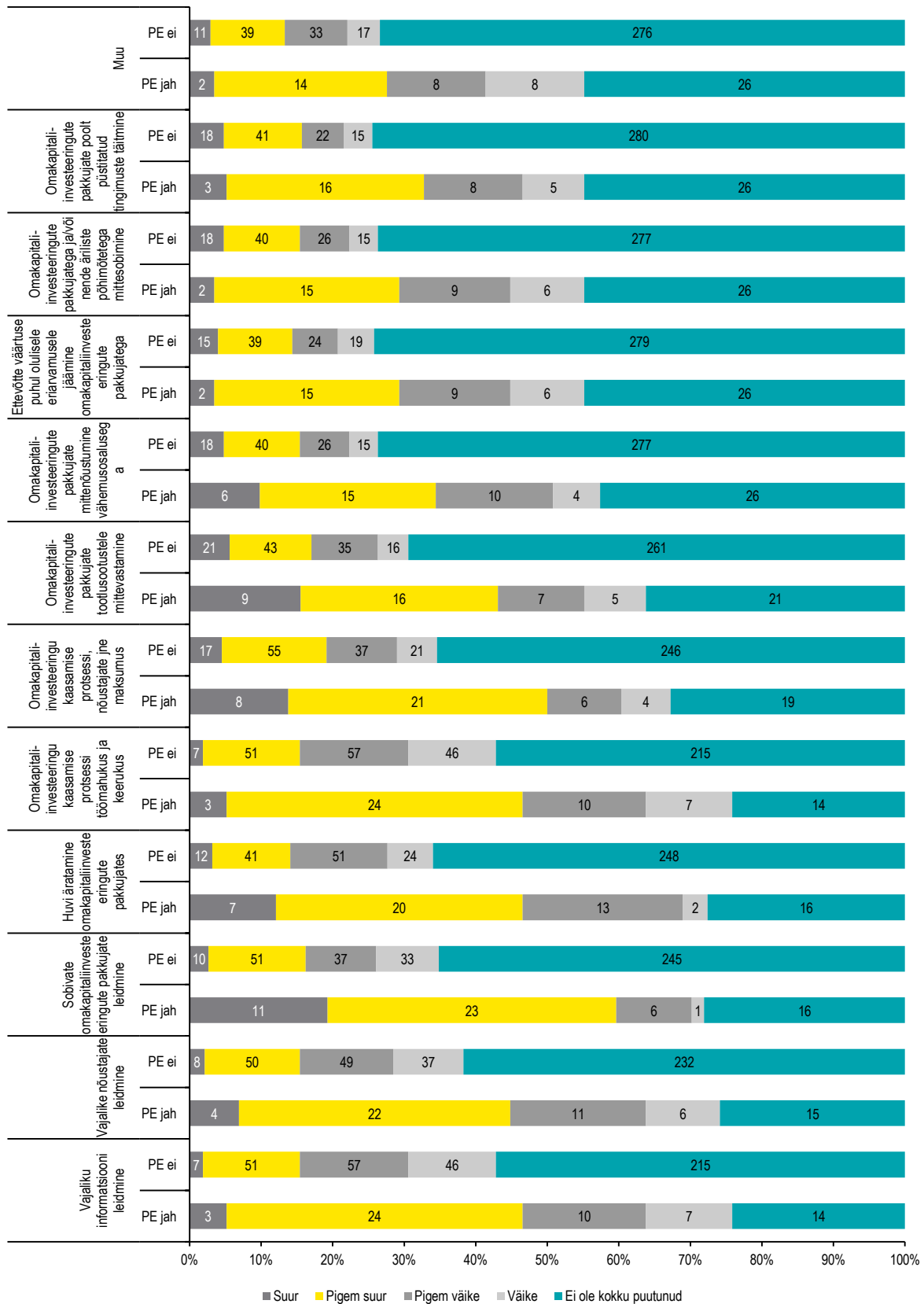


Joonis 1.5.4. Ettevõtete avatus omakapitaliinvesteeringute kaasamise tingimustele ettevõtte suuruse lõikes (n=434)

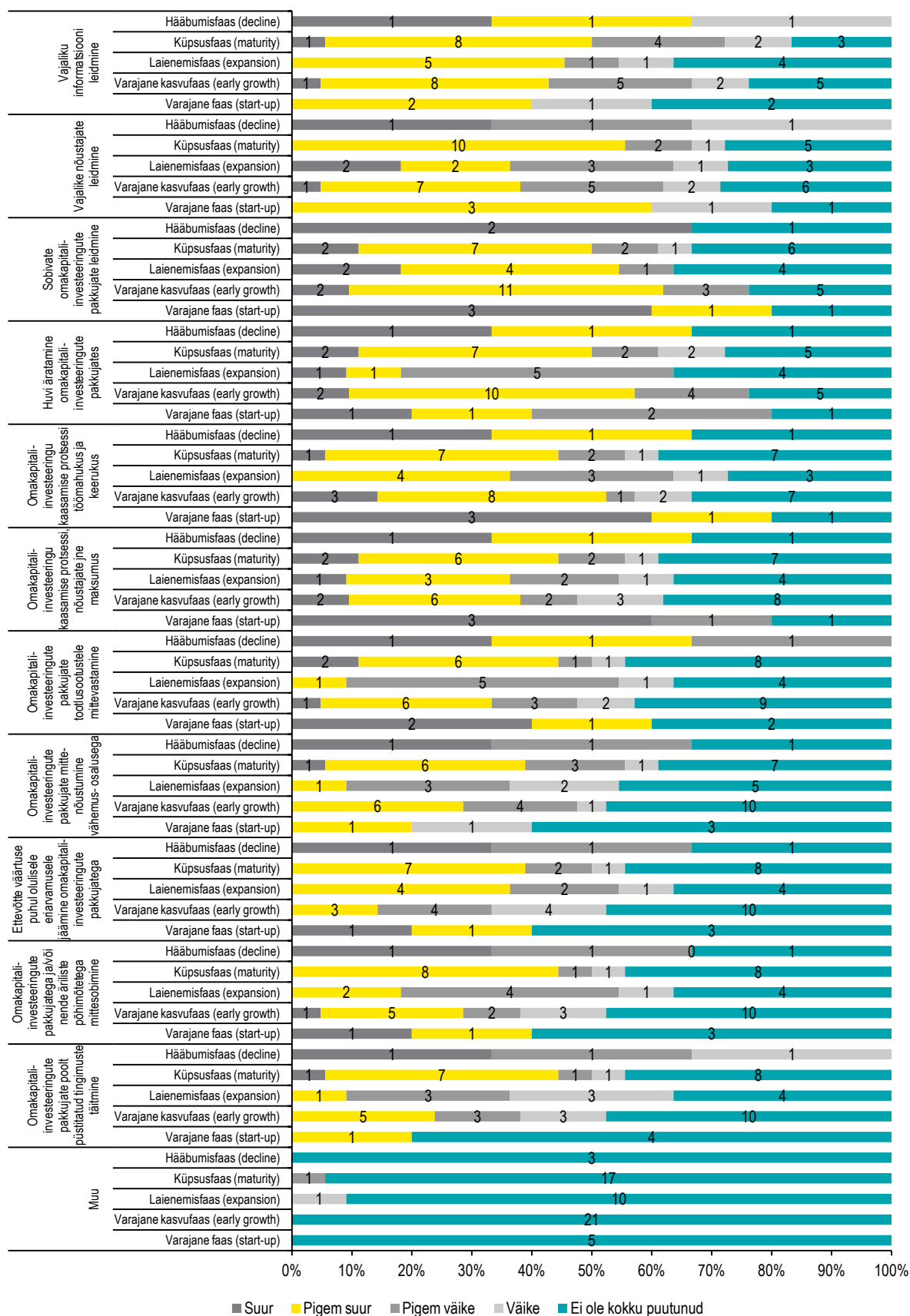


6. Probleemid

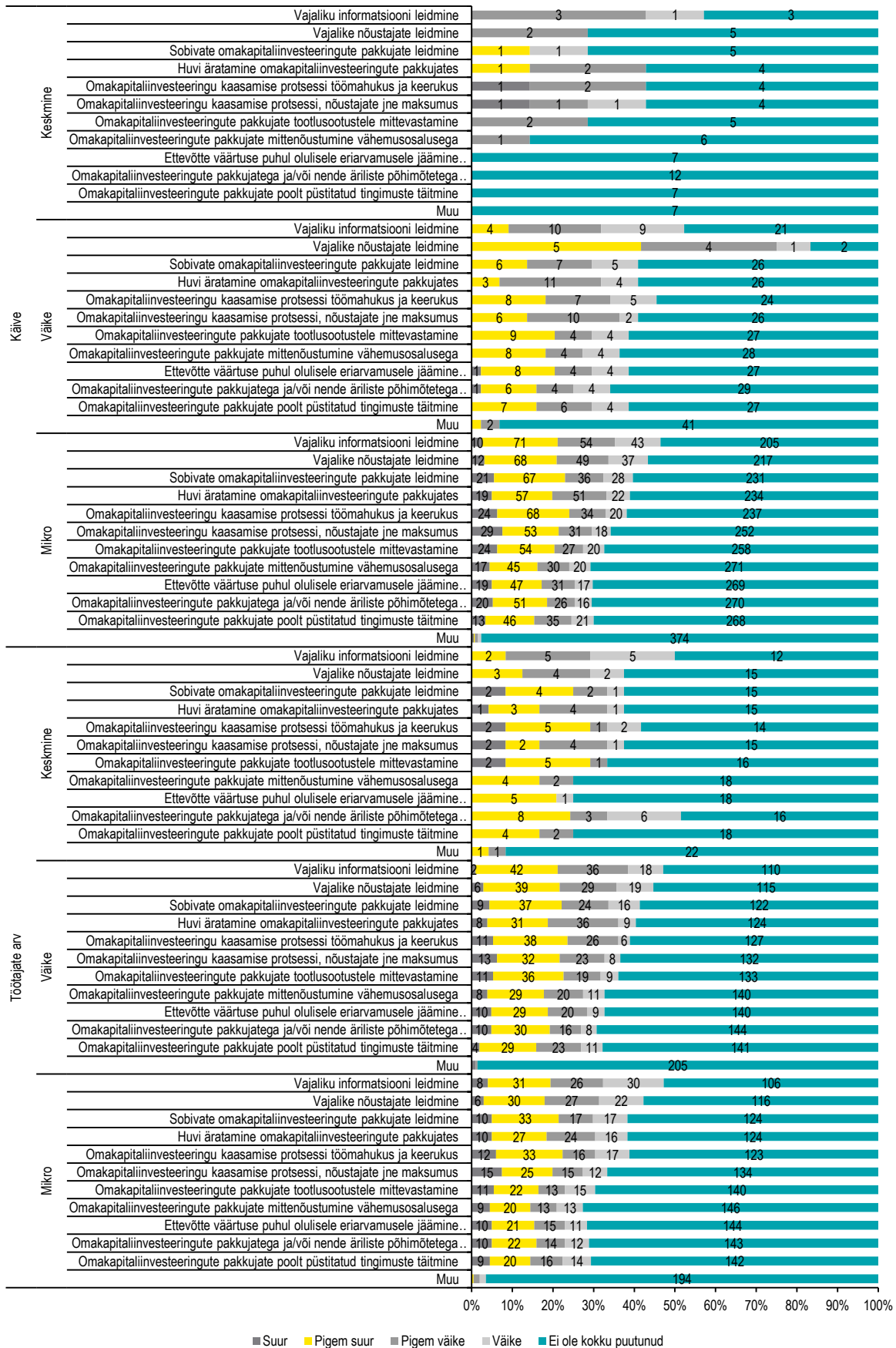
Joonis 1.6.1. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringutega seonduvatele probleemidele (potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavad ja mittekaasavad ettevõtted), (n=434)



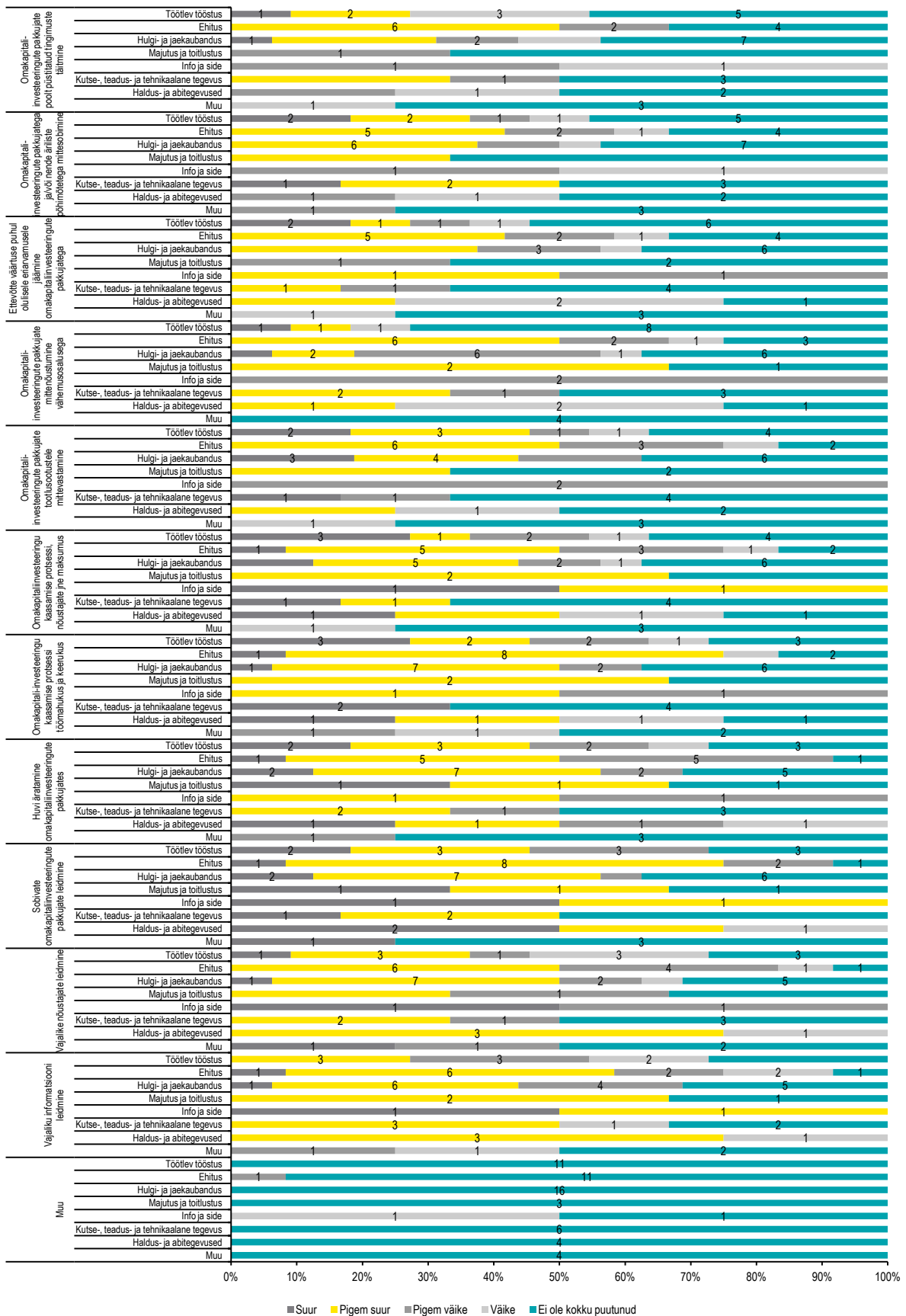
Joonis 1.6.2. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringutega seonduvatele probleemidele arengufaaside lõikes (n=58)



Joonis 1.6.3. Ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringutega seonduvatele probleemidele ettevõtte suuruse lõikes (n=434)

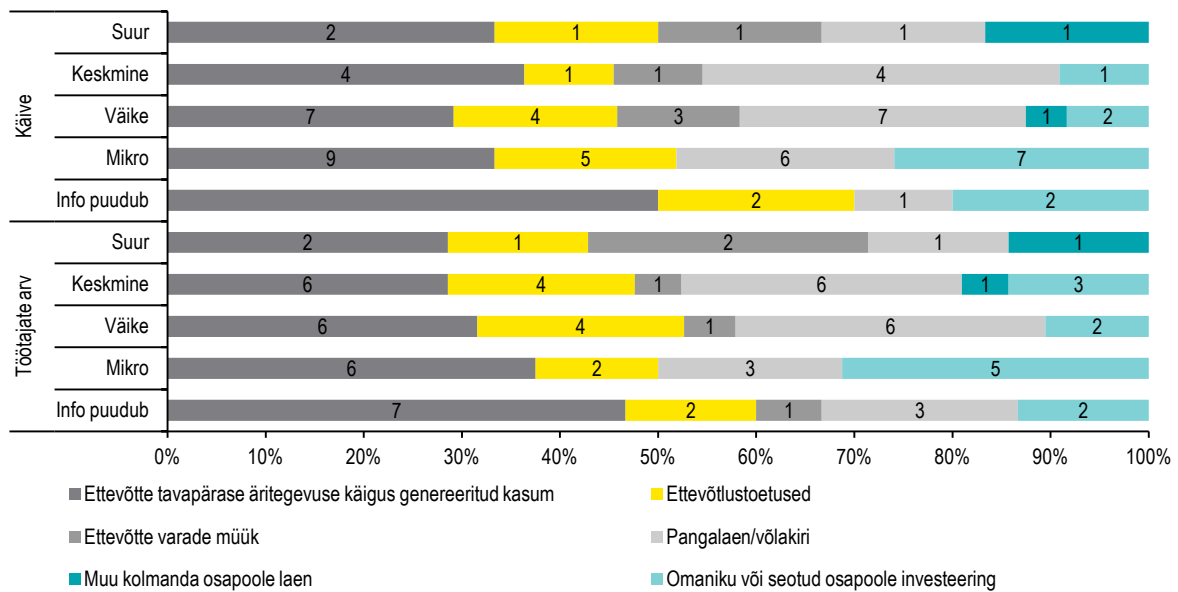


Joonis 1.6.4. Potentsiaalselt omakapitaliinvesteeringuid kaasavate ettevõtete hinnang omakapitaliinvesteeringutega seonduvatele probleemidele tegevusalade lõikes (n=58)

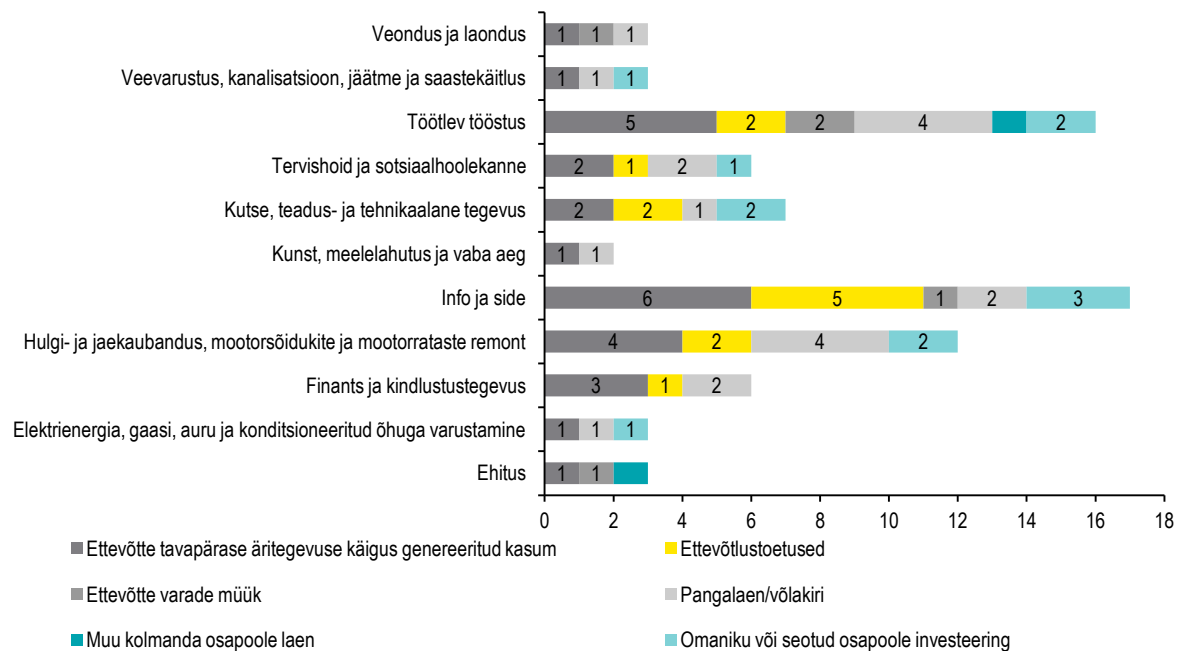


2. Kapitali kaasanud

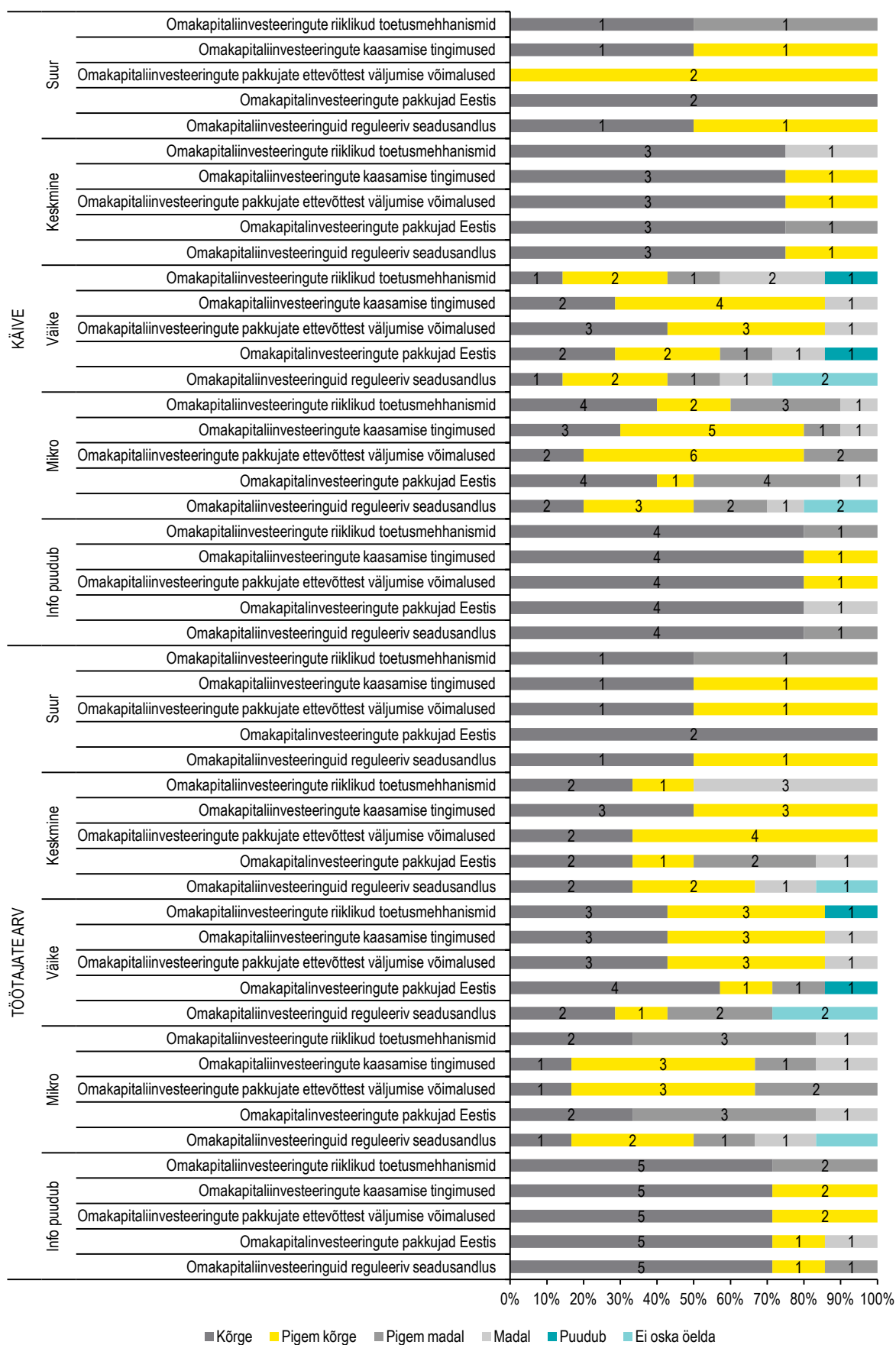
Joonis 2.7.1. Kasvuvõimaluste realiseerimiseks kasutatud finantseerimisvahendid ettevõtte suuruse lõikes (n=28)



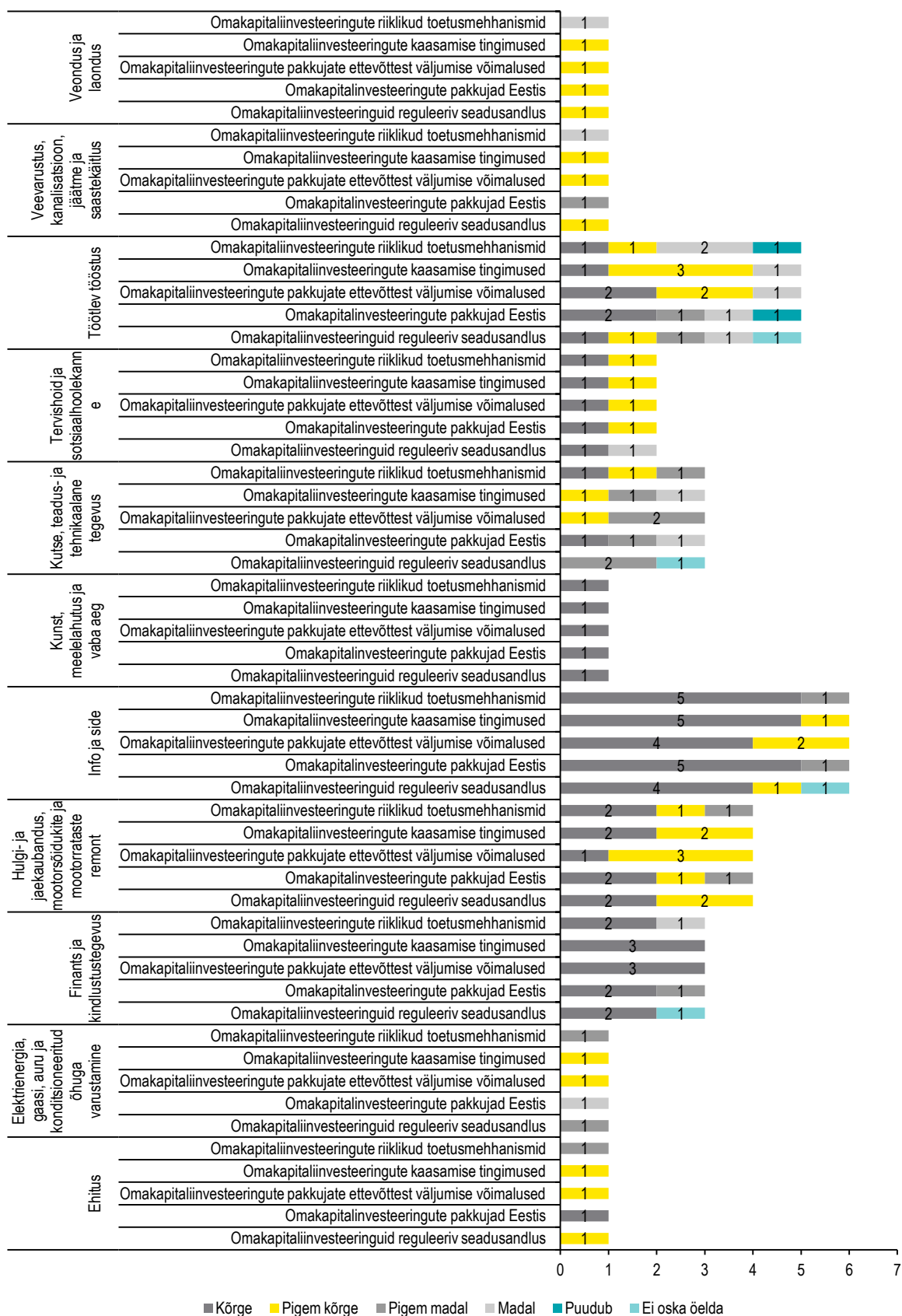
Joonis 2.7.2. Kasvuvõimaluste realiseerimiseks kasutatud finantseerimisvahendid tegevusalade lõikes (n=28)



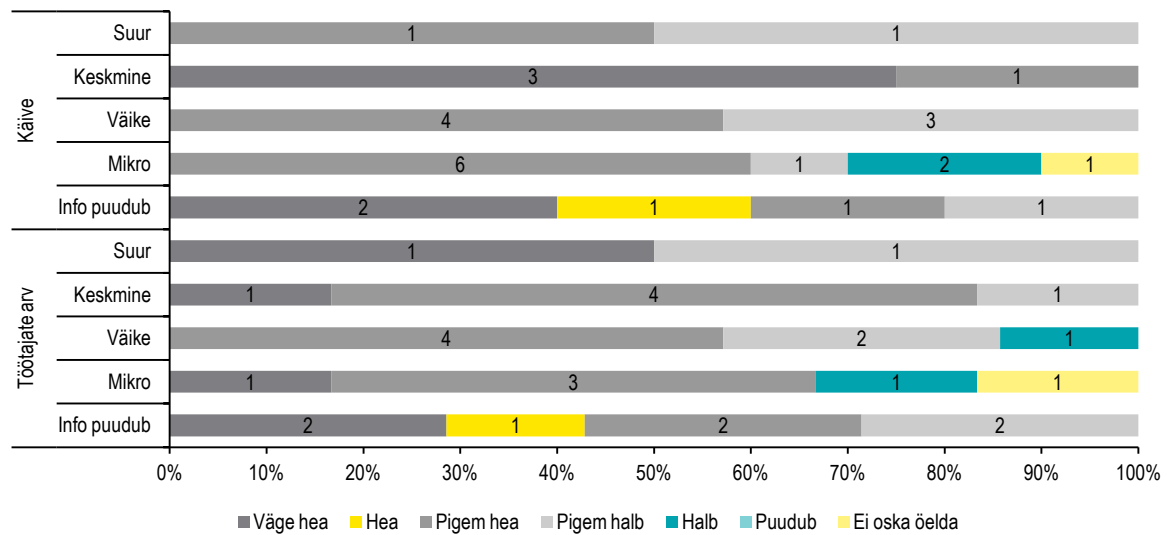
Joonis 2.7.3. Kapitali kaasanud ettevõtete teadlikkus ettevõtte suuruse lõikes (n=28)



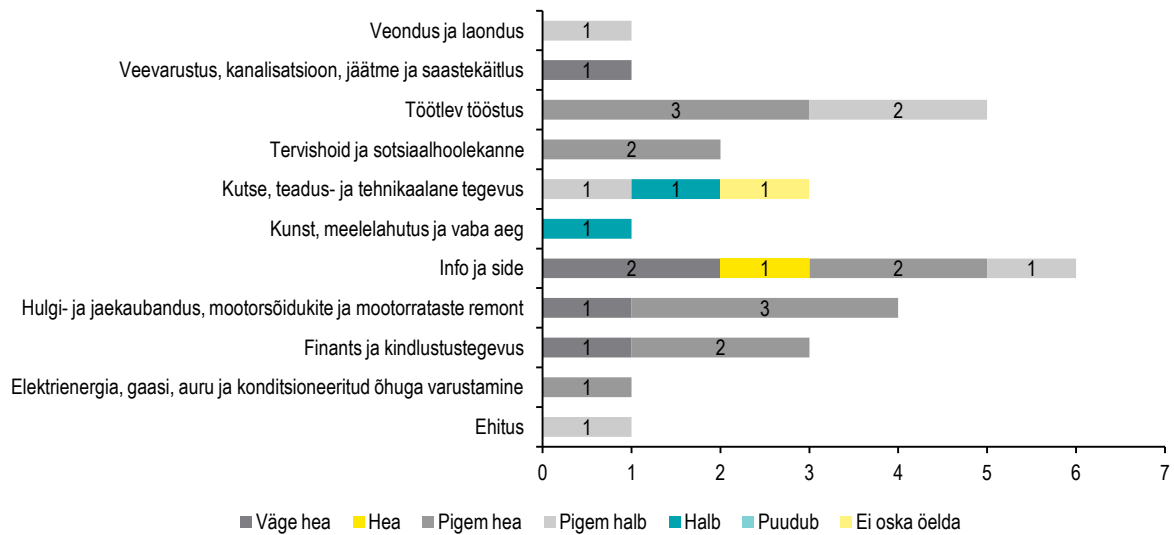
Noonis 2.7.4. Kapitali kaasanud ettevõtete teadlikkus tegevusalade lõikes (n=28)



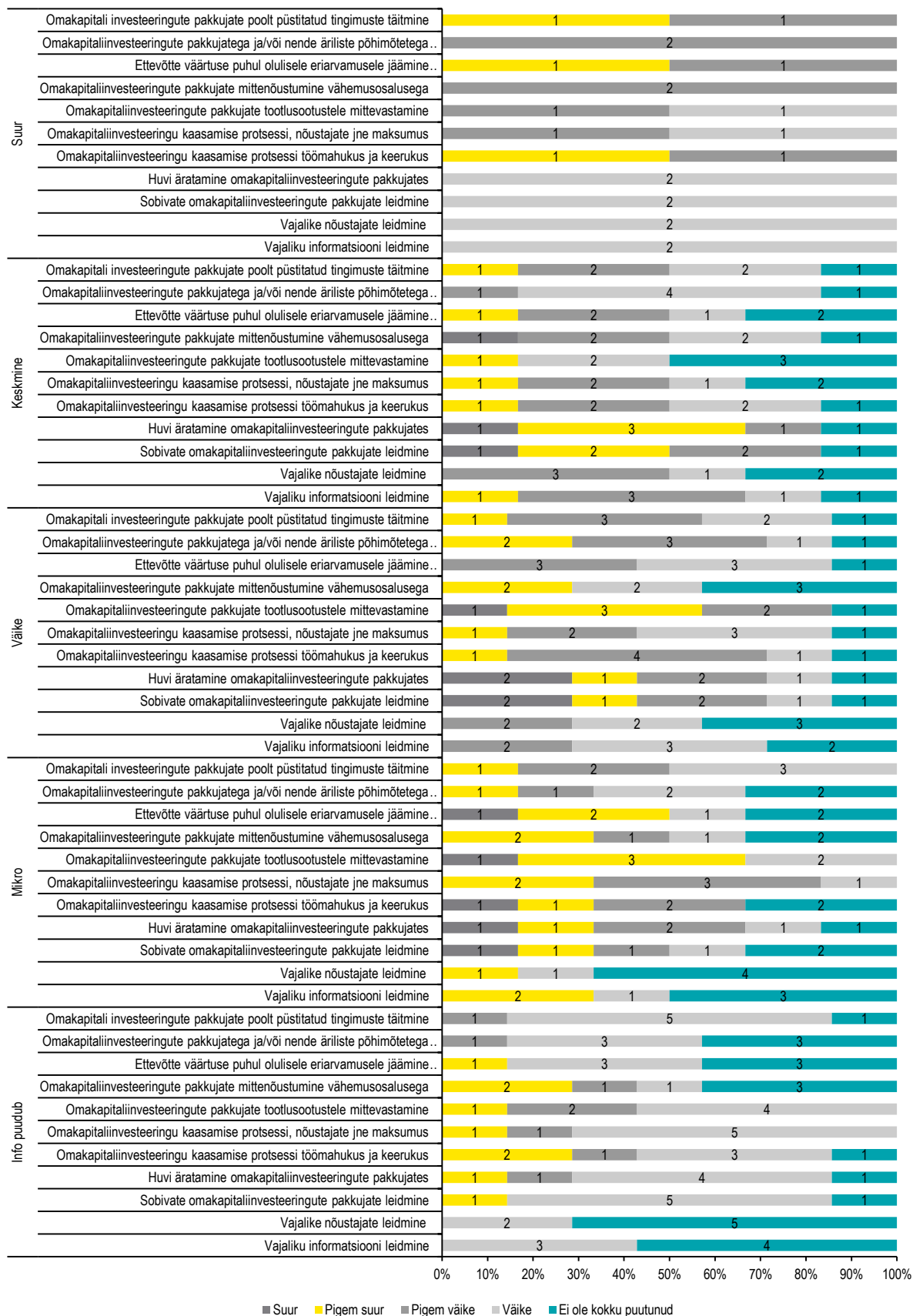
Joonis 2.7.5. Kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang ettevõtte praeguste omakapitaliinvesteeringute liigipääsuvõimalustele ettevõtte suuruse lõikes (n=28)



Joonis 2.7.6. Kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang ettevõtte praeguste omakapitaliinvesteeringute liigipääsuvõimalustele tegevusalade lõikes (n=28)



Joonis 2.7.7. Kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang omakapitaliinvesteeringute kaasamisel esinenud probleemidele ettevõtte suuruse (töötajate) arv lõikes (n=28)



Joonis 2.7.8. Kapitali kaasanud ettevõtjate hinnang omakapitaliinvesteeringute kaasamisel esinenud probleemidele ettevõtte suuruse (käive) lõikes (n=28)

