

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Virgo Süsi

ÄRIINGLITE INVESTEERIMISPROTSESS EESTI NÄITEL

Magistritöö

Juhendaja: dots. Priit Sander

Tartu 2015

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “ 2015.a.

Rahanduse ja majandusarvestuse õppetooli juhataja

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

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

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	4
1 ÄRIINGLITE INVESTEERIMISPROTSESS: TEOREETILINE RAAMISTIK.....	8
1.1 Äriinglite määratlemine: peamised aspektid ja nende tähendus.....	8
1.2 Ingelinvesteeringute protsess.....	19
2 ÄRIINGLITE INVESTEERIMISPROTSESS: EMPIIRILINE ANALÜÜS EESTI NÄITEL	33
2.1 Eesti äriinglite ülevaade ja uurimismetoodika tutvustus.....	33
2.2 Eesti äriinglite investeerimisprotsessi analüüs	39
KOKKUVÕTE.....	62
VIIDATUD ALLIKAD	65
LISA 1. Pool-struktureeritud intervjuu küsimustik.....	71
SUMMARY	73

SISSEJUHATUS

Mõiste “äriingel” tuleb 19. sajandi Broadwaylt, kus jõukad isikud hakkasid rahastama muusikale ning teatrietendusi. Nende investorite motivatsiooniks oli lisaks finantstulule ka nende armastus teatrikunsti vastu ning võimalus kohtuda kuulsate näitlejate ja kirjanikega (Ramadani 2009: 249). Tänapäevases tähenduses võttis termini äriingel kasutusele 1983. aastal professor William Wetzel Jr (Van Osnabrugge 1998: 52).

Äriinglid on idufirmade jaoks üks esmaseid finantseerimisallikaid. Lisaks rahale toetavad nad ettevõtjaid oma kogemuste ja võrgustikuga ning on seega üks oluline lüli ettevõtluse arengus. Hoolimata oma olulisusest on äriingleid suhteliselt vähe uuritud. Wong *et al.* (2009: 229) on leidnud, et äriinglite poolne rahastamine on praktikas üks levinumaid, kuid samas üks vähim uuritud alustavate ettevõtete finantseerimisviise. Mason (2005: 2) juhib tähelepanu, et enne 1980ndaid olid äriinglid tundmatud nii uurijatele kui poliitikakujundajatele. Alates sellest ajast on äriinglite uuringud eraldiseisva teemana levima hakanud. Niinimetatud esimese generatsiooni uuringud keskendusid äriinglite lahtimõtestamisele – inglite hoiakud, käitumine ja karakteristikud. Teise generatsiooni uurimistööd keskenduvad inglite investeerimisprotsessi analüüsimisele. Shane (2012: 1) toob välja, et uuringute üheks keerukuseks on olnud asjaolu, et äriinglid on üksikisikud, kes ei moodusta tuntud populatsiooni, mistõttu tuginevad uurinud mugavusvalikutel (*convenience samples*) ega pruugi olla representatiivsed. Inglise anonüümsuse tõttu on statistiliselt pädevaid üldistusi praktiliselt võimatu teha (Hindle, Rushworth 1999: 1). Prohorovs ja Fainglozs (2014: 89) lisavad, et probleemiks on ka asjaolu, et kasutusel on erinevad äriinglite definitsioonid, mistõttu uuringutest tulenevad andmed ei pruugi olla võrreldavad.

Autorile teadaolevalt puuduvad varasemad uuringud Eesti äriinglitest. Käesolev magistr töö soovib seda tühimikku täita ning anda oma panuse nn teise generatsiooni äriinglite uuringutesse, analüüsides Eesti äriinglite investeerimisprotsessi. Kuna

tegemist on Eestis esimese selle valdkonna uuringuga, siis keskendub magistritöö ingelinvesteeringute “suure pildi” loomisele, kogudes Eesti äriinglite mõtteid, kogemusi ja tähelepanekuid ning esitades neid süstematiseeritult investeerimisprotsessi vaates. Autor loodab, et selline uurivat (*exploratory*) tüüpi magistritöö loob muuhulgas väärt aluse edaspidisteks uuringuteks, mis keskenduks konkreetsematele detailidele inglite olemuse ning tegevuse mõistmisel.

Magistritöö eesmärk on välja selgitada Eesti äriinglite investeerimisprotsess, vaadeldes seda just äriinglite seisukohast. Eesmärgi täitmiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- 1) defineerida äriingli mõiste;
- 2) anda teoreetilise kirjanduse ja varasemate uuringute põhjal ülevaade äriinglite investeerimisprotsessist;
- 3) anda ülevaade Eesti äriinglitest;
- 4) viia läbi pool-struktureeritud intervjuud Eesti äriinglitega;
- 5) analüüsida intervjuude põhjal Eesti äriinglite investeerimisprotsessi võrdluses teoreetilises kirjanduses ja varasemates uuringutes esitatuga.

Magistritöö on jaotatud kaheks osaks: teoreetiliseks ja empiiriliseks. Teoreetilise osa esimene alapeatükk loob konteksti ingelinvesteeringute protsessi mõistmiseks. Selleks võrreldakse kirjanduses pakutud erinevaid äriingli definitsioone, tuuakse välja nende erinevused ning ühisosa. Samuti kirjutatakse lahti olulisemad märksõnad, mis avavad äriinglite eesmärkide ja tegevuse, aga ka piirangute erinevad tahud. Selline ülevaade loob konteksti, milles äriinglid tegutsevad, ning aitab paremini mõista äriinglite tegevusi ja valikuid investeerimisprotsessis, mida käsitletakse teoreetilise osa teises alapeatükis. Investeerimisprotsessi analüüsi alapeatükis jagatakse protsess kõigepealt loogilisteks etappideks ning seejärel antakse kirjanduse baasil ülevaade iga faasi tavapäraest eesmärkidest, tegevustest ja tulemustest. Alapeatükk lõpeb kokkuvõttega, kus tuuakse ülevaatlikult välja seosed äriinglite konteksti ning investeerimisprotsessi vahel.

Teoreetiline osa tugineb peamiselt teadusartiklitele, olulisemate autoritena võib nimetada Colin M. Mason, Richard T. Harrison, Donald J. Smith, Mark S. van

Osnabrugge ja Tiago Botelho. Lisaks artiklitele on kasutatud varasemaid doktoritöid, näiteks Jaime Argerich (Universitat de Barcelona), Tom Lahti (Hanken School of Economics) ja Andreas Fili (KTH Royal Institute of Technology), ning praktiseerivate äriinglite mõtteid, näiteks Basil Peters ja Ron Conway.

Empiiriline osa on samuti jagatud kaheks alapeatükiks. Neist esimene annab ülevaate Eesti äriinglite maastikust tuginedes Estonian Business Angels Network (EstBAN) andmetele ning tutvustab empiirilise uuringu metoodikat ja põhjendab tehtud valikuid. Teine alapeatükk analüüsib uuringu tulemusi ning seostab neid teoreetilises osas tutvustatud kontseptsioonide ja varasemate uuringutega.

Magistritöö üheks keerukuseks oli eestikeelse üheselt arusaadava terminoloogia puudumine mitmete mõistete puhul. Praktikas on kasutusel ingliskeelsed terminid ning intervjuude käigus märkas autor, et tihti kasutatakse ingliskeelseid mõisteid isegi nende terminite puhul, millel on eestikeelne levinud vaste olemas (näiteks *valuation* väärtuse asemel või *founder* asutaja asemel). Eriti on eestikeelse terminoloogia puudulikkus näha tehingu sulgemise faasis, kus lepingud tehakse tavaliselt inglise keeles isegi siis, kui kõik lepingu osapooled on eestlased. Seda tingib asjaolu, et mitmetel tüüpilistel levinud tehingutingimustel on investeerimisvaldkonna osaliste hulgas selged ingliskeelsed terminid olemas, kuid eesti keeles neil vaste puudub (nt *tag-along*, *drag-along*, *full ratchet* jne). Autor on käesolevas töös püüdnud kasutada eestikeelseid termineid ning vajadusel lisanud selguse huvides sulgudes ingliskeelse mõiste.

Autor usub, et magistritöö on väärtuslik vähemalt neljale sihtgrupile. Esiteks, olles esimene uuring Eesti äriinglitest, loob magistritöö teadlastele ja teistele akadeemiliste uurimistöde tegijatele aluse ja esmase raamistiku edasisteks uuringuteks selles valdkonnas. Teiseks, analüüs võiks olla huvipakkuv inimestele, kes kaaluvad äriinglina tegutsema hakkamist, ning ka juba tegutsevatele inglitele. Alles plaani pidavatele inimestele annab magistritöö süsteemse ülevaate äriinglite tegevusest, riskidest ja valdkonna toimimisloogikast nii teoreetilises kui praktilises plaanis, mis võimaldab neil kaalutletumalt teha otsuseid, kas äriinglina tegutsemine oleks nende jaoks sobiv. Praktilise kogemusega inglite jaoks võib olla kasulik lugemine just töö teoreetiline osa, mis võib neil aidata oma isiklike kogemusi ja tähelepanekuid võrrelda uuringutes leitud ning seeläbi leida isiklikele arvamustele kinnitust või avastada uusi vaatenurki.

Kolmandaks, magistritöö võimaldab ettevõtjatel, kes soovivad saada äriinglite poolt finantseeritud, paremini mõista äriingleid, nende eesmärke, võimalusi, piiranguid ning investeerimisprotsessi ülesehitust. Parem arusaam äriinglitest võimaldab ettevõtjatel paremini planeerida ingelinvestori kaasamist oma ettevõttesse. Neljandaks, poliitikakujundusega tegelevate isikute (poliitikud ja ametnikud) jaoks tõstatab töö mõningaid regulatiivseid ning poliitilistest valikutest tulenevaid kitsaskohti, mis raskendavad äriinglite ning alustavate ettevõtjate tegevust Eestis. Nende probleemide teadvustamine ja lahendamine on oluline Eesti riigi jaoks, et hoida innovaatilisi ettevõtjaid ja ettevõtteid Eestis.

Tööd iseloomustavad märksõnad: äriingel, ingelinvesteeringu protsess, Eesti äriinglid, iduettevõtete finantseerimine.

1 ÄRIINGLITE INVESTEERIMISPROTSESS: TEOREETILINE RAAMISTIK

1.1 Äriinglite määratlemine: peamised aspektid ja nende tähendus

Äriinglid on idufirmade jaoks üheks esmastest välistest finantseerimisallikatest, tehes neisse investeringuid ning saades vastu osaluse rahastatud ettevõttes. Äriinglite tegevust võib seega analüüsida investeerimisprotsessi vaates. Sellist lähenemist on kasutanud paljud varasemad uuringud, nn äriinglite uuringute teine generatsioon (Mason 2005:2).

Oxford Dictionaries defineerib investeerimist (*invest*) kui raha paigutamist finants skeemidesse, aktsiatesse, varasse või äriettevõtetesse ootuses saada kasumit (www.oxforddictionaries.com) ja protsessi (*process*) kui seeriat tegevusi või etappe, mida tehakse saavutamaks mingit eesmärki (*ibid*). Seega võib investeerimisprotsessi defineerida kui rida tegevusi või etappe, mida tehakse raha paigutamiseks kasumi teenimise ootuses.

Investeeringuid on võimalik teha väga erinevatesse objektidesse (nt kinnisvara, aktsiad, võlakirjad, toorained jne), samuti on olemas erinevaid investorite tüüpe (nt pensionifondid, riskikapitalifondid, eraisikud jne). Iga investortüübi tegevuses on omad nüansid, mis eristavad neid teistest investoritest. Näiteks investeerimisfondide tegevus on reguleeritud, mis seab nende tegevusele piirangud, millega tuleb arvestada. Eraisikud seevastu on oma investeerimistegevuses vabamad, kuid investeeritavate vahendite vähesus võrreldes fondidega võib piirata kättesaadavate investeerimisobjektide tüüpe ja hulka.

Äriinglite investeerimisprotsessi mõistmiseks on seega oluline mõista äriinglite kui investorgrupi eripärasid, ehk alustada tuleb äriinglite definitsioonist. Uurides varasemat kirjandust selle valdkonna kohta, selgub, et äriinglite kohta on kasutusel mitmeid definitsioone, millel on küll suur ühisosa, kuid nüanssides on erinevusi. Mõned definitsioonid on oma olemuselt üldisemad, teised lisavad detaile, mis täpsustavad äriinglite olemust. Tabel 1 esitab mõned varasemas kirjanduses toodud äriingli definitsioonid.

Tabel 1. Äriinglite definitsioonid

Definitsioon	Viide
“Eraisik, kes investeerib oma isiklikke vahendeid kas laenu või omakapitali vormis börsil noteerimata ettevõtetesse, mis ei ole seotud investori perekonna või sõpradega.”	Shane 2012: 4
“Jõukas eraisik, kes investeerib börsil noteerimata ettevõtetesse ning hakkab osalema nende ettevõtete tegevuses. Ettevõtte tegevuses osalemine on vahend oma investeeringu kaitsmiseks ning ettevõttele väärtuse lisamiseks.”	Lahti 2008: 3
“Eraisik, kes investeerib uutesse ja alustavatesse ettevõtetesse, mis ei ole seotud tema perekonnaga.”	Mason 2005: 1
“Eraisik, kes investeerib kõrge riskiga ettevõtetesse.”	Kerr <i>et al.</i> : 2010: 6
“Eraisik, kes investeerib oma isiklikku raha eelkõige seemnefaasi või start-up faasi ettevõtetesse, millega tal pole perekondlikke sidemeid. Äriinglid teevad investeerimisotsused ise ning on finantsiliselt sõltumatud. Äriinglid investeerivad keskmise või pika perspektiiviga ja on valmis lisaks rahalise investeeringule pakkuma ettevõtjale strateegilist tuge alates investeeringust kuni väljumiseni.”	Estonian Business Angels Network (25.02.2015)

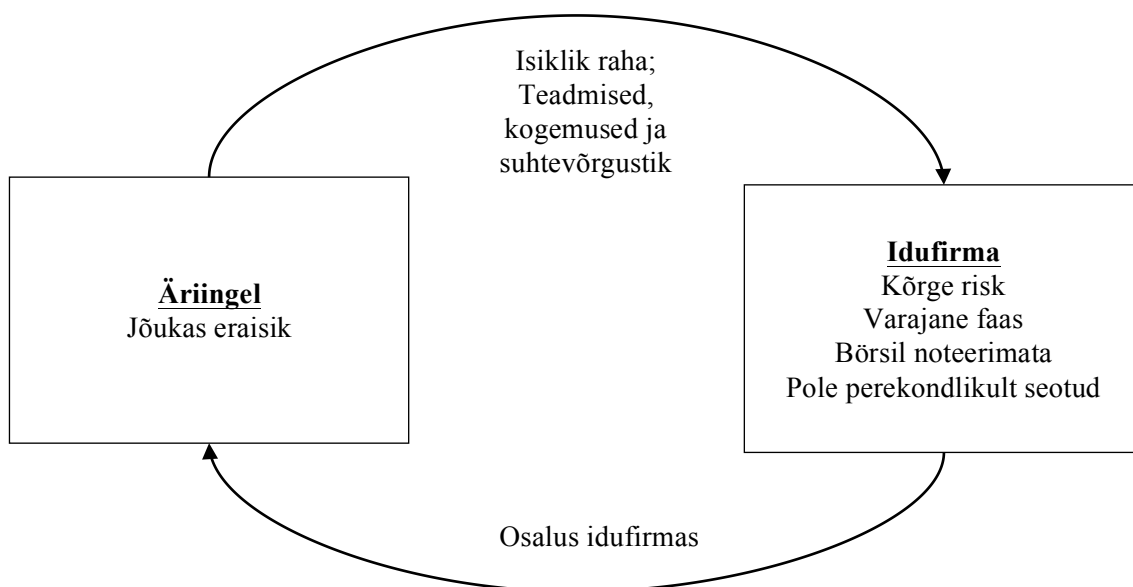
Allikas: Autori koostatud.

Kõigi Tabel 1 toodud definitsioonide ühisosa on, et äriingli puhul on tegemist eraisikuga, kes investeerib isiklikku raha börsil noteerimata ettevõtetesse. Enamus definitsioone rõhutab ka, et ettevõtte, kuhu investeering tehakse, ei ole seotud inglil perekonna või sõpradega. Lisaks nimetatud ühisosale kitsendavad Lahti (2008: 3) ning EstBAN definitsiooni tingimusega, et äriinglid osalevad mingil määral ettevõtte tegevuses või toetavad ettevõtjat lisaks rahaga ka oma teadmiste ja ajaga. Mason (2005: 1) ja EstBAN lisavad ka investeeritava ettevõtte arengufaasi dimensiooni – inglid

investeerivad varajases arenguetapis olevatesse ettevõtetesse. Kerr *et al.* (2010: 6) toovad lisaks välja ingelinvesteeringute kõrge riskiastme aspekti, mis on kooskõlas EstBANI ettevõtete varajase arenguetapi tingimusega – alustava ettevõtte risk on kõrgem juba toimiva ettevõtte omast.

Kuigi Tabel 1 nimetatud autoritest on mõned jäänud äriingli definitsioonides üldisemale tasemele, siis tüüpiliselt on nende töödes laiemalt vaikumisi eeldatud ka Tabel 1 toodud kitsendusi – investeeringuid varajase arengufaasi ettevõtetesse ning äriingli laiemat rolli mitte ainult finantseerijana, aga ka ettevõtja toetamist oma teadmiste, kogemuste ning suhtevõrgustikuga.

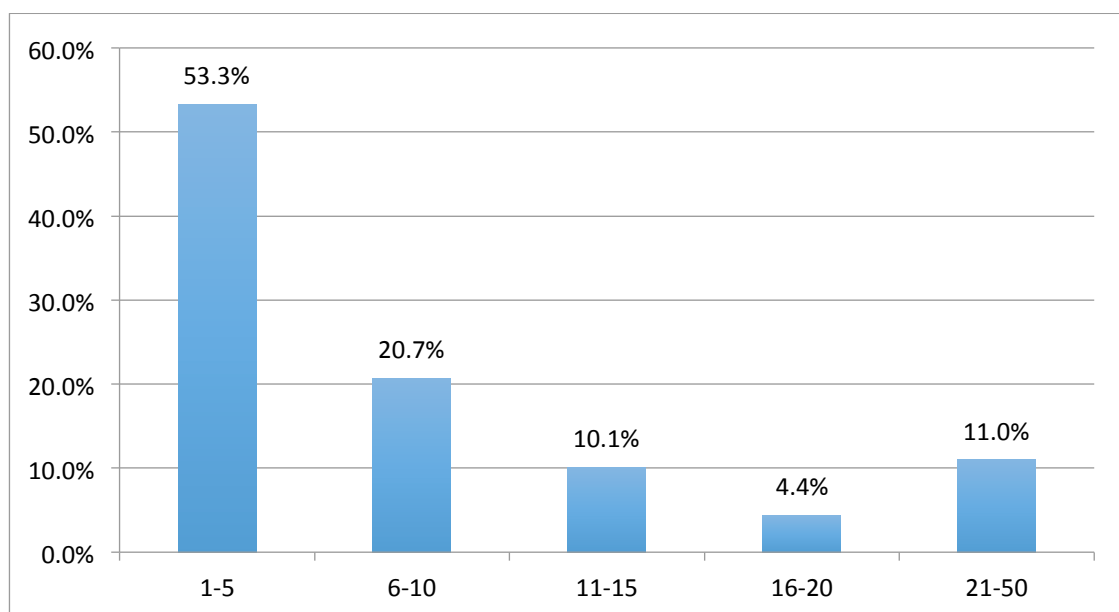
Joonis 1 võtab kokku äriingli olemuse ja tegevuse definitsiooni tähtsamad märksõnad. Käesolev alapeatükk analüüsib järgnevalt iga märksõna detailsemalt.



Joonis 1. Äriingli definitsiooni olulisemad märksõnad. Allikas: autori koostatud.

Definitsiooni järgi on äriingel jõukas eraisik, kuna teatud jõukuse tase on eelduseks äriinglina tegutsemisel. Inglise investeeringute suuruste kohta on kirjanduses erinevaid andmeid, näiteks £10 000-£100 000 (Mason 2005: 4), \$50 000-\$250 000 (Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 600) või \$100 000-\$1 000 000 (Sohl 2006: 28) ettevõtte kohta. Erinevad hinnangud võivad tuleneda mitmest asjaolust, näiteks geograafilised erisused või muutused ajas. Samuti pole alati uuringutest selge, kas tegemist on ühe investori kapitaliga või inglise sündikaadiga. Kuna idufirmade puhul on tegemist kõrge

riskiga investeeringutega, siis inglid teevad investeeringuid riskide hajutamise eesmärgil mitmesse ettevõttesse. Sarnaselt investeeringute summadele on ka tüüpiliste investeeringute arvu osas varieeruvus, näiteks Mason (2005: 4) hindab inglite investeeringute tavapäraseks arvuks 2-5. Wright *et al.* (2015: 13) uuringu andmetel oli 2014. aastal Suurbritannia inglite investeeringute arvu mediaan viis ning suurim investeeringute arv ühel inglil 50. Joonis 2 esitab investeeringute arvu jaotuvuse nimetatud uuringu andmetel.



Joonis 2. Suurbritannia äriinglite investeeringute arvu jaotus 2014. aastal. Allikas: Wright *et al.* 2015: 13.

Kõrge riski tõttu on inglite portfellis ingelinvesteeringute osakaal suhteliselt madal, näiteks Mason (2005:4) hindab mahuks 5-15%. Portfelli lisatakse madalama riskiga investeeringuid, et portfelli kogurisk oleks aktsepteeritaval tasemel.

Kirjanduses vastandatakse tihti mitteformaalset riskikapitali (eraisikutest äriingleid) formaalsele (riskikapitalifondid). Reaalsuses ei ole maailm aga binaarne ning eksisteerib pidev skaala eraisikutest äriinglitest formaalsete riskikapitalifondideni. Skaala keskele jäävad mitmesuguse formaalsuse astmega inglisisündikaadid, -klubid, -liidud ja -võrgustikud (Fili 2014: 27). On märke, et inglite tegevus on hakanud koonduma gruppidesse ning seeläbi professionaliseeruma ning liikuma skaalal rohkem formaalsemate fondide poole (Ibrahim 2008: 1409). Sõltumata inglite koondumisest on

tegemist siiski eraisikutega, mitte institutsionaalsete investoritega ning ingelinvesteeringute tegemise eelduseks on vabade vahendite olemasolu, ehk teatud jõukuse tase.

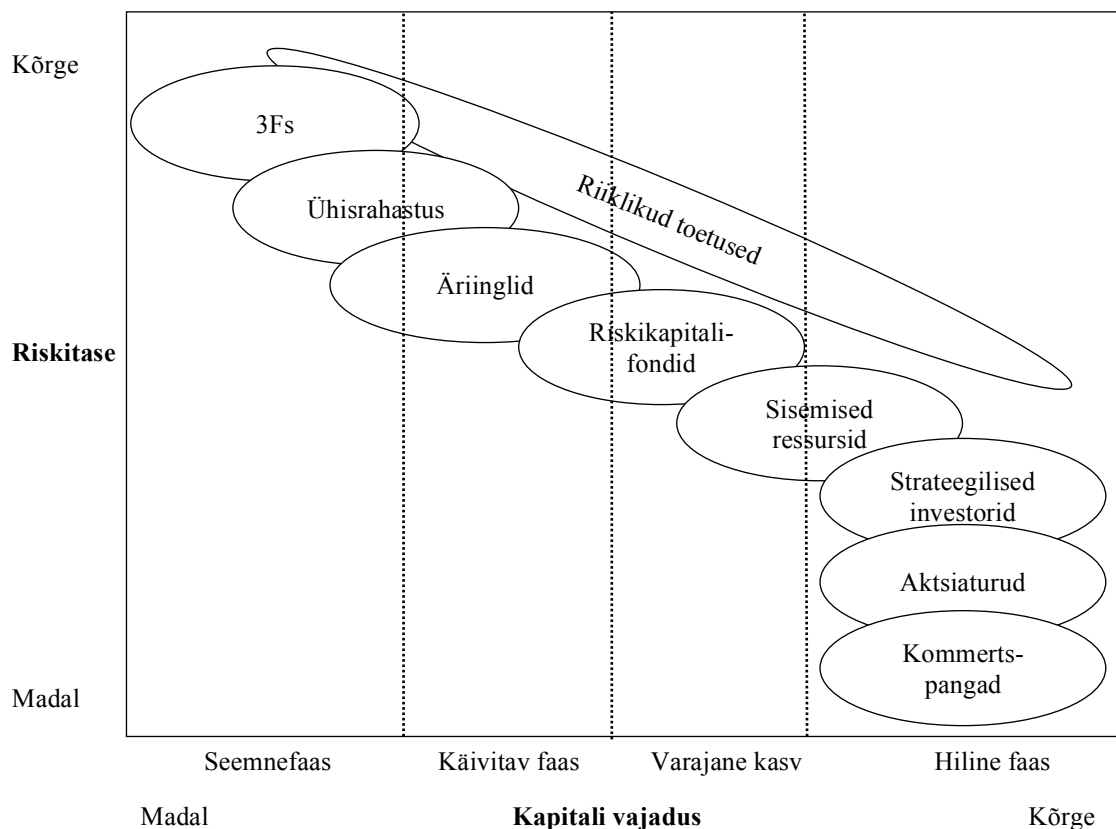
Definitsiooni teine märksõna on asjaolu, et äriinglid investeerivad oma isiklikku raha. See aspekt on oluline, kuna investeerides oma isiklikku raha on inglid oma otsustes vabad ega pea aru andma kellegi teise ees. Nad võivad investeerida kuhu iganes ja ükskõik millise ajahorisondiga, või ka üldse investeerimata jätta. Nad ise otsustavad, kui põhjaliku analüüsi nad enne investeerimisotsust teevad. See eristab äriingleid näiteks riskikapitalifondidest, kes investeerivad teiste isikute raha ja kellel on seetõttu juriidiline vastutus oma investorite ees, ning kellel on paika pandud täpsed kriteeriumid, millises ajaraamistikus ja millistesse ettevõtmistesse nad võivad investeerida (Mason 2005: 4).

Kolmas element definitsioonis on investeerimisobjekti tüüp, kuhu inglid investeerivad – nimelt varajase arengufaasi iduettevõtted. Kirjanduses on jagatud iduettevõtete areng tüüpiliselt nelja etappi: seemne (*seed*), käivitav (*start up*), varajane kasv (*early stage* või *early growth stage*) ja hiline faas (*later stage* või *sustained growth stage*). Varasemates faasides on kapitalivajadus väiksem ja risk suurem, hilisemates faasides kapitalivajadus kasvab ning risk langeb. Seemnefaasist varajase kasvu faasini on tüüpiliselt rahavood negatiivsed, mis tähendab sõltuvust välisest rahastamisest, hilises faasis saavutavad ettevõtted (edu korral) positiivse rahavoo ning suudavad äritegevusest genereeritava rahavoo abil enda tegevust finantseerida. Rahastamismahu ning riski dünaamika paneb paika iga arengufaasi jaoks sobiva finantseerimisallika (Markova, Petkovska-Mirčevska 2009; Venturelli *et al.* 2009).

Seemnefaasis on iduettevõtte kapitalivajadus suhteliselt väike ning tüüpiliselt suudab tegevusi rahastada asutaja ise kaasates vajadusel oma perekonna või sõbrad (3Fs – *Founder, Family and Friends*). Ettevõtte arenedes ja kapitali vajaduse kasvades ei pruugi 3Fs vahenditest jätkuda, samuti ei genereeri ettevõtte veel piisavas matus sisemisi ressursse ning tuleb hakata otsima täiendavat välist finantseeringut. Järgmiseks formaalseks finantseerimisallikaks oleksid riskikapitalifondid, kuid tulenevalt viimaste ärimudelitest ei ole nende jaoks tasuv teha väikeseid investeeringuid. Fondid investeerivad kolmandate isikute (*limited partners*) kapitali, mis tähendab, et fondidel

on juriidiline vastutus ning igale tehingule peab eelnema põhjalik analüüs. Analüüsi ulatus ei sõltu investeringu summast, mis tähendab, et väikeste investeringute puhul muutuvad analüüsikulud ebaproportsionaalselt kõrgeks. Lisaks on fondid loodud kindlas mahus ja fikseeritud elueaga, tüüpiliselt 10 aastat (Metrick, Yasuda 2011: 624). Seetõttu ei ole fondijuhtidel aega väikeste tehingutega tegelemiseks, vastasel korral nad ei pruugi jõuda kogu kogutud kapitali investeerida ning hiljem investeringutest õigeaegselt väljuda. Kapitali kaasamine reguleeritud börsil ei ole seemne- või käivitava faasi ettevõtte jaoks võimalik, kuna ta ei vasta börsi miinimumnõuetele, samuti pole nii varajases elutsüklis tõenäoline pakkuda huvi strateegilistele investoritele. Kommertspangast laenamiseks on eeldusteks laenuteenindusvõime ja / või tagatis, kuid kumbki tingimus ei ole selles faasis veel täidetud. Riiklike toetuste olemasolu ja tingimused sõltuvad asukohariigi poliitikatest.

Seega on iduettevõtete arengus etapp, kus asutajal (koos oma perekonna ja sõpradega) ei ole piisavalt vahendeid, et tegevust finantseerida, kuid kapitalivajadus on riskikapitalifondide jaoks liiga väike ning muud formaalsed rahastamisallikad kättesaamatud. Äriinglite roll on seega katta nn. "finantseerimislõhet" (*finance gap*) 3Fs ning riskikapitalifondide vahel (Sørheim 2005, 178). Alternatiivina või täiendusena äriinglitele on viimasel ajal muutunud populaarsemaks ka ühisrahastuslahendused (*crowd financing*), mis võimaldavad kaasata väikseid summasid suurelt hulgalt inimestelt. Ühisrahastuse puhul on kasutusel neli mudelit (Mollick 2013: 3). Esimese mudeli puhul on ühisrahastajad filantroopsed oma toetuste eest mitte midagi vastu soovides (see mudel toimib peamiselt näiteks kunsti- või humanitaarprojektide puhul). Teise mudeli puhul annavad rahastajad nn mikrolaene. Kolmas on tasul põhinev (*reward-based*) mudel, mille puhul toetajatele pakutakse erinevaid hüvesid, näiteks võimalust panustada toote kujundamisse, kohtuda toetatava projekti loojatega vms. Seda mudelit võib kasutada ka eelmüügi kanalina – toetajad saavad mingeid eeliseid võrreldes teiste klientidega, näiteks on neil võimalik arendatav toode saada teistest varem, parema hinnaga vms. Neljanda (omakapitali) mudeli puhul käsitletakse rahastajaid investoritena ning nad saavad firmas osaluse. See mudel ei ole kõikides jurisdiktsioonides legaalne ega seetõttu kättesaadav, või kaasneb mudeli kasutamisega paljude regulatsioonide järgimise kohustus. Joonis 3 annab ülevaate iduettevõtete võimalikest rahastamisallikatest erinevates arengufaasides.



Joonis 3. Iduettevõtete finantseerimisallikad erinevates faasides. Allikas: Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 603, Venturelli *et al.* 2009: 601, Mollick 2014: 3, Hall 2008: 421; autori koostatud.

Joonis 3 on näha, et ettevõtte arengufaasides on sobivate investorite osas teatud kattuvusi. Äriinglid investeerivad peamiselt iduettevõtte käivitavas faasis, aga sõltuvalt olukorrast võivad finantseerida ka seemne- ja varajase kasvu faasi ettevõtteid. Samades faasides on võimalikud rahastamisallikad ka 3Fs, ühisrahastus, riskikapitalifondid ning riiklikud toetused.

Seega on ettevõtjatel valida erinevate finantseerimisviiside vahel, kuid iga valikuga kaasnevad omad positiivsed või negatiivsed aspektid, millega ettevõtja peaks arvestama. Tabel 2 esitab ettevõtja seisukohast lähtudes kokkuvõtlikult nimetatud valikute plussid ja miinused võrreldes äriinglitega.

Tabel 2. Erinevate finantseerijate võrdlus äriinglitega

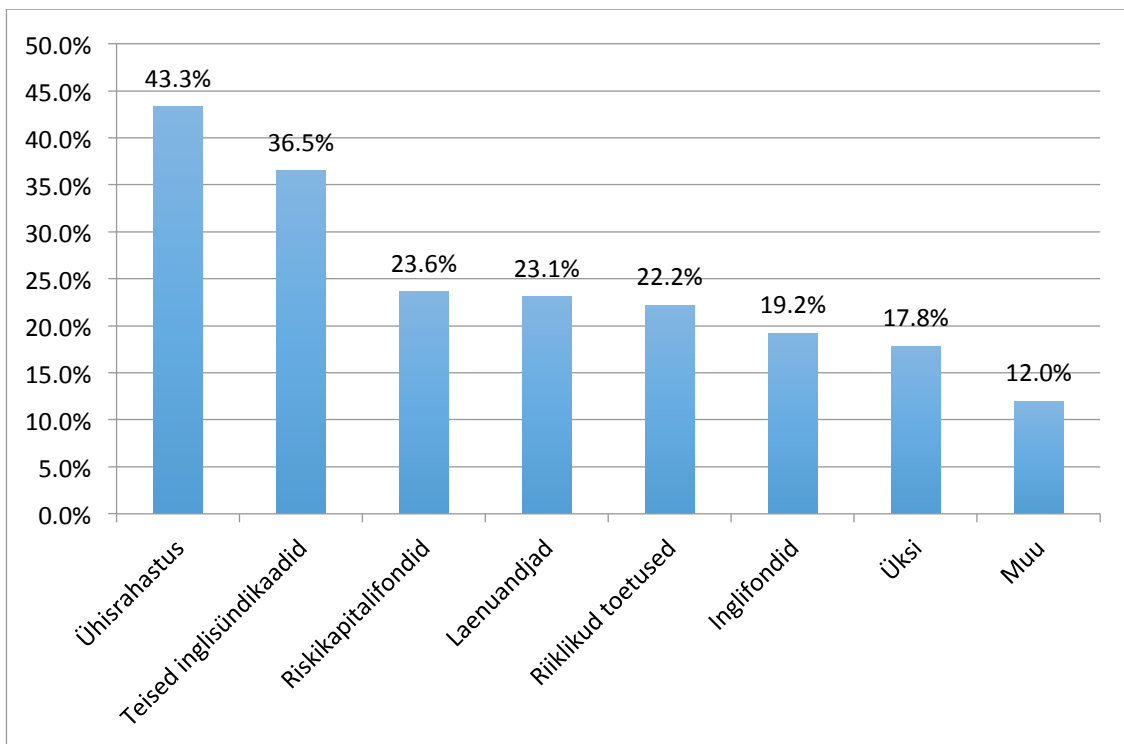
Positiivsed aspektid võrreldes äriinglitega	Negatiivsed aspektid võrreldes äriinglitega
<p><u>3Fs</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Kui asutaja suudab ettevõtet ise finantseerida, säilitab ta oma osaluse ja kontrolli firma üle. • Sõpradelt ja perekonnalt võib olla võimalik raha kaasata soodsamatel tingimustel kui kolmandatelt isikutelt. 	<p><u>3Fs</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Piiratum investeerimisvõimekus. • Ei kaasne äriinglite lisandväärtust – kogemused, teadmised, suhted.
<p><u>Riiklikud toetused¹</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Riiklike toetuste eest ei pea rahastajale osalust loovutama. 	<p><u>Riiklikud toetused</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Toetustel on omad tingimused, mida ettevõtja peab täitma. Tingimused ei pruugi olla äritegevuse seisukohast ettevõtja jaoks sobivad. • Toetustega võib kaasneda kõrge administratiivne koormus. • Ei kaasne äriinglite lisandväärtust – kogemused, teadmised, suhted.
<p><u>Ühisrahastus</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Tasul põhinev mudel võimaldab testida nõudlust arendatava toote järele. • Filantroopse mudeli puhul on tegemist tagastamatu abiga. • Mikrolaenude mudel teeb kättesaadavaks laenukapitali, mida varajase faasi ettevõtteid pankadelt ei saa. Laenu puhul ei pea ära andma osalust ettevõttes. 	<p><u>Ühisrahastus</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Omakapitali mudeli puhul võib tekkida firmale suur hulk väga väikese osalusega omanikke. • Ei kaasne äriinglite lisandväärtust – kogemused, teadmised, suhted.
<p><u>Riskikapitalifondid</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Suurem investeerimisvõimekus. 	<p><u>Riskikapitalifondid</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Väikesed tehingud ei paku huvi.

Allikas: Autori koostatud.

Joonis 3 toodud finantseerimisallikate osalist kattuvust näitab ka asjaolu, et tihti ettevõtjad kaasavad kapitali korraga mitmest allikast. Näiteks Wright *et al.* (2015: 18) uuringust selgub, et äriinglid investeerivad tihti koos ühisrahastusega, aga ka

¹ Riiklikud toetused võivad olla erinevates vormides, nt maksusoodustused, tagastamatu abi, soodustingimustel laenu vms, seega tabelis toodud positiivsed ja negatiivsed aspektid kehtivad sõltuvalt konkreetsest toetuse vormist.

riskikapitalifondidega ning mõneti üllatavalt isegi koos laenuandjatega. Näiteks 43,3% uuringus osalenud Suurbritannia inglitest oli investeerinud paralleelselt ühisrahasutusplatvormide kaudu kaasatud kapitalile ning 23,6% inglitest olid investeerinud koos riskikapitalifondidega. Ainult 17,8% inglitest ei olnud teinud investeeringuid koos teiste finantseerijatega. Joonis 4 esitab nimetatud uuringu tulemused.



Joonis 4. Äriinglite kaasfinantseerijad Suurbritannias. Allikas: Wright *et al.* 2015: 18. Autori koostatud.

Neljas element äriinglite definitsioonis on nende investeeringutega kaasnev kõrge risk. Kõrge risk tähendab potentsiaalselt väga suuri kasumeid, aga ka võimalust kaotada kõik või suur osa investeeritud summadest. Äriinglite edulugudena mainitakse tihti investeeringuid, mis tehti tänapäeval edukatesse suurettevõtetesse nagu Ford, Amazon ja Body Shop nende ettevõtete algaastatel ning kolossaalseid kasumeid, mis neist teeniti (vt Tabel 3).

Tabel 3. Näited edukatest ingelinvesteeringutest.

Ettevõte	Ingelinvesteering	Väljumine (<i>exit</i>)
Ford	\$41 500	\$145 000 000
Amazon	\$100 000	\$26 000 000
Body Shop	£4 000	£42 000 000

Allikas: DeGennaro 2009: 1, autori koostatud.

Tabel 3 toodud näited illustreerivad ingelinvesteeringute tootluste skaala ülemist otsa. Tervikuna on tootluste jaotus väga asümmeetriline. Mason ja Harrison (2000) leidsid 128 Suurbritannia ingelinvesteeringu baasil, et 34% juhtudel investor kaotas kogu investeeringu, 13% kaotas osa rahast või saadi tagasi ainult tehtud investeering. Sisemise tulumäära (IRR) rohkem kui 100% saavutati ainult 10% juhtudel. Teisiti öeldes ligi pooled investeeringud olid negatiivse tootlusega ning suured kasumid olid selges vähemuses. Sarnasele tulemusele jõudsid DeGennaro ja Dwyer (2014: 746), kes analüüsisid 419 ingelinvesteeringut, mille kordaja (väljumisel saadud raha nüüdisväärtus jagatud investeeringu nüüdisväärtusega) mediaanväärtuseks jäi 0,94, mis tähendab, et vähemalt pooled investeeringud olid negatiivse tootlusega. Neist näidetest nähtub, et ingelinvesteeringud võivad olla äärmiselt tulusad, aga palju tõenäolisemalt jääb investor miinusesse – ingel peab olema valmis kaotama kogu idufirmasse paigutatud raha.

Viienda aspektina on definitsioonis välja toodud asjaolu, et äriinglid panustavad iduettevõtetesse lisaks rahale ka oma teadmiste, kogemuste ja suhtevõrgustikuga. Äriinglid on tihti endised ettevõtjad (Fili 2014: 16, Politis 2008: 128), kelle kogemused, suhtevõrgustik ja reputatsioon lisavad ettevõttele teadmus- ja sotsiaalset kapitali. Inglise osalevad sageli ka investeeritud ettevõtete tegevuses näiteks mentorina, strateegilise nõustajana, suhete loojana vms (Mason 2005: 5).

Kuuendaks täpsustuseks äriingli definitsiooni juures on asjaolu, et iduettevõtte, kuhu ingel investeerib, ei ole seotud inglise perekonna või sõpradega. Kuigi inglised võivad loomulikult teha investeeringuid ka oma perekonna või sõpradega seotud idufirmadesse, siis antud tehingute puhul neid ei loeta ingliseks, aga pigem 3Fs gruppi kuuluvaks. Perekonnaga seotud äridesse investeerimisel (nn *love money*) võivad rolli mängida ka

muud motiivid kui äriiline loogika (Fili 2014: 16), mistõttu sellised investeeringud ei pruugi olla võrreldavad “traditsiooniliste” ingelinvesteeringutega.

Seitsmendaks märksõnaks on, et ingelinvesteeringute objektid ei ole börsil noteeritud. Investeerides börsil noteerimata ettevõttesse tähendab, et investoril võib olla keeruline, mõnikord isegi võimatu, investeeringust väljuda, kui ettevõttel hakkab halvasti minema. Seetõttu on väga oluline olla teadlik riskidest ning riske sobivalt juhtida, et tagada oma investeeringu säilimine. Kirjanduses on käsitletud äriinglite investeerimisriski juhtimist agenditeooria (*agency theory*) ning ebatäielike lepingute mudeli (*incomplete contracts model*) abil, näiteks Van Osnabrugge (1998) ja Lahti (2008).

Äriinglite kontekstis on ingel printsipaal ning ettevõtja agent. Agenditeooria kohaselt on inglil seega mitmed probleemid, millega tegeleda. Esiteks ei tunne ingel enne investeeringut ettevõtjat piisavalt hästi – kas teda võib usaldada, mida ta oskab, milleks ta on suuteline jne. Teiseks, investori ja ettevõtja huvid ei pruugi kattuda ning informatsiooni asümmeetria olukorras on investoril keeruline kontrollida, mida ettevõtja tegelikult teeb.

Klassikaline agenditeooria pakub probleemi lahendusena välja optimaalse lepingu sõlmimise investori ja ettevõtja vahel. Lepingus nähakse ette võimalikud tulevikustsenaariumid ning agendi käitumisjuhised vastavate olukordade tarbeks. Sellise lepingu koostamise eelduseks on investori ja ettevõtja vahelise informatsiooni asümmeetria vähendamine – vahend selleks on tehingu analüüs (*due diligence*) (Van Osnabrugge 1998: 71). Alternatiivne lähenemine – ebatäielike lepingute mudel – väidab, et lepingutes ei ole võimalik kõiki riske ette näha ning kõik lepingud on paratamatult ebatäielikud. Seetõttu on riskide juhtimise seisukohast hoopis oluline investeeringujärgne kontrollijaotus, mitte investeeringule eelnev põhjalike lepingute koostamine. Seega, kuigi nii agenditeooria kui ka ebatäielike lepingute mudel tegelevad riskide vähendamisega, panevad nad suurema rõhu investeerimisprotsessi erinevatele etappidele (*ibid*).

Uuringud on jõudnud erinevatele järeldustele inglite riskide maandamise käitumismustrite osas. Van Osnabrugge (1998) leidis oma uurimistöös Suurbritannia äriinglite hulgas, et inglid kalduvad pigem ebatäielike lepingute mudeli suunas. Tehingu

analüüs küll tehakse, kuid see pole alati nii põhjalik kui näiteks riskikapitalifondide tehtav, pigem püütakse riske juhtida ettevõtte tegevuses osalemisega. Lahti (2008) jõudis Soome inglite uuringu põhjal vastupidisele tulemusele. Soome inglid panustavad pigem põhjalikumale tehingu analüüsile ning vähem hilisemale ettevõtte tegevuses osalemisele.

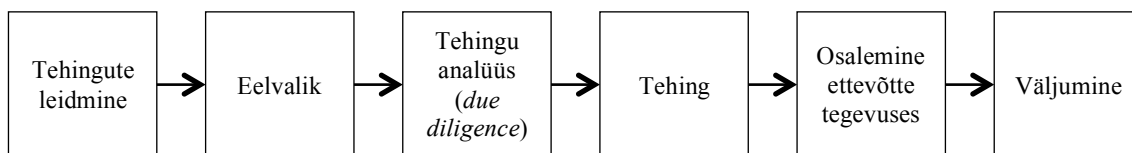
1.2 Ingelinvesteeringute protsess

Eelmises alapeatükis toodud investeerimise definitsiooni järgi on investeerimine raha paigutamine kasumi teenimise ootuses. Varasemates äriinglite valdkonna uuringutes on leitud, et lisaks kasumi teenimise eesmärgile võib inglitel olla veel täiendavaid motiive. Lisaks finantseesmärkidele on kirjanduses mainitud mitmeid emotsionaalseid eesmärke nagu soov toetada ühiskonda, soov tutvuda ja suhelda uue põlvkonna ettevõtjatega (Fili 2014: 21) või tahe ettevõtlust edendada (Argerich 2014: 102). Pikaajaliselt on finantstootlus aga siiski eeldus inglite tegevuse jätkusuutlikkuse tagamiseks.

Iduettevõtetesse investeerimisel ei oota investor dividenditulu, tootlus tekib ettevõtte väärtuse muutumisest investeringu ja väljumise hetkede vahel. Seega on inglite jaoks oluline tuvastada kasvupotentsiaaliga idufirmad, neisse investeerida, tagada oma investeringu säilimine ning hiljem oma osalus (loodetavasti kasumiga) müüa. Inglite investeerimisprotsess tugineb kirjeldatud loogikal.

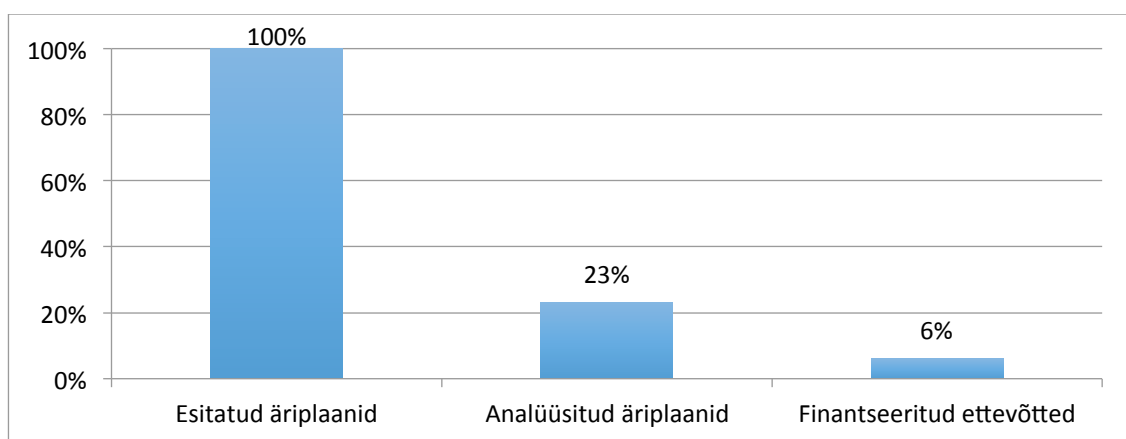
Kirjanduses on mitmeid võimalusi äriinglite investeerimisprotsessi etappideks jagamiseks. Lahti (2008: 5) on välja toonud näiteks Van Osnabrugge ja Robinson (2000), Paul *et al.* (2007), Riding *et al.* (2007) lähenemised. Kuna need kõik kirjeldavad sama protsessi, siis sisuliselt ei ole neis vastuolusid. Vormilised erinevused seisnevad etappide arvus (5 kuni 8) ning nimetustes (on kasutatud erinevaid sünonüüme, nt *negotiation* või *bargaining*).

Magistritöö lähtub Lahti (2008: 5) jaotusest, mis on kujutatud Joonis 5. Käesolev alapeatükk analüüsib täpsemalt joonisel 5 toodud investeerimisprotsessi etappe.



Joonis 5. Investeerimisprotsessi etapid. Allikas: Lahti 2008: 5.

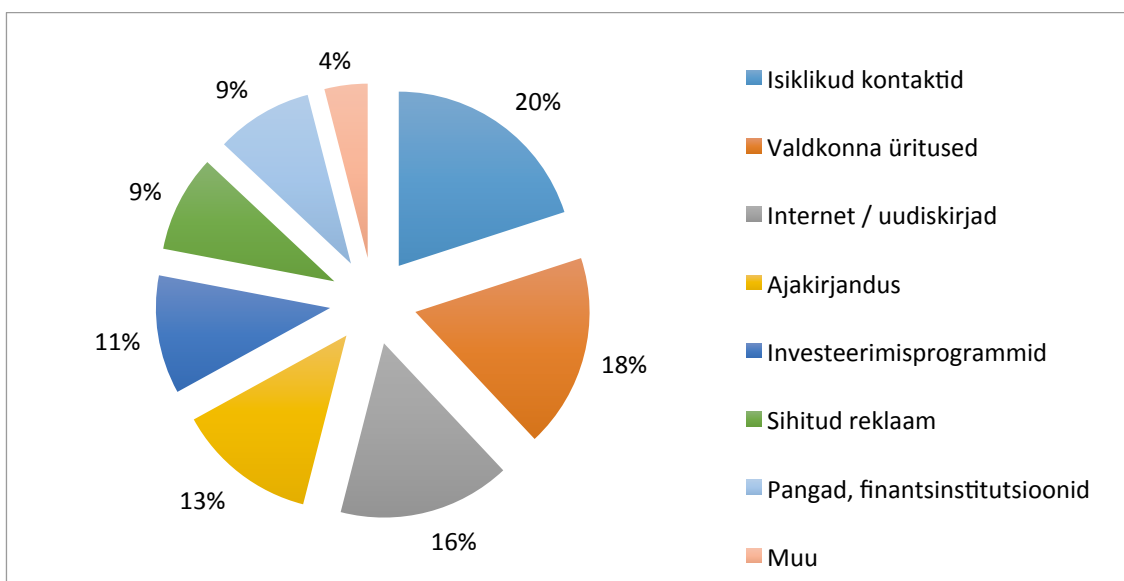
Joonis 5 esitatud protsess on lihtsustus. Reaalsuses ei pruugi alati tegemist olla lineaarse, aga pigem iteratiivse protsessiga. Samuti ei läbi kõik ettepanekud eelvaliku või analüüsi etappi ning langevad edasisest protsessist välja (Paul *et al.* 2007; Riding *et al.* 2007, viidatud Maxwell 2009: 10). The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players (2014: 10) toob välja, et äriinglite assotsiatsioonidele esitatud äriplaanidest ainult 23% läbib eelvaliku etapi edukalt ning jõuab analüüsi faasi ja ainult 6% saab investeeringu. Kui analüüsist kõrvaldada täiendavad investeeringud juba varasemalt investeeritud ettevõtetesse, siis on investeeringu saanud ettevõtete osakaal kõigest 4%.



Joonis 6. Äriplaanide edukus äriinglite investeerimisprotsessi etappide läbimisel. Allikas: The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players 2014: 10. Autori koostatud.

Äriinglite investeerimisprotsess algab võimalike tehingute leidmise (*deal sourcing*) etapiga. Selles etapis saavad inglid teadlikuks ettevõtetest, kes otsivad finantseeringut. Investeerimisvõimaluste leidmiseks on kaks lähenemist: aktiivne ja passiivne (Lahti 2008: 113). Aktiivse stiili puhul inglid ise otsivad huvitavaid projekte, mida finantseerida. Informatsiooniallikad selleks on näiteks ajakirjandus, investeerimisteemalised üritused jms. Passiivse stiili puhul ingel pigem ootab, et investeerimisvõimalused leiaksid tema üles, näiteks isiklike kontaktide kaudu (*ibid*).

Peamine informatsiooni allikas investeerimisvõimaluste kohta on äriinglite jaoks isiklik suhtevõrgustik – sõbrad, tuttavad ja äripartnerid. Lisaks isiklikele kontaktidele jõuavad võimalused nendeni ka läbi pankade, vahendusteenuste osutajate, äriinglite võrgustike ning ajakirjanduse (Argerich 2014: 97). The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players (2014: 10) on esitanud statistika oma liikmete infoallikate kohta (vt Joonis 7), mis samuti näitab, et peamiselt kuulevad inglid investeerimisvõimaluste kohta oma isiklikelt kontaktidelt, olulised on ka erinevad investeerimisvaldkonna üritused ning uudiskirjad.



Joonis 7. Äriinglite informatsiooniallikad investeerimisvõimaluste kohta 2013. aastal. Allikas: The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players 2014: 10.

Äriinglite ligipääsu investeerimisvõimalustele mõjutab ka asjaolu, kas ingel on mõne äriinglite võrgustiku liige. Argerich (2014: 50) on leidnud, et enne vastavate võrgustike tekkimist ja laialdast levikut (eriti peale aastat 2000) oli ettevõtjatel keerulisem oma ideid inglitele tutvustada, kuna inglid ei teatud ega saanud seetõttu nendega kontakteeruda. Peale vastavate võrgustike tekkimist on aga inglite nähtavus paranenud – äriinglite võrgustikud on kanal, mille kaudu ettevõtjad saavad oma projekte ja finantseerimisettepanekuid inglitele tutvustada (Mason *et al.* 2013: 5; Gullander, Napier 2003: 27; Enica 2011: 15). Samas, kõik inglid ei soovi liituda võrgustikega, aga eelistavad jääda anonüümseks, et vältida liiga paljude investeerimissoovide nendeni jõudmist. Porter ja Spriggs (2013) on leidnud, et anonüümsetele inglitele vahendavad

investeeringuvõimalusi nn kesksed (*nexus*) äriinglid – laialdase suhtevõrgustikuga aktiivsed investorid, kes kaasavad oma investeeringutesse ka teisi, sh anonüümseid ingliseid.

Uuringud on leidnud, et Joonis 7 toodud infoallikatest saabunud finantseerimissoovid on erinev tõenäosus saada inglil poolt rahastatud. Isikliku suhtevõrgustiku kaudu saabunud investeeringuvõimalusi rahastavad inglilid kõige tõenäolisemalt, samas kui nõustajate, advokaatide ja pankade vahendatud projektid jõuavad harvemini tehinguni (Mason 2005: 21).

Tehingute leidmise etapi tulemusena saavad inglilid teadlikuks võimalikest objektidest, kuhu nad võiksid investeerida. Järgmise sammuna investeerimisprotsessis toimub investeerimisobjekti eelvalik (*initial screening*). Selle etapi raames teevad inglilid kõigi võimaluste vahel eelvaliku, milliseid põhjalikumalt analüüsida tehingu analüüsi etapis. See etapp on esimene ja kriitilise tähtsusega filter investeerimisotsuseni jõudmisel. Argerich (2014: 144) nimetab eelvaliku faasi “surmaoruks”, kuna peale lühidat kaalumist jäetakse väga suur osa ideedest kõrvale.

Nagu näha Joonis 6 (lk 20), ei läbi 77% ettevõtjate esitatud äriplaanidest äriinglite eelvaliku sõela ning investeerimisprotsessi järgmisse etappi (tehingu analüüs) jõuab kõigest 23%. Kuna äriinglid viivad eelvaliku ja tehingu analüüsi läbi tüüpiliselt iseseisvalt, siis aja kokkuhoiu mõttes on oluline keskenduda ainult kõige kvaliteetsematele projektidele ning esmapilgul vähemkvaliteetsed ideed heidetakse kiiresti kõrvale. Gullander ja Napier (2003: 27) on leidnud, et kuna ettevõtjate poolt esitatud finantseerimissoovid on väga kõikuva kvaliteediga, siis äriinglite võrgustikesse kuuluvad inglilid eelistavad sageli aja kokkuhoiu mõttes, et eelvaliku teeks nende eest ära võrgustiku esindaja.

Eelvaliku teevad inglilid tavaliselt kiiresti, näiteks Smith, Mason ja Harrison (2010: 16) uuringu põhjal 4-20 minutiga, samas kui tehingu analüüsi etapis võib inglilitel kuluda isegi päevi, näiteks Wiltbanki (2005) uuringu põhjal keskmiselt 40 tundi investeerimisvõimaluse kohta. Seega, kui investeerimisvõimaluste hulk on suur, siis ei ole inglilil võimalik panustada iga võimaluse analüüsiks 40 tundi, aga efektiivsem on teha esmane valik kiiremini ning keskenduda väiksemale hulga kvaliteetsematele

projektidele. Ajakasutuse tähtsust on rõhutanud ka Silicon Valleys asuva ingelinvesteeringuid tegeva fondi SV Angel asutaja Ron Conway kirjeldades, kuidas tema fond töötab:

“Me investeerime ühte ettevõttesse iga 30 kohta, mida me vaatame. Ja me teeme ühe investeeringu nädalas /.../ Me hindame investeerimisvõimalusi, mis tähendab, et te peate saatma väga hea lühikokkuvõtte. Kui see meile meeldib, siis me hääletame /.../ kas me helistame asutajale. See näitab ajakasutuse tähtsust selles protsessis.” (Lecture 9...).

Eelvaliku tegemisel vaatavad inglid esmalt, kuidas investeerimisvõimalus sobib nende isiklike kriteeriumitega, näiteks ettevõtte asukoht, investeeringu summa, kas ingel tunneb vastavat sektorit ning suudab lisada väärtust. Nende aspektide sobivuse puhul vaadatakse lisaks turgu ja ettevõtja tausta. Samuti toote või teenuse kirjeldust ning finantsfaktoreid. Kuigi inglid suhtuvad ettevõtja esitatud finantsinformatsiooni väga skeptiliselt, soovitakse siiski näha, et investeeringul on suur kasumipotentsiaal, et ettevõtja on projekti isiklikku kapitali paigutanud, ning kuidas kavatsetakse ingli raha kasutada (Smith, Harrison ja Mason 2010: 2).

Investeeringuprotsessi kolmas etapp on tehingu analüüs (*due diligence*), mille käigus uuritakse eelvaliku etapi läbinud investeerimisvõimalusi põhjalikumalt ning langetatakse otsus, kas investeerida või mitte. Tehingu analüüsi faas on teine filter investeeringuni jõudmisel. Joonis 6 (lk 20) on näha, et kui eelvaliku läbis 23% projektidest, siis investeeringu sai kõigest 6%. See tähendab, et tehingu analüüsi etapis praagitakse välja veel 74% projektidest.

Inglid teevad investeeringuid seemne- ja käivatava faasi ettevõttesse, millel puudub ajalugu, tihti ollakse alles toote idee- või prototüübi tasandil ja ärimudel on kujundamisel. See tähendab, et ei ole võimalik läbi viia põhjalikke analüüse, mida tavaliselt tehakse juba pikema ajalooga ettevõtete puhul – informatsioon on fragmenteeritud ning ettevõtte ümber on palju ebamäärasust. Tehingu analüüs on peamine vahend ebamäärasuse vähendamiseks enne investeeringut (Lahti 2008: 32) ja selle eesmärk on saada parem ülevaade idufirmast ja tema turust (Van Osnabrugge 1998: 109).

Kuna äriinglid on eraisikud ja investeerivad isiklikku kapitali, pole neil tarvis järgida mingeid kindlaid reegleid ettevõtete analüüsis ja seetõttu pole neil ühte kindlat meetodit tehingu analüüsi läbiviimiseks. Lahti (2008: 164) leidis uuringus Soome äriinglite hulgas, et kuigi tüüpiliselt on tehingu analüüs küllaltki põhjalik, siis mõned investorid teevad oma otsuseid tuginedes peamiselt intuitsioonile ja “kõhutundele”. Intuitsiooni ja kogemust investeerimisotsuste tegemisel on rõhutanud ka muud uuringud, näiteks Van Osnabrugge ja Robinson 2000 (viidatud Sudek 2006/2007: 90) ja Haines 2003 (viidatud Mason 2005 vahendusel). Smith, Harrison ja Mason (2010: 9) on uurinud kuidas mõjutab äriingli otsustusprotsessi varasem kogemus ja leidsid, et kogenud inglid läbisid tehingu analüüsi protsessi kiiremini kui algajad. Nad panid ka tähele, et kogenud inglid keskendusid peamiselt investori-ettevõtja sobivusele, samas kui algajad inglid vaatasid rohkem finantsteemasid. Seega on tehingu analüüsi ulatus, detailsusaste ning rõhuasetused väga varieeruvad, mis tähendab, et protsessi ei saa üldistada, kuid mõningaid trende on võimalik kirjanduse baasil välja tuua.

Börsil noteerimata ettevõtetesse investeerimisega kaasneb kahte tüüpi risk: tururisk ning agendirisk (Harrison, Mason 2002). Tururisk sisaldab ettevõtte võimekust oma tooteid müüa, konkurentide tegevust, nõudlust jms. Agendirisk väljendub investori ja ettevõtja potentsiaalselt erinevates eesmärkides. Uuringud on näidanud, et äriinglid peavad neist olulisemaks agendiriski ning keskenduvad oma analüüsis eelkõige ettevõtjale ning alles seejärel turu ja toote analüüsile. Kui ettevõtja on tugev, aga toode ei sobi, saab toote ümber kujundada või välja vahetada ja olla edukas (*ibid*).

Tehingu analüüsi faasis loevad inglid ettevõtja äriplaani, vaatavad läbi finantsinformatsiooni, külastavad ettevõtja kontorit, koguvad täiendavat informatsiooni turupotentsiaali ja konkurentide kohta ning hindavad asutajaid ning võtmetöötajaid (Mason 2005: 23). Äriinglid viivad tehingu analüüsi läbi tavaliselt iseseisvalt ilma nõustajate abita (Argerich 2014: 99). Nõustajate vähene kasutamine on põhjendatav asjaoluga, et nende tasud võrreldes inglite tehtava investeeringuga on ebaproportsionaalselt kõrged. Samas Lahti (2008: 116) uuringust selgub, et Soomes on nõustajate kaasamine ingelinvesteeringute puhul levinud, kuna Soome riik tagab läbi Sitra fondi heade nõustajate kättesaadavuse mõistlike hindadega.

Kõige tähtsamaks kriteeriumiks investeerimisotsuse tegemisel on ettevõtja ning juhtkond – analüüsitakse nende tausta (mida nad on varem teinud), juhtimisvõimekust, isikuomadusi ja ootuste realistlikkust. Teisel kohal on äri, turg ja toode – kasumipotentsiaal, riskitase, toote sobivus turule, kapitaliseeritus, informatsioonikvaliteet, väljumisplaan (*ibid*).

Ettevõtja tähtsust investeerimisotsuste tegemisel kinnitavad nii Van Osnabrugge (1998) kui Sudeki (2006/2007) poolt läbi viidud uuringud, vastavalt Suurbritannia ning USA äriinglite hulgas. Uuringud reastasid tähtsuse järjekorras inglite investeerimiskriteeriumid. Tabel 4 esitab nimetatud uuringute baasil kümme esimest kriteeriumit.

Tabel 4. Äriinglite investeerimiskriteeriumid.

	Van Osnabrugge (1998)	Sudek (2006/2007)
1	Ettevõtja entusiasm	Ettevõtja usaldusväärsus
2	Ettevõtja usaldusväärsus	Juhtkond
3	Toote müügipotentsiaal	Ettevõtja entusiasm / seotus (<i>commitment</i>)
4	Ettevõtja oskused (<i>expertise</i>)	Potentsiaalsed väljumisteed (<i>exit routes</i>)
5	Investorile meeldis ettevõtja esmakohtumisel	Tulupotentsiaal
6	Turu kasvupotentsiaal	Ettevõtja oskused (<i>domain expertise</i>)
7	Toote kvaliteet	Turu kasvupotentsiaal
8	Eeldatav kasum (investorile)	Investeeringu tulusus
9	Nišiturg	Konkurentide turule sisenemise keerukus
10	Ettevõtja taust (<i>track record</i>)	Toote üldine kaitstus konkurentide eest

Allikas: Van Osnabrugge 1998: 244, Sudek 2006/2007: 98; autori koostatud.

Mõlema “edetabeli” tipus on ettevõtjaga seotud näitajad – entusiasm, usaldusväärsus, oskused, meeldivus (sobivus investoriga). Van Osnabrugge (1998: 248) uuringus võttis üks intervjuueeritud äriingel ettevõtja tähtsuse kokku järgmiselt:

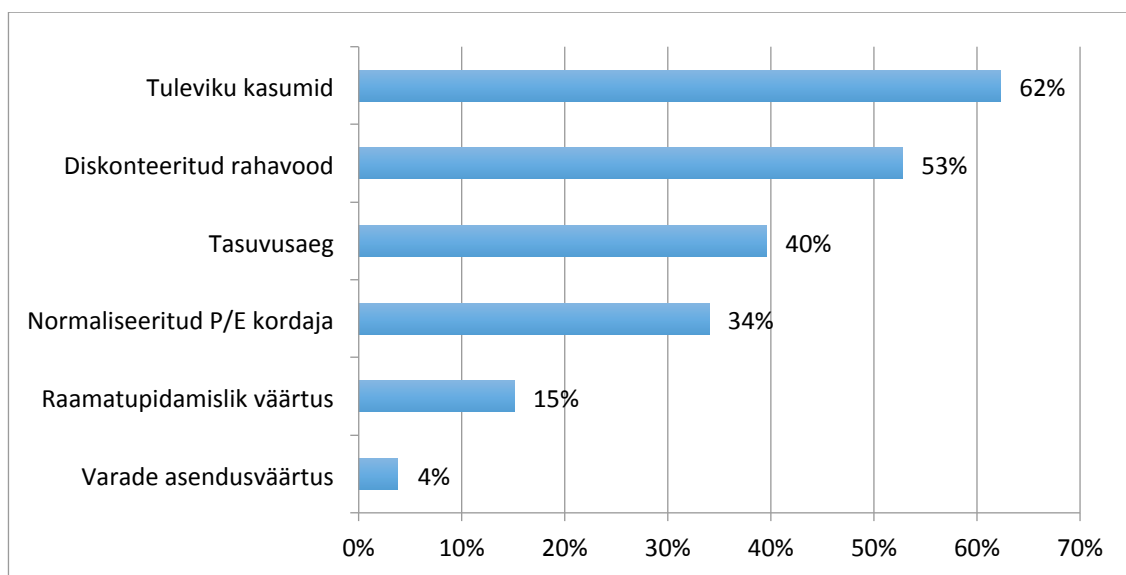
“Sul peab olema täielik kindlus inimeste suhtes. Sest lõppude lõpuks, mida sa teed? Sa võtad raha oma pangakontolt ning paned selle nende pangakontole, ja me kõik teame, et on piisavalt inimesi, kes laseksid selle rahaga jalga, väidaksid seda ja toda, ja see muutub väga kulukaks juriidiliseks vaidluseks.”

Ettevõtja analüüsi järel on tähtsusetult teine kriteerium turg ja toode. Nii Van Osnabrugge kui Sudeki uuringutest tulid oluliste kriteeriumitena välja nii toote kui turu kasvupotentsiaalid. Lisaks mainiti toote kvaliteeti ja intellektuaalomandi olemasolu (toote kaitstust) ning konkurentsiolukorda. Van Osnabrugge uuringus mainitud nišiturul eelistus on seotud idufirma turukujundamise võimega – nišiturul on väikesel ettevõttel rohkem võimu mõjutada makroprotsesse võrreldes suure turuga, kus on palju suuri tegijaid.

Finantskriteeriumid – investeringu tulusus ning selle eelduseks olevad potentsiaalsed väljumisteed – jäid kriteeriumite pingereas pigem tahapoole. Inglise üldiselt ei usalda varajase arengufaasi idufirmade finantsprognoose, kuna neis on liiga palju ebamäärasust, pigem prevaleerib suhtumine, et investeringu tootlus on kas null või väga kõrge (Van Osnabrugge 1998: 261). Argerich (2014: 99) juhib samas tähelepanu, et kuigi uuringute baasil tundub, et finantsid ei ole investeerimiskriteeriumitena olulised, siis ettevõtte väärtuses kokkuleppele mitte jõudmine võib tehingu ära jätta isegi kui kõik muud kriteeriumid on investorile sobivad. Väärtuses kokkuleppimine võib olla keeruline, kuna mängu tulevad ka emotsionaalsed faktorid (Fili 2014: 24). Mason ja Botelho (2014: 11) juhivad tähelepanu, et inglitel ei ole mõistlik ettevõtte väärtust väga kõrgeks kaubelda, kuna see vähendab järgmise ringi finantseerimise tõenäosust ning võib seeläbi saada piiranguks ettevõtte kasvule ning lõpuks edukale ettevõtte müügile.

Ettevõtete väärtuse hindamise tavapärased meetodid nagu diskonteeritud rahavood ning kordajatel põhinevad meetodid ei ole idufirmade puhul lihtsasti rakendatavad, kuna ettevõttel puudub pikem ajalugu, hetke finantsnäitajad (nt kasum ja rahavood) on tüüpiliselt negatiivsed ning tuleviku osas on liiga palju ebamäärasust. Harrison ja Mason (2002) on järeldanud, et äriinglid ei lähtu väärtuse hindamisel niivõrd finantsanalüüsist, kui võrd subjektiivsest hinnangust ettevõtja ja tema meeskonna väärtuse osas. Lahti (2008: 119) leidis aga oma uuringus, et näiteks Soome äriinglid

siiski lähtuvad väärtuse hindamisel finantsanalüüsist. Joonis 8 näitab, mitu protsenti uuringusse kaasatud inglitest kasutab väärtuse hindamisel joonisel nimetatud meetodeid. Populaarsemad meetodid olid tuleviku kasumite prognoosimine ning diskonteeritud rahavood, vähemal määral kasutati varade raamatupidamislikku või asendusväärtust. Inglid kasutasid keskmisena 2.08 meetodit iga tehingu hindamiseks. 13,2% inglitest ei teinud üldse omapoolset väärtuse hindamist.



Joonis 8. Väärtuse hindamise meetodid Soome äriinglite hulgas. Allikas: Lahti 2008: 119).

Kui tehingu analüüsi tulemusel jõuab äriingel otsusele investeerida, järgneb läbirääkimiste ja tehingu sulgemise (*negotiation and consummation*) etapp, mille käigus räägivad investor ning ettevõtja läbi tehingu detailid ning sõlmivad vajalikud lepingud – investeerimislepingu ning vajadusel aktsionäride või osanike lepingu. Investeerimislepingus sätestatakse investeeritav summa, selle eest saadav osalus ning muud investeeringuga seotud tingimused – poolte õigused ja kohustused. Aktsionäride või osanike leping täpsustab vajadusel täiendavalt omanike vahelisi suhteid.

Uuringud on leidnud, et äriinglite ja ettevõtja vahelised läbirääkimised käivad suhteliselt kiiresti (võrreldes riskikapitalifondidega) – tüüpiliselt alla nädala. Inglid üldiselt ei kauple väga pikalt osaluse ning lepingutingimuste üle (Van Osnabrugge 1998: 291). Kuigi inglite tavapraktika on piirduda lihtsate lepingutega, siis arvestades inglite heterogeensust, võivad inglite ja ettevõtjate vahelised lepingud olla väga erineva

detailsusastmega. Näiteks on uuringud näidanud, et kogenumad äriinglid kõrgtehnoloogilises sektoris võivad nõuda põhjalikke lepinguid detailsete investorkaitse tingimustega, samas kui ülikkaded inglid ei pruugi nõuda üldse lepingut (või piirduvad väga lihtsa dokumendiga), kuna investeringusumma on nende jaoks niivõrd ebaoluline (Ibrahim 2008: 1425).

Lepingute sõlmimisel kasutavad inglid suhteliselt vähe tavapäraseid investorkaitse tingimusi: koht nõukogus, investeringute ajatamine (*staging*), osaluse lahjendamise vastased tingimused (*anti-dilution agreements*), eelisaktiaste ost, müügiõigused (*exit rights*) jms (Wong *et al.* 2009). Läbimõeldud lepingud on inglite tegevuses investorkaitse seisukohast aga fundamentaalse tähtsusega, eriti järgmiste finantseerimisringide kontekstis. Riskikapitalifondide kaasamisega väheneb inglite tähtsus, samas nende investering on ettevõttes “kinni”. Läbirääkimistel ettevõtja ning fondidega saavad inglid tugineda ainult oma lepingulistele tingimustele (Hellmann, Thiele 2015).

Teisest küljest, kuigi esmapilgul tundub, et lihtsad lepingud võivad olla riskantsed, siis Ibrahim (2008: 1408) toob välja mitmed põhjused, miks need on finantsilises mõttes ratsionaalsed. Esiteks, inglite huvi on kasvatada ettevõtte suureks, et väljumisel oleks ettevõtte väärtus kõrge ning seeläbi saada võimalikult suur kasum. Selleks tuleb suure tõenäosusega kaasata aja jooksul täiendavat kapitali, mille peamiseks allikaks on riskikapitalifondid. Fondidel on võimalike investeerimisobjektide valik lai ning kui nad peavad investeerimisel arvestama paljude varasemalt inglite kasuks seatud tingimustega, siis nad võivad eelistada paigutada oma raha muudesse projektidesse. Riskikapitalifondide kaasamise positiivse mõju ootust tasakaalustab Petersi (2009: 54 ja 58) tähelepanek, et lähtudes fondide toimimisloogikast suurenevad nende kaasamisega tõenäosused nii suure kasumiga (rohkem kui viiekordne investeringusumma) kui kahjumiga väljumised, samas kui keskmise tootlikkusega (1-5-kordne investering) väljumise tõenäosus langeb. Samuti mitmekordistub inglid jaoks aeg potentsiaalse väljumiseni. See tähendab, et inglite jaoks võib osutuda kasumlikumaks teha väljumine enne riskikapitalifondide kaasamist – müügist saadud raha saab reinvesteerida uutesse projektidesse ning ühe suure tehingu ootamise asemel teha samas perioodis 3-4 väiksemas mahus tehingut. Teiseks, inglid juhivad tüüpiliselt investeerimisrisiki

ettevõtte tegevuses osalemisega ning otsuste mõjutamisega. Kolmandaks, pikkade ja põhjalike lepingute koostamine, läbirääkimine ning hilisem jõustamine pole kuluefektiivne arvestades inglite suhteliselt väikeseid investeringusummasid.

Peale tehingu lõpule viimist algab äriingli jaoks järgmise investeerimisprotsessi etapina ettevõtte tegevuses osalemine (*post investment involvement*). Ettevõtte tegevuses osalemisel on inglite seisukohast kaks eesmärki: kontroll ettevõtja tegevuse üle ja ettevõtja nõustamine ning toetamine (Fili 2014: 69; Wiltbank 2005: 7), ehk et ühelt poolt tagada oma investeringu säilimine ning teiselt poolt suurendada oma investeringu väärtust. Inglise rolle ettevõttes on sarnaselt, kuid veidi detailsemalt kujutanud Politis (2008: 132) kes jagas tuginedes 14 varasemale uurimistöole äriinglite rollid nelja gruppi:

- Järelevalve ja monitooring – investori järelevalve ettevõtja ja juhtkonna tegevuse üle näiteks optimaalse finants- ja juhtimisarvestuse süsteemi juurutamine ning regulaarsete raportite jälgimine;
- Strateegiline nõustamine – tugi äristrateegia formuleerimisel, ettevõtja ideede peegeldamine, juhtimisvõimekuse täiendamine (nt finants- või turunduskompetentside lisandumine);
- Ressursside hankija – investorgruppidega suhtlemine, ärikontaktide arendamine, võtmetöötajate leidmine, täiendavate finantsvahendite hankimine. Sørheim (2005: 187) on leidnud, et hea reputatsiooniga äriinglid parandavad oluliselt idufirma täiendava kapitali (sealhulgas nii omakapitali kui pangalaenu) kaasamise võimalusi, kuna tõstavad ettevõtte usaldusväarsust;
- Mentor – ettevõtja nõustamine tuginedes inglise enda varasemale ettevõtja kogemusele.

Ettevõtte tegevuses osalemise määr võib olla väga erinev. Passiivsed inglised jälgivad lihtsalt ettevõtte aruandlust ning osalevad nõukogu koosolekutel, aktiivsed inglised võtavad endale ettevõttes mõne funktsionaalse rolli või panustavad nõustajana (Argerich 2014: 100). Ehk passiivsemad inglised tegelevad pigem investeringu säilimise kontrolliga ning jätavad väärtuse tõstmise rohkem ettevõtja kanda, samas kui

aktiivsemad investorid panustavad ka ise ettevõtte arengusse oma kogemuste ning suhtevõrgustikuga.

Investeermisprotsess lõpeb ettevõttest väljumisega (*exit*). Väljumised on väga olulised äriinglite tegevuse jätkuvuseks – nende tagajärjel tekivad inglitele uued vahendid, mida investeerida. Ilma varasemate investeeringute müügita oleks ingelinvesteeringute maht piiratud (Mason, Botelho 2014: 3).

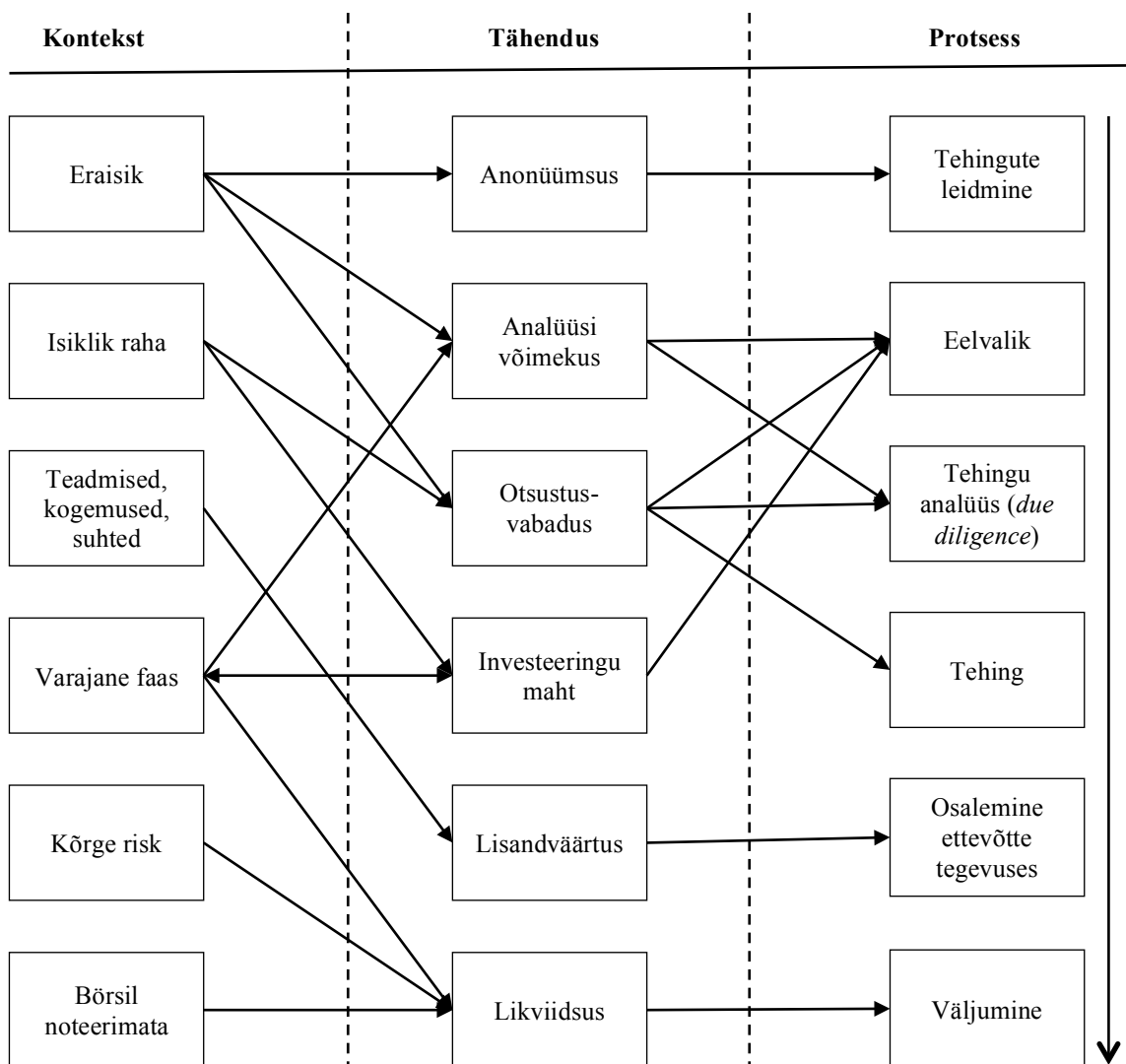
Peale 2000.a “tehnoloogiamulli” lõhkemist on edukate väljumisteni jõudmine keerulisemaks muutunud. Esiteks on edukaid müüke vähem, teiseks võtavad müügid kauem aega. Kui näiteks 2005. aastal kulus investeeringust idufirma müügin keskmiselt kolm aastat, siis nüüd on see aeg juba kümme või rohkem aastat (Mason, Botelho 2014: 4). Pikenenud väljumisajad tähendavad, et inglite raha on vanades investeeringutes “kinni”.

Väljumiseks on mitu võimalust, näiteks ettevõtja ja/või juhtkond ostavad investorite osalused tagasi (*management buy-out*), ettevõtte ostetakse mõne teise investori poolt või noteeritakse börsil (Markova, S., Petkovska-Mirčevska 2009: 603). Arvestades aga ingelinvesteeringute riskantsust, on kõige levinum “väljumistee” ettevõtte likvideerimine (Argerich 2014: 102). Inglite jaoks eelistatavam valik on müük strateegilisele investorile, kelle jaoks on iduettevõtte poolt arendatud toode või tehnoloogia väärtuslik, mistõttu on nad valmis ettevõtte eest maksma ka kõrgeimat hinda. Börsil noteerimine on inglite seisukohast vähem atraktiivne reglementeeritusest tuleneva keerukuse ning kulukuse tõttu (Carpentier, Suret 2014).

Väljumise puhul müüvad oma osaluse tüüpiliselt kõik omanikud, st nii ettevõtte asutajad, äriinglid, riskikapitalifondid kui muud võimalikud investorid (Mason, Botelho 2014: 3). Üldjuhul ei ole äriinglitel võimalik idufirmast väljuda müües oma osaluse riskikapitalifondidele (kes on tüüpiline äriinglitele järgnev finantseerija – vt Joonis 3 lk 14), kuna viimased eelistavad lisada täiendavat kapitali ettevõttesse selle edasiseks arendamiseks. Seega, kui idufirmasse on kaasatud ka riskikapitalifondid, on äriinglitel esimene väljumisvõimalus tavaliselt alles koos fondidega (Fili 2014: 26). Kuna riskikapitalifondide eesmärk on teenida investeering tagasi mitmekordselt, siis nad blokeerivad müügid, mis on madalama hinnaga kui nende seatud kordaja eesmärk.

Riskikapitalifondide investeerimisringe tähistatakse tähtedega A, B, C jne, mis vastavalt viitavad riskikapitalifondide esimesele, teisele, kolmandale jne investeerimisringile. Peters (2009: 44) on leidnud, et fondide eesmärk on A-ringi investeering tagasi teenida 10-kordselt, B-ringi oma 4-7-kordselt ja C-ringi oma 2-4-kordselt. See tähendab, et ettevõtja ning inglite raha on ettevõttes kinni kuni leitakse tehing, mis aitab saavutada fondide eesmärke, kusjuures sellist tehingut ei pruugi kunagi tulla. Seetõttu võib inglitel (ning ka ettevõtjatel) olla mõistlik müüa idufirma enne riskikapitalifondi kaasamist (Peters 2009).

Kokkuvõtte teoreetilisest osast – äriingleid defineerivatest olulisematest märksõnadest ning inglite investeerimisprotsessi etappidest – on graafiliselt kujutatud joonisel 9.



Joonis 9. Äriinglite konteksti ja investeerimisprotsessi seotus. Allikas: autori koostatud.

Äriingleid eristavad muudest investorgruppidest mitmed aspektid. Need eripärad avaldavad mõju inglite investeerimisprotsessile. Erasisikuna on äriinglid anonüümsed, kuigi inglite võrgustumise trend on andnud neile võimaluse soovi korral oma anonüümsusest loobuda. Anonüümsuse tagajärg on, et ettevõtjatel võib olla neid keeruline leida ja seega investeerimisvõimaluste hulk, mis ingliteni jõuab, on piiratud. Samuti on eraisiku analüüsivõimekus madalam kui institutsionaalsetel investoritel, mis seab piirangud eelvaliku ning tehingu analüüsi etappides tehtava analüüsi põhjalikkusele. Võimalusi põhjalikuks analüüsiks piirab ka ettevõtete varajane arengufaas. Teisest küljest, olles eraisik ning investeerides isiklikku raha on inglitel otsustusvabadus analüüsi detailsuse üle – nad ei pea põhjendama oma otsuseid kellelegi. Isikliku raha investeerimine tähendab limiteeritud investeerimisvõimet, mis seab piirangud eelvalikussõela läbivatele ettevõtetele – ettevõtete finantseerimisvajadus peab olema piisavalt madal, mis tüüpiliselt tähendab varajase faasi iduettevõtteid. Äriingli teadmised, kogemused ja suhtevõrgustik võimaldab panustada lisandväärtusega ettevõtte toimimisse peale investeeringut. Börsil noteerimata kõrge riskiga varajase faasi ettevõtetesse investeerimine tähendab investeeringu madalat likviidsust, mis piirab väljumise võimalusi.

2 ÄRIINGLITE INVESTEERIMISPROTSESS: EMPIIRILINE ANALÜÜS EESTI NÄITEL

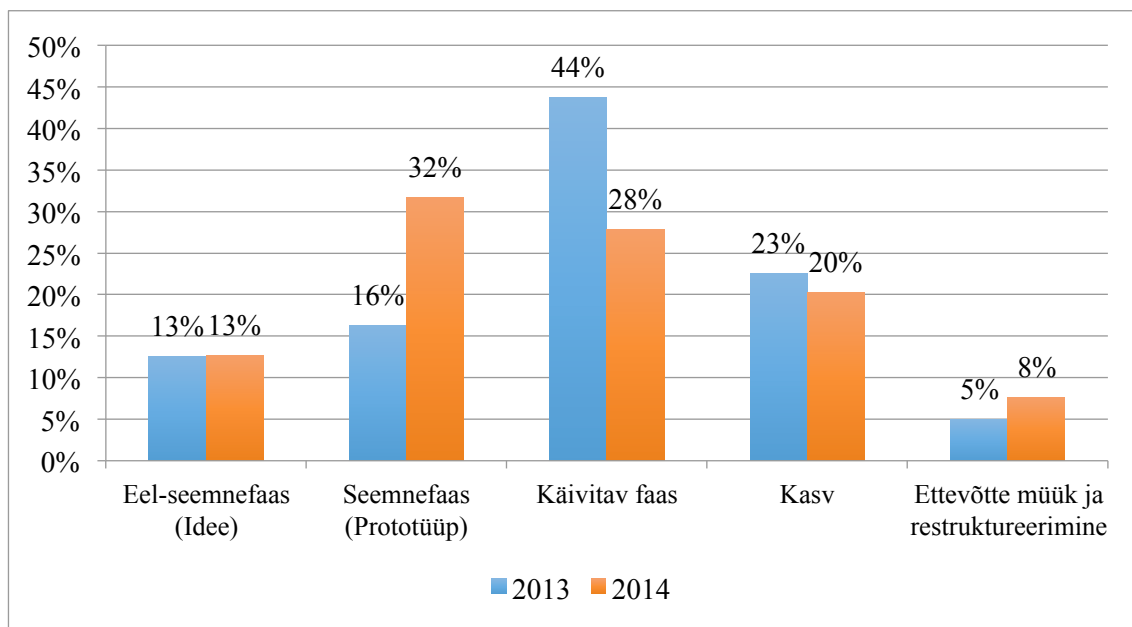
2.1 Eesti äriinglite ülevaade ja uurimismetoodika tutvustus

Äriinglid jagatakse nähtavateks ning nähtamatuteks, ehk avalikult tuntud ning anonüümseteks ingliteks. Kaardistada saab avalikult tuntud inglaid, kes Eesti puhul on üldjuhul koondunud EstBANi.

EstBAN on asutatud 2012. aastal ning on alates sellest ajast kiiresti kasvanud. Kui 2013. aastal oli EstBANil 25 liiget, siis aastaks 2015 on liikmeskond kasvanud 87 inglini (Review of 2014). Hoolimata kiirest kasvust on ühe intervjueeritud äriingli hinnangul EstBAN liikmetest aktiivsed ja süstemaatilised inglid 10-15 isikut. Ülejäänud liikmed teevad tehinguid harva ja pigem juhuslikult. 2014. aastal laekus EstBANi 127 investeringutaotlust (aasta varem 191 taotlust). 2014. aastal tehti kokku 100 investeringut 65 idufirmasse kogusummas 4,81 miljonit eurot. Keskmiseks investeringusummaks kujunes 48 000 eurot (Review of 2014). 2013. aastal olid vastavad näitajad 83 investeringut 66 idufirmasse kogusummas 4,66 miljonit eurot keskmise investeringuga 56 000 eurot (Review of 2013).

Eesti äriinglid investeerivad valdavalt varajase arengufaasi idufirmadesse. 72% investeringutest 2014. aastal tehti käivitava või varasema faasi projektidesse (2013. aastal vastavalt 73%). Joonis 10 esitab detailsema jaotuse investeringutest ettevõtete arengufaaside lõikes. Joonise 10 koostamisel on autor lähtunud EstBAN poolt jälgitavast ettevõtte arengufaaside jaotusest, mis erineb veidi töö teoreetilises osas joonisel 3 (lk 14) toodud jaotusest. Võib eeldada, et joonisel 10 toodud “eel-seemnefaas” ja “seemnefaas” vastavad joonisel 3 nimetatud “seemnefaasile”. Käivitav

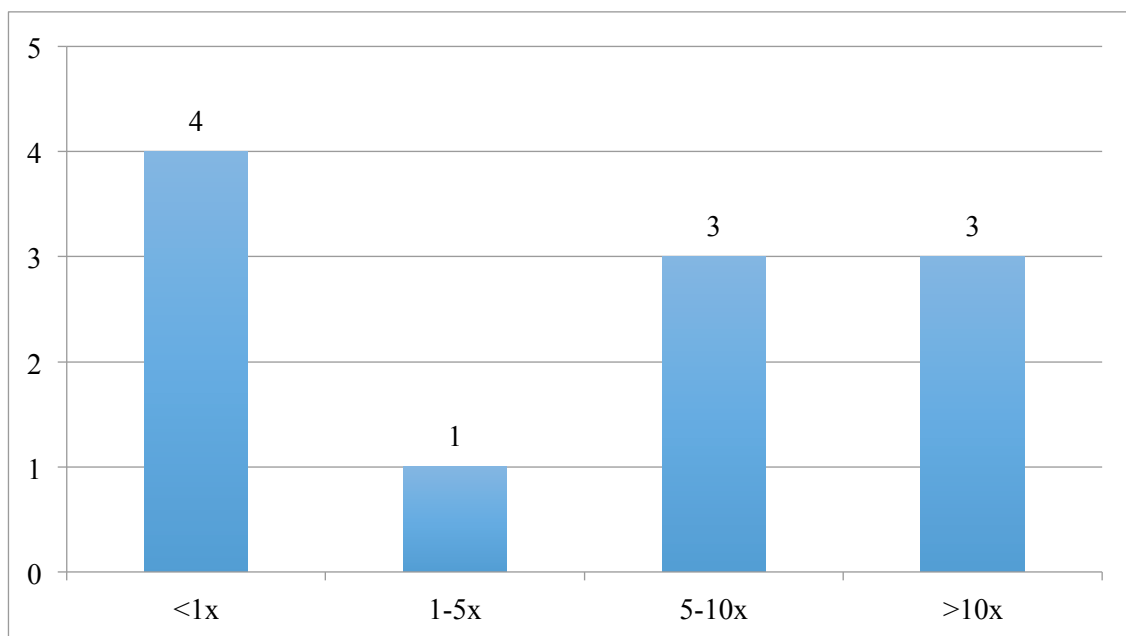
faas on mõlemal joonisel sama. Joonisel 10 toodud “kasv” vastab joonise 3 “varajase kasvu” faasile ning tõenäoliselt on veidi kattuvust ka “hilise faasiga”. Joonisel 10 nimetatud “ ettevõtte müük ja restruktureerimine” vastab joonisel 3 toodud “hilise faasi” ajaliselt viimasele osale.



Joonis 10. EstBAN liikmete investeeringute jaotus ettevõtte arengufaaside kaupa. Allikas: Siimar, autori intervjuu; autori koostatud.

Ettevõtete jaotamine gruppidesse arengufaaside järgi on paratamatult mingil määral subjektiivne – on keeruline täpselt määratleda ajahetke, mil ettevõtte läheb ühest arengufaasist teise. Seega tuleb ka joonisel 10 toodud täpsetesse protsentidesse suhtuda kriitiliselt, kuid joonis näitab siiski suurusjärguliselt, millistes faasides inglid rohkem investeerivad. Kui magistritöö teoreetilises osas leiti, et äriinglid investeerivad peamiselt seemne-, käivitava ja varajase kasvu faasides (vt joonis 3, lk 14), siis EstBAN statistika (joonis 10) kinnitab seda järeldust.

2014. aastal tegid seitse äriinglit kokku 11 väljumist. Joonis 11 on esitatud väljumistel teenitud väärtuskordajate (müügihinna suhe investeeringu summasse) jaotus. Neljal juhul (36%) oli kordaja alla ühe, ehk investori tootlus jäi negatiivseks. Ühel juhul jäi kordaja vahemikku 1-5, kolmel 5-10 ning kolmel juhul oli kordaja üle 10, ehk investeeritud summa teeniti tagasi enam kui kümnekordselt.



Joonis 11. Eesti äriinglite väljumistel saavutatud väärtuskordajate jaotus 2014. aastal. Allikas: Siimar, autori intervjuu; autori koostatud.

The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players (2014: 1) toob oma 2014. aasta statistikakogumikus välja Eesti äriinglid, kelle investeringute maht 4,7 miljonit eurot aastal 2013 on võrreldes riigi sisemajanduse kogutoodanguga Euroopa kõrgeim.

Magistritöö eesmärgiks on välja selgitada Eesti äriinglite investeerimisprotsess. Eesmärgi empiiriliseks täitmiseks on autor valinud kvalitatiivse uuringu, täpsemalt selle alaliigi juhtumiuuringu, mis tugineb poolstruktureeritud intervjuudel Eesti äriinglitega. Intervjuu küsimustik on esitatud magistritöö lisas 1. Intervjuu küsimustiku koostamisel on lähtutud töö teoreetilises osas esitatud investeerimisprotsessist ning küsimused on grupeeritud protsessi etappide kaupa. Andmete analüüsi meetoditena on autor kasutanud mustri sobitamist (*pattern-matching*) ning selgitamist (*explanation-building*).

Uurimisstrateegia valik tugineb järgmistel kaalutlustel:

1. Kvalitatiivne uuring võimaldab teadmisi hankida terviklikult. Uuriija edastab inimeste kogemusi ja arvamusi kogu oma komplitseerituses ning lähtudes nende kontekstist (Pilt 2010). Kuna äriingleid pole Eestis varem uuritud (ning ka laiemalt maailmas on tegemist suhteliselt väheuuritud valdkonnaga) on autori

arvates asjakohane alustada valdkonna uuringuid tervikliku käsitlusega Eesti äriinglite investeerimisprotsessist ning koostada “suur pilt”. Edasised uuringud on vajalikud nii protsessi etappide süvitsi uurimiseks kui ka järelduste üldistamise võimalikkuse analüüsimiseks.

2. Juhtumiuuring uuringutehnikana on sobiv, kuna võimaldab vaadelda fenomeni selle kindlas kontekstis, eriti juhul, kui fenomeni ja konteksti piirid ei ole üheselt selged (Saunders *et al.* 2009: 146). Äriinglite investeerimisprotsessi analüüsimisel ja mõtestamisel on autori hinnangul oluline mõista ka äriinglite konteksti.
3. Magistritöö eesmärgist tulenevalt on töö oma olemuselt uuriv (*exploratory*). Sobivaim meetod uuriva töö läbiviimiseks on intervjuud valdkonna ekspertidega (Saunders *et al.* 2009: 140). Intervjuu stiiliks on valitud poolstruktureeritud intervjuu, kus uurijal on paika pandud kaetavad teemad ning küsimused, kuid sõltuvalt intervjuude käigust võib antud kontekstis ebaolulised küsimused ära jätta, või lisada täiendavaid ja täpsustavaid küsimusi (Saunders *et al.* 2009: 320).
4. Statistiliselt pädeva kvantitatiivuuringu tegemine on äriinglite temaatikas problemaatiline, kuna inglite populatsioon on teadmata. Populatsioonist on teada ainult selle nähtav osa – isikud, kes on avalikkusele teada kui äriinglid (Eesti puhul tüüpiliselt EstBANi liikmed). On väga tõenäoline, et eksisteerib veel isikuid, kes tegutsevad äriinglina väljaspool EstBANi võrgustikku, kuid need isikud, ega ka nende ligikaudne arv ei ole teada. Seetõttu pole võimalik teha representatiivset valimit tegemaks üldistusi kõigi Eesti äriinglite kohta. Alternatiiv – kvantitatiivuuring ainult EstBANi liikmete hulgas (et üldistada “võrgustunud” inglite tegevust) – ei olnud teostatav, kuna EstBANi liikmete arv oli magistritöö tegemise ajal väike (87 äriinglit, kellest pealegi kõik ei ole Eesti taustaga ning langeksid seetõttu valimist välja), ning arvestades ka asjaolu, et kõik inglid tõenäoliselt ei soovi uuringus osaleda, oleks valim jäänud liiga väikseks üldistuste tegemiseks. Kvantitatiivuuringute tegemise keerukusele on viidanud ka varasemad analüüsid (nt Shane 2012:1, Hindle, Rushworth 1999: 1).

Empiirilise uuringu disainis tehtud valikutest tulenevad magistritööle järgmised peamised piirangud:

1. Töös tehtud tähelepanekud ja järeldused ei pruugi olla üldistatavad kõigile Eesti äriinglitele.
2. Uuring esitab valitud inglite mõtteid piiratud ajaraamistikus (*cross-sectional study*), kuid ei näita tingimata inglite arvamuste ja kogemuste muutusi ajas (*longitudinal studies*). Arvestades äriinglite investeeringute pikaajalisust ning üldist inglite valdkonna dünaamikat (nt võrgustike tähtsuse kasv), oleks täiendavad pikaajalised uuringud kindlasti väärtuslikud inglite ning nende investeerimisprotsessi paremaks mõistmiseks.

Inglite uurimisel on tüüpiliselt kasutatud mugavusvalimit (Shane 2012:1), mille puhul intervjueeritakse uurija jaoks kõige lihtsamini kättesaadavaid isikuid. Käesolev magistritöö on lähtunud samast tehnikast. Valimi koostamisel on kasutatud ka lumepalli meetodit, ehk intervjueeritud äriinglid soovitasid ning vahendasid teisi võimalikke ingleid.

Valimi suuruse määramisel lähtuti kirjanduses soovitatud kriteeriumitest – 1) intervjuusid peaks tegema kuni küllastuspunkt on saavutatud, st täiendavad intervjuud ei anna enam olulist lisainformatsiooni, ning 2) intervjuude arvu määramisel peaks lähtuma ühelt poolt intervjuude piisavusest, aga teiselt poolt ka olemasolevatest ressurssidest, nt ajaressurss. (Saunders *et al.* 2009: 234-235). Magistritöö valimisse sattusid viis Eesti äriinglit (vt Tabel 5). Kõik äriinglid, kelle poole autor pöördus, olid valmis intervjuus osalema. Kuna üks inglitest soovis jätta oma mõtted ja kogemused anonüümseks, siis magistritöö empiirika analüüsi peatükis ei ole autor täpsustanud, millised mõtted pärinevad millisest intervjuust. Alapeatükis 2.2. toodud tsitaatide puhul on viidetena kasutatud koodnimetusi Äriingel 1 – Äriingel 5. Samad kodeeritud viited on kasutusel ka intervjuusid kokkuvõtvates tabelites (tabelid 7-12). Äriinglite numeratsioon ühest viieni on koostatud juhuslikkuse alusel. Autor usub, et inglite anonüümsus ei vähenda uuringutulemuste väärtust ega usaldusväarsust. Intervjuude kestvused jäid vahemikku 45 – 90 minutit.

Tabel 5. Empiirilise töö valim.

Nimi	Taust	Intervjuu aeg
Riivo Anton	Äriingel, ettevõtja, EstBAN asutajaliige	04.02.2015
Herty Tammo	Äriingel, ettevõtja, EstBAN asutajaliige	11.02.2015
Hardi Kampus	Äriingel, ettevõtja, EstBAN asutajaliige, EstBAN juhatuse liige	18.02.2015
Rain Rannu	Äriingel, ettevõtja, EstBAN liige	19.02.2015
Ivar Siimar	Äriingel, EstBAN asutajaliige, EstBAN juhatuse liige	27.02.2015

Allikas: Autori koostatud.

Tabel 6 esitab kokkuvõtvalt intervjueeritud äriinglite tausta. Kaks intervjueeritut on äriinglina tegutsenud seitse aastat, üks vastanu ütles, et on tõsisemalt valdkonnaga tegelenud kaks aastat, kuigi on ka varem teinud üksikuid investeeringuid. Keskmine investeeringute arv oli 9,4 (mediaan 11). Lisaks otsestele ingelinvesteeringutele oli mitu vastanut investorina ning otsustajana osalised ka ärikiirendis Startup Wiseguys, mis samuti teeb investeeringuid alustavatesse iduettevõtetesse. Kuigi kaudselt on vastajad seega investorid ka ärikiirendi ettevõtetes, siis inglite tausta kirjeldusest on need välja jäetud ning käsitletud ainult otse tehtavaid investeeringuid. Väljumiste arv oli väike – viiest vastanust kolm polnud teinud ühtegi väljumist (kui mitte arvestada ettevõtete likvideerimisi). Äriinglina tegutsemise hinnanguline aeg varieerus 25%-st teisest ajast 100%-ni, üks vastaja ei osanud aega hinnata, seetõttu on keskmine ja mediaan leitud nelja vastuse põhjal.

Tabel 6. Intervjueeritud äriinglite taust.

	Vähim	Aritmeetiline keskmine	Mediaan	Suurim
Äriingli kogemus (aastad)	2	5	6	7
Investeeringute arv	4	9,4	11	13
Väljumiste arv	0	0,6	0	2
Äriinglina tegutsemise osakaal teisest ajast	25%	52%	42%	100%

Allikas: Autori koostatud.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et intervjueeritud äriinglid on Eesti kontekstis, kus äriinglite tegevus on küllaltki uus nähtus, pikaajalise kogemusega ning nende mõtted ja kogemused väga väärtuslikud Eesti äriinglite investeerimisprotsessi “suure pildi” loomiseks.

2.2 Eesti äriinglite investeerimisprotsessi analüüs

Eesti äriinglite investeerimisprotsessi analüüs on käesolevas alapeatükis esitatud samade protsessi etappide kaupa, nagu töö teoreetilises osas (vt joonis 5, lk 20). Iga investeerimisprotsessi etapi analüüsi juures on tabeli kujul toodud äriinglite vastused kõigile vastava etapi kohta esitatud küsimustele (tabelid 7-12). Arvestades tabelite mahupiirangutega on küsimused tabelites esitatud lühendatud kujul ning lisas 1 on toodud küsimused täispikkuses. Samuti on vastused tabelites esitatud kokkuvõtlikult ning kontseentreeritult, püüdes välja tuua ainult kõige olulisemat. Tabelitele järgneb iga etapi pikem analüüs, kus on põhjalikumalt käsitletud olulisemaid leide ja järeldusi ning on toodud välja aspektid, milles intervjueeritud inglid olid ühel meelel, aga ka asjaolud, mille osas olid erinevad arvamused.

Eesti äriinglite investeerimisprotsessi paremaks mõistmiseks ning konteksti panemiseks küsis autor ka inglite investeringute eesmärke – kas tegemist on puhtalt finantstulule orienteeritud tegevusega või on motiivid laiemad nagu tihti esitatud varasemas kirjanduses. Kõik investorid tõid välja oma tegevuse ärilise aspekti ning rõhutasid, et kasumi teenimine on kindlasti eesmärk, ilma selleta ei oleks tegevus jätkusuutlik. Kuid lisaks sellele mainiti ka “pehmemaid” motiive nagu loominguiline tegevus, hobi, huvi valdkonna vastu, varasem kogemus iduettevõtete loomisel ja arendamisel jms. Eesti äriinglite motiivid on seega sarnased kirjanduses toodutega.

Investeerimisprotsessi esimene etapp, nagu esitatud töö teoreetilise osa joonisel 5 (lk 20), on võimalike investeerimisobjektide leidmine. Tabel 7 esitab kokkuvõtlikult nimetatud etapi kohta inglitele esitatud küsimused ning saadud vastused.

Tabel 7. Intervjuude kokkuvõtte tehingute leidmise etapi kohta.

	Äriingel 1	Äriingel 2	Äriingel 3	Äriingel 4	Äriingel 5
Mitu investeerimisvõimalust aastast Teieni jõuab?	3-4 kuus. Kuni 50 aastast.	2014. aastal läbi EstBANi 127 võimalust. Mõned väljastpoolt lisaks. Kokku u 150.	3-5 kuus, ehk 36 kuni 60 võimalust aastast.	Sadakond.	Sadakond.
Mitme võimaliku investeerimisobjekti poole aastast ise pöördute? Kui palju ise aktiivselt otsite investeerimisvõimalusi?	Mingis valdkonnas otsin ise investeerimisvõimalusi. Numbrit raske öelda.	Keeruline eristada, kas otsin mina või otsivad ettevõtjad. Mõlemad otsivad.	Ise aktiivselt pigem ei otsi. Käin küll EstBAN üritustel, kuid see rohkem <i>benchmarkingu</i> jaoks.	Ei oska öelda.	Üha rohkem tahan ise otsida, kuid numbrit ei oska öelda.
Kuidas saate infot investeerimisvõimaluste kohta?	Ärikiirendid, käin rahvusvahelistel valdkonna messidel.	EstBAN, ärikiirendid, isiklikud kontaktid.	Isiklikud kontaktid, EstBAN, ärikiirendid, teised inglid kutsuvad kaasinvestoriks.	EstBAN, isiklikud kontaktid.	Isiklikud kontaktid peamiselt.

Allikas: Autori koostatud.

Võimalike tehingute leidmise allikatena toodi välja peamiselt isiklikud kontaktid, EstBAN ning ärikiirendid. Mitu intervjuueeritavat rõhutas, et kuna äriinglina tegutsevate isikute hulk on Eestis väike ning kõik teavad kõiki, siis info liigub “suust suhu” ning tihti kutsutakse teiste inglite poolt kaasinvestoriks. Samuti on aktiivsematel inglitel tekkinud ettevõtjate hulgas tuntus ning reputatsioon, mistõttu pöördutakse ka otse selliste inglite poole. EstBAN korraldab regulaarselt *pitching*-üritusi, kus ettevõtjad käivad inglitele oma ideid presenteerimas – nendel üritustel osalemine on seega väga heaks infoallikaks nii investeerimisvõimaluste leidmisel kui võrdlusandmete kogumisel ettevõtete analüüsiks.

Lisaks eelnevale mainiti infoallikana ärikiirendeid – olles kiirendite juures tegev kas investori või mentorina, on inglitel võimalik mõne kuu jooksul jälgida ning osaleda mitmete eel-seemne faasi ettevõtete tegevuses. Kui kiirendis jääb silma mõni huvitav idee ning peale kiirendist lahkumist tundub see jätkuvalt põnev ning realiseeritav, siis on võimalik pakkuda end investoriks.

Lisaks passiivsemale tehingute leidmise stiilile mainiti ka ise aktiivselt võimaluste otsimist. Näiteks üks investor on huvitatud ühe spetsiifilise valdkonna ettevõtetest ning otsib selliseid investeerimisvõimalusi globaalselt. Teine ingel tähtsustas ise aktiivset võimaluste otsimist järgnevalt:

“Need investeringud, mida investor ise väga teha tahab, need tingimata ei taha investori raha. Ja need, kes otsivad investori raha, sinna ei taha tihti investorid investeerida. /.../ Selleks, et saada võimalust töötada tippfirmadega, Silicon Valley firmadesse investeerida, headesse Silicon Valley firmadesse, headesse Londoni firmadesse, selleks tuleb ise tööd teha, ise otsida. Ja ka väga headesse Eesti firmadesse samamoodi. Niimoodi saab teenida potentsiaalselt rohkem. See ongi hea investori tunnus. See on nagu müügitöö, sa otsid firmasid, kuhu sa tahad investeerida ja sa veenad founderit, et miks tal on hea sult raha võtta. Niimoodi saad häid diile, nii saad potentsiaalseid staare. Sest alati tahad investeerida firmadesse, kes sind ei vaja, aga kui sa investeerid, saad natuke juurde aidata.” (Äriingel 5).

Investeerimisvõimaluste hulga osas leidsid kolm äriinglit, et aastas jõuab nendeni sadakond või rohkem investeerimisvõimalust, kaks inglit hindasid mahuks umbes 50-60 tükki aastas. Nagu töö teoreetilises osas näidatud, on selline potentsiaalsete investeerimisvõimaluste maht liiga suur, et eraisikust investor neid kõiki põhjalikult analüüsida jõuaks. Seetõttu selekteerivad inglid investeerimisprotsessi teises etapis (eelvalik) välja neile huvipakkuvamad võimalused, mida põhjalikumalt analüüsima hakata, ning ülejäänud ideed langevad edasisest protsessist välja. Tabel 8 esitab eelvaliku etapi küsimuste ja vastuste kokkuvõtte.

Tabel 8. Intervjuude kokkuvõtte eelvaliku etapi kohta.

	Äriingel 1	Äriingel 2	Äriingel 3	Äriingel 4	Äriingel 5
Millises arengufaasis ettevõtetesse investeerite?	Tavaliselt prototüübi faasis. Rahavoog pole veel positiivne.	Väga erinevad. Ideefaasist kuni A-ringi investeeringuni	Tavaliselt prototüübi faasis. Testkliendid olemas või tekkimas.	Seemnefaas.	Kas väga varajases faasis või siis, kui toote ja turu sobivus on tõestatud ning siht kasvul.
Millistesse tegevusaladesse investeerite?	B2B, SaaS. <i>Fintech</i> ja <i>big data</i> huvitavad.	Tehnoloogiaga seotud. Kitsamalt pole piiritletud.	B2B.	Fookus puudub.	Väga kitsendanud pole. Pigem B2B. Suurem huvi <i>fintech</i> ja mobiil.
Kas eelistate kontsentreeruda kindlale tegevusalale või riske hajutada eri valdkondades?	Kontsentreeruda.	Hajutamine arengufaasi, mitte valdkonna põhiselt.	Pigem hajutada riske, kuid jälgime ka trende, mis valdkondades on paremad võimalused.	Eelistame riske hajutada.	Riske hajutame ettevõtete vahel. Tegevusala või arengufaas pole hajutamise aluseks.
Millistele kriteeriumitele peaks ettevõtte vastama, et tehingu analüüsi faasi jõuda?	Esmane on meeskond. Siis turg. Toode vähemoluline.	Selgeid kriteeriumeid pole. Subjektiivne otsus.	Idee peab olema huvitav. Meeskonna kvaliteet.	Mingit probleemi lahendav idee. Skaleeritavus, tehnoloogia. Meeskond ja asutaja on kõige tähtsamad.	Ärimudel paigas, asutaja ja meeskonna kvaliteet, emotsionaalsed kriteeriumid, plaanide realistlikkus.
Mitu investeerimisvõimalust aastas läbib eelvaliku ja jõuab tehingu analüüsi faasi?	Raske üldistada.	Raske üldistada. Kolme aasta jooksul kokku olen põhjalikumalt analüüsinud kümnekonda.	Kolmandikule täpsustav päring, 10%-le tehingu analüüs.	Raske öelda. Praegu pigem jätkuinvesteeringud. Mõni aasta tagasi tegime tehingu analüüsi aastas ü kümnele.	Paarkümmend.

Allikas: Autori koostatud.

Sarnaselt varasemas kirjanduses leituga jätsid Eesti äriinglid enamuse investeerimisettepanekutest kiiresti kõrvale, kuigi “esimesest sõelast” läbimise protsent oli varieeruv. Arvestades inglite tegutsemise lühikest aega, on keeruline teha üldistusi isegi ühe inglite kohta – tõsiselt analüüsitava ettevõtete arv võib olla aastati väga erinev. Üks ingel hindas, et kõigist talle pakutavatest võimalustest ta teeb umbes kolmandikule täpsustava päringu, kuid tehingu analüüsi faasi jõuab ainult 10% ideedest – 5-6 aastat, neist tehinguni omakorda kuni pooled (1-3 tehingut aastas). Teine ingel arvas, et tema eelvalikust pääseb edasi paarkümmend ideed aastas, neist tehingusse jõuab 2-3.

Eelvaliku kriteeriumitena töid kõik inglid välja kas kõige tähtsamana või ühena tähtsamatest ettevõtjast ning tema meeskonnast. Rõhutati, et kõik algab ja lõpeb tiimi ja juhiga – kas nad on võimelised seda äri üles ehitama või mitte. Üks ingel võttis selle kokku järgmiselt:

“Tiimi tugevus on põhiline. Sa pead uskuma founderit ja tema visiooni, nutikust, energiataset ja pealehakkamist. Ja siis ülejäänud, kes tal seal kambas on – palju ta nendega koostööd teinud on? Kas nad saavad omavahel hakkama? Kas nad täiendavad üksteist? Mis nende ambitsioon on? Kas nad tegelikult ka tahavad maailma vallutada või tahavad endale lihtsalt palgaraha teenida? Ehk siis põhiline on tiim.” (Äriingel 1).

Lisaks inimfaktorile esitati kriteeriumitena ideed, toodet ja turgu, kuigi nende omavaheline prioriteetsus oli inglite erinev. Näiteks üks ingel leidis, et toote olemasolu on oluline. Teine aga leidis, et tähtis on turu suurus ja konkurentsiolukord turul, kuid toode ise pole algfaasis oluline – kui ettevõtja tunneb oma valdkonda, siis ta mõtleb toote hiljem välja. Toote puhul mainiti oluliste aspektidena selle globaalset skaleeritavust ja intellektuaalkaitset. Eesti turu väiksusest tulenevalt eeldavad inglid, et ettevõtte tegutseb globaalsel turul.

Osade inglite jaoks oli tähtis ka ettevõtte tegevusala. Kuigi kõik investorid olid huvitatud ettevõtetest, mis oleks kuidagi tehnoloogiaga seotud, siis kolm viiest rõhutasid eraldi, et nende investeeringud peaks olema äriteenuste (B2B) valdkonnas. Kitsama valdkonna piirang tulenes kõigi puhul nende varasemast kogemusest – kuna nende taust on äriteenustes, siis seal suudavad nad kõige rohkem lisaväärtust luua. Veel

kitsamatest valdkondadest tõid kaks ingliti eraldi välja finantstehnoloogia (*fintech*) sektori, mis neid eriti huvitab.

Üheks kriteeriumiks on ka ingliti isiklikel kogemuste tuginev hinnang, kas ettevõtja tegevuskava ning eelarved on realistlikud. Kas planeeritavad tegevused on mõistlikud ja kas investeeringu suurus (nt vahemikus 50 000 – 200 000 eurot) on ettevõtte jaoks sobiv – kas sellest on ettevõttele abi ja kui kaugemale nad sellega jõuavad? Investeeringusumma adekvaatsus on seotud ka idufirmade arengufaasiga (varasemas arengufaasis on ka väiksemad summad mõjusad). Kõik ingliti investeerivad pigem algfaasi ettevõtetesse, kuigi nende portfellides on ka erandeid. Üldjuhul on ettevõtted prototüübi faasis, mõnel ka esimesed kliendid olemas. Üks investor mainis, et ta üritab sisse minna väga varajases faasis ning oma investeeringuga aidata ettevõtetel jõuda seemnefaasi investeerimisringini, kus ta ka ise tihti osaleb jätkuinvesteeringuga. Lisaks päris algfaasi idufirmadele toodi välja ka teine investoreid huvitav grupp ettevõtteid. Firmad, millel on juba tekkinud mingi toote ja turu sobivus (*product-market fit*) ning on suudetud toodetega turule pääseda (*market traction*), ning on näha, et asutajad on võtnud sihi ettevõtet kasvatada ja investoreid kaasata. Ohukohana mainitigi selliste ettevõtete puhul asutaja suhtumist ja tulevikuplaane – kas ta tahab ettevõtet tõesti suureks kasvatada ning siis maha müüa, või näeb ta seda pigem endale dividendiallikana. Inglite huvi on selgelt kiirel kasvul ja ettevõtte müügil. Kuna nende osalus ettevõttes on suhteliselt väike, siis dividendimaksud ei ole nende jaoks atraktiivsed.

Tulenevalt ingelinvesteeringute kõrgest riskitasemest püüavad ingliti luua endale portfelli erinevatest ettevõtetest. See tähendab, et investeerimiskriteeriumid on mõneti paindlikud – sõela läbivad erinevad ettevõtted. Üks ingel ütles, et tema püüab portfellis riske hajutada sektorite, teine aga arengufaaside vahel. Kolmas ingel leidis aga, et iduettevõtete puhul pole mõtet rääkida riski hajutamisest sektoriti, arengufaasiti või geograafiliselt. Idufirmad on kõik nii erinevad, et ükski ei ole representatiivne oma valdkonnas või regioonis. Risk hajutatakse konkreetsete ideede vahel. Portfelli koostamise olulisust rõhutas üks ingel järgmiselt:

“Portfelli loogika on, et pead igal aastal investeeringuid tegema. Selle, et pead investeeringu maha kandma, saad teada suhteliselt kiiresti. Kas on edukas, saad teada seitsme aasta pärast. Esimesed viis aastat on ainult failure, ehk

psühholoogiliselt raske. Kui teed ainult ühe investeeringu, siis tõenäoliselt selgub kolme aasta pärast, et see oli mõttetu. Pead kogu aeg tegema, siis on lootust, et kümne aasta pärast osutub ka mõni edukaks.” (Äriingel 3).

Samuti peeti oluliseks emotsionaalseid faktoreid – kas ettevõtja inimesena meeldib, kas valdkond pakub sisulist huvi. Kuna ingel jääb ettevõtja ning sektoriga seotuks pikaks ajaks, on emotsionaalne side oluline.

Eelvaliku läbinud investeerimisvõimalusi analüüsitakse põhjalikumalt investeerimisprotsessi kolmandas etapis – viiakse läbi tehingu analüüs. Tabel 9 võtab kokku tehingu analüüsi etapi küsimused ja vastused.

Tabel 9. Intervjuude kokkuvõtte tehingu analüüsi etapi kohta.

	Äriingel 1	Äriingel 2	Äriingel 3	Äriingel 4	Äriingel 5
Milliseid protseduure viite tehingu analüüsi raames läbi?	Oleneb tehingust. Uurin tausta, tutvun plaanidega, analüüsin turgu, konkurente, hindan tehnoloogiat.	Süva-analüüsi ei tee. Otsus sisetunde baasilt. Valdkond ja meeskond peavad sobima.	Formaalseid protseduure pole. Vaatame meeskonda, tehnoloogiat, eelarveid, turgu, konkurentsi, skaleeritavust. Intuitsioon ka oluline.	Sõltub tehingust. Püüame investeerida koos valdkonna ekspertidega. Analüüsime finantsmudelit, tehnoloogiat, meeskonda.	Kõige olulisemad on kohtumised asutajatega. Vaatame plaane, finantse. Teeme taustauuringut. Vestleme klientidega, partneritega, konkurentidega.
Millistele andmetele tuginate?	Andmeid vähe. Võrdleme ettevõtte ja turuandmeid.	Sisetunne	Oma kogemused, küsime ekspertide arvamust.	Ettevõtja, eksperdid, oma kogemused.	Kõik võimalikud. Ettevõtte andmed, oma kogemused.
Kuidas hindate ettevõtte väärtust?	Läbi-rääkimised. Väärtuse turuvahemikud teada. Konverteeritav võlakiri.	Sisetunne	<i>Benchmarking.</i> Kas ja kuidas võimalik teenida 10x? Konverteeritav võlakiri.	Läbi-rääkimised. Meeskond mõjutab rohkem kui tehnoloogia. Sõltub ka investori “lisandväärtusest”.	Konverteeritav võlakiri. Läbi-rääkimised. <i>Benchmarking.</i> Kui mõned investorid juba kaasatud, siis väärtus nende poolt paika pandud.

Kas eeldate väljumis aega?	Soov viis aastat, reaalsus 10.	Ei saa eeldada.	7-9 aastat	Eeldame 5 aastat, aga kunagi ei õnnestu.	Ei ole tähtaega.
Tehingu analüüsi etapi kestvus.	Nädal kuni kuu.	Paar päeva.	100-200 tundi.	2-3 kuud, kuid mitte täisajaga.	Eitav vastus 15-30 minutit, jaatav vastus 1-2 päeva.
Mitu investeringut aastas teete?	Ajas kõikuv. Näiteks hetkel ei soovi portfelli suurendada.	Ei saa üldistada, kokku olen teinud neli.	1-3	Praegu pigem jätkuinvesteeringud. Mõni aeg tagasi tegime aastas u 3.	2-3

Allikas: autori koostatud.

Eesti äriinglite näide kinnitab varasemates uuringutes järeldatut, et tehingu analüüsi ulatus ja detailsus on väga varieeruv. Näiteks ühe inglise investering sai tehtud projekti, mis oli alles täiesti ideefaasis, otsustamise aluseks ei olnud muud kui üks Powerpoint presentatsioon. Otsus tugines puhtalt intuitsioonile ja sisetundele, kas see idee on väärt ja teostatav ning kas meeskond tundub usutav. Teise äärmusena kirjeldas üks ingel üht oma tehingu analüüsi Mehhikos asuvasse idufirmasse investeerimisel. Ta tegi poole aasta jooksul iga kuu ettevõtjaga Skype teel kõnesid, mille käigus muuhulgas kontrollis iga kord üle, kas eelmine kord kokku lepitud tegevused on tehtud. Poole aasta pärast lendas Mehhikosse neile külla, seal külastasid koos olemasolevaid ja potentsiaalseid kliente, tutvus kohapeal turuga, tekitas endale parema tunnetuse kohalikust kontekstist. Uuris, kes on konkurendid, kas ja millistel tingimustel selles sektoris raha on kaasatud, kas on toimunud väljumisi ning kes on olnud ostjateks. Neist näidetest on ka näha üks tehingu analüüsi varieeruvuse põhjus – ettevõtte arengufaas. Esimese näite puhul, kui raha kaasati alles ideetasandil, oligi võimaliku analüüsi maht piiratud. Teises näites oli idufirma juba tegutsev ning tal olid mõned kliendid – analüüsi oli seega võimalik teha laiema ulatusega ja detailsemalt.

Varieeruvust illustreerivad ka inglise hinnangud tüüpiliste tehingu analüüsikestvusele. Üks ingel leidis, et eitava vastuseni jõudmiseks piisab tal 15-30 minutist, jaatava vastuse puhul läheb 1-2 päeva. Teine ingel arvas, et tüüpiliselt kulub ühe projekti analüüsiks 100-200 tundi (see pole küll ühe inglise panustatud aeg, vaid jaguneb

sündikaadi liikmete vahel), kuid tal on olnud ka investeringuid, kus hinnanguliselt kulus 500 tundi. Analüüsi aega on tihti ka keeruline hinnata, kuna analüüs hajub suhteliselt pika perioodi peale (nt 2-3 kuud), kus analüüsi pingelisus erinevates etappides kõigub.

Analoogselt eelvaliku kriteeriumitega rõhutasid inglid ka tehingu analüüsi faasis ettevõtja tausta analüüsi, mis peab olema võimalikult põhjalik. Selleks vaadatakse ettevõtja ja tema meeskonna CV-sid ning püütakse ka kolmandatelt osapooltelt tema tausta kohta uurida ning kõige olulisemana tehakse ettevõtjaga ka mitmeid kohtumisi. Kohtumistel tekib ettevõtja kohta ka isiklik tunnetus, milline inimene ta on, mida ta oskab ja eelduslikult suudab.

Spetsiifilise tehnoloogia analüüsil püüavad inglid vajadusel kaasata eksperte. Selleks on mitmeid võimalusi, näiteks on lihtsalt nõu küsitud mõnelt isiklikult kontaktilt, kes on vastava valdkonna asjatundja. Teine variant on leida kaasinvestoriks investeeritava sektori või tehnoloogia taustaga partner, kes oskaks täpsemalt hinnata idee potentsiaali. Kolmas võimalus on tehingu analüüsi käigus osta täiendavat kompetentsi nõustajate (tehnoloogia eksperdid, advokaadid, finantsnõustajad vms) näol. Nõustajate palkamine võib aga osutuda küllalt kalliks võrreldes inglite investeeritava summaga, mistõttu seda varianti väga palju ei kasutata. Üks intervjuueeritud inglitest leidis, et üks võimalus riigi poolt ettevõtlust ja äriinglite tegevust toetada ning arendada oleks näiteks toetused nõustajate kaasamiseks tehingu tegemisel. Nagu töö teoreetilises osas viidatud, sellised toetused on olemas näiteks Soomes.

Toote ja turu puhul analüüsitakse turu suurust ja kasvu, konkurentsiolukorda, toote skaleeritavust ja universaalsust. Toote ja turu seisukohast peeti suureks riskiks nn zombie-ettevõtte tekkimist – ettevõtte ära ei sure, kuna on mingid kliendid ja mingi rahavoog, kuid suureks ka ei kasva, kuna tegemist nišituruga. Selliseid ettevõtteid püütakse vältida.

Finantsanalüüsi käigus püütakse aru saada kaasatava raha planeeritud kasutamisest. Vaadatakse üle kliendi finantsmudel, kui see on olemas. Pika perspektiivi numbritele väga rõhku ei panda, kuna eelduslikult need nagoonii muutuvad. Eesmärk on esialgu pigem aru saada suurematest kulugruppidest ning nende dünaamikast. Püütakse hinnata

kliendi hankimise kulu ja analüüsitakse, kas turunduseelarved on sellega kooskõlas. Uue toote puhul on see keeruline, kuid suurusjärguliselt siiski analoogiate baasil üritatakse seda hinnata. Kui ingel on juba sarnases sektoris investeringuid teinud, siis need kogemused toetavad analüüsi. Tootearenduse puhul vaadatakse ajakava ning tehtavate kulutuste mõistlikkust tuginedes isiklikule kogemusele või ekspertide arvamustele. Olulise aspektina tõi üks ingel välja ka ettevõtja ja tema meeskonna palgakulud. Kui need on kohe suureks aetud, siis ta pigem ei soovi investeerida, kuna näitab ettevõtja palgatöötaja suhtumist. Teine aspekt palgakulude puhul on Eesti suhteliselt kõrged tööjõumaksud. Mitu inglit mainis, et kui ta teeb inglina investeringu oma isiklikust rahast, mille pealt on juba kõik tööjõumaksud makstud, iduettevõttesse, mille peamiseks kuluks tüüpiliselt ongi tööjõukulud, siis tema tehtud investeringust läheb läbi tööjõumaksude uuesti riigile väga suur osa. See teeb iduettevõttesse investeerimise ning nende arendamise väga kalliks. Üks ingel mainis, et mõningates muudes riikides on kasutusel maksusoodustused või toetused iduettevõtetele, kuhu inglid on investeerinud. Sarnane süsteem võiks ka Eesti puhul innovatiivsete ettevõtete arengut soodustada.

Ettevõtte väärtuse hindamisel on kasutusel erinevad lähenemised. Kuna iduettevõtete puhul on hindamise aluseks tüüpiliselt vähe andmeid, siis traditsioonilisi hindamismeetodeid (nt diskonteeritud rahavoogude meetod, kordajad jms) on keeruline kasutada – eeldustes kokku leppimine investori ja asutaja vahel võtaks liiga palju aega, või sellise kokkuleppe saavutamine oleks isegi võimatu. Üks levinud lahendus sellisele olukorrale on hindamise edasi lükkamine järgmise finantseerimisringini. Selleks tehakse tehing konverteeritava laenu vormis ning lepatakse kokku konverteerimistingimused, mille alusel järgmises finantseerimisringis seatud väärtusest tuletatakse inglil osaluse suurus. Olulisemate tingimustena pannakse paika inglil jaoks ettevõtte väärtuse alam- ja ülempiirid (sisuliselt sätestatakse laiem väärtuse vahemik), inglil allahindlus järgmise ringi väärtusest ning laenu intressimäär. Eelduslikult on järgmises finantseerimisringis tekkinud ettevõtte, turu ja toote kohta rohkem andmeid ning seega on hindamist lihtsam läbi viia. Ingelinvesteeringu väärtus arvutatakse seega tagantjärele. Alternatiivselt, kui tehing tehakse omakapitaliinvesteeringuna (või ka konverteeritava laenu puhul väärtuse alam- ja ülempiiride väärtuste leidmiseks), on kasutusel mitmed meetodid. Üks ingel kirjeldas oma mõttekäiku selliselt, et ta püüab ennustada, millistel tingimustel oleks tal

võimalik sellest ettevõttest peale kõiki osaluste lahjendamisi teenida 10-kordne kasum. Kui on juba ette näha, et see pole realistlik, siis on see ohumärk. Tihti lähtutakse teistest turul tehtavatest tehingutest. Turul on üldiselt teada, millistes väärtusvahemikes mingi arengufaasi ettevõtetega tehinguid tehakse, ning hindamisel tuginetakse neile praktikaile. Tuginedes ühe intervjuueeritud inglil hinnangutele on Eestis praegu rusikareegliks, et eelseemnefaasi ettevõtete väärtused jäävad 0,5-1 miljoni euro suurusjärku. Seemnefaasis tehakse tehinguid 1-3 miljoni euro ning A-ringis 5-10 miljoni euro vahemikus.

Ettevõtte väärtuse kujunemist mõjutavad ka tehingu analüüsi käigus tehtud tähelepanekud ning investori ning ettevõtja vahel tekkinud "keemia". Üks investor juhtis tähelepanu, et diskussioonid väärtuse üle peaks kindlasti tegema analüüsi etapis kõige viimasena. Tema arvates jäävad tihti tehingud ära seetõttu, et liiga vara hakatakse rääkima ettevõtte väärtusest. Kui väärtusest liiga vara rääkima hakatakse, on informatsiooni asümmeetria liiga suur, kokkuleppele jõudmine keeruline ning oht suhteid rikkuda seetõttu kõrge.

Hoolimata võimalikest arvutusmeetoditest sõltub lõppkokkuvõttes väärtuses kokkuleppimine läbirääkimistest. Näiteks kui tegemist on väga hea ettevõttega ning investorite vahel tekib konkurents, siis ajab see osaluse eest makstava hinna kõrgemaks. Teisest küljest, kui inglil on ettevõtte jaoks mõni väärtuslik teadmine, oskus, kontakt või muu mitterahaline lisandväärtus, võib tema jaoks olla investering soodsamatel tingimustel kui mõne muu investori jaoks. Mõnikord on ettevõtte juba mõne inglisa väärtuse kokku leppinud ning täiendavad investorid, kes liituvad sündikaadiga, lähtuvad samast väärtusest ning täiendavaid läbirääkimisi sel teemal ei peeta.

Seega tehingu analüüsi käigus analüüsivad inglid vastavalt võimalustele ning isiklikele eelistustele erinevaid ettevõtte tahke ning võimalikku väärtust, kuid oluline on ka kogemusel põhinev sisetunne ning läbirääkimiste käik. Üks investor kirjeldas seda järgmiselt:

"Loomulikult vaatame plaane, numbreid, Powerpointe, kõike seda. Oluline on ka taustauuring. Katsume vestelda klientidega, varasemate koostööpartneritega, kui saame, siis isegi konkurentidega, et saada pilti ette. Ja lõppkokkuvõttes

ikkagi kõhutunde pealt otsustame, kas see on midagi, mida teha tahame. /.../ Väärtuse hindamise mõttes on meie puhul sageli lihtne. Me lihtsalt mõtleme, võrdleme teiste firmadega. Kui meile tundub valuation mõistlik, siis oleme nõus, kui ei tundu mõistlik, siis ei ole nõus. Kui on väga hea firma, aga valuation tundub liiga kallis, siis me ei tee diili. Teeme mingi muu diili.” (Äriingel 5).

Tehingu analüüsi tulemusel jõuavad inglid otsuseni, kas investeerida või mitte. Kui on otsustatud investeerida, siis järgnevad läbirääkimised ettevõtjaga ning tehingu sulgemine. Tabel 10 esitab läbirääkimiste ja tehingu sulgemise etapi küsimuste ja vastuste kokkuvõtte.

Tabel 10. Intervjuude kokkuvõtte läbirääkimiste ja tehingu sulgemise etapi kohta.

	Äriingel 1	Äriingel 2	Äriingel 3	Äriingel 4	Äriingel 5
Mis vormis on investeeringud? Omakapital, laen, muu?	Enamasti konverteeritav võlakiri.	Enamasti omakapital. Tihti juhtingel määrab.	Konverteeritav võlakiri või omakapital.	Konverteeritav võlakiri või omakapital.	Konverteeritav võlakiri või omakapital.
Kas investeeringud ühes summas või ajatatud?	Mõlemad variandid.	Kõik peale ühe ajatatud.	On mõlemat. Pooldan ajatamist, kuid sellega probleemid.	On mõlemat.	Ühes summas.
Kas investeerite üksi või sündikaadis?	Mõlemad variandid.	Sündikaat.	Sündikaat.	Sündikaat.	Sündikaat.
Kas sündikaat sama või muutuv?	Muutuv.	Muutuv.	Suuresti sama, mõned erandid.	Muutuv.	Tuumik sama, mõned erandid.
Kas sündikaadis on tööjaotus?	Otsused koos, muidu on tööjaotus.	Ei oska öelda.	Sõltub inimese taustast ja võimalustest.	Sõltub inimese taustast.	On kujunenud välja tööjaotus ja aktiivsemad liikmed.
Millised on Teie jaoks olulised lepingutingimused?	Palju tingimusi, nt <i>vesting</i> , <i>option pool</i> .	Nõukogu koosolekul osalemine, <i>liquidation preference</i> .	Standardtingimused.	Standardtingimused.	Omalt poolt eripunkte pole.

Millist kontrolli-mehhanismi ettevõttes soovite?	Raportid. Nõukogu kohta ei nõua.	Nõukogu koosolekul osalemine.	Nõukogu koht, <i>advisory board</i> .	Nõukogu koht.	Lepingus väikeaktsionäri kaitse.
Lepingute olulisus, detailsus, juriidiline abi?	Lepingud väga olulised ja põhjalikud.	Lepingud olulised.	Lepingud olulised, kuid ise peab ettevõtete tegevuses osalema.	Standard-lepingud. Olulised.	Lepingud olulised
Lahjendamise vastane kaitse?	Ei ole.	Ei ole võimalik.	Praktikas keeruline.	Ühes on kaitse, muidu mitte.	Peale konverteeritava võlakirja muud kaitset pole.

Allikas: autori koostatud.

Varasemas kirjanduses on märgitud, et inglite lepingud on suhteliselt lihtsad ning tihti avatud riskidele. Intervjueeritud Eesti äriinglid rõhutasid aga lepingute olulisust – need peavad olema põhjalikud. Tihti kasutatakse standardlepinguid – näiteks EstBAN kodulehel on toodud standardlepingud nii konverteeritava laenu kui omakapitali vormis tehtavaks investeringuks (Estonian Business Angels Network. Resources). Mittestandardsete lepingute puhul kasutatakse tavaliselt juristide abi. Lepingutes üldiselt jälgitakse, et väikeaktsionäride kaitse punktid oleks sees.

Nõukogu koha saamise osas läksid inglite vaated lahku. Üks ingel ütles, et reeglina ta nõuab ja ka saab endale nõukogu koha. Teine ingel leidis vastupidiselt, et tema jaoks pole nõukogu koht oluline. Kasutusel on ka vahepealsed variandid, näiteks investor pole küll nõukogu liige, kuid tal on õigus osaleda nõukogu koosolekul, või alternatiivina osaleda nn mitteformaalses nõukogus (*advisory board*).

Investoreid huvitavate lepingutingimustena mainiti veel omandi üleandmise (*vesting*) tingimusi – kui ettevõtja või osalusega võtmetöötaja lahkub teatud perioodi jooksul, siis on neil kohustus varem kokkulepitud tingimustel oma aktsiad või osad müüa (või sõltuvalt lahkumise asjaoludest tasuta ära andma). Need tingimused on olulised nii algse asutaja puhul kui töötajatele antavate aktsioptsioonide puhul. Aktsioptsioonide puhul tõi üks ingel välja Eesti seadusandlusest tuleneva kitsaskoha – nimelt kui optsoon realiseeritakse vähem kui kolme aasta jooksul selle saamisest, tekib maksukohustus

(erisoodustusmaksu näol), mis vähendab optsooniprogrammide atraktiivsust Eesti jurisdiktsioonis.

Oluliseks peeti ka ettevõtte müügist saadud raha jagamise tingimusi (*liquidation preference*). Püütakse kehtestada olukord, kus investoril oleks eelisjärjekord raha jaotamisel.

Osaluse lahjendamise vastaseid meetmeid (*anti-dilution protection*) lepingutes pigem ei kasutata. Üldine arvamus oli, et lahjendamise vastu väga end kaitsta ei saa. Parim kaitse oleks osaleda järgmise ringi finantseerimises, kuid tihti pole see võimalik, kuna summad lähevad liiga suureks. Mingil määral pakub kaitset konverteeritava laenu vormis tehtud tehing. Paaril juhul on kasutatud ka tingimusi, et kui ettevõtja kaasab peale inglil investeringut hiljem väikeses mahus või madala väärtusega täiendavat kapitali, siis inglil osalus ei vähene – talle emiteeritakse täiendavaid aktsiaid (*full ratchet clause*). Üks inglil leidis, et varajase arengufaasi idufirmade puhul on osaluse lahjendamise lepinguline kaitsmine mõttetu:

“Võin lepingusse kirjutada mida iganes, aga kui ettevõtte on faasis, kus ta pole break-evenis, siis sul lihtsalt raha on otsas ja lihtsalt pead turult tõstma nendel tingimustel, mis turul on. Võin lepingusse kirjutada misiganes klausleid, aga mul on valida, kas dilutitakse ja ma võibolla kunagi saan raha või siis pannakse lihtsalt butiik kinni. Või teine variant on, et ettevõtte on break-evenis, siis niikuinii on kõigil näpud püsti, valuationid on kõrged ja üritatakse võimalikult kallilt võimalikult suurt raha tõsta. Nii et see paberi peal dilutioni kaitsmine inglite puhul - seal ei ole loogikat.” (Äriingel 2).

Tehingu struktuuri mõttes kasutasid kõik intervjuueeritud inglilid nii konverteeritava laenu kui omakapitali investeringuid ja üldiselt hinnati, et enamvähem võrdselt kumbagi struktuuri. Konverteeritava laenu struktuuri puhul tõi üks inglil välja asjaolu, et erinevalt mõnest muust riigist ei või Eestis allutatud laenu lisada omakapitali hulka, mis tähendab, et kuigi ettevõtte on investoritelt raha kaasanud, siis ettevõtte arengufaasiga loomulikult kaasnevad negatiivsed rahavood viivad aja jooksul omakapitali negatiivseks, mis vastavalt Äriseadustikule ei ole lubatud ning halvemal juhul tuleks ettevõtte likvideerida. Aga isegi positiivsema stsenaariumi korral, kus omakapital

suudetakse hoida Äriseadustiku nõuetele vastav, on ettevõtte kapitali struktuuris suur võla osakaal ning pangad ei tohi vastavalt oma reeglitele laene anda. Samas antud kontekstis on konverteeritav laen sisuliselt omakapital, seda laenu ei maksta praktiliselt kunagi tagasi. Negatiivse stsenaariumi korral pole ettevõttel laenu tagastamiseks raha ja ettevõtte likvideeritakse ning positiivse stsenaariumi puhul laen konverteeritakse omakapitaliks, kuna see on investoritele kasulikum kui lihtsalt laenatud summa tagasi saamine.

Investeeringute ajatamise (*staging*) osas olid inglitel erinevad vaated. Üks investor ütles, et peaaegu kõik tema investeeringud on osaliste maksetega. Teine investor ütles, et tema põhimõtteliselt ei tee ajatatud investeeringuid, kuna ettevõtja võib hakata täitma mingeid pseudoeesmärke, et järgmist summat kätte saada, selle asemel et tegeleda tegelike ettevõtte väärtust tõstvate eesmärkidega. Seetõttu, kui tal on tunne, et ettevõtjat ei saa piisavalt usaldada, et talle kogu investeeringusumma kohe kätte anda, siis ta pigem ei investeerigi.

Ühe riskide vähendamise meetodina on kirjanduses toodud investeerimine sündikaadis. Sama taktikat kasutavad ka Eesti äriinglid. Kõik intervjuueeritud inglid investeerivad enamasti koos kaasinvestoritega, üksi tehingusse minek on pigem haruldane. Mõne inglil puhul on välja kujunenud ka kindlad tuumikseltskonnad, kellega koos tehinguid tehakse, ning vajadusel kaasatakse veel täiendavaid investoreid.

Peale tehingu sulgemist osalevad äriinglid tüüpiliselt ettevõtete tegevuses. Tabel 11 esitab intervjuude kokkuvõtte ettevõtte tegevuses osalemise etapi kohta.

Tabel 11. Intervjuude kokkuvõtte ettevõtte tegevuses osalemise etapi kohta.

	Äriingel 1	Äriingel 2	Äriingel 3	Äriingel 4	Äriingel 5
Kas osalete investeeringu-järgselt ettevõtete tegevuses?	Jah.	Jah.	Enamasti jah.	Jah.	Vastavalt vajadusele. Pigem passiivne.
Millises rollis osalete ettevõtte tegevuses?	Mentor, "uste avaja"	Nõustav roll.	<i>Advisory board</i> liige	Nõukogu liige, nõustav roll.	Vastavalt vajadusele. Nõustav roll.

Kui palju aega kulub iga ettevõtte kohta?	Igakuiselt paar tundi. Kui tõsisem teema käsil, siis 2-3 päeva kuus.	Ei oska öelda. Vastavalt vajadusele.	Ei jälgi aega. Tsükliline. Keskmiselt vast 5-10 tundi kuus.	Sõltub. Uute investeeringute puhul 1-2 päeva nädalas, vanade ettevõtete puhul 5 tundi kuus.	Vastavalt vajadusele. Mõne ettevõttega ei kulu praktiliselt üldse aega.
Kui olete passiivne investor, siis kuidas hoiate end kursis ettevõtte tegevusega?	Ei ole passiivne.	Ei ole passiivne.	Ei ole passiivne.	Ei ole passiivne.	Loen regulaarseid raporteid.

Allikas: autori koostatud.

Kõik intervjuueeritud äriinglid osalevad investeeritud ettevõtete tegevuses, kuigi nende osalemise määr on erinev. Vastavalt varasemas kirjanduses toodule on ka Eesti äriinglitel ettevõtetes kahetine funktsioon – oma investeeringu kaitse ning ettevõtte arendamine.

Oma investeeringu käekäigu jälgimiseks on mitmeid võimalusi – näiteks koht nõukogus või nn mitteformaalses nõukogus (*advisory board*). Samuti nõutakse regulaarset raporteerimist – mis on möödunud perioodil tehtud, millised on tulemused, millised tegevused on tulekul, millised probleemid on aktuaalsed jne.

Ettevõtte arendamisse panustatakse tüüpiliselt nõustaja ja mentori rollis. Kuna inglitel on endal varasem ettevõtja kogemus, siis suudetakse toetada ettevõtjat plaanide tegemisel, nende realistlikkuse hindamisel ning vajadusel ka elluviimisel. Ingel kasutab ka oma laia suhtlusvõrgustikku viimaks ettevõtjat kokku vajalike inimestega – ollakse nn ukseavaja rollis.

Inglitel on tavaliselt ka muud tegevused peale investorina tegutsemine, seetõttu nad ei panusta ettevõttesse väga suurt osa oma ajast. Lisaks, kuna portfellis on mitmeid investeeringuid, siis tuleb aega jaotada nende kõigi vahel. Kolm ingliti viiest hindasid, et tavaolukorras kulutavad nad 2-10 tundi kuus iga ettevõtte kohta, kuid kui käsil on midagi erakorralisemat – mõni strateegilisem probleem või järgmine finantseerimisring – võib aeg olla oluliselt pikem. Üks ingel tõi ka välja, et ajakasutus on suurem vahetult

peale investeringut, mil alles viiakse end kurssi teemadega ning püütakse ettevõtte vajalikule rajale aidata – siis võib kuluda isegi kuni paar päeva nädalas. Pikemaajalistes investeringutes investori ajaline panus langeb ja tehakse ainult 5-tunnine koosolek kuus.

Üldistatult võib öelda, et intervjueritud inglid panustavad ettevõtte tegevusse vastavalt vajadusele. Kui ettevõtja vajab tuge, siis seda pakutakse, kuid püsivat funktsionaalset rolli ei ole võetud üheski investeringus. Üks ingel võttis investeerimisjärgse ettevõtete tegevuses osalemise kokku järgmiselt:

“Inglökonoomika töötab enamasti selliselt, et sa väga palju aega ei kuluta. Kui sa kulutad, teed seda muudel kaalutlustel – kas sulle väga meeldib või sulle tundub, et sa saad väga kasulik olla. Üldiselt, kuna me tavaliselt formaalseid nõukogu positsioone ei võta, siis see aeg saab olla ka null. Kui me ei taha panna tundigi, siis ei pane. Me otsime firmasid, kes saavad ise hakkama. Me ei otsi firmasid selle mõttega, et lähme sisse ja aitame. /.../ Kuna oleme ise ettevõtjad, siis me teame, et kõige hullem asi, mis sul olla saab, on mingi aktivistist ingelinvestor või üldse aktivistist investor, kes tahab ettevõtja või juhi asemel firmat juhtida, kes arvab, et ta on nii kogenud ja tark, ja sageli ta ongi, aga kui ta arvab, et ta suudab mingit konkreetset firmat paremini juhtida, siis see on minu meelest väga suur oht. Me püüame seda iga hinna eest vältida. Me näeme end sellise inglina, kes on olemas, ehk et firmad, kuhu me investeerime, on teadlikud meie oskustest, kompetentsidest ja kontaktvõrgustikest ja nad saavad seda iga hetk kasutada. Kui neil on mingis küsimuses abi, neil on vaja mingit kontakti, siis me oleme on-demand olemas. Seni on see väga hästi töötanud.”
(Äriingel 5).

Investeerimisprotsessi viimane etapp on investeringust väljumine. Selle käigus lahkub äriingel ettevõtte omanikeringist ning tal tekivad (ettevõtte eduka müügi korral) uued vahendid järgmisteks investeringuteks. Tabel 12 võtab kokku väljumise etapi küsimused ja vastused.

Tabel 12. Intervjuude kokkuvõtte väljumise etapi kohta.

	Äriingel 1	Äriingel 2	Äriingel 3	Äriingel 4	Äriingel 5
Kas olete mõnest investeringust väljunud?	Ei.	Ei.	Jah (kaks väljumist).	Jah (üks väljumine).	Ei.
Kelle initsiatiiv oli tehing?			Ühe puhul otsisime meie ostjat, teise puhul ostja kontakteerus meiega.	Inglite sündikaadi initsiatiiv.	
Kes oli ostja?			Strateegiline investor mõlemal juhul.	Ettevõtte asutaja.	
Kas ka teised omanikud müüsid?			Jah, 100% müük mõlemal juhul.	Äriinglid müüsid asutajale.	
Kui pikk aeg investeringust väljumiseni?			4 aastat.	3 aastat.	
Edukas? Tootlus?			Edukad. Ühe puhul raha üle 10 korra tagasi (kuigi absoluutsummad väiksed). Teise puhul IRR u 30%.	Edukas. Raha üle kuue korra tagasi.	

Allikas: autori koostatud.

Empiirilise uuringu valimisse sattunud inglitest oli väljumisi teinud kõigest kaks, neist ühel on olnud kaks väljumist. Suhteliselt väike väljumiste arv on kooskõlas ingelinvesteeringute loogikaga ning Eesti äriinglite kontekstiga. Intervjueeritud inglid on selles valdkonnas tegutsenud veel suhteliselt lühikest aega (pikim kogemus oli seitse aastat) ning vastavalt varasematele uuringutele kulub tänapäeval tüüpiliselt investeringust väljumiseni kümme või enamgi aastat, siis väljumiste väike arv võrreldes investeeringute hulgaga oli oodatav tulemus. Empiirilises uuringus autor küsis ingliltel, kas nad enne tehingu tegemist ka eeldavad või loodavad mingit väljumisaega.

Tüüpiline vastus oli, et eeldatakse viit aastat, aga reaalsus on pigem kümme. Üks ingel märkis, et aegajalt on olnud ka varajase väljumise võimalusi, kus ostja soovis meeskonda üle osta (*acqui-hire*), kuid müüja pole olnud sellistest tehingutest huvitatud. Kuna inglid investeerivad isiklikku raha, siis neil pole ka seatud konkreetseid eesmärke väljumiseks.

Kolmest väljumisest kaks on olnud müügid strateegilisele ostjale ning ühe puhul müüdi osalus asutajale. Kõikide tehingute puhul müüdi 100% osalustest. Tehingute initsiatiiv oli igas kaasuses veidi erinev. Ühe müügi puhul tegid ettepaneku tehinguks investorid, kuna nad soovisid tol hetkel kapitali investeringute alt vabastada uuteks tehinguteks ning ettevõtte ei sobinud enam nende portfellistrateegiasse. Ettevõtte enam ei kasvanud ning kujunes pigem dividendimaksjaks. Nagu selgitatud käesoleva peatüki “eelvaliku” seksioonis, seda tüüpi firmad ei ole inglitele atraktiivsed – väikese osaluse tõttu on nende dividendid mitterahuldavad ning mõttekam on raha investeringu alt vabastada. Selline ettevõtte sobib paremini pereettevõtteks ning asutaja oli nõus inglilt nende osaluse ära ostma.

Teise tehingu algatajaks oli strateegiline investor, kes pöördus firma poole ostusooviga ning asutajad ja investorid olid müügiga nõus. Kolmanda tehingu puhul tekkis huvi tehinguks nii ostja kui müüja poolel. Omanikud otsisid müügivõimalust ning ostja oli samuti konkreetset idufirmat mõnda aega jälginud ostumõttega.

Kõikide tehingute tulemustega olid intervjueeritud inglid rahul. Täpseid tootlusi polnud nad alati välja arvutanud, kuid hinnanguliselt mainiti ühe tehingu puhul sisemist tulumäära 30%, teisel väärtuse 10-kordset kasvu ning kolmandal rohkem kui 6-kordset kasumit. Tehingu struktuur oli kolmanda näite puhul keerulisem, kuna investorid olid lisaks omakapitalile andnud ka laene. Seetõttu on kogutootluse arvutamine keerukam ning nimetatud tootlus on hinnanguline.

Pikk investeerimisperiood ja väike väljumiste arv on potentsiaalselt piirav Eesti äriinglite tegevusele – investeeritavat vaba raha on vähe. Kapitali limiteerituse probleemi inglite tegevuses ning seega innovatiivsete ettevõtete tekkes ja arengus mainis ohukohana mitu intervjueeritut. Seni on kaasinvestorina sektori arengusse panustanud Arengufond, kuid hetkel ei ole selge kas ja kuidas nende

investeermistegevus jätkub (Hansalu 2015). Plaanis on küll luua SA KredExi juurde fondifond, mis hakkaks muuhulgas inglitega kaasinvesteerima (Riski- ja erakapitalituru...), kuid selle täpsed toimimismehhanismid, mahud ja ajakava on alles väljatöötamisel. Üks ingel võttis probleemi kokku järgmiselt:

“Raha pärsib inglite tegevust – Eestis pole kapitali nii palju. Minul on kerge hirm, et kui Arengufond kinni pannakse, siis on inglid täitsa üksi. Praegu Arengufond ikka kaasfinantseerib tehinguid. Inglitel ei ole ju raha. 25,000 euroseid mehi on, aga proovi sa 25,000 kaupa normaalset summat kokku saada. Exiteid pole ka eriti olnud. Mingist inglifondist on räägitud, aga kas see ikka tuleb?” (Äriingel 2).

Kokkuvõttena võib öelda, et empiiriline uuring näitas, et Eesti äriinglite investeermisprotsess on suures osas sarnane muudes regioonides varasemalt tehtud uuringutes leituga, kuid võib välja tuua ka mõningaid kontekstist tulevaid erisusi. Intervjueeritud äriinglid on kõik inglite võrgustiku liikmed ning aktiivsed investorid, mis tähendab, et nad ei ole ettevõtjate jaoks anonüümsed ning tehingute leidmine on nende jaoks selle võrra lihtsam. Eesti väiksusest tulenevalt levib informatsioon inglite ja ettevõtjate vahel laiemalt ja kiiremini kui suuremates regioonides. Erinevalt varasemas kirjanduses toodust peavad Eesti äriinglid investeermislepingute põhjalikkust oluliseks ning väikeaktsionäride kaitse tingimustele pööratakse suurt tähelepanu. Investeermiskriteeriumite ja tehingu analüüsi tegevuste osas Eesti ja muu maailma inglite praktikad olid sarnased – kõige olulisemaks peetakse ettevõtjat, tähtsusest teisel kohal on turg ja toode. Investeermishorisonid on pikad ja väljumiste arv madal. Intervjueeritud inglitel on kokku tehtud 47 investeeringut, väljumisi on kokku olnud vaid kolm.

Empiirilisest uuringust selgusid ka mõned kitsaskohad, mis teevad Eestis inglite ning iduettevõtete asutajate tegevuse keerulisemaks. Tabel 13 esitab need kokkuvõtlikult koos esialgsete lahendusettepanekutega.

Tabel 13. Ingelinvesteeringute kitsaskohad Eestis ning nende lahendusettepanekud

Probleem	Ettepanek
Investeeringu analüüsiks kompetentsi ostmine nõustajate näol on ebaoproportsionaalselt kallis.	Võiks kaaluda näiteks läbi Arengufondi, Ettevõtluse arendamise Sihtasutuse, KredExi või muu riikliku institutsiooni soodsamate hindadega kompetentsete nõustajate pakkumist. Nõustajad ei pea olema vastava asutuse palgal, sisuliselt asutus doteeriks mingil määral nõustajate tavapäraseid tasusid, eeldusel, et inglid tasuvad samuti teatud ulatuses.
Kui inglid investeerivad iduettevõttesse, mille peamine kulu on tööjõud, siis suur osa investeeritud summast ei lähe ettevõtte arendamise, aga maksudena riigile.	Võiks analüüsida teiste riikide kogemusi maksusoodustuste tegemisel või toetuste andmisel iduettevõtetele, kes on kaasanud erasektorist omakapitali, ning võimalusel sarnaseid skeeme ka Eestis rakendada.
Töötajate aktsiaoptsoonide maksustamine on võrreldes mitmete teiste riikidega ebaatraktiivsem – kui aktsiaoptsoon realiseeritakse vähem kui kolme aasta jooksul, rakendub sellele erisoodustumaks. Iduettevõtete puhul on aktsiaoptsoonide töötajate motiveerimine tavapärane (kasvõi põhjusel, et kõrgete palkade maksmiseks pole vahendeid). Samuti on tavapärane, et optiooni saanud töötajad lahkuvad või sunnitakse lahkuma nende mittedobivuse korral, ning sellisel juhul lahkujad müüvad optiooniga saadud osaluse tagasi.	Võiks analüüsida teiste riikide kogemusi, kus optsoonide maksustamine on paindlikum ning nimetatud kolme aasta piirang puudub, ning vastavad lahendused ka Eestis kasutusele võtta.
Konverteeritavat laenu ei või omakapitali hulka arvata, mis tekitab olukorra, kus ettevõtte on küll raha, kuid raamatupidamislikult on omakapital negatiivne ning ettevõttesse tuleks veel täiendavalt investeerida või ettevõtte likvideerida.	Võiks kaaluda seaduste muutmist selliselt, et allutatud laenu omakapitali hulka lisamine oleks lubatud.
Riikliku riskikapitaliinvesteeringute ärajäämine vähendaks iduettevõtete finantseerimisvõimekust.	Jätkata riiklike riskikapitaliinvesteeringute tegemist läbi selleks sobivaima institutsiooni.

Allikas: Autori koostatud.

Kitsaskohtade kõrvaldamine on eelkõige oluline selleks, et innovatiivsed ettevõtted jääksid juriidiliselt Eestisse ning edu korral maksaksid oma maksud Eestis. Üks ingel ütles kokkuvõtlikult järgmist:

“Seadusandlus on oluline selleks, et firmad tekiks Eestisse. Firma seisukohast ei ole aga oluline, kus ta on registreeritud, on see Eesti, UK või Delaware. Ma registreerin seal, kus ettevõtjana on lihtsam ja mugavam teha, kus on sobivam maksusüsteem. See, et Eesti seadusandlus oleks firmade loomiseks sobiv, on oluline Eesti riigi seisukohast. Aga ettevõtte seisukohast, et nüüd jääks midagi tegemata selle tõttu, et seadusandlus midagi ei lase teha... Ettevõtja ikka teeb, aga kuidagi teisiti.” (Äriingel 5).

Käesolev magistritöö on oma loomult uuriv (*exploratory*) ning püüab esitada Eesti äriinglite investeerimisprotsessi terviklikult ning arvestades nii Eesti kui äriinglite kontekste. Edasised uuringud on vajalikud valdkonna laiemaks ning sügavamaks mõistmiseks.

- Magistritöös intervjueritud investorid olid kõik äriinglite võrgustiku EstBAN liikmed. Edasised uuringud võiks püüda tuvastada EstBANi mittekuuluvaid inglaid ning analüüsida nende investeerimisprotsessi. Vastavalt teooriale võiks eeldada, et selliste inglite investeerimisprotsess võiks vähemalt esimestes etappides (tehingute leidmine, eelvalik ja tehingu analüüs) mingil määral erineda võrgustunud inglite protsessist. Mittevõrgustunud inglid peaks olema anonüümsed, mistõttu peaks nendeni jõudma vähem investeerimisvõimalusi. Samuti peaks neil olema eelvaliku ning tehingu analüüsi faasides vähem tuge teistelt inglilt. Teisest küljest leidis üks magistritöö käigus intervjueritud ingel, et Eesti on nii väike, et kõik tunnevad kõiki, mistõttu kirjeldatud teooriast tulenev oletus ei pruugi tõele vastata.
- Magistritöö uuris inglite investeerimisprotsessi terviku ja ülevaatlikuna, kuid kogu protsessi esitlemine ühes töös seadis piirid iga etapi analüüsi detailsusele. Edasised uuringud võiksid põhjalikumalt käsitleda investeerimisprotsessi etappe eraldiseisvalt.
- Magistritöö koostamise ajaks on Eestis toimunud vähe väljumisi. Loodetavasti aja jooksul nende arv suureneb ning muutub võimalikuks põhjalikumalt analüüsida seda olulist lüli investeerimistsükli.
- Töö empiirilises osas tulid välja mitmed seadusandlikud kitsaskohad, mis teevad iduettevõtete Eestis tegutsemise ning finantseerimise ebamugavamaks kui

mõnes muus jurisdiktsioonis. Edasised uuringud võiks neid kitsaskohti detailsemalt analüüsida ning võrrelda nende probleemide lahendusvõimalusi teiste riikide näidetel.

KOKKUVÕTE

Äriinglid on eraisikud, kes investeerivad varajase faasi iduettevõtetesse. Nad on idufirmade üks esmaseid finantseerimisallikaid ning seega oluliseks lüliks innovaatiliste ideede elluviimise ahelas. Hoolimata oma olulisusest on inglaid suhteliselt vähe uuritud. Uuringute vähesus tuleneb tihti asjaolust, et kuna tegemist on eraisikutega, kes ei moodusta tuntud populatsiooni, siis on praktiliselt võimalik läbi viia vaid mugavusvalimitel põhinevaid uuringuid.

Käesoleva magistritöö eesmärk oli välja selgitada Eesti äriinglite investeerimisprotsess. Eesmärgi saavutamiseks loodi töö esimeses osas varasema kirjanduse baasil teoreetiline raamistik äriinglite kontekstist ning investeerimisprotsessist. Äriinglite puhul on tegemist spetsiifilist tüüpi investoriga, kes investeerib kindlat tüüpi ettevõtetesse, mistõttu on äriinglite konteksti mõistmine oluline investeerimisprotsessi analüüsil.

Äriinglite olemuse puhul on olulised mitmed aspektid. Tegemist on eraisikuga, kes investeerib isiklikku raha börsil noteerimata ning oma perekonnaga mitte seotud varajase arengufaasi iduettevõtetesse, mistõttu on investeeringud kõrge riskiastmega. Äriinglid toetavad ettevõtteid lisaks kapitalile ka oma teadmiste, kogemuste ning suhtevõrgustikuga. Ingelinvesteeringute finantseesmärk on arendada ettevõtet ning hiljem müüa ettevõtte kasumiga, inglaid ei ole üldjuhul huvitatud dividenditootlusest. Tulenevalt investeerimisobjektide eripärast (kõrge riskiga varajase arengufaasi iduettevõtte) suur osa investeeringutest ebaõnnestub ning investor kaotab kogu või suure osa paigutatud kapitalist. Seetõttu loovad inglaid endale tüüpiliselt riskide hajutamiseks investeerimisportfelli.

Inglite konteksti loomise järel analüüsis magistritöö autor investeerimisprotsessi jagatuna kuude etappi: tehingute leidmine, eelvalik, tehingu analüüs, läbirääkimised ja tehingu sulgemine, ettevõtete tegevuses osalemine, ning väljumine. Kõikide etappide

kohta on koostatud varasema kirjanduse ülevaade, toodud välja erinevate autorite arvamused ning uuringute järeldused. Kuna inglite puhul on tegemist eraisikutega, kes investeerivad isiklikku raha, on nad oma valikutes ja otsustes vabad. Nad ei pea tingimata järgima mingeid protseduure ega kellelegi aru andma. Seetõttu on inglite investeerimisprotsessi kõigis etappides suurem varieeruvus kui näiteks institutsionaalsete riskikapitalifondide puhul, kellel on juriidiline vastutus oma investorite ees.

Varieeruvusest hoolimata oli võimalik tuvastada teatud läbivaid jooni ja mustreid inglite tegevuses. Tehingute leidmisel on peamiseks infoallikaks isiklikud kontaktid, inglite võrgustikud, vahendajad, meedia jms. Võimalikest tehingutest lükkavad inglid enamuse tagasi. On leitud, et igast sajast võimalusest inglid kaaluvad tõsiselt kõigest 23 ning positiivse investeerimisotsuseni jõutakse kuue puhul. Investeerimiskriteeriumitest olulisemateks on tavaliselt ettevõtja ning tema meeskond – oskused, kogemused, iseloomuomadused ning tekkiv “keemia” ingli ja ettevõtja vahel. Teisel kohal on turu ja toote karakteristikud ning seejärel finantskriteeriumid. Inglise investeerimislepingud on suhteliselt lihtsad ning võrreldes riskikapitalifondide lepingutega rohkem avatud riskidele. Investeerimisriske püüavad inglid maandada pigem ettevõtete tegevuses osalemisega ning ettevõtja toetamisega. Inglid on tihti ise varasemalt olnud ettevõtjad, mistõttu võtavad nad ettevõtetes nõustaja või mentori rolli, kus jagavad oma kogemusi ning aitavad oma isiklike kontaktide abil ettevõtjal vajalikke uksi avada. Suur osa inglite investeringutest ebaõnnestub ning likvideeritakse, kuid edukate investeringute puhul on ingli eesmärk ettevõtte müüa võimalikult kõrge hinnaga. Tüüpilised ostjad on strateegilised ja finantsinvestorid või börsil noteerimine, vahel on ostjaks ka ettevõtja ise.

Kuna sarnaselt muu maailmaga jaguneb Eesti äriinglite maastik nähtavaks ning nähtamatuks osaks, ei ole ka Eesti inglite populatsioon lõpuni tuvastatav. Seetõttu tugineb magistritöö sarnaselt enamiku varasemate uuringutega mugavusvalimil ja juhtumianalüüsil. Töö käigus viidi läbi pool-struktureeritud intervjuud viie Eesti äriingliga. Intervjuude käigus paluti inglitel jagada oma kogemusi teoreetilises osas esitatud investeerimisprotsessi etappide kaupa. Intervjuude põhjal on autor analüüsinud

Eesti äriinglite protsessi, toonud välja vastajate ühised arvamused ning ka erisused, samuti on võrreldud intervjuudest saadud andmeid varasemate uuringute tulemustega.

Sarnaselt varasemate uuringutega oli viie intervjueeritu puhul mõningate arvamuste ja kogemuste puhul varieeruvus suur, kuid oli ka oluline ühisosa. Intervjueeritud inglite puhul oli peamiseks võimalike tehingute tuvastamise allikaks isiklik suhtevõrgustik ning äriinglite assotsiatsioon EstBAN. Eesti eripärana võib välja tuua riigi väiksusest tuleneva olukorra, kus kõik tunnevad kõiki, mistõttu informatsioon investeerimisvõimaluste kohta levib laiemalt ja kiiremini kui mõne suurema riigi või piirkonna äriinglite puhul. Investeerimiskriteeriumitest pidasid Eesti inglid sarnaselt varasemates uuringutes leituga olulisimaks ettevõtja ning tema meeskonna karakteristikuid. Suurim varieeruvus investeerimisprotsessi etappides oli tehingu analüüsi faasis, kus oli arvamusi, et sisulist analüüsi pole võimalik teha ning otsus saab tugineda ainult sisetundel, kuid toodi ka näiteid küllaltki põhjalikest tehingu analüüsides. Varieeruvuse põhjustena saab välja tuua investeerimisobjektide erinevatest arengufaasidest tuleneva andmete olemasolu, detailsusastme ning kontrollitavuse. Samuti võivad erisusi tekitada inglite isiklikud eelistused ja prioriteetide seadmised analüüsi läbiviimisel. Erinevalt varasemas kirjanduses järeltust pidasid Eesti äriinglid investeerimislepingute põhjalikkust väga oluliseks. Levinud on standardlepingud, mida vastavalt konkreetsele tehingule vajadusel kohandatakse. Ettevõtete tegevuses osaletakse nõustaja ja mentori rollis, aega panustatakse vastavalt vajadusele. Väljumisi on olnud veel vähe, mis iseloomustab ingelinvesteeringute pikaajalisust.

Empiirilise uuringu käigus selgusid mitmed Eesti seadusandlusest või poliitilistest valikutest tulenevad kitsaskohad, mis teevad iduettevõtete Eestis loomise ja kasvatamise vähem atraktiivseks võrreldes mõne muu piirkonnaga. Iduettevõtete puhul, mis tihti tegutsevad globaalselt, ei ole oma juriidilise registreeringu asukoht tingimata tähtis. See tähendab, et kui ettevõtja leiab, et ettevõtte arendamine mõnes muus jurisdiktsioonis on lihtsam või soodsam, siis ettevõtte lihtsalt registreeritakse mujal. Kui ettevõtte osutub edukaks, laekub ka maksutulu mõnele muule riigile.

VIIDATUD ALLIKAD

1. Angel.co. [<https://angel.co/sv-angel>]. 10.03.2015.
2. **Anton, Riivo.** (Äriingel, ettevõtja, EstBAN asutajaliige). Autori interjvuu. Autori üleskirjutus. Tallinn, 04.02.2015.
3. **Argerich, J.** Screening Criteria for Business Angel Investments. Barcelona: Universitat de Barcelona, 2014, 208 p. (PhD thesis).
4. **Carpentier, C., Suret, J.-M.** Canadian business angel perspectives on exit: A research note. – International Small Business Journal, 2014, pp. 1-12.
5. **DeGennaro, R. P.** Angel Investors: Who They Are and What They Do. Can I be One, Too?. 2009, 12 p.
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1462551]. 05.03.2105.
6. **DeGennaro, R. P., Dwyer, G. P.** Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups. – European Financial Management, 2014, Vol. 20, No. 4, pp. 739-755.
7. **Enica, A.** Business Angel Networks: an exploratory study into the value and benefits provided to investors and entrepreneurs. London: Imperial College Business School, 2011, 73 p.
8. Estonian Business Angels Network. Glossary.
[<http://www.estban.ee/resources/angelinvesting/glo>]. 25.02.2015.
9. Estonian Business Angels Network. Resources.
[<http://www.estban.ee/resources/bestpractices/standarddocs>]. 23.03.2015.
10. **Fili, A.** Noncontractual governance strategies of business angels in the post-investment venture relationship. Stockholm: KTH Royal Institute of Technology, 2014, 93 p. (PhD thesis).
11. **Gullander, S., Napier, G.** Handbook in business angel networks – The Nordic case. Stockholm: Stockholm School of Entrepreneurship, 2003, 55 p.

12. **Haines, G. H., jr., Madill, J. J., Riding, A. L.** Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth. – *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 2003, Vol. 16, No. ¾, pp. 13-40 (viidatud Mason 2005 vahendusel).
13. **Hall, B. H.** The financing of innovation. – *Handbook of Technology and Innovation Management*. S. Shane (Ed.). Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2008, pp. 409-429.
14. **Hansalu, K.** Arengufond on kriisis. – *Postimees*, 14 jaanuar 2015 [<http://majandus24.postimees.ee/3054879/arengufond-on-kriisis>]. 10.04.2015.
15. **Harrison, R. T., Mason, C. M.** Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels. 2002. [http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/Babson2002/XII/XII_P3/XII_P3.htm] 09.03.2015.
16. **Hellmann, T., Thiele. V.** Friends or Foes? The Interrelationship between Angel and Venture Capital Markets. – *Journal of Financial Economics*, 2015, Vol. 115, Issue 3, pp. 639-653
17. **Hindle, K., Rushworth, S.** The Demography of Investor Heaven: A Synthesis of International Research on the Characteristics, Attitudes and Investment Behaviour of Business Angels. 1999. [http://kevinhindle.com/publications/F17.Angel%20Synthesis%20Text%2010_12_99%231543.pdf]. 12.03.2015.
18. **Ibrahim, D. M.** The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors. – *Vanderbilt Law Review*, 2008, Vol. 61, pp. 1405-1452.
19. **Kampus, Hardi.** (Äriingel, ettevõtja, EstBAN asutajaliige, EstBAN juhatuse liige). Autori intervjuu. *Helisalvestis*. Tallinn, 18.02.2015.
20. **Kerr, W. R., Lerner, J., Schoar, A.** The Consequences of Entrepreneurial Finance: A Regression Discontinuity Analysis. Harvard Business School, Working Paper 10-086, 2010, 35 p.
21. **Lahti, T.** Angel investing in Finland. An analysis based on agency theory and the incomplete contracting theory. Helsinki: Hanken School of Economics, 2008, 292 p. (PhD thesis).
22. Lecture 9: How to Raise Money.

- [<http://startupclass.samaltman.com/courses/lec09/>]. 10.03.2015.
23. **Markova, S., Petkovska-Mirčevska, T.** Financing options for entrepreneurial ventures. – *Economic Interferences*, 2009, Vol. 11, No. 26, pp. 597-604.
 24. **Mason, C. M.** Informal sources of venture finance. Revised version (August 2005). Glasgow: University of Strathclyde, 2005, 51 p.
 25. **Mason, C. M., Botelho, T.** The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: the case of business angel syndicate gatekeepers. 2014, (to be published in *International Small Business Journal*, 34, March 2016), 44 p.
 26. **Mason, C. M., Botelho, T., Harrison, R.** The transformation of the business angel market: evidence from Scotland. 2013, 42 p.
 27. **Mason, C. M., Harrison, R.** Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. – *Journal of Business Venturing*, 2002, Vol. 17, No. 3, pp. 211-236.
 28. **Maxwell, A. L.** *Failing Fast: How and Why Business Angels Rapidly Reject Most Investment Opportunities*. Waterloo, Ontario, Canada: University of Waterloo, 2009, 55 p.
 29. **Metrick, A., Yasuda, A.** *Venture Capital and Other Private Equity: A Survey*. – *European Financial Management*, 2011, Vol. 17, No. 4, pp. 619-654.
 30. **Mollick, E.** The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. – *Journal of Business Venturing*, 2014, Vol. 29, Iss. 1, pp. 1-16.
 31. Oxford Dictionaries [www.oxforddictionaries.com]. 18.05.2015.
 32. **Paul, S., Whittam, G., Wyper, J.** Towards a Model of the Business Angels Investment Process. – *Venture Capital*, 2007, Vol. 9, Iss. 2, pp. 107-125 (viidatud Lahti 2008 vahendusel).
 33. **Peters, B.** *Early exits. Exit Strategies for Entrepreneurs and Angel Investors (But Maybe Not Venture Capitalists)*. Edition 1.5. Canada: MeteorBytes Data Management Corp., 2009, 184 p. [http://www.early-exits.com/wp-content/uploads/2013/12/Early_Exits_First_Edition_1.5.pdf]. 16.03.2015.
 34. **Pilt, M.** *Sissejuhatavalt kvalitatiivsest uurimistööst ja internetist*. Tartu: Tartu Ülikool, 2010.

- [https://dspace.utlib.ee/dspace/bitstream/handle/10062/14841/kvalitatiivne_uuri_mistoo_internetifoorumid.pdf?sequence=1]. 17.03.2015.
35. **Politis, D.** Business angels and value added: what do we know and where do we go? – *Venture Capital*, 2008, Vol. 10, No. 2, pp 127-147.
 36. **Porter, M. C., Spriggs, M.** Informal private equity networks: The role of nexus angel. – *The Journal of Private Equity*, 2013, pp. 1-9.
 37. **Prohorovs, A., Fainglozs, L.** Problems of data collection, processing and use of informal venture capital. – *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 2014, Vol. 150, pp. 88-96.
 38. **Ramadani, V.** Business angels: who they really are. – *Strategic Change*, 2009, Vol. 18, pp. 249-258.
 39. **Rannu, Rain.** (Äriingel, ettevõtja, EstBAN liige). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 19.02.2015
 40. Review of 2013. EstBAN. [<http://estban.ee/about/2013>]. 10.03.2015.
 41. Review of 2014. EstBAN. [<http://estban.ee/about/2014>]. 10.03.2015.
 42. **Riding, A. L., Madill, J. J., Haines Jr., G. H.** Investment decision making by business angels. – *Handbook of Research on Venture Capital*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, 2007, pp. 332-346 (viidatud Lahti 2008 vahendusel).
 43. Riski- ja erakapitalituru arendamiseks luuakse KredExi fondifond. [<http://www.kredex.ee/kredexist/uudised/riski-ja-erakapitalituru-arendamiseks-luuakse-kredexi-fondifond/>]. 10.04.2015.
 44. **Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A.** Research methods for business students. 5th ed. Essex: Pearson Education Limited, 2009, 614 p.
 45. **Shane, S.** The Importance of Angel Investing in Financing Growth of Entrepreneurial Ventures. – *Quarterly Journal of Finance*, 2012, Vol 2., No. 2., pp. 1-42.
 46. **Siimar, Ivar.** (Äriingel, EstBAN asutajaliige ja EstBAN juhatuse liige). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 27.02.2015.
 47. **Smith, D. J., Mason, C. M., Harrison, R. T.** Angel investment decision making as a learning process. Glasgow: University of Strathclyde, Working Paper 10-05, 2010, 40 pp.

48. **Smith, D. J., Mason, C. M., Harrison, R. T.** Experience, heuristics and learning: The angel investment process. – *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 2010, Vol. 30., Issue 2, Article 3, pp. 1-14.
49. **Sohl, J. E.** Angel investing: Changing strategies during volatile times. – *Journal of Entrepreneurial Finance*, 2006, Vol. 11, Iss. 2, pp. 27-47.
50. **Sørheim, R.** Business angels as facilitators for further finance. – *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2005, Vol. 12, No. 2, pp. 178-191.
51. **Sudek, R.** Angel investment criteria. – *Journal of Small Business Strategy*, 2006/2007, Vol.17. No.2, pp. 89-103.
52. SVAngel. [www.svangel.com]. 10.03.2015.
53. **Tammo, Herty.** (Äriingel, ettevõtja, EstBAN liige). Autori intervjuu. *Helisalvestis*. Tallinn, 11.02.2015.
54. The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players. *Statistics Compendium EBAN 2014*. [<http://www.eban.org/wp-content/uploads/2014/09/13.-Statistics-Compendium-2014.pdf>]. 01.03.2015
55. **Van Osnabrugge, M. S.** The Financing of Entrepreneurial Firms in the UK: A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures. Oxford: University of Oxford, 1998, 487 p, (PhD thesis).
56. **Van Osnabrugge, M. S., Robinson R. J.** Angel investing: matching start-up funds with start-up companies. San Francisco: Jossey Bass, 2000, 448 p (viidatud Lahti 2008 ja Sudek 2006/2007 vahendusel).
57. **Venturelli, V., Gualandri, E.** The determinants of equity needs: size, youth or innovation. – *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2009, Vol. 16., No. 4., pp. 599-614.
58. **Wiltbank, R.** Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors. – *Venture Capital: International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2005, Vol. 7., issue 4., pp. 1-22.
59. **Wong, A., Bhatia, M., Freeman, Z.** Angel finance: the other venture capital. – *Strategic Change*, 2009, Vol. 18., pp. 221-230.
60. **Wright, M., Hart, M., Fu, K.** A nation of angels: Assessing the impact of angel investing across the UK. Enterprise Research Centre, 2015, 40 p.

[<http://www.enterpriseresearch.ac.uk/wp-content/uploads/2015/01/ERC-Angels-Report.pdf>]. 02.04.2015.

LISA 1. Pool-structureeritud intervjuu küsimustik

- I. Taust
 1. Mitu aastat olete äriinglina tegutsenud?
 2. Mis on Teie varasem taust (haridus, kogemus)?
 3. Mitu ingelinvesteeringut olete teinud?
 4. Mitmest investeeringust olete väljunud?
 5. Mis on tüüpiline investeeringusumma?
 6. Kus Teie investeerinud asuvad? Eesti, välismaa?
 7. Mis on hinnanguliselt ingelinvesteeringute osakaal Teie investeerimisportfellis?
 8. Kui suure osa (%) Teie ajast võtab hinnanguliselt äriinglina tegutsemine?
 9. Kas olete pigem passiivne või aktiivne investor (kas osalete ettevõtete tegevuses)?
 10. Investeeringute eesmärk.

- II. Tehingute leidmine
 1. Mitu investeerimisvõimalust aastas Teieni jõuab (passiivne stiil)?
 2. Mitme võimaliku investeerimisobjekti poole aastas ise pöördute investeerimissooviga (aktiivne stiil)?
 3. Kuidas (kust) saate infot võimalike investeerimisvõimaluste kohta?

- III. Investeerimisobjekti eelvalik
 1. Millises arengufaasis ettevõtetesse investeerite?
 2. Millistesse tegevusaladesse investeerite? Miks?
 3. Kas eelistate kontsentreeruda kindlale tegevusalale või pigem riske hajutada investeerides erinevatesse valdkondadesse?
 4. Millistele kriteeriumitele peaks ettevõtte / projekt vastama, et pääseks eelvaliku etapist läbi ja Te seda tõsiselt kaaluma hakkaksite?
 5. Mitu investeerimisvõimalust aastas läbib eelvaliku etapi ja jõuab tehingu analüüsi faasi?

- IV. Tehingu analüüs (*due diligence*)
 1. Milliseid protseduure viite tehingu analüüsi raames läbi?
 - a. Finantsiline?
 - b. Juriidiline?
 - c. Tehnoloogiline?
 - d. Inimkapitali?

- e. Veel midagi?
- 2. Millistele andmetele tuginate analüüsis?
- 3. Kuidas hindate ettevõtte väärtust?
- 4. Kas enne investeringu tegemist eeldate mingit investeringust väljumise aega? Kui pikka?
- 5. Mitu tundi või päeva tüüpiliselt kulutate tehingu analüüsi etapis?
- 6. Mitu investeringut aastas teete?

V. Läbirääkimised ja tehing

1. Tehingu struktuur

- a. Mis vormis on Teie investeringud? Omakapital, laen? Eelisaktsiad?
- b. Kas investeringud on ühes summas või mitmes osas (*staged*)?
- c. Kas investeerite üksi või sündikaadina?
- d. Kui sündikaadina, siis kas tüüpiliselt sama sündikaat eri investeringutes või partnerid muutuvad?
- e. Kas sündikaadis on mingisugune tööjaotus investeringute analüüsis ja ka peale investeringut?

2. Tehingu tingimused

- a. Millised on Teie jaoks investeringu tegemiseks olulised tingimused lepingus?
- b. Millist kontrollimehhanismi ettevõtte tegevuses soovite (nt koht juhatuses või nõukogus vms)?
- c. Kui suurt rõhku panete lepingutele investeringu tegemiseks? Kas kasutate juriidilist abi lepingute sõlmimisel?
- d. Kas ja kuidas kaitsete end osaluse lahjendamise (*dilution*) vastu?

VI. Osalemine ettevõtte tegevuses

- 1. Kas osalete aktiivselt investeeritud ettevõtete tegevuses?
- 2. Millises rollis osalete ettevõtete tegevuses?
- 3. Mitu tundi / päeva kuus tüüpiliselt kulub iga üksiku ettevõtte tegevuses osalemises või end ettevõtete käekäiguga kursis hoidmiseks?
- 4. Kui olete passiivne investor, siis kas ja kui palju hoiate end kursis ettevõtte käekäiguga? Kuidas Te end kursis hoiate?

VII. Väljumine (*exit*)

- 1. Kui olete mõnest investeringust väljunud, siis kuidas see toimus?
 - a. Kas keegi väljus koos Teiega?
 - b. Kes oli ostja?
- 2. Kelle initsiatiiv oli väljumine?
- 3. Kui pikk oli aeg investeringu tegemisest väljumiseni?
- 4. Kas väljumine oli Teie hinnangul edukas? Kas olete nõus avaldama investeringu tootlust?

SUMMARY

Business angels' investment process: the case of Estonia

Virgo Süsi

Business angels play an important role in the development of new entrepreneurial ventures by being one of the first financing sources for start-ups as well as by supporting entrepreneurs with their knowledge, experience and social capital. Despite their importance, the academic research on business angels is fragmented, especially compared to other financing sources. One major reason for it is the fact that the total population of business angels is unknown. As a result, reliable quantitative research on business angels is nearly impossible to conduct and most studies are based on convenience samples. So-called first-generation business angel studies focused on attitudes, behaviour and characteristics of business angels whereas second-generation studies researched the angels' investment process.

To date, there seems to be no academic research conducted on Estonian business angels. The current master thesis wishes to fill that gap by exploring the investment process of Estonian business angels. Since the study is the first one covering Estonian business angels, the author concentrates on exploring the "big picture" of angel investing by collecting and systematically presenting thoughts, experiences and insights from Estonian business angels. Author hopes that such exploratory study provides a good foundation for further, more detailed research on the topic.

The aim of the master thesis is to identify the investment process of Estonian business angels. The following research questions were set in order to achieve the aim:

- 1) Define the term “business angel”;
- 2) Provide overview of angel investing process based on theoretical literature and prior studies;
- 3) Give overview of Estonian business angel market;
- 4) Conduct interviews with Estonian business angels;
- 5) Analyse the investment process of Estonian business angels comparing it with the findings of prior literature.

The thesis is divided into theoretical and empirical sections.

The first sub-section of the theoretical part discusses different definitions of business angels. Several key characteristics of business angels are examined in order to develop a context for better understanding of the angel investment process. The key characteristics include the following: angels are private persons that invest personal funds in unquoted companies that are not family-related businesses. The investments are made into early stage start-ups, which have high risk profile. In addition to providing funds, angels also support entrepreneurs with their knowledge, experience and social networks.

The second sub-section of the theoretical part divides angel investment process into logical steps: 1) deal sourcing, 2) screening, 3) due diligence, 4) negotiation and consummation, 5) post-investment involvement, and 6) exit. Usual goals, activities as well as results of each step are discussed based on literature review.

Since business angels are private persons investing their own money, they are not accountable to anybody except themselves. This means they do not have to follow any strict procedures in their investing process. As a result there is variability in their preferences and choices throughout the investment process. Despite the variability the literature has identified several trends that characterise angel activities. Angels source their deals mainly from personal contacts, angel networks, advisors, media etc. Most opportunities are quickly disregarded as only 23 potential deals out of a 100 get any serious consideration and from these only 6 get financed. The most important decision criteria are characteristics of the entrepreneur and the team followed by the product and the market. Financial criteria are found to be only on the third place. Angels tend to use relatively simple investment contracts that are more open to risks than the ones used by

institutional venture capitalists. Angels manage their risks by being involved in the company post-investment, usually in the role of a mentor or an adviser. Majority of angel investments fail but in case of success angels wish to exit the company by selling the shareholding at a highest possible price. Angels are generally not interested remaining as a minority owner of non-growing dividend-paying company.

The theoretical section concludes with a summary that links the defining characteristics of business angels from the first sub-section with the investment process of the second sub-section. The theoretical section is mainly based on academic articles, as well as on a few doctoral dissertations and practitioner insights.

Empirical section first gives a brief overview of Estonian business angel market based on Estonian Business Angel Network (EstBAN) data. Then the methodological choices of the research are explained, followed by the analysis of the study results. The research was conducted based on five semi-structured interviews with Estonian business angels. Interviews covered the six phases of investment process discussed in the theoretical part of the thesis.

Similarly to the findings of prior literature, there was some variability in the thoughts of the interviewed five Estonian business angels, although in many aspects the thinking was the same. The main means for deal sourcing was personal network as well as EstBAN. One Estonia-specific aspect is that since the country is so small then most angels and entrepreneurs know each other making the information spreading faster than in some bigger countries or regions. Estonian angels consider entrepreneur to be the most important investment criterion, a finding matching researches made elsewhere in the world. The biggest variability in the investment process seemed to be in the due diligence phase where some investments were made solely based on intuition whereas an extensive analysis was performed in case of others. Estonian angels put lot of emphasis on investment contracts, which is different from conclusions made in prior researches from other regions. Angels usually take a mentor role in their investee company. Their time input is based on need. There have not been many exits yet, which exemplifies the long-term nature of angel investing.

The survey also identified several Estonian legislation or political choices related difficulties in angel investing and development of innovative entrepreneurial ventures. These difficulties make the registration of these enterprises in Estonia less attractive than the alternative of moving the company to a more convenient location. The location of legal registration does not have much significance for globally oriented start-ups, which means that if the entrepreneur finds it easier to be registered in some other jurisdiction than Estonian, then the company will be moved there. In case of a successful venture the loss is for Estonia, not for the entrepreneur.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Virgo Süsi,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

Äriinglite investeerimisprotsess Eesti näitel,

mille juhendaja on dotsent Priit Sander,

1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tallinnas, **21.05.2015**