

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Semjon Mazurõk

OSALUSOPTSIOONIDE MÕJU ETTEVÕTTE VÄÄRTUSELE WISE NÄITEL

Magistritöö

Juhendaja: kaasprofessor Priit Sander

Tartu 2024

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

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Osalusoptsioonide teoreetiline raamistik	7
1.1. Osalusoptsioonid kui omakapitali hüvitise vorm.....	7
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid	13
1.3. Osalusoptsioonide seos ettevõtte väärtusega	17
2. Osalusoptsioonidega arvestamine ettevõtte väärtuse hindamisel	20
2.1. Wise ja osalusoptsioonid Eesti õiguse kontekstis.....	20
2.2. Wise'i omakapitali väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal	23
2.2.1. Prognoosi eeldused ja sisendid	24
2.2.2. Kapitali kulukuse määra tuletamine	29
2.2.3. Omakapitali väärtuse kujunemine	29
2.3. Wise'i osalusoptsioonide integreerimine väärtuse hindamisse.....	30
2.3.1. Osalusoptsioonide mõju väärtusele Eesti õigusaktide seisukohalt.....	34
2.3.2. Sensitiivsusanalüüs	35
2.4. Järeldused ja arutelu.....	38
Kokkuvõte.....	40
Viidatud allikad.....	42
LISA A. Prognoositud bilanss ja kasumiaruanne	47
LISA B. Mudelis kasutatud eeldused.....	48
Summary	49

Sissejuhatus

Üks kõige tähtsamatest varadest, mis ei ole kajastatud bilansis, on inimkapital. Inimkapitali leidmine, koolitamine ja säilitamine on oluline aspekt iga organisatsiooni strateegias. (Kenton, 2023)

Aastal 2023 on kompetentsete spetsialistide otsimine ja töölevõtmine eriti oluline ning samal ajal keeruline protsess. Sellega seoses on viimastel aastatel kerkinud esile termin „talendisõda“, mis sisuliselt tähendab raskusi spetsialistide leidmisel ning palkamisel, probleem millega ettevõtted igapäevaselt kokku puutuvad. Eelnimetatud „talendisõda“ järjest süveneb, mistõttu ettevõtted on sunnitud konkurentsivõime säilitamiseks rakendama erinevaid töötajatele suunatud motivatsioonimeetmeid (Marr, 2022).

Üheks sellistest meetmetest on osalusoptsioonide programmid, mida ettevõtted pakuvad oma töötajatele. Töötajate osalusoptsioonide näol, ei ole tegemist uue soodustuse tüübiga, vaid pigem palju aastaid eksisteerinud omakapitali hüvitise vormiga, mis viimastel aastatel on muutunud järjest populaarsemaks. USAs on 2024. aasta jaanuari seisuga ligikaudu 15 miljonit inimest kes on mingilgi määral seotud osalusoptsioonide programmidega (NCEO, 2024). Euroopa riikide puhul on tegemist areneva valdkonnaga ja osalusoptsioonide populaarsus ning seadusandlus on riigiti erinevad. Vaatamata sellele pakkusid 2022. aastal 95% Euroopa suur ettevõtetest oma töötajatele osalusoptsioone. Euroopa riikidest on kõige arenenumad osalusoptsioonide programmide valdkonnas Prantsusmaa, Ühendkuningriigid ning põhjamaad (sealhulgas ka Baltimaad) (Mathieu, 2022). Sellest saab järeldada, et antud valdkond on ka Eesti kontekstis väga aktuaalne. Paindlik regulatiivne raamistik andis tugeva impulsi ettevõtluse arenguks ja edukate *start-up*'ide arv on aastatega järjest kasvanud. 2024. aasta alguseks on Eestis, meie riigi iduettevõtete andmebaasis avalikustatud informatsiooni kohaselt, registreeritud 1292 iduettevõtet. (EAS, 2024) Ettevõtlussõbralik keskkond lubab ühelt poolt ilma probleemideta asutada ettevõtteid ja edukalt tegutseda konkureerivas keskkonnas väikese *start-up*'ina ning teiselt poolt luua tõhusat kasvustrateegiat ning muutuda edukaks suurettevõtteks, mis tegutseb rahvusvaheliselt. Selle tõendamiseks on oluline mainida Eestis asutatuid üksisarvikuid ehk ettevõtteid, mille väärtus on üle ühe miljardi dollari. Eelmise, 2023. aasta alguses eksisteeris kümme ettevõtet, kes erinevatel aegadel on suutnud sellist eesmärki saavutada: Skype, Pipedrive, Playtech, Zego, ID.me, Gelato, Bolt, Veriff ja Wise. (*ibid.*)

2023. aasta kolmanda kvartali suurimad tööjõumaksude maksjad ning liidrid tööjõu osas on Bolt, Veriff ja Wise (*ibid.*). Iduettevõtluse gigantide kolmik omab kindlat osalusoptsioonide kasutamise ajalugu ja suurt kogemust, mille analüüsimine võib anda vastuseid

osalusoptsioonide väärtuse hindamisega seotud küsimustele. Analüüsid äriregistris avalikustatud informatsiooni on näha, et Veriff pakub oma töötajatele osalusoptsioonide kasutamise võimalust alates 2020. aastast (Veriff OÜ, 2020, 2021, 2022). Boltis on töötajate osalusoptsioonide kasutamist esmakordselt mainitud 2017. aasta majandusaruandes ning alates sellest aastast on omakapitali hüvitised muutunud tavapäraseks boonuseks, mida iga töötaja sõltuvalt oma ametikohast ja positsioonist ettevõttest saab (Bolt Technology OÜ, 2017). Rääkides Wise'ist on peamine erinevus võrreldes Veriffiga ja Boltiga see, et alates 2021. aastast Wise on börsil noteeritud ettevõtte (Liive, 2021). Londoni börsil noteeritud Eesti iduettevõtte omab samuti osalusoptsioonide kasutamise kogemust.

Selline omakapitali hüvitise vorm avaldab mõju paljudele osapooltele: töötajatele, ettevõtte juhtkonnale, ettevõtte omanikele ning samuti ka organisatsiooni-välistele osapooltele, näiteks investoritele. Küsimus seisneb selle nähtuse mõju ulatuses. Antud magistritöö eesmärk on hinnata, kuidas osalusoptsioonid mõjutavad ettevõtte väärtust tervikuna.

Töö raames analüüsib autor, kuidas olemasolevate optsioonide kaasamine diskonteeritud rahavoogude hindamisse mõjutab ettevõtte väärtust. Selleks, et arendada Eesti-põhist teaduskirjandust osalusoptsioonide teemal, on analüüsi aluseks võetud ülalmainitud Eesti *fintech* iduettevõtte Wise, mille tegevus on väga laiahaardeline.

Magistritöö eesmärgi saavutamiseks keskendub autor järgmistele uurimisküsimustele:

- Kui suur on optsioonide õiglase väärtuse mõju ettevõtte väärtusele?
- Kuidas Eesti maksusüsteem mõjutab optsioonide väärtust?
- Kuidas osalusoptsioonide tingimused ja nende muutus mõjutavad väärtust?
- Kuidas investorid ning huvitatud osapooled peavad arvestama osalusoptsioonidega?

Uurimisküsimustele vastamise ja magistritöö eesmärgi saavutamiseks kasutas autor kvalitatiivset ja kvantitatiivset uurimismeetodit ning püstitas järgmised uurimisülesanded:

- Osalusoptsioonide kontseptsiooni ja mõjude ettevõtte väärtusele selgitamine;
- Ettevõtte ja osalusoptsioonide väärtuse hindamise meetodite käsitlemine;
- Osalusoptsioonide väärtuse ettevõtte väärtusega seostamise meetodite käsitlemine;
- Wise'i omakapitali väärtuse hindamine;
- Wise'i poolt välja antud osalusoptsioonide väärtuse hindamine;
- Osalusoptsioonide integreerimine väärtushinnangusse ja analüüs.

Käesolev töö koosneb kahest peamisest osast. Esimeseks on teoreetiline osa ning selles keskendub autor osalusoptsioonide kontseptsiooni ja teemakohase kirjanduse analüüsile, mille põhjal esitatakse ülevaade antud valdkonnas läbi viidud uuringutest ning kasutatavast metoodikast. Teises osas antakse kõigepealt ülevaade olukorrast Eestis ja regulatiivsest raamistikust ning sellele järgneb töö empiiriline osa ehk ettevõtte väärtuse hindamine, võttes arvesse osalusoptsioonide väärtust. Viimases osas on toodud autori uurimustööst tulenevad peamised järeldused ja ettepanekud.

Märksõnad: idufirmad, ettevõtete väärtuse hindamine, osalusoptsioonid, Black-Scholesi võrrandid.

Teaduseriala kood: S181 Rahandus

1. Osalusoptsioonide teoreetiline raamistik

1.1. Osalusoptsioonid kui omakapitali hüvitise vorm

Tööandjapoolne pakkumine, millega kogenumale töötajale kas töötingimuste läbirääkimise käigus või teatud aja möödudes pakutakse võimalust saada osade ettevõtte aktsiate omanikuks, on levinud tava. Tavaliselt kaasnevad sellise pakkumisega ka teatud lisatingimused. Kõige levinumad on kaks järgnevat: esiteks töötaja, kes organisatsiooni mõistes on olulisemal ametikohal, saab ostuoptsiooni, mida ta saab kasutada piiritletud ajaperioodi jooksul, ja teine võimalus on omandada ettevõtte aktsiaid, kui töösuhted kestavad fikseeritud perioodi vältel. Seda tüüpi kompensatsiooni nimetatakse omakapitali hüvitiseks (ingl *Equity compensation*). (Dillavou, 1952)

Erinevad omakapitali hüvitise vormid on suunatud peamiselt neile töötajatele, kes töötavad kõrgematel, juhtivatel kohtadel, genereerivad uusi ideid, vastutavad peamiste osakondade toimimise eest ning on oluliseks lüliks ettevõtte edu tagamisel. Üks peamisi ideid selle taga on pakkuda väärtuslikemale töötajatele ja juhtidele täiendavat stiimulit, mis ühelt poolt annab kõrgematel ametikohtadel töötavatele töötajatele võimaluse saada reaalselt materiaalselt kasu ning teiselt poolt võimaldab ühildada aktsionäride ja juhtivtöötajate nägemust ning mõttemalle. (Dean, 1953)

Vaatamata eelkirjeldatud meetodi loogilisusele ja otsekohesusele on omakapitali hüvitised kompleksne ning pidevalt arenev valdkond, mis hõlmab palju hinnangulisi aspekte ja nõuab iga eraldiseisva juhtumi puhul põhjalikumat analüüsi.

Omakapitali hüvitised jagunevad järgmisteks tüüpideks (Picardo, 2022):

- Töötajate osalusoptsioonid (*employee stock options* ehk ESO);
- Piiratud aktsiate ühikud (*restricted stock units*);
- Aktsia kallinemise õigused (*stock appreciation rights* ehk SAR);
- Fantoomaktsiad (*phantom stock*);
- Töötajate aktsiate ostuplaanid (*employee stock purchase plans*).

Töötajate osalusoptsioonide puhul saab töötaja optsiooni ehk võimaluse osta teatud koguse ettevõtte aktsiaid kindlaks määratud ajaperioodi jooksul. Tavaliselt ei ole ESOD ehk osalusoptsioonid ise kaubeldavad ja nende realiseerimise tingimused on ajaliselt piiratud. Suurim kasu tekib siis, kui ettevõtte aktsia tõuseb ESO täitmishinnast kõrgemale. Näiteks USA õigusaktide seisukohalt saab eristada kahte tüüpi osalusoptsioone: ajendipõhised osalusoptsioonid ehk ISOD (*incentive stock option*) ja tavalised osalusoptsioonid ehk NSOD (*non-qualified stock options*). Need erinevad üksteisest maksustamise poolest. ISODE puhul

kehtivad sageli maksustamise eritingimused, juhul kui teatud tingimused on täidetud. Vaatamata sellele, et ISOd võivad pakkuda olulist maksueelist, muutub ettevõtte seisukohast kogu protsess raskemaks. Selleks, et kasutada maksueelist, peab ettevõtte jälgima igal konkreetsel juhul tingimuste täitmist. Sellest tulenevalt ei ole sellist tüüpi optsoonide pakkumine kõigile ettevõtte töötajatele asjakohane ning reeglina antakse neid kõrgema juhtkonna liikmetele. NSOd, vastupidi, ei võimalda eritingimusi ja sobivad organisatsiooni kõikide tasemete töötajatele. (Picardo, 2022) Järgnevalt on toodud ISOde kasutamisega seotud eritingimused, mida optsoonipakkuja ja optsoonisaaja peavad jälgima.

ISOde kasutamine on võrreldes NSOdega rangemalt reguleeritud. Sellist tüüpi osalusoptsoonide pakkumine töötajatele võib tähendada maksueelist mõlemale poolele ainult siis, kui kõik tingimused on täidetud. ISOd on Ameerika Ühendriikides reguleeritud maksuseaduse (*IRC, Internal Revenue Code*) poolt ning tingimused on kirjeldatud järgnevalt. Töötaja võib kasutada ISOsid ainult juhul kui töösuhted veel kehtivad või kui lahkumisest ei ole möödunud rohkem kui kolm kuud. Lisaks ei ole optsoonid edasi antavad ning optsoonid omandanud töötaja ei tohi saada rohkem kui kümme protsenti ettevõtte hääleõiguslikest aktsiatest. Eraldi aspektiks on täitmishind – optiooni andmisel peab selle täitmishind olema võrdne alusvara hetke turuhinnaga. Sellest tingimusest tulenevalt võib ISOde kasutamine töötajatele hüvitiste andmise protsessi keerulisemaks muuta. Börsil mittenoteeritud ettevõtete puhul võib ISOde kasutamine tähendada aktsiate väärtuse sagedasemat hindamist, millega kaasnevad täiendavad kulud. NSOd võivad pakkuda paindlikumat lähenemist ning seetõttu on need optsoonid levinumad. USAs kasutab ainult neljandik ettevõtetest ISOsid, teised eelistavad NSOsid. (Williamson, Kleiner, 2004) Euroopa riikide maksusüsteemid ei paku sarnast võimalust ISOde kasutamiseks (Index Ventures, 2024), mistõttu NSOd on nendest kahest võimalusest peamine, millele tähelepanu pööratakse.

Piiratud aktsiate ühikud (*Restricted Stock Unit* ehk RSU) on sarnase põhimõttega omakapitali hüvitise vorm, mille tingimused on võrreldes ESOdega natuke erinevad. Sellel juhul saab ettevõtte aktsiad, mitte aktsiaoptsoone, ning järelikult RSUde puhul ei toimu täitmist. RSUde puhul saab töötaja teatud ettevõtte aktsiad juhul, kui ta täidab kokkulepitud tingimusi. Need tingimused võivad olla seotud kas organisatsiooniliste eesmärkide või tulemusnäitajate täitmisega, teatuid ajalise perioodiga ehk nõudega, kui kaua inimene peab teatud ametikohal töötama, või muude kokkulepitud asjaoludega. RSUde väärtus sõltub aktsia turuväärtusest RSU realiseerimise momendil. (Fernando, 2024)

Järgmine tüüp on SAR ehk aktsia kallinemise õigused. Sisuliselt tähendab see, et töötaja saab kasu oma ettevõtte aktsiahinna tõusust, omamata tegelikult aktsiaid. Sarnase

põhimõttega toimivad ka fantoomaktsiad (*phantom stock*) – mõlemal juhul ei saa töötaja tegelikku omakapitali, vaid pigem rahalist hüvitist, mis sõltub aktsiahinna kasvust. Fantoomaktsia puhul on töötajal õigus saada kas ettevõtte aktsia täisväärtus või saada kasu toimunud tõusult. Sõltuvalt ettevõttest võivad fantoomaktsia lepingud ka sisaldada täiendavaid rahalisi väljamakseid dividendide näol. Ehk juhul, kui ettevõtte otsustab maksta aktsionäridele dividende, siis fantoomaktsia omanikud saavad sarnast rahalist ekvivalenti. (Picardo, 2022)

Viimase võimalusena kasutatakse töötajate aktsiate ostuplaane, mis annab töötajale võimaluse osta ettevõtte aktsiaid teatud soodustusega. Aktsiate ostuplaanid toimivad sarnase põhimõttega nagu pensioniplaanid. Töötajatega sõlmitakse leping, milles on kindlaks määratud periood, soodustus, millega töötaja saab perioodi lõppedes aktsiaid osta, ja palgakulude mahaarvamise protsent. Terve perioodi vältel tehakse palga mahaarvamised ja ostukuupäeval kasutab ettevõtte töötaja kogunenud raha, et osta osalevate töötajate nimel ettevõtte aktsiaid. (*ibid.*).

Allpool on esitatud kokkuvõtlik tabel, mis iseloomustab erinevate omakapitali hüvitiste vormide eeliseid ja puudusi. Tabelis on esitatud iga omakapitali hüvitise vormi peamised positiivsed ja negatiivsed küljed võrreldes teiste hüvitiste vormidega.

Tabel 1

Omakapitali hüvitise vormide eeldused ja puudused

Omakapitali hüvitise vorm	Eelised	Puudused
Töötajate osalusoptsioonid	Potentsiaalne maksueelis on võrreldes teiste omakapitali hüvitiste vormidega suurem, kuna üldjuhul on maksustatav osa aktsia turuhinna ja realiseerimishinna vahe.	Saadav kasu sõltub aktsia hinnast realiseerimise hetkel ja realiseerimishinnast. Kui realiseerimishind on aktsiahinnast kõrgem, siis tehing on väärtusetu. Optsioonide realiseerimisel toimub aktsiate arvu suurenemine ja omakapitali lahjendus. Enne omandi üleandmist ei saa töötaja aktsiate eeliseid kasutada.
Piiratud aktsiate ühikud	Erinevalt osalusoptsioonidest ei ole RSUde puhul realiseerimist ja need on piiratud ainult omandi üleandmise perioodiga, mistõttu	Omandi üleandmisega toimub aktsiate arvu suurenemine ja omakapitali lahjendus. Enne omandi üleandmist ei saa töötaja aktsiate eeliseid kasutada.

	omandamise protsess on kiirem ja lihtsam.	
Aksia kallinemise õigused	Töötaja ei saa aktsiate omanikuks, puuduvad hääleõigused. Ei ole omakapitali lahjendust.	Väljamaksete suurus on piiratud aktsiate kallinemisega. Saajal ei teki omanditunnet. Tööandjal ei ole maksueelist. Täiendava rahalise sissemakse puudumine, kui töötajad ostavad aktsiaid.
Fantoomaktsiad	Töötaja ei saa aktsiate omanikuks, puuduvad hääleõigused. Töötaja saab kõik aktsia eelised (sh ka dividendi väljamaksete ekvivalendi). Ei ole omakapitali lahjendust.	Saajal ei teki omanditunnet; Tööandjal ei ole maksueelist; Täiendava rahalise sissemakse puudumine, kui töötajad ostavad aktsiaid.
Töötajate aktsiate ostuplaanid	Ostuplaane rahastatakse palgast mahaarvamise kaudu, mistõttu tegelikud kulud, mis kaasnevad aktsiate ostuplaanide väljaandmisega on madalamad.	Sarnaselt pensioniplaanidega on need seotud pikema ajahorisondiga (pikemad tähtajad), mistõttu kasu on vähem tajutav. Plaanide koostamine ja järgimine on individuaalne, mis teeb kogu protsessi keerulisemaks.

Allikas: Autori koostatud Fernando, 2024; Picardo, 2022; Damodaran, 2005; Scholes, 1972 põhjal

Eesti ettevõtete kontekstis on populaarseimad piiratud aktsiaühikud ehk RSUd ja töötajate osalusoptsioonid ehk ESOD (autori enda tähelepanekud tuginedes tööportaalides ja ettevõtete veebilehtedel toodud infole) ja sellest tulenevalt keskendub järgnev analüüs neile kahele omakapitali hüvitise vormile. Enne ESODe ja RSUde mõjude hindamist on oluline mõista, miks ettevõtted kasutavad omakapitali hüvitisi ja kuidas täpsemalt antud finantsinstrumendid mõjutavad organisatsiooni erinevaid osapooli.

Üks peamistest aspektidest, mida omakapitali hüvitised võivad mõjutada, on aktsionäride ja juhtkonna omavahelised suhted. Kiire kasvuga organisatsiooni ühise strateegia väljatöötamine ja selle igapäevane järgimine on tõeline väljakutse. Aktsionäride, ettevõtte nõukogu ja juhtkonna ühtne nägemus organisatsiooni arengusuundadest võib tõhustada ettevõtte kasvu ning vastupidi: ettevõttesisesed vastuolud võivad aeglustada arengut ja

vähendada konkurentsivõimet. Juhte aktsionärideks muutes võivad ESOd ja RSUd mõjutada juhtkonna tehtavaid otsuseid ning hägustada piire osanike ja juhatuse vahel (Dean, 1999).

Aktsionäride peamised organisatsioonilised eesmärgid on seotud ettevõttesse investeeritud kapitaliga ja selle väärtuse maksimeerimisega. Nende mõjud on samal ajal piiratud, kuna igapäevase juhtimisega ja püstitatud eesmärkide saavutamise tegeleb rohkem juhtkond. Aktsionärid määravad üldist eesmärki ja suunda, mille poole organisatsioon liigub, juhatuse aga määrab viise, kuidas organisatsioon selleni jõuab. Olukorras, kus aktsionäride keskne väärtus on kapital ja selle väärtuse maksimeerimine, võivad juhtkonna väärtused sellest erineda. Alustades üldise tunnustusega, eneseanalüüsi ja inimkapitali arendamisega ning lõpetades oma palga ja endale soodustuste loomisega võivad need väärtused aeglustada ja mõjutada aktsionäridele loodavat väärtust. Kuna ettevõtte omanikud sisuliselt delegerivad otsuste langetamised juhatuse pädevusse ja juhtkond tegutseb sellisel juhul ettevõtte esindajana, võib nende osapoolte väärtuste erisusest tuleneda esindamise probleem (*principal-agent problem*). Esindamise probleemi leevendamiseks ning ühildamiseks juhtide ja aktsionäride huvidega kasutavad ettevõtted osalusoptsiione ja piiratud aktsiate ühikuid (Byrd, Parrio, Pritsch, 1998).

Järgmine oluline aspekt on töötajate püsimine ettevõttes ja nende lojaalsuse saavutamine. Optsiionide realiseerimine või aktsiate väljaostmine toimub tavaliselt teatud tingimustel. Kõige levinum tingimus seisneb selles, et omakapitali hüvitise saaja peab töötama ettevõttes teatud perioodi jooksul. Sellest tuleneb, et kui inimene omandab näiteks ESOsid, tekib tal täiendav stiimul ja motivatsioon jääda ettevõttesse pikemaks ajaks. (Damodaran, 2005).

Selvarajan (2006) leidis, et lisaks materiaalsele väärtustele mõjutavad omakapitali hüvitise vormid ka inimeste sisemisi väärtusi. ESOd ja RSUd tekitavad töötajates omanikutunde, mis omakorda mõjutab suhtumist töösse ning üldist panustamise taset. Lisaks mõjutavad töötajate organisatsioonilisi otsuseid ka osalusoptsiionide ja piiratud aktsiaühikute realiseerimise tingimused. Enamikul juhtudel tähendavad need tingimused teatud ajavahemikku, mille möödumisel saab töötaja optsiiooni realiseerida või aktsiaid omandada. See omakorda tähendab, et töötajal suurenevad potentsiaalselt ettevõttest lahkumisega seotud kulud (Oyer, Schaefer 2005).

Torn (2011) jõudis järelduseni, et ESOd töötavad paremini „dünaamilistes keskkondades“ – nagu näiteks iduettevõtetes – ning avaldavad suuremat mõju keskastme ja kõrgema taseme juhtidele. Hästi tasustatud kõrgharidusega töötaja saab osalusoptsiionide omandamisele lisaks täiendava kaasatuse tunde. Ametikohast tulenevad olulisemate otsuste

langetamise ja suurema panustamise võimalused koostoimes psühholoogilise omanditundega ja ESODE muude efektidega avaldavad positiivset mõju ettevõttesisesele koostööle ja juhtide motivatsioonile (Torn, 2011).

Omakapitali hüvitiste tingimustest võivad tuleneda ka vastupidised efektid. Pärast seda, kui osalusoptsiionide kokkulepitud realiseerimisperiood lõpeb, suureneb tõenäosus, et töötaja lahkub. Seetõttu on oluline märkida, et lisaks ESODEle endile on tähtsaks strateegiliseks lisatööriistaks ka optsiionide realiseerimise tingimused (Johem, Ladika, Sautner, 2017).

Eriti aktuaalne põhjus, miks iduettevõtted kipuvad kasutama mainitud finantsinstrumente, on rahapuudus. Likviidsuse säilitamiseks ning inimkapitali tööle meelitamiseks hakkavad ettevõtted pakkuma osalusoptsiione. (Damodaran, 2005) Alustavatele ettevõtetele, eriti *start-up*'idele on talentide otsimine eluliselt oluline. Pärast investeringute edukat kaasamist peavad ettevõtted keskenduma organisatsiooni struktuuri ülesehitamisele ja võtmepositsioonide täitmisele. Rahapuuduse tingimustes osalusoptsiionide ja muude omakapitali hüvitiste pakkumine on tõhus – ning mõnedel juhtudel ainus – mõju avaldav tegur, mille abil ettevõtted saavad talendisõjas konkureerida. Teatud juhul võib tekkida aga kahaneva piirkasulikkuse efekt. Teisisõnu, organisatsiooni kasvades tekib vajadus palgata ka madalama taseme töötajaid ning täiendav kasu osalusoptsiionide pakkumisest hakkab vähenema. Sellest tulenevalt võivad mõnedel juhtudel olla teatud hetkest alates kasulikumad tavalised rahalised hüvitised. (Hand, 2008)

Veel üks eraldi rõhutamist vajav aspekt on maksustamine. Sõltuvalt riigist ja maksusüsteemist võivad omakapitali hüvitised olla kasulikumad kui muud rahalised kompensatsioonid nii ettevõtte kui ka töötaja seisukohast. Walker (2004) jõudis oma analüüsis järelduseni, et omakapitali hüvitiste vormid võivad pakkuda organisatsioonidele reaalselt võimalust maksusoodustuste kasutamiseks. Samas on oluline rõhutada, et maksusoodustuse efekt tekib ainult teatud juhtudel. Näiteks konkreetselt USA maksusüsteemi kontekstis tuleb eristada ISOsid ja NSOsid. ISOde puhul tekib täiendav maksueelis ainult kahjumlikel ettevõtetel, kes saavad mingil kujul maksuvabastust (ingl *Tax exemption*). Kasumlike ettevõtete perspektiivist tuleb kaaluda NSOde kasutamist (kuna ISOd ei ole Euroopa riikides levinud, siis suurem osa kasutab nagunii NSOsid). Antud juhul tekivad maksueelised ainult nendel organisatsioonidel, kes ESODE ja RSUDE väljaandmisel investeerivad jaotamata kasumit (ehk raha, mis potentsiaalselt võiks olla kasutatud rahalise hüvitisena, kui oleks otsustatud ESODE või RSUDE mitte kasutada). Investeerimise all mõeldakse mitte väliseid investeringuid, vaid investeringuid omakapitali. Teisiti öeldes:

täiendava maksueelise saamiseks peaksid ettevõtted koos omakapitali hüvitiste väljaandmisega kasutama ka aktsiate tagasioste või enda aktsiate optiooni ostmist (Walker, 2004).

Arvestades osalusoptsoonide hindamise valdkonna kompleksust tuleb märkida, et olenevalt riigist, majanduskeskkonnast ja seadustest võib osalusoptsoonide ja piiratud aktsiaühikute maksustamine oluliselt erineda. Antud magistritöö kontekstis keskendub töö autor ainult Eesti maksusüsteemile ning Eesti ettevõtetes kasutatavatele maksunormidele.

1.2. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid

Turumajanduse tingimustes on ettevõtte väärtuse hindamine oluliseks tööriistaks, mille abil saab hinnata ettevõtte tulemuslikkust, keskendudes pikaajalistele perspektiividele. Jätksuutliku väärtuse loomine on oluline lisandväärtus, millel on pikaajaline mõju erinevatele osapooltele nii aktsionäride kui ka sidusrühmade seisukohast. Ettevõtte väärtuse hindamine tähendab sisuliselt ettevõtte majandusliku väärtuse hindamise protsessi. Peamised põhjused, miks ettevõtte omanikud on erinevaid mudeleid kasutades sunnitud hindama ettevõtte väärtust, võivad olla seotud näiteks ettevõtte müügiprotsessi, ühinemise ja äri väljaostmisega; aktsionäride või partnerite vaidluste lahendamisega; ettevõtte tegevuse rahastamisega ja investeeringute ligimeelitamisega, ning investorite seisukohalt investeeringu kasumlikkuse hindamise ja maksustamisega seotud vaidluste lahendamisega (Koller, Goedhart, Wessels, 2010).

Üldiselt on praktikas levinud kolm lähenemist väärtuse hindamisele (PwC, 2024):

- varapõhine lähenemine;
- turupõhine lähenemine;
- sissetulekupõhine lähenemine.

Lähenemise ja sobiva meetodi valik sõltub konkreetsest olukorrast, ettevõtte vajadustest ja hindamise eesmärgist.

Varadel põhinev lähenemine on seotud asendusväärtuse hindamisega. Sellisel juhul võrreldakse bilansilist väärtust ja jooksvaid turuandmeid, mis investori seisukohalt näitavad, kui palju investor oleks valmis ettevõtte eest maksimaalselt maksuma. See lähenemine ei arvesta tuleviku rahavoogudega, mistõttu jätkuvalt tegutsevate ja kasumlike ettevõtete seisukohalt on antud lähenemise järgi kalkuleeritud ettevõtte väärtus võrreldes teiste lähenemiste abil hinnatud ettevõtte väärtusega enamasti kõige väiksem. Sellest tuleneb, et varapõhine lähenemine võib olla suhteliselt lihtne, kuid sobib üksnes piiratud juhtudel ja seetõttu eelistavad ettevõtted tavaliselt teisi lähenemisviise. (Coulon, 2021)

Turupõhine lähenemine baseerub hinnatava ettevõtte võrdlemisel kontrollrühma (ingl *peer group*) kogemusega. Analüüsi keskne aspekt on võrreldavate konkurentidega toimunud tehingud ning börsil noteeritud ettevõtete puhul on kõige tõhusamaks võrdlemisviisiks finantsuhtarvude kasutamine. Kõige levinumad suhtarvud, mida saab kasutada, on näiteks P/B, P/E, P/Sales, EV/EBIT, EV/Sales. Kuigi antud lähenemine on samuti populaarne ja võrreldes eelnevalt kirjeldatud varapõhise lähenemisega rohkem levinud, on olemast teatud piirangud, mis võib tähendada, et teatud juhtudel osutub mingi muu lähenemine efektiivsemaks. Esimene võimalik piirang on seotud sarnaste ettevõtete otsimisega. Et hindamine oleks maksimaalselt täpne, peavad võrreldavad ettevõtted olema suhteliselt sarnased. Antud aspekt on eriti aktuaalne börsil mittenoteeritud ettevõtete puhul, kuna sellisel juhul on sobiva võrdlusbaasi aktuaalsus õiglase hinnangu jõudmiseks eriti tähtis. Teine võimalik piirang, mis tuleneb turumeetodi kasutamisest, on andmete kättesaadavus. Suuremate börsil noteeritud ettevõtete puhul, eriti kui tegemist on suure ja populaarse börsiga, ei ole investoril probleemi finantsandmete leidmisega ja analüüsimisega. Samas väiksemate või uuemate ettevõtete puhul võib mõnikord juhtuda, et analüüsimiseks vajalik teave ei ole nii lihtsalt ligipääsetav. (Bernström, 2014)

Kolmas lähenemine ettevõtte väärtuse hindamisel on sissetulekupõhine. Selle lähenemise enamlevinud meetod on diskonteeritud rahavoogude meetod (*discounted cash flow* ehk DCF). Antud töö raames lähtub autor analüüsimisel DCF mudeli kasutamisest ja sellest, kuidas on võimalik lisada mudelisse töötajate osalusoptiooni.

Diskonteeritud rahavoogude mudel, nagu ka nimest nähtub, põhineb eeldusel, et ettevõtte väärtus võrdub eeldatavate rahavoogude nüüdisväärtusega. See tähendab, et ettevõtte väärtuse hindamine põhineb tulevaste rahavoogude prognoosimisel. Seega seisneb peamine väljakutse selles, et prognoositud rahavood ja diskonteerimisel kasutatud diskontomäär oleksid võimalikult sarnased reaalsusega. Damodaran (2016) rõhutab, et DCF mudelid sisaldavad usu ja eelduste elemente, millest järeldub, et ükski mudel ei saa hinnata ettevõtte väärtust 100-protsendilise tõenäosusega. Analüütikute ülesandeks on teha nii, et mudeli sisendid ja eeldused oleksid võimalikult täpsed. DCF hindamine on iseenesest loogiline ja võib olla esitatud järgmise valemiga (Damodaran, 2016):

$$\text{Ettevõtte väärtus} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n} \quad (1)$$

kus

$E(CF_n)$ = prognoositud rahavoog perioodil n

r = diskontomäär, mis kajastab prognoositud rahavoogude riskitaset

n = perioodide arv

Peamine probleem seisneb tulevaste rahavoogude prognoosimisel. Analüütikud kasutavad peamiselt kaht mudelit, mille abil on võimalik antud prognoosi teha: ettevõttele suunatud vabade rahavoogude ehk FCFF (*free cash flow to firm*) mudel ja omanikele suunatud vabade rahavoogude ehk FCFE (*free cash flow to equity*) mudel (*ibid.*). FCFE mudel on suunatud rohkem ettevõtte väärtuse hindamisele aktsionäride seisukohalt, kuid FCFF mudeli abil saab hinnata ettevõtte väärtust tervikuna, võttes arvesse ka laenukapitali. Eesti kontekstis on FCFF ehk ettevõttele suunatud vabade rahavoogude meetod enam levinud, seetõttu põhinevad antud magistritöös analüüs ja mudeli ülesehitus just sellel mudelil (PwC, 2024). Ettevõttesse suunatud vabad rahavood näitavad, kui palju raha on saadaval investoritele ehk kui palju on raha, mida saab jaotada ilma ettevõtte tegevust mõjutamata (Hayes, 2022). Kuna FCFF meetod hõlmab nii oma- kui ka võõrkapitali, on hindamiseks vajalikud mudeli sisendid esitatud alljärgnevas valemis (Damodaran, 2016):

$$FCFF = EBIT (1 - t) + PV \text{ kulum} - CAPEX - \Delta NWC \quad (2)$$

kus

EBIT = ärikasum

t = vastav maksumäär

PV kulum = põhivara kulum

CAPEX = põhivara investeeringud

ΔNWC = puhaskäibekapitali muutus

DCF mudeli kasutamise peamine etapp seisneb kalkuleeritud ettevõtte tulevaste rahavoogude diskonteerimisel. FCFF meetodi puhul on diskontomääraks kaalutud keskmine kapitali hind ehk WACC (*weighted average cost of capital*). WACC näitab minimaalset investorite poolt nõutavat tulumäära, millega investorid oleksid nõus ettevõttesse investeerima. Kapitali hind koosneb omakapitali ja laenukapitali kulukuse määradest, mis on korrutatud nende osakaaludega (Sander, 2014). WACC on leitav järgmise valemiga (Sander, 2014):

$$WACC = \frac{V_E}{V_E + V_D} \times k_E + \frac{V_D}{V_E + V_D} \times k_D \times (1 - t) \quad (3)$$

kus

k_E = omakapitali kulukuse määr

k_D = laenukapitali kulukuse määr

V_E = omakapitali väärtus

V_D = laenukapitali väärtus

t = ettevõtte tulumaksumäär

Esitatud valemi järgi korrigeeritakse omakapitali kulukuse määr tulumaksumäära võrra, kuna klassikaline tulumaksusüsteem tähendab omakapitalilt teenitavate tulude maksustamist nii ettevõtte tasandil kui ka dividendide väljamaksmisel. Juhul kui riigi maksusüsteemist tulenevalt täiendavat maksukilpi ei teki (näiteks nagu Eestis), ehk kui nii oma- kui ka laenukapitali puhul toimub ühekordne maksustamine, võib valemi esitada järgmisel kujul (Sander, 2014):

$$WACC = \frac{V_E}{V_E + V_D} \times k_E + \frac{V_D}{V_E + V_D} \times k_D \quad (4)$$

WACCI leidmiseks tuleb kõigepealt arvutada laenukapitali ja omakapitali kulukuse määrad. Omakapitali kulukuse määra (mis on samuti FCFE mudeli sisend) puhul on standardselt kasutusel CAPM ehk finantsvarade hindamise mudel (*capital asset pricing model*) (Damodaran, 2016). Antud mudel on soovituslik ka Eesti kontekstis (Karu, Pärtelpoeg, Sander, Tender 2024) ja sellest tulenevalt lähtub töö autor CAPM mudelist. CAPM mudel arvestab riskivaba tulumääraga, tururiski preemiaga ja süstemaatilise riskiga ning arvutatakse alljärgneva valemiga (Sander, 2014):

$$K_e = R_F + \beta \times (E R_M - R_F) \quad (5)$$

kus

K_e = omakapitali kulukuse määr

R_F = riskivaba tulumäär

$(E R_M - R_F)$ = tururiski preemia

β = beetakordaja

Beetakordaja näitab aktsia süstemaatilist riski ja on oma olemuselt indikaator, mis näitab, kas aktsia on võrreldes turuga riskantsem või mitte. Teisisõnu näitab beetakordaja aktsia tulususe seost turu keskmise tulususega. Beeta mõõdab aktsia eeldatavat tõusu või langust proportsionaalselt turu liikumistega. (Insana, 2022) Teine WACC mudeli oluline sisend on laenukapitali kulukuse määr. See näitab intressimäära, millega oleks võimalik kõiki olemasolevaid kohustusi ja laene refinantseerida (Sander, 2014).

1.3. Osalusoptsioonide seos ettevõtte väärtusega

Üldine praktika ettevõtte väärtuse hindamisel piirdub reeglina eelnevates peatükkides käsitletud meetodikal ning ei arvesta osalusoptsioonide mõjuga. Antud töö uurimiseesmärkide saavutamiseks süveneb autor teemakohasse kirjandusse ning olemasoleva teoreetilise raamistiku toetuseks analüüsib Eesti eduka iduettevõtte põhjal optsioonide mõju. Enne täiendatud mudeli käsitlemist on oluline mõista, milles seisnevad töötajatele eraldatud osalusoptsioonide eripärad ning kuidas need mõjutavad ettevõtte aktsiaid ja väärtust.

Järgnevalt on toodud osalusoptsioonide mõjud ettevõtte väärtusele:

- Esimene ja kõige ilmsem on mõju tuludele. Üldine raamatupidamislik lähenemine on selline, et töötajate osalusoptsioonid peavad olema kajastatud tegevuskuludena. Sellest tuleneb, et osalusoptsioonide programme pakkuvad ettevõtted kajastavad kasumiaruandes täiendavad kulud, mis otseselt mõjutavad tulusid (Damodaran, 2005);
- Teiseks mõjuks on nn lahjendusefekt (*dilution efekt*). Osalusoptsioonid annavad võimaluse osta ettevõtte aktsiaid. Seega on alati olemas võimalus, et optsiooni saaja ostab ettevõtte aktsiaid. Isegi siis, kui optsiooni saaja otsustab oma optsioone mitte kasutada, on olemas võimalus, et töötaja kasutab optsioone, suurendades sellega aktsiate kogust ning vähendades omakapitali väärtust aktsia kohta ja EPSi ehk kasumit aktsia kohta (*earnings per share*). Optsioonid tekitavad ettevõtte vastu nõude, millega tuleb arvestada omakapitali hindamisel (Lang, 2004)
- Kolmandaks mõjutab osalusoptsioon ettevõtte tulevikus saadavat tulu. Analüüsides konkreetset perioodil ja kõiki antud hetkeks töötajatele eraldatud optsioone on võimalik hinnata nende mõju eelnevate perioodide tuludele ja kasumile. Iseenesest fakt, et ettevõtte kasutab osalusoptsioone tähendab suure tõenäosusega seda, et ettevõtte jätkab nende kasutamist ka tulevikus, mistõttu kaasnevad üleval mainitud mõjud väärtusele. (Damodaran, 2005)

Selleks, et hinnata, kuidas mainitud omadused mõjutavad ettevõtte väärtust, on mitu võimalust. Olemasolev kirjandus ettevõtte väärtuse hindamise teemal kipub osalusoptsioone ignoreerima. Samas pakuvad läbiviidud teemakohased uuringud otsekohest viisi, kuidas on võimalik arvestada optsioonide mõjuga. Kõige tõhusam ja loogilisem meetod on eraldi hinnata omakapitali ja osalusoptsioonide õiglast väärtust ja sellele tuginedes vastavalt korrigeerida arvutatud omakapitali väärtust. (Li, Wong 2004) A. Damodaran (2005) rõhutab

lisaks, et ainus meetod, mis täielikult arvestab optsioonide mõju aktsia väärtusele, seisneb selles, et tuleb hinnata väljastatud optioone õiglases väärtuses ja lahutada see hinnatud ettevõtte väärtusest. Peamist võrrandit saab kujutada järgmise valemiga (Damodaran, 2005):

$$\text{Aktsia väärtus} = \frac{(\text{Omakapitali väärtus} - \text{osalusoptsioonide väärtus})}{\text{käibel olevate aktsiate arv}} \quad (6)$$

Ettevõtte väärtuse hindamise protsesse on käsitletud eespool, aktsiate arv on leitav ettevõtte poolt avalikustatud andmete põhjal, üldjuhul majandusaasta aruandest. Peamine probleem on osalusoptsioonide õiglase väärtuse hindamine.

Eesti edukamate iduettevõtete majandusaasta aruandeid analüüsid selgub, et optsioonide väärtuse hindamisel ettevõtete endi poolt on enamikul juhtudel kasutatud Black-Scholesi mudelit. Seetõttu lähtub autor antud töö eesmärkide saavutamiseks mainitud optsioonide õiglase väärtuse hindamise mudelist, lisades sellesse vajalikke täiendusi.

Alustada tuleb Black-Scholesi standardsest mudelist. Antud mudel on levinud meetod, mis võimaldab hinnata vastava tuletisinstrumenti teoreetilist väärtust muude finantsinstrumentide põhjal, arvestades lisaks aja mõjuga ning muude riskifaktoritega (Hayes, 2023). Mudel kasutab järgmist valemit (Hayes, 2023):

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rt}N(d_2) \quad (7)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

kus

C = ostuoptsiooni väärtus

S = aktsia hind

K = optsiooni realiseerimishind (*strike price*)

r = riskivaba intressimäär

σ = aktsia volatiilsus

t = aeg optsiooni täitmispäevani

Mainides antud mudeli täiendusi, on osalusoptsioonide hindamise vaatenurgast üks kõige efektiivsemaid just alusvara hinna korrigeerimine (Li, Wong, 2005). Black-Scholesi mudeli oluline sisend on alusvara ehk aktsia hetkeväärtus. Nagu eelnevalt oli välja toodud, suurendab osalusoptsioonide täitmine ehk aktsiate ostmine aktsiate kogust. Antud efekti nimetatakse lahjendusefektiks ning selle efektiga arvestamine mudelis on keskne tegur, mida

tuleb ettevõtte väärtuse mõju hindamisel rakendada. Li ja Wong (2005) pakuvad lihtsat ja tõhusat täiendust, mis hõlmab antud mõju. Aktsia hinna korrigeerimiseks kasutatakse järgmist valemist (Li, Wong, 2005) :

$$\text{Korrigeeritud aktsia hind} = \text{Aktsia praegune hind} \times \left[\frac{n_{\text{Käibel olevad aktsiad}}}{(n_{\text{Käibel olevad aktsiad}} + n_{\text{osalusoptsioonid}})} \right] \quad (8)$$

Damodaran (2005) toob välja sarnase meetodi, kuidas on võimalik arvestada potentsiaalsetest aktsiatest tuleneva lahjendusefektiga, ning kasutab sarnaselt ülaltoodud täiendusega Black-Scholesi mudeli ülesehitamisel korrigeeritud aktsiahinda.

Teine oluline aspekt, mis mõjutab optsioonide hindamise protsessi, on töötajate osalusoptsioonide tingimused. Eesti suurimate üksikisikute majandusaasta aruandeid analüüsid selgub, et standardne muster optsiooniprogrammide tingimuste vaatenurgast on nelja-aastane osalusoptsioonide omandi üleandmise ehk *vesting*'u periood + kümneaastane optsioonide täitmise periood.

Praktikas toimuvad asjad teistmoodi. Arvestades sellega, et välja antud optsioonid ei ole likviidne vara, kipuvad osalusoptsioonide saajad neid varem täitma. Kümneaastase tähtajaga osalusoptsioonid täidetakse tavaliselt poole määratud perioodi möödumisel. Sellest tuleneb, et ettevõtte poolt määratud täitmisperioodi kasutamine hindamisel hindab optsioonide väärtuse üle. Selle olukorraga arvestamiseks on võimalik lisada mudelisse üks oluline eeldus – osalusoptsioonide täitmisperioodi lühendamine (Damodaran, 2005). Antud valdkonnas teostatud uuringud toetavad samuti järelejäädud aja täitmispäevani korrigeerimist. Amman ja Seiz (2004) jõudsid oma analüüsis järelduseni, et lepinguliste tähtaegade kasutamine hindab osalusoptsioonide väärtust üle.

Tegelikult järelejäädud aja kasutamine on potentsiaalne nõrkus, mis oluliselt mõjutab mudelit tervikuna ja hindamise korrektsust. Üldmainitud osalusoptsioonide standardsed tingimused, mida järgib enamik ettevõtetest, tähendavad seda, et omandi üleandmise periood kestab 4 aastat ning optsioonide täitmisähtaeg on tavaliselt 10 aastat. Praktikas aga kestab keskmine omandi üleandmise periood 2 aastat ja keskmine täitmisähtaeg on vahemikus 5 kuni 6 aastat. (Hull, White 2019)

Kokkuvõttes koosneb kogu optsioonide ettevõtte väärtuse mudelisse integreerimise protsess järgmistest sammudest:

- Omakapitali väärtuse hindamine, tuginedes diskonteeritud rahavoogude mudelile.

- Väljastatud optsoonide väärtuse hindamine Black-Scholesi mudeli põhjal, kasutades lahjendusefektiga arvestatavat aktsiahinda ja täitmispäevani korrigeeritud aega.
- Optiooni väärtuse lahutamine omakapitali väärtusest.
- Aktsia väärtuse arvutamine, kasutades korrigeeritud omakapitali väärtust.

Käesoleva magistr töö empiiriline osa on seotud diskonteeritud rahavoogude meetodiga ehk DCF mudeliga, mis hõlmab osalusoptsoonide mõju hindamiseks vajalikke täiendusi. Lisaks tutvustab töö autor üldise arusaama täiendamiseks osalusoptsoonide mõju hindamise meetodit lähtuvalt turupõhisest lähenemisest.

Turupõhine lähenemine põhineb analüüsitava ettevõtte võrdlemisel sektori teiste ettevõtetega, tuginedes väärtuskordajatele. Paljud väärtuskordajad põhinevad näiteks EPS suhtarvul (ehk kasum aktsia kohta). Samas tavaline EPS ei arvesta osalusoptsoonidelt tulenevat lahjendusefekti. Eraldi võib välja tuua P/E suhtarvu, mida tihti kasutatakse turuväärtuse hindamisel. Reeglina on P/E suhtarv aktsiahinna ja EPSi suhe. Üldine praktika tähendab tavalise EPSi kasutamist. Sellisel juhul aga tuleb arvestada osalusoptsoonide lahjendusefektiga, mis mõjutab P/E kordajat negatiivselt. Probleemi lahendamiseks viidi sisse selline mõiste nagu lahjendatud EPS (*diluted EPS*). Antud juhul hõlmab EPS lahjendusefekti ja selle põhjal P/E suhte arvutamine annab ettevõtte väärtuse hindamisel konservatiivsema tulemuse, mis järelikult võib mõjutada investeerimisotsuseid. (Neill, Pfeiffer 1999)

Lisaks on veel üks hindamise viis, mis on ülalmainitud meetodiga võrreldes täpsem. See meetod põhineb osalusoptsoonide õiglasel väärtusel. P/E suhtarv on samuti arvutatav nagu turukapitalisatsiooni ja netotulu suhe. Selleks, et antud juhul arvestada optsoonide mõjuga, on võimalik lisada optsoonide väärtus turukapitalisatsioonile (Damodaran, 2005). Kuna turupõhine meetod ei kuulu käesoleva töö raamesse ning peamine analüüs on seotud tulumeetodiga, ei peatu autor selle meetodi üksikasjalikul ülevaatel, jättes potentsiaalse võimaluse tulevasteks uuringuteks selles valdkonnas.

2. Osalusoptsoonidega arvestamine ettevõtte väärtuse hindamisel

2.1. Wise ja osalusoptsoonid Eesti õiguse kontekstis

Wise asutati 2011. aastal ning alates sellest kuni tänapäevani pakub ettevõtte platvormi, mille kaudu saab teostada piiriüleseid makseülekandeid erinevates valuutades ilma täiendavate komisjonitasudeta. Edukas ärimudel lubas ettevõttel kiiresti laieneda ja kasvada. Tänapäeval on Wise rahvusvaheline ettevõtte, mille turukapitalisatsioon on umbes kaheksa

miljardit Suurbritannia naelsterlingit. Wise'il on 2023. aasta lõpu seisuga üle maailma 11 kontorit kokku ligi 5500 töötajaga, kusjuures suurem osa neist töötab Tallinnas (Wise, 2024).

Wise suutis üles ehitada tugeva brändi nii tarbijate kui ka oma töötajate seisukohast. Ettevõtte on püsivalt 10 parima tööandja hulgas, mis tähendab, et Wise oskab oma töötajaid tõhusalt värvata ja motiveerida (CV-Online, 2023). Osalusoptsioonid mängivad selles tõenäoliselt olulist rolli. Antud juhul on osalusoptsioonide kasutamise ajalugu selgelt jälgitav kogu ettevõtte tegevuse ajal. Osalusoptsioonid on olnud alati töötajate hüvitiste paketi lahutamatu osa. Aastatel 2011–2022 pakkus ettevõtte oma töötajatele võimalust saada NSOd ning 2023. majandusaasta teisest poolest hakati kasutama RSUsid ehk piiratud aktsiaühikuid (Wise, 2024).

Opsiooniprogrammide üldtingimused on sarnased nendega, mida kasutatakse ka teistes ettevõtetes (sealhulgas Veriffis ja Boltiis). Osalusoptsioonide omandi üleandmise perioodiks on 4 aastat ning optsioonide täitmine toimub üldiselt 10 aasta möödumisel (Wise, 2023).

Nagu juba eelnevalt mainitud, on Wise alates 2021. aastast börsil noteeritud ettevõtte ning seetõttu on ettevõtte väärtuse hindamisel ning osalusoptsioonide mõju analüüsimisel võimalik efektiivsemalt analüüsida selliseid mudeli sisendeid nagu aktsia hind ja aktsia volatiilsus teatud perioodide jooksul. Avalike ettevõtete puhul on palju rohkem teavet organisatsiooni tegevuse, strateegia ja finantsaruandluse kohta, seega Wise'i põhjal on modifitseeritud ettevõtte väärtuse hindamise mudel võimalik efektiivsemalt üles ehitada ja hinnata optsioonide mõju.

Kaasuse teeb ühest küljest huvitavaks ja teisest küljest keeruliseks asjaolu, et Wise on formaalselt Suurbritannias registreeritud ettevõtte, mis on noteeritud Londoni börsil, kuid alguse sai firma Eestis ja selle asutasid eestlased, mis tähendab, et märkimisväärne hulk töötajatest asub ka Eestis. 2023. aasta lõpu seisuga töötas Wise Payments Limited Eesti filiaalis 1899 töötajat (EMTA, 2024). Seda silmas pidades tuleb arvestada võimalusega, et Eesti juhtivtöötajatele, kellele väljastatakse osalusoptsioone, rakenduvad Eesti maksustamisreeglid, mistõttu Eesti maksusüsteemiga arvestamine on eriti oluline.

Vastavalt Index Ventures (2023) viimasele aruandele on Balti riikidel tugev osalusoptsioonide poliitika, mis toetab omakapitali hüvitiste kasutamist iduettevõtetes. Eesti, Läti ja Leedu omavad võrreldes teiste riikidega kõrgemat reitingut. Osalusoptsioonide maksustamine on peamine, mis mõjutab hinnanguid. Omakapitali hüvitistega seotud maksusüsteemi leevendamine lubas Eestil muuta üldist lähenemist osalusoptsioonide kasutamisele ning võimaldas ettevõtetel julgemalt ja sagedamini pakkuda oma töötajatele

aktsioptsioone. See on ka peamisi põhjusi, miks Eesti saavutas idufirmade-sõbraliku riigi maine. (EIA, 2023) Eesti on juba mitmendat aastat stabiilselt hoidnud oma eduka e-riigi mainet, mis võimaldab tal teiste Euroopa riikide seas silma paista omalaadse *start-up*'ide keskusena.

Omakapitali hüvitiste maksustamine Eestis on reguleeritud tulumaksuseadusega (TuMS). Lisaks osalusoptsioonidele on siinkohal oluline mõista ka erisoodustuste kontseptsiooni. Saamaks töötajate osalusoptsioonide kasutamisest kasu, peab ettevõtte mõistma konkreetseid olukordi, st millistel juhtudel lähevad pakutavad hüved erisoodustuste alla ja millal saab ettevõtte kasutada erandjuhtumeid. TuMS § 48 lg 4 kohaselt saab erisoodustuseks nimetada igasugust rahalist kasu pakkuvat hüvet, mida ettevõtte maksab või pakub töötajatele lisaks tavalisele töötasule. Erisoodustused maksustatakse sarnaselt tavalise töötasuga, ehk TuMS § 48 lg 1 kohaselt – 20/80 maksumääraga ja SMS § 2 lg 1 p 7 kohaselt 33-protsendise maksumääraga. TuMS § 48 lg 5 reguleerib ka juhtumeid ja tingimusi, millal teatud hüved ei lähe erisoodustuste alla.

Osalusoptsioonide pakkumine töötajatele ei ole erisoodustus ning järelikult ei maksustata seda ülalmainitud põhimõtete järgi juhul, kui on täidetud alljärgnevad kriteeriumid (TuMS § 48 lg 5):

- Osalusoptsiooni täitmine toimub vähemalt kolme aasta möödumisel;
- Alusvaraks on tööandja või samasse kontserni kuuluvate ettevõtete aktsiad;
- Töötaja on füüsiline isik, kes töötab töö-, töövõtu-, käsundus- või muu võlaõigusliku lepingu alusel (antud punkt on aktuaalne ka juhatuse või kontrollorgani liikmete puhul);
- Osalusoptsiooni leping peab olema kas digitaalselt allkirjastatud, notariaalselt kinnitatud või tööandja peab viie päeva jooksul esitama lepingu Maksu- ja Tolliametile;
- Ettevõtte aktsiad ehk optsioonide alusvara peavad olema määratud kindlates ühikutes ning ei saa olla määratud protsendina aktsiakapitalist.

Opsioonide kolmeaastane täitmise periood on oluline asjaolu, millega ettevõtted peavad arvestama, et saada maksusoodustust. Vaatamata Eestis kehtivatele seadustele on ka antud juhul erandeid. Juhul, kui kogu ettevõtte osalus võõrandatakse ehk ettevõtte müüakse täielikult ära (teiste sõnadega, kui tekib *full-exit* olukord), siis ei kehti erisoodustuse maksustamise reeglid enne seda tehingut töötajatele antud osalusoptsioonidele ulatuses, mis on proportsionaalselt võrdne optsiooni hoidmise ajaga (TuMS § 48 lg 5).

Sarnane olukord tekkis ettevõtte Pipedrive müümisel. Ettevõtte kasutas osalusoptsioone aktiivselt ning ostu-müügi tehingu hetkel omas neid suurem osa töötajatest. Arvestades sellega ja johtuvalt müügitehingu tingimustest võinuks kõikide alla kolmeaastase perioodi osalusoptsioonide täitmine tähendada ligikaudu 66-protsendilisi makse. Tänu maksusüsteemi eripärale ja *full-exit* olukorrale tekkis antud juhul aga võimalus vältida täiendavaid kulusid. (Härma, 2021)

Olemasolevad maksusüsteemi eelised võivad panna ettevõtted teatud juhtudel ka keerulisse olukorda. Raskused tekivad tavaliselt siis, kui ettevõtte hakkab laienema, hangib juurde uusi vahendeid ja välisinvestoreid. Uutele turgudele tulek tähendab seda, et organisatsioon peab tegutsema erinevates keskkondades ja kohanema erinevate maksusüsteemidega. Raskuste vältimiseks kipuvad ettevõtted tihti osalusoptsioonide reegleid standardiseerima ja ühtlustama, mis võib tähendada eeliste kaotamist kas tööandja ehk osalusoptsiooni väljastaja või töötaja ehk osalusoptsiooni saaja vaatenurgast. USAs on levinud praktika näiteks see, et optsiooni realiseerimisel maksab töötaja realiseerimishinna, mis on tavaliselt võrdne turuhinnaga. Eestis ei ole see seadusega reguleeritud ning tavaliselt ei maksa töötaja optsioonide realiseerimisel turuhinnaga võrdset summat. Teine tähtis aspekt on optsioonide realiseerimise periood, mis võib muutuda sõltuvalt organisatsiooni globaliseerumise strateegiast. (Künnapas, Taukačs, 2021)

Lisaks tuleb eraldi rõhutada asjaolu, et Eestis on osalusoptsioonide maksustamine oluliselt lihtsustatud, mis tähendab, et olemasolevas süsteemis on ka mõned puudused. Üks sellistest puudustest on tõik, et TuMS ei erista osalusoptsioonide erinevaid liike. Näiteks ei ole seaduses eristatud ESOD ja RSUD, kuigi piiratud aktsiaühikute kasutamine on ülemaailmselt üsna levinud praktika, seega võivad välisinvestorite tulekuga ning osalusoptsioonide tüüpide või optsioonide lepingute muutmisega kaasneda ka täiendavad vaidlused ning eriarvamused selles, kas osalusoptsioonide teatud tüübid sobivad osalusoptsioonide ja maksustamisreeglite alla. (*ibid.*)

2.2. Wise'i omakapitali väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal

Wise'i puhul on tegemist igale eestlasele tuntud edulooga. Kahe ettevõtja poolt asutatud, rahaülekande teenust pakkuv platvorm kasvas aastatega väikesest iduettevõttest suureks rahvusvaheliseks ettevõtteks, mis tegutseb Euroopas, Ühendkuningriigis, Ameerikas ja muudes regioonides. Alates 2021. aastast on Wise Londoni börsil noteeritud ettevõtte. Vaatamata sellele on ettevõtte siia maani aktiivses kasvufaasis, mis oli märgatav nii 2023. majandusaastal kui ka näib jätkuvat tulevikuski. Wise'is töötab rohkem kui viis tuhat inimest ja ettevõtte tegutseb enam kui 170 riigis. 2023. aastal oli platvormil kümme miljonit aktiivset

kasutajat. Kolme aasta keskmine klientide juurdekasv oli 29% ning vastavalt Wise'i strateegiale jätkub klientide kasv ka tulevikus. Klientide lisandumine ja ettevõtte laienemine põhjustasid korrigeeritud EBITDA kasvu 97% võrra. Vastavalt Wise'i tulevikuplaanidele kavatakse ettevõtte lähiaastatel suurendada oma turuosa Euroopas, Ühendkuningriigis ja Singapuris. Ettevõtte jätkab tulevikus aktiivset investeerimist ja tootearendust. Olulist rõhku pannakse ka turunduskampaaniatele ning brändingu tõhustamisele. Vastavalt ettevõtte avalikustatud eelarvele tulevasteks aastateks plaanitakse hoida müügitulu aastane juurdekasv vähemalt 20-protsendilisel tasemel. (Wise Annual Report, 2023) Wise'i poolt avalikustatud strateegia on aluseks DCF mudeli prognoosi koostamisel.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks tugineb käesoleva magistr töö autor eelnevalt mainitud ja ühele enamlevinud väärtuse hindamise viisile – diskonteeritud rahavoogude meetodile. Hindamine põhineb Wise'i majandusaasta aruannetes avalikustatud finantsandmetel. Arvestades sellega, et alates 2021. aastast on Wise avalik ehk börsil noteeritud ettevõtte, võetakse mudeli ülesehitamiseks vajalikud sisendid 2021., 2022. ja 2023. aastate majandusaasta aruannetest.

2.2.1. Prognoosi eeldused ja sisendid

DCF mudeli esimeseks etapiks on kasumiaruande ja bilansi prognoosi koostamine. Analüüsi teostamiseks koostab autor kümneaastase prognoosi. Kasumiaruande ja bilansi prognoosimisel võetakse arvesse ettevõtte üldist tegevusala ja selle eripärasid, ettevõtte strateegiat ja tulevikuplaane, valdkonna statistikat, riigi- ja keskpankade koostatud majandusülevaateid ja prognoose, samuti vaba ligipääsuga andmebaase.

Üks peamisi kasumiaruande kirjeid, millel on oluline mõju prognoosile tervikuna, on müügitulu. Ootused seoses käibe kasvuga põhinevad Wise'i enda koostatud eelarvel ja lähituleviku strateegial. Keskmises perspektiivis prognoosib ettevõtte jätkuvalt müügitulu kasvu liitaastase kasvumääraga (CAGR, *Compound annual growth rate*) üle 20 protsendi. Lisaks sellele plaanitakse korrigeeritud EBITDA marginaali samuti hoida tasemel, mis ületab 20 protsenti. Sellest tulenevalt on 20-protsendiline kasvumäär müügitulu puhul minimaalne plaanitav eesmärk. (Wise Annual Report, 2023) Varasemate aastate müügitulu kasv oli oluliselt kõrgem ja moodustas keskmiselt 34 protsenti. Sellest tuleneb, et 20-protsendiline käibe kasv on liiga konservatiivne. Samal ajal, võttes arvesse ebastabiilset geopoliitilist ja majandusliku olukorda, millel on Wise'i tegevusele oluline mõju, otsustas autor valida konservatiivsema lähenemise ning mitte kasutada Wise'i varasemate aastate keskmist müügitulu kasvumäära. Autor eeldab, et aastatel 2024 kuni 2028 moodustab müügitulu kasv

25 protsenti, aastatel 2029 kuni 2033 aga hakkab käibe kasv järjest vähenema, kuni saavutab jätkuperioodi kasvumäära taseme.

Pärast peamise perioodi prognoosimist koostati eraldi jätkuperioodi esimese aasta prognoos. Eelduste poolest on peamine erinevus müügitulu kasv jätkuperioodil. Prognoosid, mis on seotud müügitulu kasvuga jätkuperioodil, on tavaliselt konservatiivsemad. Sellest tulenevalt eeldab autor, et käibe kasv jätkuperioodil ehk alates 2034 aastast on võrdne prognoositud SKP kasvuga. Euroopa Komisjoni koostatud pikaajalise prognoosi kohaselt moodustab SKP kasv euroalal 2%. Kuna tegemist on reaalse SKP prognoosiga, arvestab autor lisaks ka inflatsiooni pikaajalist prognoosi euroalal. Keskpankade pikaajaliste eesmärkide kohaselt moodustab inflatsiooni kasv euroalal 1,2%. (Euroopa Komisjon, 2024)

Analüüsid ettevõtte finantsaruandeid 2021. aastast kuni 2023. aastani on selgelt eristatavad müügituluga trendis olevad kirjed. Selliste kirjete prognoosimisel on arvatud nende kolme aasta keskmine osakaal müügitulust ning selle põhjal on tehtud tulevikuprognoos. Müügituluga seotud kasumiaruande kirjed on näiteks müüdüd teenuste maksumus ja muud tegevuskulud.

Tööjõukulud on samuti seostatud müügituluga, kuid lisaks kulude keskmisele osakaalule müügitulust tuuakse sisse ka mastaabisäästu efekt, mis tekib ettevõtte kasvades. Organisatsiooni arenedes ja kasvades muutuvad tõhusamaks ka protsessid, mis mõjutavad ettevõtte erinevaid osi, sealhulgas töötajatega seotud aspekte. Arenenud ettevõttes on hästi toimivad protsessid, mis on seotud kompetentsema personali palkamisega ja tõhusa koolitamisega. Suuremad ettevõtted pakuvad töötajatele paremaid hüvitusi, millega saavutavad töötajate lojaalsuse. Lojaalsemad töötajad, kes jäävad ettevõttesse pikemaks ajaks, panustavad juba ka ise uute inimeste koolitamisega ja protsesside tõhustamisega. Väärtuslik inimkapital, hästi toimivad protsessid ning jätkuv ettevõtte kasv on põhjusteks, miks tulude ülejääk tööjõukuludest on suuremates ettevõtetes suurem. (Oi, Idson, 1999)

Sellest järeldub, et ettevõtte kasvuga kasvavad ka tulud ühe töötaja kohta, st töötajad tegutsevad efektiivsemalt. Suuremates ettevõtetes töötatakse keskmiselt kahe protsendi võrra tõhusamalt võrreldes väiksemate ettevõtetega (Miller, 1972). Mainitud aspekte arvestades eeldab autor, et igal aastal hakkab tööjõukulude osakaal müügitulust vähenema kahe protsendi võrra.

Mõned bilansi kirjed on samuti seotud müügituluga. Keskmise osakaaluna müügitulust arvutatakse ka nõuded ja ettemaksed, ettevõtte enda rahalised vahendid, pikaajalised nõuded, lühiajalised ning pikaajalised võlad ja ettemaksed.

Põhivara kulumi prognoosimisel on eristatud immateriaalse ja materiaalse põhivara kulum. Alustades materiaalsest põhivara kulumist on oluline märkida, et ettevõttel on erinevat tüüpi põhivara, millel ka erinev kasulik eluiga. 2023. aasta majandusaasta aruandes on põhivarana kajastatud kasutusõigusega varad (mille kasulik eluiga on keskmiselt 7 aastat), parendused renditud põhivarale (mille kasulik eluiga on keskmiselt 5 aastat), kontoritehnika (mille kasulik eluiga on 2 aastat) (Wise Snnual Report, 2023). Kuna ettevõtte põhivara on peamiselt seotud töötajatega, siis põhivara prognoosimisel eeldab autor, et aastatel 2024 kuni 2028 võrdub põhivara aastane kasvumäär töötajate keskmise aastase kasvuga perioodil 2021. aastast kuni 2023. aastani, mis moodustab 33 protsenti. Alates 2029. aastast hakkab aastane kasvumäär järjest vähenema, iga aasta võrdse protsendi võrra. Amortisatsiooni määra leidmiseks on arvatud kaalutud keskmine kasulik eluiga, mis on 6 aastat. Sellest tuleneb, et aastane amortisatsiooni määr materiaalse põhivara puhul on 17%.

Immateriaalse põhivarana on peamiselt kajastatud Wise'i tarkvara. Immateriaalse põhivara kasvumäära prognoosimisel eeldab autor, et aastatel 2024 kuni 2028 on aastane kasv võrdne klientide kolmeaastase keskmise kasvuga, mis moodustab 29 protsenti. Alates 2029. aastast hakkab aastane kasvumäär järjest vähenema, iga aasta võrdse protsendi võrra. Vastavalt grupi arvestuspõhimõtetele amortiseeritakse immateriaalne põhivara lineaarsel meetodil keskmiselt kolme aasta jooksul (Wise Annual Report, 2023). Sellest järeldub, et aastane amortisatsiooni määr immateriaalse põhivara puhul on 33% .

Kasumiaruande kirjed „muud äritulud” ja „muud ärikulud“ ei näita analüüsitavatel aastatel kindlat trendi. Mõlemad kirjed moodustavad ligikaudu ühe protsendi kogu käibest. Tulenevalt sellest eeldab autor, et mõlemad kirjed jäävad prognoositaval perioodil samale tasemele, mis on arvatud kolme aasta keskmisena.

Intressikulude prognoosimise aluseks on olemasolevad laenukohustused ja nende tingimused. 2023. aastal on laenude osakaal kohustustest suhteliselt väike ning ainus laen on mitme valuuta arvelduslaen (*revolving credit facility* ehk RCF) summas 300 miljonit Suurbritannia naelsterlingit. Vastavalt lepingutele kasutab Wise RCFi lühiajalise laenuna ehk kasutatud raha ja arvestatud intress peavad olema tagastatud ühe aasta jooksul. 2023. aasta seisuga oli lepingu tähtaeg 2025. aastal. Vaatamata sellele on grupil lepingu pikendamise võimalus. Prognoosi koostamisel eeldab autor, et ettevõtte jätkab RCFi kasutamist ning see jääb 2023. aasta tasemele. Lisaks eeldatakse, et ettevõtte ei kasuta prognoosiperioodi jooksul muid lühiajalisi ega pikaajalisi laenukohustusi.

Leping sisaldab ka teatud kovenante (ehk laenude eritingimusi). Arvelduslaenu kasutamiseks peab ettevõtte jälgima finantsvõimenduse määra (mis ei tohi ületada 3:1) ning

intressikatet (minimaalselt 4:1). Autor eeldab, et ettevõtte suudab prognoositaval perioodil täita olemasolevaid kovenante. RCFi intressimäär põhineb SONIA indeksil. Arvestades geopoliitilise ja majandusliku olukorraga ei ole ajalooliste intressimäärade kasutamine asjakohane ning intressikulude prognoosimiseks kasutatakse antud juhul SONIA indeksi tulevikku vaatavat informatsiooni. Intressimäära prognoosimisel tugineb autor SONIA indeksi kümneaastasele intressi-swapile, mis hindamise hetkel on 3,96% (Chatham finance, 2024)

Kuna tegemist on suure rahvusvahelise ettevõttega, mis tegutseb erinevates riikides, ei ole tulumaksu määr samuti konstantne ning ei kuulu ühtegi konkreetseesse maksusüsteemi. Grupp avalikustab majandusaasta aruandes tegeliku maksumäära (*effective tax rate*), mis kehtis vastaval perioodil. Tulumaksu kulude prognoosimiseks kasutab töö autor 2023. aastal kehtinud maksumäära. 2023. aasta tegelik maksumäär oli 22%. (Wise Annual Report, 2023)

Tulenevalt Wise'i tegevusest moodustab olulise osa rahast klientide deposiidid. Vastav kirje on olemas passivas. Kohustuste katmiseks on aktivas kirje "raha ja lühiajalised finantsinvesteeringud". Sellega seoses on aktiva kirje „raha ja raha ekvivalendid“ jagatud Wise'i enda rahalisteks vahenditeks ja klientide deposiitideks. Vastavalt krediidiriski poliitikale on osa klientide deposiitidest paigutatud rahaturufondidesse ja kõrge reitinguga võlakirjadesse (*ibid.*). Sellega seoses on bilansis olemas kirje „lühiajalised finantsinvesteeringud“, mis on suures osas seotud klientide deposiitidega. Vaatamata sellele ületavad lühiajalised finantsinvesteeringud ja raha kokku klientide deposiitide mahu, mis tähendab, et teatud osa lühiajalistest finantsinvesteeringutest on Wise'i enda raha. 2023. aasta lõpu seisuga moodustas klientide deposiitidega seotud investeeringute arv 97,5% lühiajalistest finantsinvesteeringutest, mis tähendab, et võttes arvesse bilansimahtu, on Wise'i enda rahaga seotud investeeringute maht marginaalne ning selle eraldamine ei mõjuta hindamist.

Mainitud bilansikirjete prognoosimisel eeldab autor, et klientide deposiidid on samuti seotud klientide keskmise kasvuga, mis on 29 protsenti. Prognoosi koostamisel autor eeldab, et aastatel 2024 kuni 2028 on deposiitide kasv võrdne klientide keskmise kasvuga ja alates 2029. aastast hakkab aastane kasvumäär järjest vähenema, iga aasta võrdse protsendi võrra.

Tulenevalt ettevõtte tegevusest ei ole Wise'il varusid, seega varude maht prognoosiperioodil on null. Autor eeldab, et aktsiakapital ja ülekurs prognoosiperioodil ei muutu. Muude reservide maht ei näita kindlat trendi, millest tulenevalt prognoositakse, et muude reservide maht jääb kolme aasta keskmisele tasemele. Seoses osalusoptsioonide pakkumisega kajastab Wise omakapitalis aktsiapõhiste maksete reservi. Optsioonidega

seotud kulud kajastatakse töötajate hüvitiste all, st koos teiste tööjõukuludega. Optsioonidega seotud kulude kajastamine toimub koos vastava omakapitali suurenemisega. Selleks on omakapitalil olemas eraldi kirje „aktsiapõhiste maksete reservid“. Osalusoptsioonide kolme aasta keskmine osakaal tööjõukuludest on 23%. Prognoosi koostamisel eeldab autor, et sama trend jääb püsima ka edaspidi ning aktsiapõhiste maksete reservi aastane kasv on võrdne osakaaluga teatud aasta tööjõukuludest. Osalusoptsioonide lisamine prognoosile ja sellega arvestamine DCF mudeli arvutustes lubab arvestada ka potentsiaalselt tulevikus väljastatavate osalusoptsioonidega.

Tulevikus eelduslikult väljastatavate osalusoptsioonide väärtuse hindamine on oluliselt raskem võrreldes hindamise hetkeks juba väljastatud optsioonide hindamisega. Kõigepealt on vaja ettevõtte poolset sisendit selles osas, kui palju plaanitakse järgnevatel aastatel osalusoptsiione väljastada. Isegi kui oleks ligipääs ettevõtte enda tehtud prognoosidele ja eelarvetele, ei ole võimalik 100-protsendilise kindlusega ennustada, kui palju optsiione väljastatakse tulevikus. Sellest tulenevalt on kõige tõhusam ja loogilisem viis optsiionide väljastamise kulude prognoosimine. Sellisel juhul suurenevad prognoositavate perioodide tegevuskulud, väheneb ärikasum ja selle tagajärjel vähenevad ka tulevaste perioodide vabad rahavood. Kokkuvõttes vähendab selline prognoos ka omakapitali väärtust. Tulevaste osalusoptsioonide prognoosimiseks arvutatakse tavaliselt osakaal müügitulust ning prognoosimisel arvestatakse sellega, et ettevõtte kasvades see osakaal väheneb. (Damodaran, 2005) Wise'i puhul on osalusoptsioonid osa tööjõukuludest, järelikult arvestab tööjõukulude ja vastava reservi muutuse prognoosimine tulevikus väljastatavate osalusoptsioonidega, mis on samuti kooskõlas ülalkirjeldatud meetodiga.

Mudelisse on lisatud ka tasakaalustavad kirjed – aktivasse on lisatud üleliigne rahavaru ja passivasse etteplaneerimata laenude kirje. Ehk juhul, kui aktiva on suurem kui passiva, siis tasakaalustatakse mudel etteplaneerimata lühiajalise laenuga ja vastupidi: kui passiva on suurem kui aktiva, siis tasakaalustatakse aktiva üleliigse rahavaruga.

Bilansi ja kasumiaruande kümneaastane prognoos on esitatud Lisas A. Prognoosi koostamisel tehtud eelduste kokkuvõtte on Lisas B. Järgmise etapina arvutab autor koostatud bilansi ja kasumiaruande prognoosi põhjal vabad rahavood. Käesolevas töös arvutatakse ettevõttele suunatud vabad rahavood ehk FCFF. FCFF meetodi vajalikud sisendid on ärikasum, põhivara kulum, põhivara investeeringud ja investeering puhaskäibekapitali. Ettevõtte spetsiifikast tulenevalt vajab investeeringu puhaskäibekapitali arvutamine eraldi mainimist. Nagu eelnevalt öeldud, on Wise ettevõtte, mille peamine tegevus on seotud makseülekannete teostamisega. See tähendab ühtlasi, et ettevõtte hoiab klientide deposiite.

Klientide deposiidid on kajastatud kohustusena passivas ning rahana aktivas. Vastavalt riskide juhtimise poliitikale on osa nendest vahenditest investeeritud ning kajastatud lühiajaliste finantsinvesteeringutena. Selleks, et keskenduda puhaskäibekapitali arvutamisel igapäevase tegevusega otseselt seotud kirjetele, elimineeriti ülalmainitud klientide deposiitidega seotud summad. Arvutuste teel saadud ettevõttele suunatud vabad rahavood on esitatud tabelis 2.

Tabel 2

Ettevõttele suunatud vabad rahavood

FCFF (mln GBP)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ärikasum	157,2	178,8	230,5	297,0	382,3	491,7	609,1	729,5	842,8	938,2	1 004,9	1 060,1
Põhivara kulum	23,2	19,4	25,3	33,1	43,4	56,8	74,3	93,3	113,0	131,7	147,7	159,0
Põhivara investeeringud	-	26,1	34,3	45,2	59,4	78,3	84,7	87,7	83,4	70,3	48,5	19,7
Investeering puhaskäibekapitali	78,9	33,3	150,4	188,0	234,9	293,7	308,4	302,0	270,2	211,4	128,0	86,0
FCFF	101,5	138,8	71,1	97,0	131,3	176,5	290,4	433,0	602,2	788,2	976,0	1 113,4

Allikas: Autori koostatud

2.2.2. Kapitali kulukuse määra tuletamine

Vajalik sisend ettevõtte väärtuse hindamiseks DCF meetodil on WACC ehk kaalutud keskmine kapitali hind. Selle arvutamiseks on vajalikud laenukapitali ja omakapitali kulukuse määrad. Laenukapitali kulukuse määr põhineb saadud laenude intressimääradel. Omakapitali kulukuse määra arvutamiseks kasutatakse varem mainitud CAPM mudelit. Mudeli peamised sisendid on riskivaba tulumäär, beetakordaja ja tururiskipremia.

Kuna tegemist on iduettevõttega ehk riskantse ettevõttega, siis on õige kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamine omaette probleem. Siinkohal on eriti tähtis, et matemaatiliselt arvutatud kapitali hind vastaks turutingimustele. Selleks, et jõuda kehtivatele turutingimustele vastava hinnanguni, lähtub töö autor portaalis GuruFocus toodud kapitali kulukuse määrast. Hindamise hetkel moodustas GuruFocus poolt tuletatud Wise'i kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr 9,87 protsenti (GuruFocus, 2024).

2.2.3. Omakapitali väärtuse kujunemine

Järgmiseks sammuks on DCF mudeli ülesehitamine. Esimesena leitakse äritegevuse väärtus. Kõigepealt arvutatakse prognoosiperioodi lõpp, tuginedes ülalmainitud Gordoni kasvumudelile. Oluline sisend, mille abil saab hinnata pärast prognoosiperioodi tekkivaid rahavooge, on rahavoogude kasvumäär. Rahavoogude kasv jätkuperioodil on samuti seotud üleval mainitud SKP kasvu prognoosiga. Sellest tulenevalt eeldab töö autor, et rahavoogude kasvumäär jätkuperioodil moodustab 3,2%.

Kui ettevõtte äritegevuse väärtus prognoosiperioodi lõpus on leitud, see diskonteeritakse kuni hindamise hetkeni. Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb lisada seda tüüpi

vara, mida äritegevuseks ei kasuta ehk üleliigne rahavara. Omakapitali leidmiseks tuleb ettevõtte väärtusest lahutada laenukapitali väärtus. Lõplik DCF mudel, kus on arvutatud kõik hindamiseks vajalikud sisendid, on esitatud tabelis 3.

Tabel 3

FCFF mudeli põhjal saadud hinnang Wise'i omakapitali väärtusele

WACC	9,87%
Ettevõtte äritegevuse väärtus (mln GBP)	8 362,3
Ettevõtte väärtus (mln GBP)	8 362,3
Omakapitali väärtus (mln GBP)	8 097,9

Allikas: Autori koostatud

Selle tulemusena on osalusoptsoonide väärtusega arvestamata ettevõtte väärtus 2023. aastal 8,3 miljardit Suurbritannia naelsterlingit ja omakapitali väärtus 8,1 miljardit Suurbritannia naelsterlingit. Kõikide mudelis kasutatud eelduste kokkuvõtte on esitatud Lisas B.

2.3. Wise'i osalusoptsoonide integreerimine väärtuse hindamisse

Selleks, et hinnata osalusoptsoonide mõju ettevõtte väärtusele, tuleb kõigepealt arvutada osalusoptsoonide õiglane väärtus. Optsoonide õiglase väärtuse hindamiseks kasutab autor Black-Scholesi mudelit, mis on modifitseeritud vastavalt ülalmainitud eeldustele. Nimetatud mudel lubab arvutada optiooni tulevaste väljamaksete nüüdisväärtust. Järelikult ei ole seda meetodit kasutades vaja koostada optsoonide potentsiaalsete väärtuste prognoosi ning seejärel seda diskonteerida. Mudel põhineb teatud sisenditel ja koostatud mudel on kiiresti kohandatav vastavalt potentsiaalsetele sisendite muutustele (Lang, 2004). See on põhjuseks, miks Black-Scholesi mudel on levinuim osalusoptsoonide hindamise meetod. Mudeli sisendid on esitatud alljärgnevas tabelis.

Tabel 4

Optsoonide hindamise mudeli sisendid

Mudeli sisend	Väärtus hindamise hetkel
Aksia hind (GBP)	8,08
Aksiate arv 31.03.2023 seisuga (mln tk)	1 024,68
Optsoonide arv 31.03.2023 seisuga (mln tk)	65,65
Korrigeeritud aktsiahind (GBP)	7,59
Optsoonide kaalutud keskmine realiseerimishind (GBP)	0,14

Riskivaba intressimäär (%)	4%
Prognoositud volatiilsus (%)	48%
Korrigeeritud aeg optsiooni täitmispäevani (aastates)	3,55
Dividenditootlus (%)	0%

Allikas: Autori koostatud

Riskivaba tulumäär on antud juhul Ühendkuningriigi 10-aastase riigivõlakirja 2023. aasta keskmine tootlus. Wise'i aktsia hind on võetud Yahoo Finance portaalist. Londoni börsil noteeritud aktsiatega kaubeldakse pennides. Hindamise hetkel on Wise'i aktsia hind 808 Suurbritannia penni ehk 8,08 Suurbritannia naela.

Muud olulised sisendid on leitud tuginedes Wise'i majandusaasta aruannetele. Selleks, et arvestada optsioonide lahjendusefektiga, korrigeerib autor Wise'i aktsia hinda optsioonide arvu osakaaluga. Vastavalt esitatud aruandele moodustab aktsiate arv 2023. majandusaasta lõpu seisuga 1 miljard tükkides ja väljastatud ning täitmata optsioonide arv moodustab 65 miljonit tükkides. (Wise Annual Report, 2023) Seda arvestades on optsioonide arvuga korrigeeritud aktsiahind hindamise hetkel 7,59 GBP. Antud mudelis puudub omandi üleandmise perioodiga seotud korrigeerimine. Mudeli ülesehitamisel võetakse arvesse kõik osalusoptsioonid, st nii need, mis on juba läbinud omandi üleandmise (ehk *vestingu*) perioodi, kui ka need, mis ei ole omandatud.

Realiseerimishinnaks on võetud ühe optsiooni kaalutud keskmine realiseerimishind 2023. majandusaasta lõpu seisuga. Perioodi lõpu seisuga kehtivate ehk realiseerimata optsioonide kaalutud keskmine järelejäänud lepinguline eluiga oli 7,1 aastat. (Wise Annual Report, 2023) Kuna praktika näitab, et optsioonid realiseeritakse keskmiselt pärast poole tähtaja möödumist, otsustas autor selle fakti mudelisse sisse tuua. Hindamisel kasutatakse optsioonide kaalutud keskmist järelejäänud lepingulist eluiga, mis on jagatud kaheks.

Mudeli oluline sisend on aktsia volatiilsus. Volatiilsusest rääkides saab eristada ajaloolist volatiilsust ja prognoositud volatiilsust. Esimene tüüp on arvutatav teatud aktsia ajalooliste liikumiste põhjal ning teise puhul on vajalik põhjalikum, tulevikku vaatav prognoos. Analüüsis lähtutakse Wise'i poolt prognoositud volatiilsusest. Aktsia eeldatav volatiilsus on vastavalt Wise'i hinnangule 48%. Tehtud eeldus põhineb turu- ja vastava sektori analüüsil. (Wise Annual Report, 2023)

Veel üks oluline mudeli sisend on dividenditootlus. Kogu oma tegevusaja jooksul ei maksnud Wise välja dividende ning vastavalt ettevõtte koostatud eelarvele ja strateegiale pole dividendide väljamaksmist planeeritud ka tulevikus. Sellest tulenevalt eeldab autor mudeli

koostamisel, et dividendide väljamaksmist ei toimu. Mainitud sisenditel põhinev optsoonide hindamise mudel on esitatud tabelis 5.

Tabel 5

Optsoonide hindamise mudel

Optsoonide arv (mln tk)	65,65
Kaalutud keskmine realiseerimishind (GBP)	0,14
Prognoositud volatiilsus (%)	48%
Korrigeeritud aeg optiooni täitmispäevani (aastat)	3,55
Korrigeeritud aktsiahind hindamise hetkel (GBP)	7,59
Väärtus optiooni kohta (GBP)	7,47
Kehtivate optsoonide väärtus kokku (mln GBP)	490,54

Allikas: Autori koostatud

Analüüsi tulemusena selgus, et hindamise hetkel on kõikide Wise'i poolt väljastatud osalusoptsoonide õiglane väärtus 490,59 miljonit Suurbritannia naelsterlingit.

Eraldi tuleb mainida, et Wise'i puhul on tegemist erandjuhtumiga ja osalusoptsoonide tingimused on töötajate seisukohast väga soodsad. Madala täitmishinna tõttu avaldavad kõik muud väärtust mõjutavad tegurid marginaalset mõju. Selleks, et hinnata, kuidas tegurite muutus mõjutab osalusoptsoonide väärtust, teostab autor töö lõpus sensitiivsusanalüüsi. Järgmise etapina analüüsib autor, kuidas on võimalik kaasata arvatud osalusoptsoonide väärtus ettevõtte väärtusse.

Oluline aspekt, mis mõjutab kogu hindamisprotsessi ja lõpptulemust, on maksustamine. Wise on suur rahvusvaheline ettevõtte, mida mõjutavad erinevad maksusüsteemid ja regulatsioonid. Analüüsides osalusoptsoonide maksustamist on aga võimalik märgata peamist mustrit, mida järgivad ettevõtted nii Ühendkuningriigis, USAs kui Euroopas. Optioonisaaja ehk töötaja seisukohalt tekib maksukohustus ainult alusvara müügi hetkel. Sellest tulenevalt tuleb analüüsis arvestada ainult ettevõtte puhul tekkiva maksukoormusega. Ettevõtte seisukohast on üldine praktika selline, et optioonid maksustatakse optsoonide täitmisel ning üldjuhul on maksustatav osa teatud momendi aktsiahinna ja optiooni realiseerimishinna vahe.

Optsoonide väljastaja seisukohast käsitletakse osalusoptsoone kohustusena ning kuna maksustamine toimub ainult optiooni täitmisel, siis ei teki ettevõttel täiendavat

maksukohustust juhtudel, kui näiteks töötaja lahkub töölt enne omandamisperioodi möödumist, või kui optiooni täitmisaeg möödub. (Scholes, 1972)

Optioonide täitmine on mingil määral tingimuslik tehing, kuna ei ole võimalik täpselt määrata ja hinnata, kas üldse ja kui, siis mil määral see toimub (Bodie, Kaplan, Merton 2003). Järelikult: osalusoptioonidega seotud maksukulu prognoosime diskonteeritud rahavoogude mudelis võib oluliselt üle- või alahinnata teatud perioodi maksukulu. Kõige loogilisem viis, kuidas on võimalik arvestada potentsiaalse maksukuluga, on maksudega arvestava osalusoptioonide õiglase väärtuse arvutamine. Sarnaselt üldisele praktikale tingimuslike kohustuste valdkonnas on võimaliku tulumaksukohustuse arvutamiseks võimalik teha mudelisse järgmine täiendus (Autori koostatud):

$$\text{Maksudega arvestav osalusoptioonide väärtus} = \text{Osalusoptioonide väärtus} \times (1 + T)(9)$$

kus

T on tegelik maksumäär.

Wise'i puhul tekib eriolukord, mis on tingitud optioonide tingimustest. Kaalutud keskmine optioonide täitmishind on suhteliselt väike ning moodustab võrreldes aktsiahinnaga vähem kui kaks protsenti aktsia hetkehinnast. Vastavalt maksustamisreeglitele, mis kehtivad enamikes riikides, on võimalikud mahaarvamised Wise'i puhul marginaalsed. Sellest johtuvalt tehakse antud juhul eeldus, et grupi tasandil puuduvad ettevõtte maksueelised ning olemasolevad osalusoptioonid maksustatakse täies mahus, arvestades ettevõtte tegelikku maksumäära.

Eraldi tuleb mainida Eesti maksusüsteemi, mille järgi osalusoptioonid ei ole erisoodustus ning järelikult on maksuvabad vaid juhul, kui on täidetud teatud tingimused. Sellist olukorda on põhjalikumalt analüüsitud allpool.

Järgnevalt on toodud kogu grupi vaatenurgast teostatud analüüs. Optioonide mõju ettevõtte väärtusele on võimalik hinnata, arvutades välja omakapitali väärtuse aktsia kohta, mis on korrigeeritud optioonide väärtusega. Potentsiaalse tulumaksukohustuse arvutamiseks kasutatakse 2023. majandusaasta aruandes kajastatud grupi tegelikku tulumaksumäära, mis oli 22%. Arvutused on esitatud alljärgnevas tabelis.

Tabel 6

Osalusoptioonidega arvestav ja mittearvestav aktsia väärtus

Omakapitali väärtus (mln GBP)	8 097,88
Aktsiate arv (mln tk)	1 024,68
Omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,90

Osalusoptsoonide väärtus (mln GBP)	490,54
Potentsiaalne tulumaksukohustus (mln GBP)	107,92
Maksudega arvestav osalusoptsoonide väärtus (mln GBP)	598,46
Korrigeeritud omakapitali väärtus (mln GBP)	7 499,42
Korrigeeritud omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,32

Allikas: Autori koostatud

Lahutades arvatud omakapitali väärtusest olemasolevate osalusoptsoonide õiglase väärtuse ning jagades saadud tulemuste aktsiate arvuga, saadakse optsoonidega arvestav omakapitali õiglane väärtus ühe aktsia kohta, mis on 7,32 Suurbritannia naelsterlingit. Võrreldes esialgset omakapitali väärtust aktsia kohta ja optsoonidega korrigeeritud väärtust aktsia kohta selgub, et juhul, kui olemasolevate osalusoptsoonidega mitte arvestada, on väärtus aktsia kohta Wise'i puhul ülehinnatud 8% võrra.

2.3.1. Osalusoptsoonide mõju väärtusele Eesti õigusaktide seisukohalt

Eesti maksusüsteem on ettevõtte pakutavate osalusoptsoonide maksustamise poolest unikaalne. Potentsiaalne maksueelis on märkimisväärne tegur, mis võib mõjutada ettevõtete otsust teatud hüvede pakkumisel, ning vajab seepärast eraldi käsitlemist. Tulenevalt piiratud juurdepääsust Wise'i finantsandmetele käesoleva analüüsi teostamisel tugineb töö autor avatud andmebaasides ja majandusaasta aruannetes toodud teabele. Wise ei avalikusta avalikes allikates üksikasjalikku infot käibe jaotuse kohta riikide lõikes, mistõttu pole võimalik teha eraldi DCF analüüsi Eesti filiaali kohta ning samuti ei ole võimalik täpselt määrata Eestis kehtivate õigusaktide järgi väljastatud optsoonide arvu.

Et hinnata osalusoptsoonide mõju Eesti regulatiivses raamistikus, analüüsib autor, kuidas võiks Eestis kehtiv maksusüsteem mõjutada ettevõtet tervikuna. Situatsiooni modelleerimiseks võetakse aluseks eeldus, et tervele grupile rakendub Eesti õigus. Selline lähenemine ei näita reaalselt rahalist summat, kuid võimaldab hinnata potentsiaalset protsentuaalset mõju ettevõtte väärtusele.

Eesti maksuseaduste järgi ei loeta osalusoptsoone erisoodustuseks juhul, kui nende täitmine toimub pärast kolme aasta möödumist (TuMS § 48 lg 5). Võttes arvesse mudelis kasutatud eeldusi ja sisendeid on selge, et antud juhul oleks võimalik kasutada maksueelist. Kuna mudeli kasutatav aeg optiooni täitmispäevani ületab mainitud tingimuse, siis Eesti seaduste kontekstis on töötajatele antud osalusoptsoonid täies mahus maksuvabad. Sellest järeldub, et maksueelise arvestamiseks tuleb mudelis kasutada maksueelset optsoonide õiglast väärtust. Sellisel juhul vähendab maksueelis potentsiaalset kohustust ja seega ka omakapitali väärtuse langust. Maksueelist arvestav analüüs on esitatud alljärgnevas tabelis.

Tabel 7

Maksueelist arvestav osalusoptsoonidega korrigeeritud aktsia väärtus

Omakapitali väärtus (mln GBP)	8 097,88
Aktsiate arv (mln tk)	1 024,68
Omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,90
Osalusoptsoonide väärtus (mln GBP)	490,54
Korrigeeritud omakapitali väärtus (mln GBP)	7 607,34
Korrigeeritud omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,42

Allikas: Autori koostatud

Keskendudes üksnes Eesti regulatiivsele raamistikule ning jättes kõik muud tingimused samaks selgub, et nüüd osalusoptsoonide väärtusefekt vähenes ning sellisel juhul on optsoonidega mittearvestav omakapitali väärtus aktsia kohta ülehinnatud 6,5% võrra.

2.3.2. Sensitiivsusanalüüs

Wise'i juhul on tegemist ettevõttega, millel on soodne osalusoptsoonide poliitika. Arvestades optsoonide madalat realiseerimishinda ja asjaolu, et ettevõtte ei maksa dividende, on selge, et peaaegu igal juhul saab optsoonisaja märkimisväärset kasu, kui kõik vastavad tingimused on täidetud. Lojalne töötaja on tõesti huvitatud sellest, et jääda ettevõttesse ja saada hüvena optsoone. Potentsiaalne optsoonidest tulenev kasu stimuleerib töötajat veelgi rohkem ettevõtte arengusse panustama. Samas on oluline rõhutada, et Wise'i osalusoptsoonide tingimused on pigem erandjuhtum ning tingimused, mis on tavalisemad teistes sarnaseid hüvesid pakkuvates ettevõtetes, võivad oluliselt mõjutada optsoonide ning järelkult ka omakapitali väärtust. Selleks, et hinnata, kuidas tingimuste muutus mõjutab osalusoptsoonide väärtust, viib autor läbi sensitiivsusanalüüsi.

Kõigepealt analüüsitakse, kuidas potentsiaalsed dividendide väljamaksed võiksid osalusoptsoonide väärtust mõjutada. Et arvestada dividendide mõju, lisatakse Black-Scholesi mudelisse dividenditootlus. Kuna Wise pole maksnud kunagi dividende ning toob oma aruandes välja, et tulevikus samuti dividendide väljamakseid ei toimu, võetakse ülaltoodud mudelite koostamisel dividenditootluseks null. Sensitiivsusanalüüsi teostamiseks ning situatsiooni modelleerimiseks kasutatakse dividenditootluseks FTSE 100 indeksis olevate ettevõtete keskmist dividenditootlust 2023. aastal. Antud perioodil moodustas FTSE 100 indeksi ettevõtete dividenditootlus 3,72% (DividendData UK, 2024). 3,72-protsendilise dividenditootlusega arvestatav optsoonihindamise mudel on esitatud tabelis 8:

Tabel 8

Potentsiaalsete dividendidega arvestav mudel

	Wise'i sesenditel põhinev mudel	3,72%- dividenditootlusega korrigeeritud mudel
Omakapitali väärtus (mln GBP)	8 097,88	8 097,88
Aktsiate arv (mln tk)	1 024,68	1 024,68
Omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,90	7,90
Osalusoptsoonide väärtus (mln GBP)	490,54	428,87
Potentsiaalne tulumaksukohustus (mln GBP)	107,92	94,35
Maksudega arvestav osalusoptsoonide väärtus (mln GBP)	598,46	523,23
Korrigeeritud omakapitali väärtus (mln GBP)	7 499,42	7 574,65
Korrigeeritud omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,32	7,39

Allikas: Autori koostatud

Mudelitest selgub, et dividendid omavad olulist mõju, vähendades kokkuvõttes optsoonide väärtust. Väärtuse langus on tingitud sellest, et dividendid põhimõtteliselt asendavad kapitali suurenemist ning see mõjutab optiooni alusvara. Dividende maksva aktsia väärtust vähendatakse sama aktsia väärtuse suhtes, mille puhul dividendide väljamakseid ei toimunud.

Mudelitest tulenev optsoonide väärtuse langus ehk osa, mis vähenes dividendide väljamaksmise tõttu, näitab tavalistest aktsiatest saadavate dividendide nüüdisväärtust. Ja kuna optsoonide puhul dividendid puuduvad, siis vähendatakse selle võrra ka optsoonide väärtust.

Järgmine oluline tegur on optiooni realiseerimishind. Wise'i töötajad saavad võimaluse osta ettevõtte aktsiaid äärmiselt soodsa hinnaga. Arvestades hetke aktsia turuhinda, moodustab kaalutud keskmine realiseerimishind alla 2% aktsia hinnast. Ettevõtte eelarve, strateegia ja maksueelise kasutamise võimalus võivad realiseerimishinda oluliselt mõjutada. Arvestades asjaolu, et Wise muutus avalikuks ettevõtteks suhteliselt hiljuti, siis üheks võimaluseks on kasutada optsoonide realiseerimishinnana selle IPO hind. Sensitiivsusanalüüsi teostamisel modelleerib autor olukorda, kus osalusoptsoonide realiseerimishinnaks on Wise IPO hind, milleks on 8 GBP.

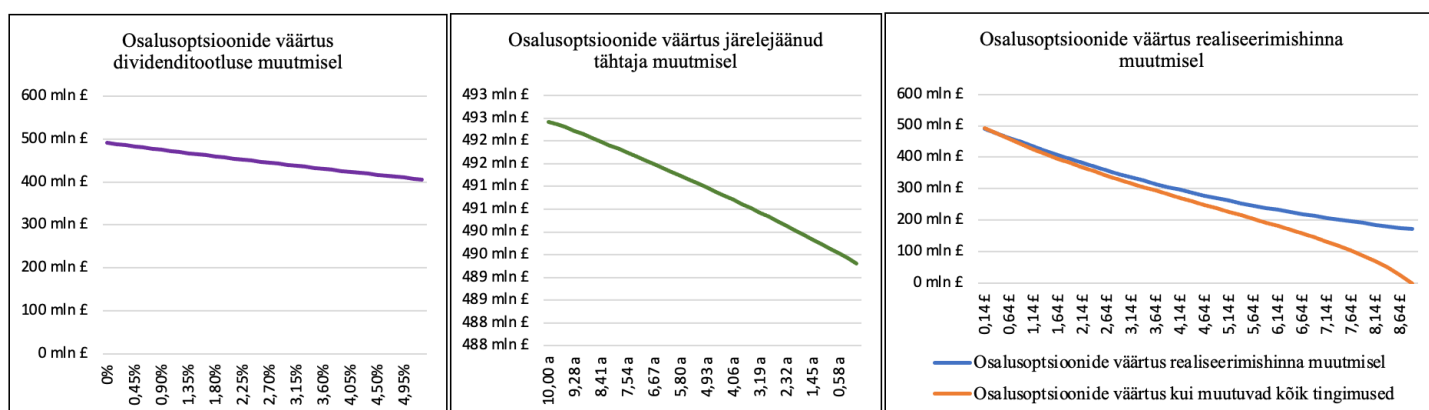
Tabel 9

Realiseerimishinna mõju osalusoptsoonide väärtusele

	Wise'i sesenditel põhinev mudel	Tõstetud realiseerimishinnaga arvestav mudel
Täitmishind (GBP)	0,14	8,00
Omakapitali väärtus (mln GBP)	8 097,88	8 097,88
Aktsiate arv (mln tk)	1 024,68	1 024,68
Omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,90	7,90
Osalusoptsioonide väärtus (mln GBP)	490,54	188,92
Potentsiaalne tulumaksukohustus (mln GBP)	107,92	41,56
Maksudega arvestav osalusoptsioonide väärtus (mln GBP)	598,46	230,48
Korrigeeritud omakapitali väärtus (mln GBP)	7 499,42	7 867,40
Korrigeeritud omakapitali väärtus aktsia kohta (GBP)	7,32	7,68

Allikas: Autori koostatud

Kui suurendada realiseerimishinda ja jätta kõik muud tingimused samaks, väheneb osalusoptsioonide mõju omakapitali väärtusele oluliselt. Analüüsi tulemusena vähenes omakapitali väärtuse langus 62,2% võrra. Kuna nimetatud sisendite muutus põhjustab osalusoptsioonide väärtuse olulist muutust, uuris autor lisaks ülal toodud analüüsile, kuidas kolme teguri (dividenditootlus, aeg täitmispäevani ja realiseerimishind) järkjärguline muutus mõjutab optsioonide väärtust.



Joonis 1. Sisendite muutuse mõju osalusoptsioonide väärtusele

Allikas: Autori koostatud

Alustades dividenditootlusega, arvutas töö autor, kuidas dividenditootluse suurenemine 15 protsendipunkti võrra mõjutab optsioonide väärtust.

Jooniselt 1 on näha, et kõikide muude tingimuste samaks jäädes omab dividenditootlus kindlat negatiivset mõju optsioonide väärtusele. Dividenditootluse kasv 0 protsendilt 5,25 protsendini vähendab osalusoptsioonide väärtust 17% võrra. Analüüsi tulemus on kooskõlas valdkonna uuringutega. Ehk optsioonide väärtus on väiksem juhul, kui

ettevõtte maksab dividende. Antud olukord võib mõjutada ettevõtte otsust, kas kaaluda dividendide maksmist või korraldada liigse rahaga aktsiate tagasiostmine. (Lang, 2004)

Veel üks tähtis aspekt on täitmispäevani jäänud aeg. Kuna standardne lähenemine on kasutada 10aastast perioodi, arvutas autor, kuidas antud tähtaja lühenemine mõjutab optsoonide väärtust. Tähtaja lühenemine avaldab optsoonide väärtusele samuti negatiivset mõju. Modelleerides olukorda, kus kõik optsoonide omanikud ehk potentsiaalsed aktsionärid saaksid võimaluse ja avaldaksid soovi realiseerida kõik olemasolevad optsoonid tänase päeva jooksul, selgus, et sellisel juhul oleks osalusoptsoonide väärtus 489,31 Suurbritannia naelsterlingit. Võrreldes saadud tulemust peamiste mudelites arvatud väärtusega selgub, et sellisel juhul on osalusoptsoonide väärtus 1,23 miljoni Suurbritannia naelsterlingi võrra väiksem.

Kõige suurem mõju osalusoptsooni väärtusele on optsooni realiseerimishinnal. Analüüsis selgub, mis mõju omab realiseerimishind eeldusel, et kõik muud tingimused on samad, ja kuidas mõjutab optsoonide väärtust olukord, kus kõik kolm ülalmainitud tingimust muutuvad.

Kokkuvõttes: mida suurem on osalusoptsoonide realiseerimishind, seda väiksem on osalusoptsoonidest tingitud omakapitali väärtuse langus. Osalusoptsoonidel on mõju ka ettevõtte dividendipoliitikale. Analüüsi tulemustest selgub, et dividenditootluse langedes osalusoptsoonide väärtus kasvab, ja vastupidi. Selline negatiivne seos tuleneb asjaolust, et osalusoptsoone pakkuv ettevõtte kulutab vähem raha dividendidele ja rohkem raha aktsiate tagasiostule (Damodaran, 2005). Seega ettevõtte, mis aktiivselt pakub oma töötajatele osalusoptsoone, maksab vähem dividende.

Ettevõtte seisukohast on osalusoptsoonide väärtuse hindamisel väga tähtis ka täitmispäevani jäänud aeg. Olemasolevate uuringute toetuseks näitas teostatud analüüs, et pikema tähtaja puhul on optsoonide väärtus hindamismomendil samuti suurem. Optsoonide väärtuse suurenemist pikema realiseerimisperioodi puhul põhjustab alusvara volatiilsus. Black-Scholesi mudel arvestab aktsia volatiilsusega ja pikemal ajahorisondil avaldavad alusvara hinna kõikumised optsoonide väärtusele suuremat mõju. Järelikult võib vale tähtaja kasutamine hindamisel ülehinnata optsoonide väärtust ja alahinnata seega ettevõtte väärtust.

2.4. Järeldused ja arutelu

Analüüsi käigus hindas autor osalusoptsoonide mõju ettevõtte väärtusele, keskendudes faktille, et tegemist on suure rahvusvahelise ettevõttega, mis opereerib erinevates riikides ning millele kehtivad erinevad õiguslikud regulatsioonid. Lisaks käsitleti eraldi Eesti õigusaktidest tulenevaid maksueeliseid. Analüüsi läbiviimisel ja mudelite ülesehitamisel

võttis autor aluseks eeldused, mis lõpptulemust oluliselt mõjutavad. Optsioonide väärtuse hindamisega seotud olulised eeldused on seotud optsioonide omandamisega ja täitmispäevani jäänud ajaga. 2023. perioodi lõpu seisuga oli ettevõttel kokku 65,6 miljonit osalusoptiooni, millest 27 miljonit polnud veel läbinud omandi üleandmise perioodi (Wise Annual Report, 2023). See tähendab, et on tõenäoline, et osa neist optsioonidest ei läbi kunagi omandi üleandmise perioodi ning järelikult ei teki optsioonisaajal kunagi optsioonide võõrandamise võimalust. Tuginedes analüüsitud teemakohasele kirjandusele ning asjaolule, et tegemist on prestiižika tööandajaga, kes on suutnud pälvida töötajate lojaalsuse, võib mitteomandatud optsioonide väljajätmine oluliselt alahinnata nende õiglast väärtust. Arvestades mainitud aspekte ning rõhutades, et omandi üleandmise periood on suhteliselt lühike, eeldab autor, et kõik sellised optsioonid läbivad omandamise perioodi ning järelikult ei sisalda hindamismudel mitteomandatud optsioonidega seotud korrigeerimist.

Järgmine oluline aspekt on täitmispäevani jäänud aeg. Wise'i 2023. majandusaasta aruande järgi on kaalutud keskmine lepinguline järelejäänud aeg optsioonide täitmispäevani 7,1 aastat. Selle perioodi täies mahus kasutamine oleks vastuolus valdkonnas teostatud uuringutega, mille järgi optsioonide täitmine toimub tavaliselt poole tähtaja möödudes. Sellest tulenevalt tehti mudelis vastav korrigeerimine.

Üks peamistest sisenditest, mida kasutati diskonteeritud rahavoogude mudelis ja mis oluliselt mõjutab lõpptulemust, on WACC ehk kaalutud keskmine kapitali hind. Arvestades sellega, et tegemist on iduettevõttega, mille puhul turutingimustele vastava kapitali hinna leidmine on eriti tähtis, tugines töö autor oma analüüsis portaalis GuruFocus toodud Wise'i kapitali hinnale.

Kokkuvõtvalt: analüüsi tulemusena selgus, et konkreetselt Wise'i juhul mõjutavad osalusoptioonid oluliselt omakapitali väärtust. Arvestades üldist regulatiivset raamistikku, vähendavad osalusoptioonid omakapitali väärtust 7,4% võrra. Keskendudes Eesti maksusüsteemile ja modelleerides olukorda, kus Wise tegutseb ainult Eestis kehtivate seaduste järgi, selgub, et osalusoptioonide mõju ettevõtte väärtusele väheneb. Sellisel juhul vähendavad töötajatele pakutavad osalusoptioonid omakapitali väärtust 6,1% võrra. Mõlemal juhul on optsioonide mõju märkimisväärne. Olenemata sellest, mis riigi seaduste järgi ettevõtte tegutseb, osalusoptioonidega arvestamine on oluline aspekt ettevõtte väärtuse hindamisel. Eriti selliste suurte ettevõtete puhul, milles osalusoptioonid on oluline hüve, mida ettevõtte aktiivselt kasutab ja mida töötajad väärtustavad.

Täiendav sensitiivsusanalüüs kinnitas optsioonide tingimuste olulisust ja näitas nende muutuste mõju Wise'i väljastatud optsioonidele. Osalusoptioonide realiseerimishinna tõustes

väheneb nende potentsiaalne mõju omakapitali väärtusele. Osalusoptsioonide olemus ja optsioonide pakkumine tulevikus võib oluliselt mõjutada ettevõtte dividendipoliitikat. Ettevõtted, kellel on toimivad osalusoptsioonide programmid, kipuvad dividendide asemel tegema aktsiate tagasioste. Järelikult on osalusoptsioonid oluline aspekt nii ettevõtte seisukohast kui ka potentsiaalsete investorite seisukohast. Tulenevalt aktsia volatiilsusest suurendab osalusoptsioonide väärtust ka pikem tähtaeg. Osalusoptsioonide tingimused on seega oluline tööriist, millega ettevõtte peab arvestama, et tagada ettevõtte väärtuse adekvaatne hindamine ja rahuldada ettevõtte erinevate osapoolte huve.

Kokkuvõte

Käesoleva magistritöö eesmärgi saavutamiseks analüüsis autor antud valdkonnas läbi viidud uuringuid ja olemasolevat teoreetilist raamistikku ning leidis nende põhjal sobivaima meetodi osalusoptsioonide mõju hindamiseks. Järgnes osalusoptsioonide mõju hindamine Wise'i näitel. Teostatud analüüs koosnes kahest peamisest etapist: omakapitali ja optsioonide väärtuse hindamisest. Sellele järgnes omakapitali korrigeerimine optsioonide väärtuse võrra.

Ettevõtte väärtuse hindamisel lähtus autor tulupõhisest lähenemisest, täpsemalt diskonteeritud rahavoogude meetodist. DCF mudeli ülesehitamine hõlmas bilansi ja kasumiaruande prognoosi koostamist, ettevõttele suunatud vabade rahavoogude arvutamist ja omakapitali väärtuse arvutamist koos kõikide vajalike sisenditega.

Osalusoptsioonide väärtuse hindamisel on kasutatud antud valdkonna teiste uuringute poolt toetatud Black-Scholesi mudelit. Mudelite ülesehitamine ja hindamisprotsess tuginevad Wise'i majandusaasta aruannetes avalikustatud infole. Lisaks teostas autor täiendava sensitiivsusanalüüsi eesmärgiga hinnata, kuidas võib mudelis kasutatud sisendite potentsiaalne muutus mõjutada optsioonide väärtust ja lõpptulemust.

Lähtudes Wise'i pakutavate osalusoptsioonide tingimustest on võimalik järeldada, et optsioonidest tulenev potentsiaalne koormus ettevõttele ehk optsioonide õiglase väärtus on hindamise hetkeseisuga 491 miljonit Suurbritannia naelsterlingit. Tavapärane praktika väärtuse hindamise valdkonnas on selline, et omakapitali väärtuse hindamisel ei arvestata olemasolevate osalusoptsioonidega. Samas näitab Wise'i põhjal teostatud analüüs, et sellisel juhul on maksudega arvestav omakapitali väärtus ülehinnatud 8% võrra.

Eraldi vaadeldi Eesti maksusüsteemi ja selle mõju potentsiaalsele maksueelisele. Modelleerides olukorda, kus Wise tegutseb ainult Eesti maksuseaduse järgi, selgus, et sellisel juhul tekib oluline maksueelis ning osalusoptsioonide mõju omakapitali väärtusele väheneb 1,5% võrra.

Sensitiivsusanalüüs näitas, et optsiooni tingimuste muutmine mõjutab lõpptulemust oluliselt. Kuna optsioonide väärtus põhineb alusvara hinnal ja samal ajal optsioonide puhul puuduvad dividendide väljamaksud, siis potentsiaalsed tuleviku dividendid on negatiivselt seotud optsioonide õiglase väärtusega. Teisisõnu: dividendide kasvuga väheneb olemasolevate optsioonide väärtus ja vastupidi. Osalusoptsioonid võivad oluliselt mõjutada ettevõtte otsuseid dividendide osas. Need ettevõtted, kes aktiivselt pakuvad oma töötajatele osalusoptsioone, maksavad vähem dividende, kuna sellisel juhul otsustatakse vahendite jaotamisel teha aktsiate tagasiostud. Sellest järeldub, et osalusoptsioonid on aktsionäride ja potentsiaalsete investorite seisukohalt oluline tegur. Realiseerimishind omab optsioonide väärtusele samuti negatiivset mõju. Eraldi tuleb rõhutada ka seda, et Wise'il on soodne optsioonide poliitika, kuna optsioonide täitmishind on oluliselt väiksem aktsia hinnast isegi olenemata sellest, kas aktsia hind tulevikus tõuseb või langeb.

Täitmispäevani jäänud aeg on samuti oluline tegur, mis avaldab optsioonide väärtusele kindlat mõju. Kuna aktsiahinna potentsiaalne muutus tulevikus on optsiooni hindamise mudelis oluline sisend, siis on optsiooni tähtajal ka selgelt jälgitav negatiivne mõju optsiooni väärtusele.

Antud töö raames teostatud analüüs näitab, et osalusoptsioonid on keeruline valdkond, mis hõlmab palju hinnangulisi aspekte. Vaatamata sellele on osalusoptsioonidel oluline mõju ettevõtte väärtusele ja nende väljajätmine võib viia huvitatuid osapooli valele järeldusele. Wise'i näitel teostatud hinnang osalusoptsioonide mõjule näitab, et selleks, et jõuda ettevõtte õiglase väärtuseni, on oluline arvestada osalusoptsioonidega. Toetudes valdkonnas läbi viidud uuringutele ja olemasolevale teoreetilise taustale ning täiendades seda omapoolse analüüsiga pakub autor käesolevas töös tõhusa viisi, kuidas arvestada osalusoptsioonidega ettevõtte hindamisel.

Viidatud allikad

1. Ammann M., Seiz R. (2019). *Valuing Employee Stock Options: Does the Model Matter?* Retrieved from <https://doi-org.ezproxy.utlib.ut.ee/10.2469/faj.v60.n5.2654>
2. Bernstorm, S. (2014). *Valuation: The Market Approach*.
3. Bodie Z, Kaplan R.S., Merton R.C. (2003). *For the Last Time: Stock Options Are an Expense*. Retrieved from <https://hbr.org/2003/03/for-the-last-time-stock-options-are-an-expense#:~:text=Some%20experts%20argue%20that%20stock,exercise%20or%20forfeit%20their%20options>
4. Bolt Blog (2023). *Bolt stock options explained*. Retrieved from <https://bolt.eu/en/blog/bolt-stock-options-explained/>
5. Bolt Technology OÜ majandusaasta aruanne 2017 – 2022
6. Byrd, J., Parrino, R., Prisch, G. (2019). *Stockholder–Manager Conflicts and Firm Value*. Retrieved from <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.2469/faj.v54.n3.2177?needAccess=true>
7. Chatham Financial (2024). *EURIBOR, SONIA, Gilt, and Swap Rates*. Retrieved from <https://www.chathamfinancial.com/technology/european-market-rates#:~:text=SONIA%20swaps%20are%20commonly%20used,rate%20for%20fixed%20Drate%20debt>
8. Coulon, Y. (2021). *Asset-Based Approach to Valuation*. Retrieved from https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-89719-2_2
9. CV.ee. (2023) *Top Tööandja Eestis 2023*. Retrieved from <https://hr.cv.ee/top-tooandja-tulemused-2023>
10. Damodaran, A. (2005) *Employee Stock Options (ESOPs) and Restricted Stock: Valuation Effects and Consequences*. Retrieved from <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/esops.pdf>
11. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Retrieved from [https://mis.kp.ac.rw/admin/admin_panel/kp_lms/files/digital/Core%20Books/Finance/Damodaran%20on%20Valuation_%20Security%20Analysis%20for%20Investment%20and%20Corporate%20Finance%20\(%20PDFDrive%20\).pdf](https://mis.kp.ac.rw/admin/admin_panel/kp_lms/files/digital/Core%20Books/Finance/Damodaran%20on%20Valuation_%20Security%20Analysis%20for%20Investment%20and%20Corporate%20Finance%20(%20PDFDrive%20).pdf)
12. Dean A.H. (1953). *Employee stock options*. Retrieved from https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/hlr66&div=73&g_sent=1&casa_token=6LBSLZr97WkAAAAA:ZX8XVbQ_zZIXpkheP4ZgFC2UXzu9Pul3PTN2Vb6LPgYgT8qxB6zir80ALmEWErGbbPLNO5F9bo&collection=journals

13. Dillavou, E.R. (1945). *Employee Stock Options*. Retrieved from Employee Stock Options on JSTOR (ut.ee)
14. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. (2023). *2024 Ageing Report. Underlying Assumptions and Projection Methodologies*. Retrieved from https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/2024-ageing-report-underlying-assumptions-and-projection-methodologies_en
15. DividendData (2024). *Dividend Yields - FTSE 100*. Retrieved from <https://www.dividenddata.co.uk/dividendyield.py?market=ftse100&sort=sector&order=0>
16. Dr. Künnapas, K., Taukačs, J. (2021) *Eesti osalusoptsoonid tekitavad USA investoreid kaasavale startupile personaliväljakutse*. Retrieved from <https://www.sorainen.com/et/valjaanded/eesti-osalusoptsoonid-tekitavad-usa-investoreid-kaasavale-startupile-valjakutse/>
17. Enache C. (2023). *Corporate Tax Rates around the World, 2023*. Retrieved from <https://taxfoundation.org/data/all/global/corporate-tax-rates-by-country-2023/>
18. Feng L., Wong F. (2005). *Employee Stock Options, Equity Valuation, and the Valuation of Option Grants Using a Warrant-Pricing Model*. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2005.00164.x>
19. Fernando, J. (2024). *Restricted Stock Unit (RSU): How It Works and Pros and Cons*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/r/restricted-stock-unit.asp>
20. Gurufocus (2024). *Wise plc – class A*. Retrieved from <https://www.gurufocus.com/stock/LSE:WISE/summary?search=>
21. Hand, J.R.M. (2008) *Give everyone a prize? Employee stock options in private venture-backed firms*. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0883902607000432>
22. Hayes, A. (2022) *Free Cash Flow to the Firm (FCFF): Examples and Formulas*. Retrieved from [https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp#:~:text=Free%20cash%20flow%20to%20the%20firm%20\(FCFF\)%20represents%20the%20amount,after%20all%20expenses%20and%20reinvestments](https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp#:~:text=Free%20cash%20flow%20to%20the%20firm%20(FCFF)%20represents%20the%20amount,after%20all%20expenses%20and%20reinvestments)
23. Hayes, A. (2023). *Black-Scholes Model: What It Is, How It Works, Options Formula*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/b/blackscholes.asp>
24. Hull J., White A. (2019). *How to Value Employee Stock Options*. Retrieved from <https://doi-org.ezproxy.utlib.ut.ee/10.2469/faj.v60.n1.2596>

25. Härma, K. (2021). *Pipedrive'i uus omanik pääses maksukirve alt*. Retrieved from <https://www.aripaev.ee/uudised/2021/03/12/pipedrivei-uus-omanik-paases-maksukirve-alt>
26. Index ventures (2023). *Index venture recent report*. Retrieved from <https://www.indexventures.com/rewarding-talent/country-by-country-review>
27. Insana A. (2022). *Does systematic risk change when markets close? An analysis using stocks' beta*. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0264999322000281>
28. Investing (2024). *United Kingdom 10-Year Bond Yield*. Retrieved from <https://www.investing.com/rates-bonds/uk-10-year-bond-yield-historical-data>
29. Invest Estonia (2023). *Ease of stock options: startup nation Estonia powers ahead of the rest of Europe*. Retrieved from <https://investinestonia.com/ease-of-stock-options-startup-nation-estonia-powers-ahead-of-the-rest-of-europe/>
30. Karu A, Pärtelpoeg A, Sander P, Teder T. (2024). *Omakapitali hinna meetoodika edasiarendus riigi äriühingutele*. Retrieved from https://fin.ee/ministeerium-uudised-ja-kontakt/organisatsioon/uuringud-ja-analuusid?view_instance=0¤t_page=1
31. Kenton, W. (2021) *Free Cash Flow to Equity (FCFE) Formula and Example*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowtoequity.asp#:~:text=A%20measure%20of%20equity%20cash,%2C%20working%20capital%2C%20and%20debt>
32. Kenton, W. (2023). *Human Capital Definition: Types, Examples, and Relationship to the Economy*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/h/humancapital.asp>
33. Konkurentsiamet. (2023) *Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks*. Retrieved from <https://www.konkurentsiamet.ee/media/122/download>
34. Lang, M. (2004). *Employee Stock Options and Equity Valuation*. Retrieved from <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/ef-publication/2004/ef-v2004-n2-3926-pdf.pdf>
35. Liive, R. (2021) *Estonia's third unicorn, Wise went public on the London Stock Exchange*. Retrieved from <https://investinestonia.com/estonias-third-unicorn-wise-went-public-on-the-london-stock-exchange/>
36. Maksu- ja tolliamet (2024). *Statistika ja avaandmed*. Retrieved from <https://www.emta.ee/eraklient/amet-uudised-ja-kontakt/uudised-pressiinfo-statistika/statistika-ja-avaandmed#tasutud-maksud-failid>

37. Marr, B. (2024). *The 7 Biggest Business Challenges Every Company Is Facing In 2023*. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2022/11/15/the-7-biggest-business-challenges-every-company-is-facing-in-2023/?sh=2a3ab7055688>
38. Marquardt A.C. (2002). *The Cost of Employee Stock Option Grants: An Empirical Analysis*. Retrieved from <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00086>
39. McKinsey & Company Inc., Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Retrieved from <https://anvari.net/Business%20Valuation/Business%20Valuation.pdf>
40. Miller M. E. (1978). *The Extent of Economies of Scale: The Effects of Firm Size on Labor Productivity and Wage Rates*. Retrieved from <https://doi.org/10.2307/1057204>
41. Mällo, M., Mikita, E. (2023) *Estonian Startup Landscape in Q3 2023: The turnover of Estonian startups continues to grow, but the pace has slowed down*. Retrieved from Estonian Startup Landscape in Q3 2023: The turnover of Estonian startups continues to grow, but the pace has slowed down. - Startup Estonia
42. NCEO. (2022). *A Statistical Snapshot of ESOPs: Company and Participant Numbers, and Industry Distribution*. Retrieved from <https://www.esop.org/infographics/statistical-snapshot-esops.php>
43. Neill D. J., Pfeiffer M. G. (1999). *The Effect of Potentially Dilutive Securities on P/Es*. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/4480182>
44. Oi Y.W., Idson L.T. (2005). *Chapter 33 Firm size and wages*. Retrieved from [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30019-5](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30019-5)
45. Oyer, P., Schaefer, S. (2005). *Why do some firms give stock options to all employees?: An empirical examination of alternative theories*. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X04001357>
46. Picardo, E. (2022). *Employee Stock Options (ESOs): A Complete Guide*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/e/eso.asp>
47. PwC (2024) *Kui palju on teie firma väärt – kuidas käib ettevõtte väärtuse hindamine*. Retrieved from <https://www.pwc.com/ee/et/press/artiklid/kui-palju-on-teie-firma-vaeart-kuidas-kaeib-ettevotte-vaeaertu.html>
48. Sander P. (2014). *Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise metoodika analüüs*. Retrieved from <https://www.konkurentsiamet.ee/media/118/download>
49. Scholes M. (1976). *Taxes and the Pricing of Options*. Retrieved from <https://doi.org/10.2307/2326605>

50. Selvarajan, T.T., Ramamoorthy, N., Flood, P., Rowley, P. (2006). *Employee stock option plan and employee attitudes: A test of extrinsic versus intrinsic models*. Retrieved from <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/01443330610674288/full/html>
51. Smith, J. M. (2023) *Expected return, stock valuation, and the capital structure: comparing the Gordon model and the capital asset pricing model*. Retrieved from <https://ijbed.org/details&cid=206#>
52. Startup Estonia. (2024) *Startups*. Retrieved from https://ecosystem.startupestonia.ee/custom.startups/f/all_slug_locations/anyof_estonia/data_type/anyof_Verified/launch_year_min/anyof_2012
53. Torp, S. (2011). *Employee Stock Ownership*. Retrieved from <https://www.econstor.eu/handle/10419/208774>
54. Tulumaksuseadus RT I 1999, 101, 903
55. Veriff OÜ majandusaasta aruanne 2020, 2021, 2022
56. Williamson J.A., Kleiner B.H. (2004). *The use of options in compensation packages*. Retrieved from <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/01409170410784437/full/html>
57. Wise Europe SA. (2024) *Wise*. Retrieved from <https://wise.com/>
58. Wise LTD majandusaasta aruanne 2021 – 2023
59. Yahoo Finance (2024). *Wise plc (WISE.L)*. Retrieved from <https://finance.yahoo.com/quote/WISE.L/?guccounter=1>

LISA A

Prognoositud bilanss ja kasumiaruanne

<i>numbrid miljonites GBP'des</i>														
Kasumiaruanne	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Müügitulu	421,0	563,8	986,3	1 232,9	1 541,1	1 926,4	2 408,0	3 009,9	3 642,0	4 261,2	4 815,1	5 248,5	5 510,9	5 687,3
Kaubad, toore, material, teenused	-	160,5	-	194,7	-	348,1	-	866,5	-	1 310,5	-	1 888,6	-	1 983,0
Muud tegevuskulud	-	54,2	-	113,7	-	176,5	-	209,3	-	261,7	-	891,1	-	965,6
Tööjõukulud	-	141,6	-	184,8	-	294,8	-	387,8	-	475,1	-	1 404,7	-	1 461,8
Mat Põhivara kulum	-	7,0	-	7,7	-	9,6	-	8,3	-	11,0	-	43,6	-	69,7
Immat Põhivara kulum	-	14,7	-	15,2	-	13,6	-	11,1	-	14,3	-	31,0	-	78,0
Muud äritulud	5,7	5,8	13,5	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Muud ärikulud	-	3,8	-	4,8	-	2,9	-	2,9	-	2,9	-	2,9	-	2,9
Äriksasum (-kahjum)	45,2	48,7	157,2	178,8	230,5	297,0	382,3	491,7	609,1	729,5	842,8	938,2	1 004,9	1 060,1
Finantskulud	-	3,8	-	4,8	-	10,7	-	9,9	-	9,9	-	9,9	-	9,9
Kasum (-kahjum) enne tulumaksudamist	41,4	43,9	146,5	168,9	220,6	287,1	372,4	481,8	599,2	719,6	832,9	928,3	995,0	1 050,2
Tulumaks	-	10,2	-	11,0	-	32,5	-	37,2	-	48,5	-	158,3	-	218,9
Aruandaasta kasum (kahjum)	31,2	32,9	114,0	131,7	172,1	223,9	290,5	375,8	467,4	561,3	649,7	724,1	776,1	819,2
<i>numbrid miljonites GBP'des</i>														
Bilanss (AKTIIVA)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Raha (ettevõtte rahaääk, vajalik rahavaru)	286,1	357,8	671,1	819,7	1 024,6	1 280,8	1 601,0	2 001,2	2 421,5	2 833,1	3 201,5	3 489,6	3 664,1	3 781,3
Raha (seotud klientide depositiidega)	3 072,5	5 698,5	7 008,3	9 057,1	11 704,9	15 126,7	19 548,9	25 263,9	31 386,4	37 737,2	43 863,6	49 229,9	53 283,7	55 539,8
Raha (ülejäävne rahavaru)	-	-	-	80,5	109,3	148,5	200,8	269,8	452,1	782,8	1 300,2	2 034,4	2 999,7	4 140,6
Nõuded ja ettemaksed	82,4	144,9	256,7	293,0	366,3	457,8	572,3	715,4	865,6	1 012,7	1 144,4	1 247,4	1 309,8	1 351,7
Lühiajalised finantsinvesteeringud	737,5	1 192,4	3 804,5	4 916,7	6 354,1	8 211,6	10 612,3	13 714,7	17 038,3	20 485,9	23 811,6	26 724,8	28 925,4	30 150,1
Varud	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Käibevara kokku	4 178,5	7 393,6	11 740,6	15 167,0	19 559,2	25 225,5	32 535,3	41 965,0	52 163,9	62 851,8	73 321,2	82 726,1	90 182,5	94 963,6
Materiaalne põhivara (soetusmaksumuses)	38,3	41,4	49,5	65,8	87,6	116,5	154,9	206,0	261,6	319,2	373,4	418,2	447,5	456,5
Mat PV Akumuleeritud kulum	-	14,3	-	36,7	-	62,2	-	107,4	-	141,8	-	238,6	-	300,8
Immateriaalne põhivara (soetusmaksumuses)	47,4	43,9	33,3	43,0	55,6	71,9	92,9	120,0	149,1	179,3	208,4	233,9	253,2	263,9
Immat PV Akumuleeritud kulum	-	19,9	-	23,6	-	47,3	-	89,8	-	160,8	-	270,3	-	339,8
Pikaajalised nõuded	71,8	127,9	131,1	217,9	272,4	340,5	425,7	532,1	643,8	753,3	851,2	927,8	974,2	1 005,4
Põhivara kokku	123,3	170,8	163,6	257,2	320,6	400,8	502,0	629,9	752,0	855,8	924,2	939,4	886,6	778,5
Aktiiva kokku	4 301,8	7 564,4	11 904,2	15 424,2	19 879,8	25 626,3	33 037,3	42 594,8	52 915,9	63 707,6	74 245,4	83 665,5	91 069,2	95 742,0
<i>numbrid miljonites GBP'des</i>														
Bilanss (PASSIVA)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Lühiajalised laenud (etteplaneerimata)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lühiajalised laenud	3,5	5,5	256,6	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0	250,0
Võlad ja ettemaksed	180,5	257,9	353,0	511,3	639,1	798,8	998,6	1 248,2	1 510,3	1 767,1	1 996,8	2 176,5	2 285,3	2 358,5
Klientide deponiidid	3 712,7	6 783,2	10 676,4	13 797,6	17 831,2	23 044,0	29 780,7	38 486,9	47 813,9	57 488,7	66 821,5	74 996,6	81 172,0	84 609,0
Lühiajalised kohustused kokku	3 896,7	7 046,6	11 286,0	14 558,8	18 720,3	24 092,8	31 029,3	39 985,1	49 574,2	59 505,7	69 068,3	77 423,1	83 707,3	87 217,5
Pikaajalised laenukohustused	95,2	90,2	7,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pikaajalised nõuded ja ettemaksed	24,6	18,4	33,5	51,4	64,2	80,3	100,4	125,4	151,8	177,6	200,7	218,7	229,7	237,0
Pikaajalised kohustused kokku	119,8	108,6	41,3	51,4	64,2	80,3	100,4	125,4	151,8	177,6	200,7	218,7	229,7	237,0
Kohustused kokku	4 016,5	7 155,2	11 327,3	14 610,2	18 784,5	24 173,1	31 129,6	40 110,5	49 726,0	59 683,3	69 269,0	77 641,9	83 937,0	87 454,5
Aktiivkapital	-	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Ülekurss	1,4	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Aktiivpõhiste maksete reserv	124,5	200,5	247,4	336,6	445,9	579,7	743,7	944,6	1 182,8	1 455,9	1 758,4	2 081,4	2 413,9	2 750,1
Muud reservid	-	0,7	-	18,2	-	33,7	-	17,5	-	17,5	-	17,5	-	17,5
Eelimiste perioodide jaotamata kasum	129,2	191,8	247,0	361,0	492,7	664,8	888,7	1 179,2	1 555,0	2 022,4	2 583,7	3 233,4	3 957,5	4 733,6
Aruandaasta puhtakasum (-kahjum)	30,9	32,9	114,0	131,7	172,1	223,9	290,5	375,8	467,4	561,3	649,7	724,1	776,1	819,2
Omakapital kokku	285,3	409,2	576,9	814,0	1 095,3	1 453,1	1 907,6	2 484,3	3 189,9	4 023,6	4 976,4	6 023,6	7 132,2	8 287,5
Passiiva kokku	4 301,8	7 564,4	11 904,2	15 424,2	19 879,8	25 626,3	33 037,3	42 594,8	52 915,9	63 707,6	74 245,4	83 665,5	91 069,2	95 742,0

LISA B

Mudelis kasutatud eeldused

Kasumiaruanne	Eeldused
Müügitulu	Aastatel 2024 kuni 2028 aastane müügitulu kasv on 25%. Eedus põhineb Wise 2023. majandusaasta aruandes avalikustatud strateegiale. Aastatel 2029 kuni 2023 käibe kasv hakkab järjest vähenema kuni saavutab jätkuperioodi kasvumäära taset. Jätkuperioodil müügitulu kasv on võrdne SKP prognoositava kasvuga millele on lisatud inflatsiooni prognoos.
Kaubad, toore, material, teenused	36% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Muud tegevuskulud	17% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Tööjõukulud	32% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust. Samuti lisandub eeldus, et tekib mastaabisääst ning antud osakaal väheneb iga aasta 2% võrra.
Mat Põhivara kulum	Kaalutud keskmine eluiga materiaalse põhivara puhul on 6 aastat, seega aastane amortisatsioonimäär on 1/6 ehk 17%.
Immater Põhivara kulum	Immateriale PV amortiseeritakse 3 aasta jooksul, aastastane määr on seega 1/3 ehk 33%.
Muud äritulud	Kolme aasta keskmine. Autor eeldab, et need kirjed jäävad samaks, kuna ei ole kindlat trendi.
Muud ärikulud	Kolme aasta keskmine. Autor eeldab, et need kirjed jäävad samaks, kuna ei ole kindlat trendi.
Ärikasum (-kahjum)	Matemaatiliselt arvatud
Finantskulud	Intressikulude prognoosimisel autor eeldab, et kehtivate laenu intressimäär on võrdne SONIA indeksi kümneaastase intressiswapiiga.
Kasum (-kahjum) enne tulumaksustamist	Matemaatiliselt arvatud
Tulumaks	Kasutatakse 2023. aasta majandusaastaruandes avalikustatud tegelik maksumäär
Aruandeaasta kasum (kahjum)	Matemaatiliselt arvatud
Bilanss (AKTIVA)	
Raha (ettevõtte rahajääk , vajalik rahavaru)	66,5% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Raha (seotud klientide deposiitidega)	Aastatel 2024 kuni 2028 deposiitide kasv on võrdne kolme aasta keskmise klientide kasvuga, mis on 29%. Alates 2029 aastast aastane kasvumäär hakkab järjest vähenema iga aasta võrdse protsendi võrra.
Raha (üleliigne rahavaru)	Matemaatiliselt arvatud
Nõuded ja ettemaksud	24% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Lühiajalised finantsinvesteeringud	Aastatel 2024 kuni 2028 deposiitide kasv on võrdne kolme aasta keskmise klientide kasvuga, mis on 29%. Alates 2029 aastast aastane kasvumäär hakkab järjest vähenema iga aasta võrdse protsendi võrra.
Varud	Ettevõtet ei ole varusid
Käibevara kokku	Matemaatiliselt arvatud
Materiaalne põhivara (soetusmaksumus)	Aastatel 2024 kuni 2028 põhivara aastane kasvumäär võrdub töötajate keskmise aastase kasvuga perioodil alates 2021. aastast kuni 2023. aastani, mis moodustab 33 protsendi. Alates 2029 aastast aastane kasvumäär hakkab järjest vähenema iga aasta võrdse protsendi võrra.
Mat PV Akumuleeritud kulum	Matemaatiliselt arvatud
Immateriale põhivara (soetusmaksumus)	Aastatel 2024 kuni 2028 aastane kasv on võrdne klientide kolme aastase keskmise kasvuga, mis moodustab 29 protsendi. Alates 2029 aastast aastane kasvumäär hakkab järjest vähenema iga aasta võrdse protsendi võrra.
Immater PV Akumuleeritud kulum	Matemaatiliselt arvatud
Pikaajalised nõuded	18% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Põhivara kokku	Matemaatiliselt arvatud
Aktiva kokku	Matemaatiliselt arvatud
Bilanss (PASSIVA)	
Lühiajalised laenud (etteplaneerimata)	Matemaatiliselt arvatud
Lühiajalised laenud	Autor eeldab, et Wise jätkab RCFi kasutamist ja see jääb samadel tingimustel testimise perioodiks
Võlad ja ettemaksud	41% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Klientide deposiidid	Aastatel 2024 kuni 2028 deposiitide kasv on võrdne kolme aasta keskmise klientide kasvuga, mis on 29%. Alates 2029 aastast aastane kasvumäär hakkab järjest vähenema iga aasta võrdse protsendi võrra.
Lühiajalised kohustused kokku	Matemaatiliselt arvatud
Pikaajalised laenukohustused	Autor eeldab, et ettevõtet ei teki pikaajalisi laenukohustusi prognoosiperioodil
Pikaajalised nõuded ja ettemaksud	4% müügitulust - arvatud kolme aastane keskmine protsent müügitulust
Pikaajalised kohustused kokku	Matemaatiliselt arvatud
Kohustused kokku	Matemaatiliselt arvatud
Aktiivkapital	Autor eeldab, et aktiivkapital ja ülekurs jäävad konstantseks
Ülekurs	Autor eeldab, et aktiivkapital ja ülekurs jäävad konstantseks
Aktiivpõhiste maksete reserv	Aastane juurdekasv on võrdne osalusoptionide keskmise osakaaluga tööjõukuludest. Osalusoptionide kolme aasta keskmine osakaal tööjõukuludest on 23%.
Muud reservid	Kolme aasta keskmine. Autor eeldab, et need kirjed jäävad samaks, kuna ei ole kindlat trendi.
Eelniste perioodide jaotamata kasum	Matemaatiliselt arvatud
Aruandeaasta puhaskasum (-kahjum)	Matemaatiliselt arvatud
Omakapital kokku	Matemaatiliselt arvatud
Passiva kokku	Matemaatiliselt arvatud
Muud olulised sisendid	
WACC	Gurufocus portaalis toodud kaalutu keskmine kapitali hind
Rahavoogude kasvumäär alates 2034. aastast	Prognoositud reaalne SKP (2%) euroalal + inflatsiooni pikaajaline prognoos euroalal mis põhineb keskpankade inflatsiooni eesmärkidel (1,2%)
Dividendid	Tugnedes Wise strateegiale, autor eeldab, et ettevõtte ei maksa prognoosiperioodil dividendide

Allikas: Autori koostatud

Summary

THE EFFECTS OF EMPLOYEE STOCK OPTIONS ON THE COMPANY VALUE: THE EXAMPLE OF WISE

Semjon Mazurõk

One of the most important off-balance sheet assets is human capital. In 2023, hiring competent specialists is particularly important. As a result, companies are forced to implement various motivational measures for employees to maintain competitiveness. One such measure is employee stock option programs. This form of equity compensation affects different parties: employees, management, owners, and external parties, such as investors.

The purpose of this master's thesis is to evaluate how stock options affect the value of the company. To develop Estonian-based scientific literature on the topic of stock options, the Estonian fintech startup Wise has been taken as the basis of the analysis.

Three main effects of stock options on the value of the company can be highlighted. The first is the impact on earnings, as companies offering stock option programs report additional expenses. The second is the dilution effect, which essentially means the possibility that the employee will exercise options, thereby increasing the amount of shares outstanding and reducing the equity value per share. The third is the impact on future earnings, as the fact that the company is using stock options means that the company will most likely continue to use them in the future. Estimating the extent of these impacts and the process of integrating all options into the equity value model consists of the following steps:

- Equity valuation based on the discounted cash flow model.
- Estimation of the value of issued options based on the Black-Scholes model, using the diluted share price and the adjusted time to exercise.
- Subtracting the option value from the equity value.
- Calculation of share value using adjusted equity value.

Key takeaways from this thesis based on the example of Wise are as follows:

The analysis revealed that, considering the general regulatory framework, specifically in the case of Wise, the employee stock options reduce the equity value by 7.4%. The thesis is complicated by the fact that Wise is registered in the United Kingdom, however, the company was founded in Estonia and a significant number of employees are also located in Estonia. This means that it is especially important to consider the Estonian tax system. By modeling the situation where Wise operates only according to the Estonian tax system, it

turns out that in this case, the employee stock options reduce the equity value by 6.1%. In both cases, the effect of the options is significant.

In the case of Wise, the terms of the stock options are particularly favorable. To assess how the change in terms affects the value of the stock options, a sensitivity analysis was performed. As the exercise price of stock options increases, their potential impact on equity value decreases. Companies with working stock option programs tend to do share buybacks instead of dividend payouts. Due to the volatility of the stock, the value of the stock options also increases with a longer term. The terms of stock options are therefore an important tool that a company must consider to ensure an adequate valuation of the company's value.

The conducted research shows that stock options have a significant impact on the company's value, and their exclusion may lead related parties to the wrong conclusion. Relying on the existing theoretical framework and supplementing it with his own analysis, the author offers in this thesis an effective way to incorporate stock options into equity valuation.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Semjon Mazurõk

annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose „Osalusoptsoonide mõju ettevõtte väärtusele Wise näitel“, mille juhendaja on Priit Sander, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 4.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Semjon Mazurõk
21.05.2024