

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond

Kevin Koik

ALTERNATIIVTURGUDE KOGEMUS JA PRAKTIKA – HINNANG NASDAQ FIRST
NORTH TOIMIMISELE TALLINNAS

Bakalaureusetöö

Juhendaja: nooremlektor Mark Kantšukov

Tartu 2022

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

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Alternatiivturgude roll ja maailmapraktika.....	6
1.1. Alternatiivturgude roll reguleeritud turgude kõrval	6
1.2. Alternatiivturgude liigitus	11
1.3. Alternatiivturgude toimimise praktika	13
2. Hinnang First Northi toimimisele – empiiriline analüüs	17
2.1. Andmed ja metoodika	17
2.2. Dokumendianalüüs.....	19
2.3. Kogemus ja praktika.....	22
2.3.1. Juurdepääs kapitalile.....	22
2.3.2. Vajadustele vastavus.....	24
2.3.3. Investorikaitse tagamine	29
2.3.4. Atraktiivsus investoritele.....	30
2.3.5. Liiduülene ühtlustatus.....	35
2.3.6. Hinnang eesmärgipärasusele	37
Kokkuvõte.....	40
Viidatud allikad.....	43
Lisad.....	51
Lisa A. Korraldatud pakkumised	51
Summary	52

Sissejuhatus

Ettevõtete tegutsemise motiiv on selle omanike heaolu maksimeerimine, milleni püüeldakse oma kasvupotentsiaali realiseerimise kaudu. Ettevõtluspraktikas saavutatakse või kiirendatakse kasvu läbi tulusate investeerimisprojektide, mille finantseerimiseks on bilansilises mõttes kaks võimalust: kohustised või omakapital (Drover et al., 2017). Kohustiste suurendamise ehk laenu võtmise kui ühe rahastamisvõimaluse kahjuks räägivad võlausaldajate kriteeriumid, mis on 2009. aasta majandussurutise mõjul üha karmistunud (Casey & O'Toole, 2014). Krediidilimiite ületava kapitalivajaduse probleem puudutab eriliselt väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid ning on püsivalt eksisteerinud nii arenenud kui arenevates riikides. Tänapäevase laenuturg tingib olukorra, kus investeringute rahastamiseks vaadatakse üha enam teise alternatiivi – täiendava omakapitali kaasamise – suunas. (International Finance Corporation, 2017).

Suurettevõtete jaoks pakub võimalust omakapitali kaasamiseks väärtpaberibörs, kus saab lisavahendeid avaliku emissiooni kaudu. Kuigi konkreetsed nõuded põhinimekirja pääsemiseks varieeruvad börsiti, näitab tavapärane praktika, et potentsiaalselt börsiliikmelt eeldatakse mitme aasta pikkust tegevusajalugu, miljonitesse ulatuvat turukapitalisatsiooni ja põhjalikku dokumentatsiooni varasemast tegevusest. Kuna väike- ja keskmise suurusega ettevõtted ei suuda börside põhinimekirjadesse jõudmiseks vajalikke kriteeriume enamasti täita, on nad taas keerulises olukorras. (Nasdaq Tallinn, 2021)

Võimaldamaks ka nimetatud turuosalistel täita kapitalivajadusi aktsiate avaliku pakkumise kaudu, on viimastel aastakümnetel arenenud välja alternatiivturu lahendus. Mitmepoolse kauplemissüsteemi põhimõttel töötavad alternatiivturud on loodud eesmärgiga olla väike- ja keskmise suurusega ettevõtete hüppelauaks kasvuesmärkide saavutamisel ja reguleeritud turule jõudmisel. (Bernstein, Dev, & Lerner, 2020) Eesmärgipärase toimimise heaks näiteks on Stockholmi kasvuturg Nasdaq First North, mille kaudu on reguleeritud turule jõudnud enam kui sada ettevõtet („Nasdaq Celebrates 100...“, 2021). Samas on täheldatud Londoni alternatiivturu AIM näitel, et need turud on edu kõrval toonud kaasa ka tõrkelist tüüpi ilminguid, mille kohaselt kõrge riskitasemega ettevõtted hoopis ekspluateerivad loodud võimalust, saades kergema juurdepääsu kapitalile (Piotroski, 2013). Kirjeldatud vastuolu näitab, et ühese hinnangu andmine alternatiivturgude toimimisele ei ole adekvaatne, kuna nende suurus, ajalugu, regulatsioonid ja roll finantskeskkonnas varieeruvad märkimisväärselt ka omavahel. Selle asemel

tuleks võtta kitsendatud vaade ning hinnata toimimise edukust turupõhiselt. Varasemates käsitlustes on suuremate alternatiivturgude edukust ja probleemkohti laiapõhjaliselt analüüsitud, kuid autorile teadaolevalt on Nasdaq First North Tallinnas oma väiksuse tõttu siiani suuresti kõrvale jäänud. Autor võtab oma bakalaureusetöö eesmärgiks hinnata Nasdaq First Northi toimimise kogemust ja eesmärgipärasust Tallinnas alates selle loomise hetkest. Täitmaks töö eesmärki, on autor seadnud järgmised uurimisülesanded:

- käsitleda alternatiivturgude rolli reguleeritud turgude kõrval;
- eristada ja võrrelda erinevaid alternatiivturgude vorme;
- käsitleda alternatiivturgude toimimise praktikat maailmas;
- luua dokumendianalüüsi põhjal raamistik Nasdaq First Northi toimimise kogemuse ja eesmärgipärasuse hindamiseks Tallinnas;
- kirjeldada turuosaliste hinnangu põhjal Nasdaq First Northi toimimise kogemust Tallinnas;
- anda hinnang Nasdaq First Northi toimimise kogemusele ja eesmärgipärasusele Tallinnas.

Autor näeb bakalaureusetööd kui rakenduslikku sisendit kohaliku alternatiivturu tõrgete vältimisel ja efektiivsuse tõstmisel. Sisendi loomine on oluline, kuna alternatiivturu edukus ja kõrge efektiivsus loovad eeldused ettevõtete kasvueesmärkide täitmiseks ning seega jätkusuutliku ettevõtluskeskkonna säilimiseks Eestis. Teema uurimise muudab aktuaalseks kohaliku alternatiivturu trendistumine, millest annab märku seitsme uue ettevõtte lisandumine Nasdaq First North Baltimaade kauplemisnimekirja 2021. aastal („Balti aktsiad“, 2022).

Töö koosneb kahest peatükist, mis kumbki jaguneb kolmeks alapeatükiks. Esimene peatükk annab ülevaate maailmapraktikast, luues aluse teises peatükis läbiviidava empiirilise analüüsi tarbeks. Töö esimeses osas käsitleb autor alternatiivturgude loomise vajadust ja nende funktsiooni reguleeritud turgude kõrval, eristab nende erinevad vormid ja toob välja markantsemad tähelepanekud alternatiivturgude praktikast. Maailmapraktikast ülevaate andmisel kasutab autor valdavalt teadusajakirjade poolt avaldatud artikleid ja väärtpäberituru seadust. Töö empiirilises osas kirjeldatakse esmalt analüüsi läbiviimise metoodikat ning autori poolt kogutud andmeid. Töö autor kasutab uurimismeetoditena dokumendianalüüsi ja ekspertintervjuusid, mille omavaheline integreerimine võimaldab hinnata turu toimimise eesmärgipärasust ja edukust. Dokumendianalüüsis võetakse vaatluse alla alternatiivturgude reglemendid, asjassepuutuvad Euroopa Liidu direktiivid, väärtpäberituru seadus, börside kodulehtedel esitatav informatsioon

ning välisekspertide poolt koostatud analüüsid. Ekspertintervjuude kaudu esitab autor ülevaate Nasdaq First Northi toimimisest Tallinnas nii emitentide, turu korraldajate, nõustaja kui ka pankade kogemuse läbi. Teise peatüki viimases osas annab autor hinnangu kohaliku alternatiivturu toimimise kogemusele ja eesmärgipärasusele.

Selguse huvides juhib autor tähelepanu, et siinse töö esimeses osas mõistetakse alternatiivturu termini all laiemalt kõiki reguleeritud turgude kõrval ajalooliselt eksisteerinud alternatiivsete aktsiaturgude vorme. Teises osas autor piiritleb mõiste, viidates sellega üksnes mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele ja kasvuturgudele väärtpaberituru seaduse mõistes. Börsi ja põhinimekirja terminite all mõistab autor reguleeritud turgu väärtpaberituru seaduse käsitluses. Autor hindab Nasdaq First Northi toimimist ja eesmärgipärasust üksnes Nasdaq Tallinn AS korraldatava aktsiaturu raames, jättes kõrvale võlakirjaturu ja teised rahvusvahelisele Nasdaq'i kontsernile kuuluvad samanimelised mitmepoolsed kauplemissüsteemid ja kasvuturud. Sellest tulenevalt on lihtsuse huvides töö edasises osas mõeldud First Northi all Tallinnas korraldatavat turgu, välja arvatud juhul, kui autor on teinud vastava märkuse.

Autor tänab bakalaureusetöö koostamisel abiks olnud juhendajat nooremlektor Mark Kantšukovi, kvalitatiivuuringute kaasprofessorit Eneli Kindsikot ning intervjuueeritud turuosalisi.

Märksõnad: alternatiivturg, Nasdaq First North, mitmepoolne kauplemissüsteem.

1. Alternatiivturgude roll ja maailmapraktika

1.1. Alternatiivturgude roll reguleeritud turgude kõrval

Kuigi ilminguid väärtpaberiturgude tekkimisest oli näha mitu sajandit varem, sai aktsiabörside ametlik ajalugu alguse Amsterdamis börsi loomisega 1602. aastal (Petram, 2011). Aktsiaseltside loomine ning väärtpaberitega kauplemine hoogustus Euroopas 17. sajandil tänu kiiresti arenenud kaubavahetusele, mis soodustas ettevõtete laienemist, tekitades omakorda vajaduse täiendava kapitali järele (Smith, 1929). 21. sajandiks on väärtpaberiturgude eksisteerimise fundamentaalne põhjus püsinud muutumatuna – jätkuvalt teevad ettevõtted oma aktsiad avalikult kaubeldavaks enamasti selleks, et luua ligipääs kapitalile ning realiseerida seeläbi oma kasvupotentsiaal (Welch & Ritter, 2002). Täiendavalt on Bancel ja Mitto (2008) ning Bottazzi ja Da Rin (2002) toonud välja mitmed eesmärgid, millest ajendatuna ettevõtete omanikud aktsiaid avalikult kaubeldavaks teevad:

- muuta ettevõtte laiemale avalikkusele tuntumaks;

- leida kergemini töötajaid;
- vähendada kaasatava kapitali abil laenukoormust;
- hõlbustada ühinemisi ja omandamisi;
- vähendada krediidi kulukuse määra läbi usaldusväarsuse kasvatamise võlausaldajate ees;
- hõlbustada ettevõtte algsete omanike ja riskikapitalistide osaluste müüki;
- tõsta ettevõtte usaldusväarsust ja tegevuse läbipaistvust;
- muuta ettevõtte aktsiad likviidsemaks, tõstes seeläbi ettevõtte väärtust;
- luua optsooniprogramm töötajate motiveerimiseks.

Ajalooliselt on aktsiabörsid aga propageerinud vaid suurettevõtete kasvu, kuna väike- ja keskmise suurusega ettevõtete (VKE) jaoks on reguleeritud turu nimekirja pääsemine börsi reglementides seatud tingimuste tõttu raskendatud. Tavapärase praktika kohaselt esitatakse ettevõtetele börsinimekirja jõudmiseks kriteeriumid tegevusalal tegutsemise pikkuse, aktsiate turuväärtuse ning finantsaruandluse nõuetekohase täitmise kohta. (Šestanović, 2015) Selliste nõuete seadmise kõige fundamentaalsem eesmärk sõnastati Ameerika Ühendriikides 1934. aasta väärtpaberibörsi seadusega, milleks oli vaba ja avatud turu hoidmine, kus väärtpaberi väärtust puudutav informatsioon on kõigile turuosalistele võrdselt kättesaadav (Smith, 1936). Karm reglementeeritus on investorite vaatepunktist seega selgelt põhjendatav, kuid VKEde jaoks moodustavad need kriteeriumid barjääri kapitalivajaduste täitmisel.

Poliitikakujundajate jaoks on VKEde kasvuvõimaluste toetamine aga makromajandusliku jätkusuutlikkuse seisukohalt oluline, kuna globaalselt pakuvad need tööd kahele kolmandikule tööjõust ning loovad enim uusi töökohti (Ayyagari, Demircug-Kunt, & Maksimovic, 2011). Juba 1970. aastatel nähti Euroopas VKEsid ühe olulisema lülina innovatsiooni, rikkuse, tööturu ja rahvusvahelise konkurentsivõimelisuse seisukohalt. Samuti teadvustasid poliitikud nii VKEde ebapiisava kapitali kättesaadavuse probleemi kui ka võimalikku lahendust olukorra parandamiseks. Nimelt oli lahendus leitud Ameerika Ühendriikides, kus loodi 1971. aastal NASDAQ-i börs. NASDAQ-i põhiidee oli pakkuda ligipääsu kapitalile ka lühema tegevusajalooga kasvuettevõtetele, nõudes vastu läbipaistvust läbi ettevõtlustegevust puudutava informatsiooni avalikustamise. Ameerika Ühendriikide mõistes sai NASDAQ-ist suurima väärtpaberibörsi New Yorgi börsi (NYSE) kõrval alternatiivturg, mis pakkus kasvamisvõimalust ettevõtetele, kes NYSE-le ei kvalifitseerunud. (Posner, 2009: 12–17, 73–77)

Vaatamata sellele, et Ameerika Ühendriikides oli VKEde kasvu toetamiseks välja töötatud toimiv lahendus, ei võtnud poliitikud Euroopas üleliidulise alternatiivturu loomise ideed esiti omaks, kuna seda nähti äärmuslikult kapitalistliku ideena, mis vähendaks reguleeritud turgude likviidsust ning seal noteeritud ettevõtete kasumlikkust. Poliitikud põhjendasid vastumeelsust alternatiivturgude osas sooviga kaitsta oma kodanikke ning olid seisukohal, et kapitali jagamisel läbi pankade ja subsidiumite on kontrolli kohaliku majanduse üle lihtsam säilitada, mis omakorda võimaldab poliitilisi eesmärke paremini täita. (Posner, 2009: 117–149). Niisiis ei jõutud Euroopa Liidus alternatiivturgude temaatika osas toetava konsensuseni ning liikmesriikidele jäi alles individuaalne otsustusõigus nende loomise üle. Euroopas tegutsevate börside korraldajad hakkasid senitoiminud turge restruktureerima ning löid reguleeritud turgude kõrvale madalamate sisenemistingimustega noteerimata aktsiate segmente. Itaalias hakkas VKEde finantsinstrumentidega kauplemist pakkuma 1978. aastal loodud noteerimata aktsiate turg (*mercato ristretto*), millele järgnes identse olemusega turu (Unlisted Securities Market – USM) loomine 1980. aastal Suurbritannias. Kui Londoni reguleeritud turul oodati ettevõtetest viieaastast tegevusajalugu, vabalt kaubeldavate aktsiate 25%-list osamäära (*free float*), detailset prospekti ning valmisolekut maksta 5–10% tuludest noteerimisprotsessi läbiviimiseks, siis USM-i korraldajad nõudsid ettevõtetest vaid 10% aktsiate kuulumist avalikkusele ning kolmeaastast (tingimuslikult ka lühemat) tegevusajalugu. (Schmidt, 1984; Buckland & Davis, 2016; Bank of England, 1983) Itaalia ja Suurbritannia jälgedes arenesid 1980. aastate alguses uued turusegmentid ka Prantsusmaal, Taanis, Iirimaa, Luksemburgis, Saksamaal, Belgias, Itaalias ja Kreekas. Uute turusegmentide mahajäämus populaarsust koguva NASDAQ-i kõrval oli suur. Kui NASDAQ-is liikus kauplemine üle elektroonilisse kauplemissüsteemi, siis Euroopa turgudel kaubeldi jätkuvalt hõikeoksjoni (*open outcry*) meetodil tihti vaid kord nädalas toimunud oksjonitel. (Schmidt, 1984) 1980. aastate loodud turusegmentide arengulugu Euroopas jäi aga lühikeseks, kuna 1987. aasta aktsiaturgude languse käigus kannatasid need enim ning suurem osa neist taastus järgnevatel aastatel vähesel määral või ei taastunud üldse (Commission of the European Communities, 1995). Näiteks suleti 1992. aastal sel põhjusel Londonis tegutsenud USM (Weber & Posner, 2000).

Uus järsk tõuge alternatiivturgude loomisel Euroopas algas 1990. aastatel, kui 1993. aastal andis Euroopa Liidu Nõukogu välja investeerimisteenuste direktiivi (ISD), mis hõlbustas üleliiduliselt ühtse väärtipaberituru loomist. Teiseks motiveerivaks ajendiks oli Euroopas

eksisteerinud struktuurse tööpuuduse probleem, mille oli edukalt lahendanud globaalset tuntust kogunud NASDAQ, olles perioodil 1990–1994 loonud 16% uutest töökohtadest vaatamata sellele, et börsi nimekirjas olnud emitendid moodustasid vaid 0,04% kõigist Ameerika Ühendriikide ettevõtetest. Eeldused VKEdele mõeldud uute alternatiivturgude tekitamiseks olid olemas ning 1993. aastal hakati Ronald Coheni eestvedamisel Suubritannias planeerima uut USM-i asendava turu loomist, kus oleks juba kasutusele võetud elektrooniline kauplemissüsteem. Coheni ideed kopeerides hakkas belglasest riskikapitalist Jos Peeters paralleelselt eest vedama üleeuroopalise börsi EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System) loomist, mille eeliseks uue kohaliku Londoni turu ees peeti selle laiemat üleliidulist nähtavust. Kuna konkurents alternatiivturgude loomise osas tihenes, kiirendati Londonis uue turu loomist tagant, mille tulemusel alustas 1995. aastal tegevust London AIM (Alternative Investment Market). Samal aastal otsustas Prantsusmaa, kes esmalt planeeris EASDAQ-i projektiga liitumist, et loob siiski ise kohaliku Nouveau Marché nimelise alternatiivturu, kuna üleliidulise turu loomine tekitas nende hinnangul liigset riski oma emitentide üle kontrolli kaotamise osas. Aasta hiljem arenes Prantsusmaa kohalikust turust välja Euro.NM, mis ühendas vastloodud Prantsusmaa Nouveau Marché, Saksamaa Neuer Markt, Belgia Euro.NM, Madalmaade Nieuwe Markt ja Itaalia Nuovo Mercato alternatiivturud ning kujutas EASDAQ-iga võrreldes iseseisvate turgude võrgustikku, mitte ühe turu korraldaja eestveetavat ühisturgu. (Commission of the European Communities, 1995; Weber & Posner, 2000)

Finantsturgudel oli äkitselt tekkinud suur siseliiduline konkurents alternatiivturgude loomise osas ning Peetersil muutus EASDAQ-i idee teostamine ennustatust keerulisemaks. 1996. aastal õnnestus pärast rahastuse saamist EASDAQ siiski käivitada, mille järgselt hoogustus alternatiivturgude loomine veelgi. Aastaks 2006 oli Euroopas avatud üle kahekümne uue NASDAQ-i ideed kopeeriva turu. (Posner, 2009: 6–12, 159–176) Paralleelselt Euroopa ja Ameerika Ühendriikidega arenesid alternatiivturud välja ka mujal maailmas. 1999. aastal tekkis alternatiivturg Kanadas (Canadian Venture Exchange – CDNX), mis 2002. aastal nimetati ümber kui TSX Venture Exchange ("TMX Group History at Glance", 2012). Jaapanis nimetati varem eksisteerinud börsiväliste väärtpaberite turg 1998. aastal ümber JASDAQ-iks ning iduettevõtetele suunatud alternatiivturg Mothers avati aasta hiljem. Tänapäevaks on NASDAQ kasvanud NYSE börsiga konkureerivaks ning ei kujuta enam niivõrd alternatiivturgu selle

esialgses tähenduses. (Granier, Revest, & Sapio, 2019) NASDAQ-i kõrval on globaalselt kujunenud suurimateks alternatiivturgudeks Kanada, Suurbritannia, Jaapani ning Põhja- ja Kesk-Euroopa riikide turud (vt tabel 1).

Tabel 1

Maailma suurimad alternatiivturud

Alternatiivturg	Asukoht	Loomise aasta	Emitentide arv
TSX Venture Exchange	Kanada	1999	1903
London AIM	Suurbritannia	1995	860
Euronext Growth/Access	Belgia, Iirimaa, Portugal, Norra, Prantsusmaa	2005	756
JASDAQ	Jaapan	1998	695
Nasdaq Nordic First North	Taani, Rootsi, Soome, Island	2005	620
Mothers	Jaapan	1999	424

Allikas: autori koostatud Kee, 2021; Nasdaq Nordic, 2022; London Stock Exchange, 2022; Euronext, 2022; Japan Exchange Group, 2022 põhjal

Loodud turud on täitnud börside kõrval sarnast eesmärki ja rolli, pakkudes ligipääsu kapitalile, kuid on seejuures keskendunud väiksematele ettevõtetele, lihtsustades nii kauplemisele võtmise nõudeid kui ka kohustusi, mis avaliku ettevõttena tegutsemisel kaasnevad. Lihtsustustest tulenevalt peavad investorid arvestama, et alternatiivturul investeerimisega kaasneb suurem risk ja väiksem likviidsus, mistõttu on need ka vähem huvi pakkunud institutsionaalsetele investoritele, näiteks pensionifondidele (vt tabel 2). (Šestanović, 2015)

Tabel 2

Alternatiivturu ja reguleeritud turu võrdlus

Näitaja	Alternatiivturg	Reguleeritud turg
Kauplemisele võtmise/noteerimise tingimused	leebed või puuduvad nõuded ettevõtte tegevusajaloo ja turukapitalisatsiooni osas	mõneastase tegevusajaloo ja mitmekümne miljoni suuruse turukapitalisatsiooni nõue

Halduskoormus	leebemad nõuded informatsiooni avaldamise ja raporteerimise osas	rangemad informatsiooni avaldamise ja raporteerimise nõuded
Emitendid	kõrgema riskiga kasvuettevõtted, tegutsevad peamiselt innovaatilistel tegevusaladel	väljaarenenud ettevõtted, tegutsevad erinevatel tegevusaladel
Investorkond	väikeinvestorid ja vähesel määral institutsionaalsed investorid	lai investorkond ning institutsionaalsete investorite suur osakaal
Risk ja likviidsus	suurem risk ja väiksem likviidsus	suurem likviidsus ja väiksem risk

Allikas: Autori koostatud Šestanović, 2015 põhjal

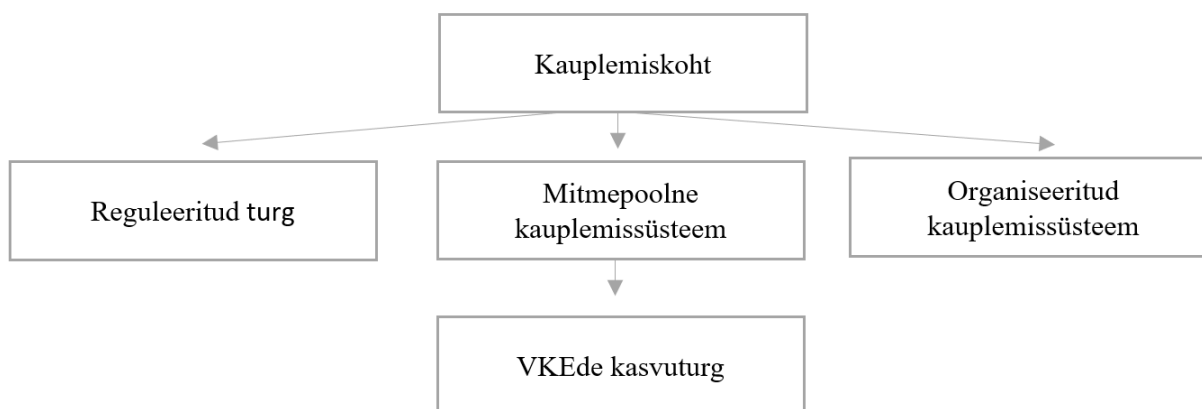
Eelmainitud tunnuste põhjal on alternatiivturud reguleeritud turgudest selgelt eristatavad, kuid kapitaliturgude arenemisega on muutunud keerulisemaks hoopis alternatiivturu mõiste piiritlemine, mis on tingitud selle uute vormide tekkimisest. Järgnevalt vaatleb autor erinevaid alternatiivturgude liigitusi ning võrdleb neid omavahel.

1.2. Alternatiivturgude liigitus

Ajalooliselt reguleeritud börside kõrval tegutsenud noteerimata aktsiate segmendid kujutasid endast turukuritarvituste rohkuse tõttu investorite seisukohalt olulist ohtu (Weber & Posner, 2000). Varasemalt mainitud investeerimisteenuste direktiiv (ISD) oli esimene, mis hakkas börside tegevust Euroopa Liidus tõsisemalt kontrollima ja ühtlustama, seades minimaalsed nõuded reguleeritud turgude korraldamiseks (Cherednychenko, 2010). Alles 2004. aastal, kui võeti vastu ISDi asendav Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, mida tuntakse kui MiFID direktiivi all, kirjeldati esimest korda ka neid eesmärgi ja nõudeid, mis puudutasid VKEde rahastamist ja reguleeritud turgude kõrval tegutsevaid alternatiivturge. (Nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ, 1993) 2007. aastal jõustunud direktiivi põhiline eesmärk oli Euroopas tegutsevate finantsturgude täiendav ühtlustamine reeglite osas, mis looksid üha keerulisemaks muutuvate finantsteenuste ja -toodete valguses investoritele paremat kaitset. Ühtlustamine hõlmas ka alternatiivturge, mida MiFID-is hakati nimetama mitmepoolseteks kauplemissüsteemideks (*multilateral trading facility* – MTF). (Direktiiv 2004/39/EÜ, 2004) Ameerika Ühendriikides on mitmepoolsete kauplemissüsteemide lähimaks vasteks peetud

alternatiivseid kauplemissüsteeme (*Alternative Trading System – ATS*), mis viivad investorite ostu- ja müügihuvid kokku börsiväliselt (Corporate Finance Institute, 2022).

Finantskriisi järgselt kohandati MiFID direktiivi ning 2014. aastal anti välja direktiivi teine versioon MiFID II, kus tutvustati täiendavalt ka organiseeritud kauplemissüsteemide (*organized trading facility – OTF*) ja VKEde kasvuturgude kontseptsiooni, mis ka väärtpaberituru seaduses kajastati. Organiseeritud kauplemissüsteemid on mõeldud võlakirjade, struktureeritud finantstoodete, lubatud heitkoguse väärtpaberite või tuletisinstrumentidega kauplemiseks ning moodustavad reguleeritud turu ja mitmepoolse kauplemissüsteemi kõrval kolmandat tüüpi kauplemiskoha. VKEde kasvuturg ei moodustanud uut eraldi kauplemiskoha liiki, vaid on mitmepoolse kauplemissüsteemi alaliik (vt joonis 1). Uue alaliigi loomisega loodeti teha mitmepoolsed kauplemissüsteemid senisest nähtavamaks, reeglite osas ühtsemaks ja terviklikumaks ning atraktiivsemaks investoritele ja potentsiaalsetele emitentidele. VKEde kasvuturuks registreerimiseks peavad mitmepoolsete kauplemissüsteemide nimekirjades olevatest emitentidest vähemalt 50% kuuluma VKE mõiste alla MiFID II tähenduses, mis tähendab, et ettevõtte viimase kolme aasta keskmine turukapitalisatsioon peab olema alla 200 miljoni euro. (*Direktiiv 2014/65/EL*, 2014) Euroopas tegutsevate kauplemiskohtade nimistut peab Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, kus on registreeritud 127 reguleeritud turgu, 142 mitmepoolset kauplemissüsteemi ning 29 organiseeritud kauplemissüsteemi. Euroopas tegutsevatest mitmepoolsetest kauplemissüsteemidest 18 on registreeritud ka kasvuturuks. (European Securities and Markets Authority, 2022)



Joonis 1. Kauplemiskohtade liigitus

Allikas: Autori koostatud *Direktiiv 2014/65/EL*, 2014 põhjal

Mitmepoolsete kauplemissüsteemide ja kasvuturgude kõrval liigitatakse praktikas alternatiivturu mõiste alla tihti ka ühisrahastusplatvorme ja nende järelturge. Ühisrahastamine laiemalt võib toimuda annetuste, laenamise, hüvitiste või omakapitalipõhiselt, olenevalt sellest, mida investorid oma rahalise ressursi loovutamise eest vastutasuks saavad (Belleflamme, Lambert, & Schwienbacher, 2014). Siinse töö kontekstis konkureerivad mitmepoolsete kauplemissüsteemide ja kasvuturgudega need ühisrahastusplatvormid, kus investorid saavad vastutasuks osaluse raha kaasavast ettevõttest. Seejuures võib osalus olla nii otsene kui ka kaudselt esindajakonto kaudu (Laks, 2021). Sarnaselt mitmepoolsete kauplemissüsteemide ja kasvuturgudega täidavad ühisrahastusplatvormid VKEde rahastamisvõimaluste parendamisel olulist rolli, kuna ühena enamlevinud põhjustest, miks ettevõtted platvorme kasutavad, on täiendava kapitali kaasamine. Lisaks sellele võimaldavad platvormid ettevõtjatel oma äriideed valideerida ning tõsta ettevõtte nähtavust. (Belleflamme, Lambert, & Schwienbacher, 2014)

Tehnoloogiliste lahenduste ja võimaluste keerustumise tõttu muutuvad alternatiivturud ja peamiselt neis kaubeldavad finantsinstrumendid aina komplekssemaks, mis toob tulevikus tõenäoliselt kaasa veelgi enam uusi alternatiivturgude vorme. Ilminguid modernsemate vormide tekkest on näha ka Eesti näitel, kus tegutseb plokiahela tehnoloogiat kasutav ettevõtte Ignium, kes pakub klientidele võimalust digitaalsete väärtpaberite arveldamiseks ja nendega kauplemiseks järelturul. (Maranik, 2021) Kuigi investoritele pakutavate instrumentide ja platvormide paljususe tõttu on alternatiivturu mõiste laienemas, säilib jätkuvalt nõudlus ka efektiivselt toimivate traditsiooniliste kauplemiskohtade järele, mille senist praktikat ja edukust autor järgnevalt käsitleb (PwC, 2019).

1.3. Alternatiivturgude toimimise praktika

Mitmepoolsete kauplemissüsteemide loomise mullistumise eel oli Euroopas reguleeritud ja alternatiivturgude omavaheline konkurents nii riikide siseselt kui ka üleliiduliselt madal. Väliskapitali sissevool börsidele oli väike ning põhiline rahavoog suundus suurettevõtetesse, mis hoidis üleval VKEde kapitalipuuduse probleemi. (Goergen, Khurshed, McCahery, & Renneboog, 2002) Kui Euroopas algas pärast 1995. aastat hoogne alternatiivturgude loomine, süvenes ka turgudevaheline võistlus suurinvestorite kapitali üle. Tehnoloogiliste võimaluste laienemine, eeskätt elektrooniliste kauplemissüsteemide kasutuselevõtt, ning globaliseerumine hakkasid soosima kapitali mobiliseerumist ja alternatiivturgude osatähtsuse kasvu reguleeritud turu kõrval. (Bagheri & Nakajima, 2004)

Institutsionaalsete investorite jaoks tegi Euroopa alternatiivturgudel investeerimise usaldusväärseks ka üleliiduliselt levima hakanud EASDAQ-i mudel, mis sarnanes ennast juba tõestanud NASDAQ-ile Ameerikas. Lisaks soosis kapitali sissevoolu alternatiivturgudele üleüldine tugev kasv majanduses ning ühiskondlik positiivne meelestatus tehnoloogia- ja kasvuettevõtete osas, mida toetas väikeinvestoreid kaitsnud alternatiivturu toimimise süsteem. Kaitset pakkusid alternatiivturgude reglemendid, mis nõudsid ettevõtetelt suurt läbipaistvust oma tegevuse osas. Varasemad uuringud on näidanud positiivset korrelatsiooni kauplemisele võetud ettevõtete ausa ja läbipaistva juhtimise ning börsi üleüldise kasvu ja likviidsuse vahel. (Posner, 2009: 6–12; Goergen, Khurshed, McCahery, & Renneboog, 2002)

Nimetatud faktorid kasvatasid sajandi lõpul alternatiivturgude populaarsust kiiresti nii Ameerikas kui Euroopas. NASDAQ-il kaasati 1990. aastatel ligi 3 miljardit dollarit ning uusi ettevõtteid lisandus nimekirja 6000. Markantseimaks kujunes 1997. aastal loodud Neuer Markt Saksamaal, kus oli 2000. aastaks nimekirjas 143 ettevõtet ning sama aasta lõpus 325. Neuer Markti börsiindeks näitas kolme aasta jooksul 1636% suurust tõusu, kuid dot-com mulli lõhkemise järel oli nimekirjas olnud ettevõtetest 2002. aastaks pankrotistunud 30 ning 40 jäid vahele turukuritarvitustega. Börsiindeks langes järsult ning enim said lüüa väikeinvestorid, kes olid kasvuettevõtete maania valguses raha alternatiivturgudele investeerinud. Majanduslangusele eelnenud perioodiga võrreldes langes Itaalia Nuovo Mercato alternatiivturul käive 11%-ni varasemast, Neuer Marktil 6%-ni ning EASDAQ-il 1%-ni. Alternatiivturgude maine oli saanud oluliselt kahjustada ning järk-järgult lõpetasid oma tegevuse Neuer Markt, EASDAQ, Nouveau Marché ning Euro.NM, mille uueks nimeks sai NextEconomy. (Bottazzi & Da Rin, 2002; Posner, 2009: 143–147)

Kuigi 21. sajandi alguses nähtu märgib alternatiivturgude ajaloos perioodi, kus enamik investeeritud kapitalist kaotati, ei saa nende edukuse hindamisel olla see ainus indikaator. Bottazzi ja Da Rini (2002) hinnangul on lisaks tulususele alternatiivturgude kogemuse uurimisel oluline analüüsida muu hulgas ka nende (1) üldist edu kõrge kasvupotentsiaaliga ettevõtete turule toomisel, (2) turuosaliste edukust kapitali kaasamisel ning (3) kauplemisele võetud ettevõtete käivete, varade, laenukoormuse, töötajate arvu, välisriigis teenitud tulu ning teadus- ja arendustegevusele tehtud kulutuste muutust enne ja pärast alternatiivturule tulemist. Alternatiivturgude toimimise hindamisel on varasemalt kasutatud ka Lazonicki (2007) viiefunktsioonilist mudelit, mille võtsid Suurbritannia, Prantsusmaa, Itaalia, Rootsi ja Jaapani

alternatiivturgude analüüsimisel fundamentaalseks aluseks Granier, Revest ja Sapio (2019).

Mudel näeb ette, et turu edukaks toimimiseks peab see täitma viit funktsiooni (Lazonick, 2007):

A. Loomisfunktsioon (*creation*) – Börs soodustab kapitali sissevoolu ettevõtetesse, kuna eeldatakse suurenevat likviidsust tulevikus, mis võimaldab omanikel ja riskikapitalistidel investeringust väljuda. Suurem likviidsus ja hõlbustatud väljumine soodustavad uute ettevõtete loomist ja pikaajaliste investeringute tegemist.

B. Kontrollifunktsioon (*control*) – Börs mõjutab ettevõtte osanike hulka ja nende osatähtsust, hallates seega seda, kes omab ettevõtte üle kontrolli.

C. Kombineerimisfunktsioon (*combination*) – Börsil saab ettevõtte aktsiast raha asendav vääring, mis võimaldab kasutada seda teiste ettevõtetega ühinemisteks või nende omandamiseks.

D. Kompensatsioonifunktsioon (*compensation*) – Börsil saab ettevõtte aktsiast vääring, mis võimaldab tunnustada ettevõtte omanikke ja juhte läbi optsiooniprogrammide.

E. Rahafunktsioon (*cash*) – Börs suurendab ettevõtte vabade vahendite hulka, mida on võimalik kasutada nii investeringute tegemiseks, laenukoormuse vähendamiseks, tegevuskulude katmiseks või väljamaksete tegemiseks investoritele läbi dividendide või tagasiostuprogrammide.

Lazonick (2007) ning Granier et al. (2019) on esitanud ka funktsioonidele vastavad mõõdikud (vt tabel 3), mis võimaldavad turgude toimimist hinnata. Loomisfunktsiooni täitmist täheldasid Granier et al. (2019) Londoni alternatiivturul AIM, kus oli vaatlusalustest turgudest uute kauplemisele võtmiste arv suurim, kusjuures suur osa neist olid suunatud pakkumistel põhinevad, mis toetab kiiremat kauplemisele võtmise protsessi. Loomisfunktsiooni järgimist ning turu eesmärgipärast toimimist on inditseerinud ka Stockholmi alternatiivturg First North, kus 2021. aastal jõudis reguleeritud turule siirdunud ettevõtete arv sajani („Nasdaq Celebrates 100 Switches...., 2021).

Alternatiivturgude kontrollifunktsiooni uurides on leitud, et Jaapanis ja Suurbritannias on kauplemisele võtmise järgselt esimestel aastatel koondunud suur osa ettevõttest väiksema hulga omanike kätte. Mõne aasta jooksul muutub omanike ring üldjuhul laiemaks, mis toetab ettevõtte jõudmist reguleeritud turule. Kombineerimis- ja rahafunktsiooni analüüsides on tuvastatud, et alternatiivturgudel esineb tihedamini tehinguid, kus emitendid on ülevõtjateks, mitte ülevõetavateks. See propageerib ettevõtete kasvu ja reguleeritud turule jõudmist pikas perspektiivis. (Granier, Revest & Sapio, 2019)

Tabel 3

Turu funktsioonid ja edukuse mõõdikud

Funktsioon	Mõõdik
loomisfunktsioon	• riskikapitali osatähtsus emitentide kapitalistruktuuris • institutsionaalsete pakkumiste ja erapakkumiste osatähtsus avalike pakkumistega võrreldes
kontrollifunktsioon	• ettevõtete siirdumised alternatiivturult reguleeritud turule • ettevõtte osanike kontsentreerituse muutus turuga liitumise järgselt
kombineerimis- ja rahafunktsioon	• ettevõtete arv, kes on omandanud teisi ettevõtteid läbi ühinemis- ja omandamistehingute • ettevõtete arv, kes on teiste ettevõtete poolt üle võetud ühinemis- ja omandamistehingute käigus
kompensatsioonifunktsioon	• tagasiosstuprogrammide ja dividendimaksete sagedus • optsooniprogrammi populaarsus ettevõtetes

Allikas: Autori koostatud Granier, Revest & Sapio, 2019; Lazonick, 2007 põhjal

Lazonicki loodud teoreetilist raamistikku on võimalik efektiivsuse analüüsimiseks kohaldada ka teistele alternatiivturgudele, tuvastamaks tõrkeid ja probleeme, mis takistavad turul selle eesmärkide täitmist. Kohaldamine õnnestub praktikas tihti vaid osaliselt, kuna mudel nõuab uurijatelt põhjalikke kvantitatiivseid andmeid. Seetõttu on oluline varasemate teadusuuringute põhjal tuvastada ka teisi tendentse, mis tõrkeid alternatiivturgudel tekitavad. Tõrgeteks nimetab autor olukordi, kus emitentide ärilised eesmärgid ja motivatsioon ei kattu alternatiivturgude toimimise põhimõtetega. Teisisõnu on tegemist olukordadega, kus emitentidel tekib võimalus süsteemi ekspluateerida regulatiivsete lünkade tõttu. Laiemalt levinud tõrkena on teadusuuringud käsitlenud ettevõtete otsuseid kauplemisele võtmiseks valitava turu osas. Doukas ja Hoque (2016) on leidnud Londoni näitel, et leidub hulgaliselt ettevõtteid, kes on enda aktsiad viinud alternatiivturule, samas kui kriteeriumite poolest oleksid nad ka reguleeritud turule kõlbulikud. Sellise nähtuse üheks põhjuseks tõid autorid alternatiivturgude madalad sisenemistasud, mis äriliste eesmärkide vaatest on atraktiivsed. Levinud põhjuseks alternatiivturu valimisel on ka kergem ligipääs kapitalile, mis on tingitud leebematest kauplemisele võtmise tingimustest võrreldes reguleeritud turuga. Täiendavalt on Piotroski (2013) pidanud üheks tõrkeks ka kauplemisele võtmise protsessis ettevõtteid toetavate nõustajate madalat motivatsiooni järelevalve piisavalt põhjalikuks teostamiseks, kuna trahvid järelevalvereeglite rikkumisel on liialt madalad.

Varasemate autorite poolt esitatud maailmapraktika alusel leiab autor, et suuremate alternatiivturgude toimimise põhjal hinnatakse nende tegevust vaatamata väiksemate tõrgete eksisteerimisele üldjoontes eesmärgipäraseks. Paralleelselt juhib autor tähelepanu ka sellele, et varasemas kirjanduses on jõutud järeldustele valdavalt suurriikide kogemuse varal, kus on kapitaliturud hästi välja arenenud. Sellele vaatamata on alternatiivturgude roll ja eesmärk riikideüleselt ühtne – võimaldada VKEdele paremat ligipääsu kapitalile. VKEde paljususe tõttu on ligipääsu loomine ja alternatiivturgude efektiivne toimimine oluline mitte ainult ettevõtete endi eesmärkide täitmiseks, vaid ka riikide majanduste jätkusuutlikkuse seisukohalt laiemalt.

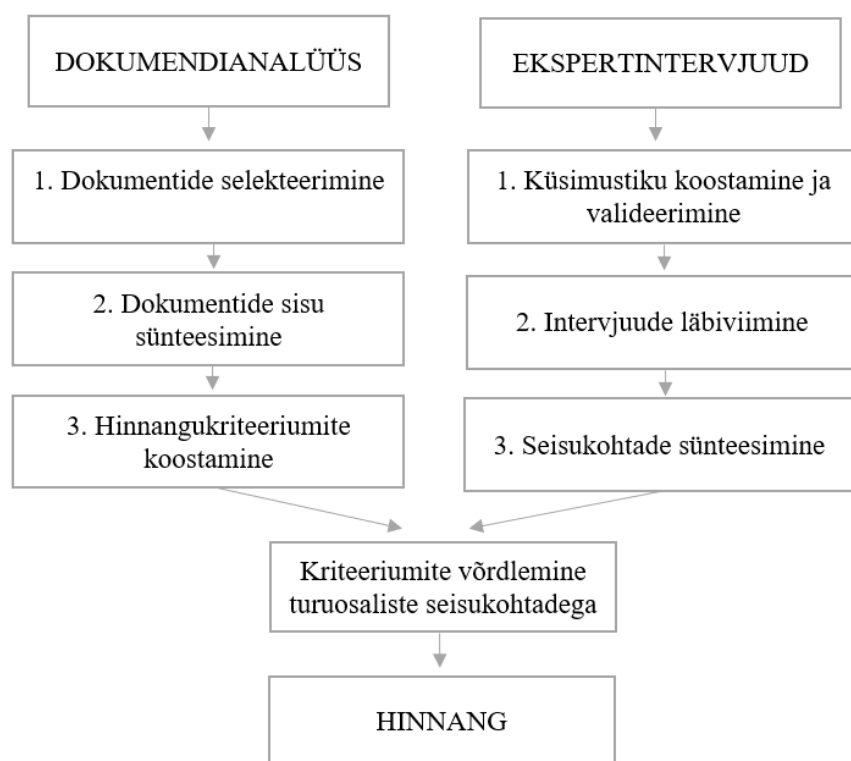
2. Hinnang First Northi toimimisele – empiiriline analüüs

2.1. Andmed ja metoodika

Sissejuhatuses ja käesoleva töö esimeses osas esitatud olukorrakirjeldus viitab uurimisprobleemile, milleks on vajadus hinnata teaduspõhiselt First Northi toimimise edukust ja eesmärgipärasust Tallinnas. Probleemi lahendamiseks vajaliku metoodika valikul tuleb meeles pidada sellele turule iseäralikke omadusi. Tegemist on mastaabilt väikese turuga, mille tegevusajalugu on teiste suuremate alternatiivturgudega võrreldes lühike. Märkimisväärne osa emitentidest on turule lisandunud 2021. aastal ning siirdeid reguleeritud turule toimunud ei ole. Seetõttu ei annaks töö esimeses osas esitatud mudelite kasutamine kohaliku alternatiivturu toimimise empiirilisel hindamisel adekvaatseid hinnanguid. („Balti aktsiad“, 2022) Kuna puhtalt kvantitatiivse iseloomuga meetodite rakendamine First Northi puhul on raskendatud, soovib autor uurimisprobleemi lahendada kvalitatiivsete uurimismeetodite integreerimise abil.

Bakalaureusetöö empiirilises osas seob autor dokumendianalüüsi ja ekspertintervjuu meetodid, mille abil kogutud informatsiooni omavahelisel võrdlemisel jõuab autor järeldusele First Northi toimimise efektiivsuse ja eesmärgipärasuse osas (vt joonis 2). Dokumendianalüüsi käigus loob autor normatiivse ülevaate Euroopas tegutsevatele mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele seatud eesmärkidest ja neile kohalduvast õigusraamistikust. Dokumendianalüüsi kaasab autor MiFID I (*Direktiiv 2004/39/EÜ*, 2004) ja MiFID II (*Direktiiv 2014/65/EL*, 2014) direktiivid, MiFIR määruse (*Määrus (EL) nr 600/2014*, 2014), turukuritarvituste määruse (*Määrus (EL) nr 596/2014*, 2014), Eesti väärtpaberituru seaduse (VPTS) (*Väärtpaberituru seadus*, 2022), prospektimääruse (*Määrus (EL) 2017/1129*, 2017), Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve juhised ja suunised (ESMA, 2021; ESMA, 2020), teemakohased valdkonna välisekspertide raportid (Technical Expert Stakeholder Group, 2021;

FESE, 2020; Otero, 2021; Oxera Consulting LLP, 2020) ja mitmepoolsete kauplemissüsteemide reglemendid. Autor koondab nimetatud dokumentides esitatud informatsiooni sidusaks tervikuks ning sõnastab selle tulemusel peatükis 2.2. mitmepoolsete kauplemissüsteemide toimimisele seatud konkreetse eesmärgi ning selle täitmiseks vajalikud eeldused. Selliselt loob autor mudeli, mille abil peatükis 2.3. edasiselt hinnata kohaliku First Northi toimimise kogemust ja eesmärgipärasust ekspertintervjuude käigus kogutud informatsiooni põhjal.



Joonis 2. Uuringu disain

Allikas: Autori koostatud

First Northi toimimise kogemusest ülevaate saamiseks koostas autor esmalt iga läbiviidava intervjuu tarbeks küsimustiku ning valideeris küsimustiku sisu Tartu Ülikooli kvalitatiivuuringute kaasprofessor Eneli Kindsikoga, kelle tagasisidest lähtuvalt korrigeeriti küsimusi, et tõsta intervjuude läbiviimise efektiivsust ja kogutava informatsiooni kasulikkust. Seejärel viis autor läbi seitse poolstruktureeritud intervjuud ja ühe struktureeritud intervjuu perioodil märts kuni mai 2022 (vt tabel 4). Intervjueeritud turuosaliste seas oli kolm emitenti,

kaks kohaliku turu korraldajat, turu korraldaja Rootsist, nõustaja ning pangandusekspert. Autor juhib ka tähelepanu, et töö empiirilises osas mainitud seisukohtade puhul on tegemist turuosaliste isikliku arvamusega, mitte nende esindatava osapoole või organisatsiooni ametliku seisukohaga.

Tabel 4

Intervjueeritud turuosalised

Nimi	Ettevõte	Amet	Roll	Kestus (min)
Enn Laansoo	ELMO Rent	asutaja	emitent	81
Kaspar Peek	Hagen Bikes	asutaja	emitent	44
Kadri Rauba	Linda Nektar	tegevjuht	emitent	43
Kaarel Ots	Nasdaq Tallinn	tegevjuht	turu korraldaja	36
Eveli Lepamets	Nasdaq Tallinn	emitenditeenuste juht	turu korraldaja	84
Maria G. Dellwik	Nasdaq Stockholm	strateegia ja äriarenduse juht	turu korraldaja	*
Georg Kuusik	Ellex Raidla Advokaadibüroo	advokaat	nõustaja	62
Sander Pikk	LHV Pank	maakleritegevuse juht	börsi liige/maakler	18

Märkus. * intervjueeritud kirjalikul teel

Allikas: Autori koostatud

Pärast dokumendianalüüsi ja ekspertintervjuude teostamist kõrvutas autor kummagi meetodi abil kogutud informatsiooni ning kujundas selle põhjal välja hinnangu First Northi toimimise eesmärgipärasuse osas. Järgnevalt tutvustab autor empiiriliselt kogutud informatsiooni.

2.2. Dokumendianalüüs

Mitmepoolsete kauplemissüsteemide toimimisega seonduvad eesmärgid on peamiselt sõnastatud MiFID I, MiFID II direktiivides ning turukuritarvituste ja prospektimäärustes. MiFID-i esimene versioon keskendus põhiliselt vajadusele keerulisemaks muutunud finantsturgude valguses eristada omavahel reguleeritud turu ja mitmepoolse kauplemissüsteemi määratlused ning tagada seejuures investorite tõhus kaitse, mis on võimalik ühtse ja tervikliku Euroopa Liidu ülese õigusraamistiku loomise läbi. MiFID-i teine versioon keskendus süvenenumalt finantsturu tõrgete eemaldamisele, mis ilmneseid 2007.–2008. aasta kriisi

tagajärjel. Direktiivis on selgelt esitatud eesmärgiks hõlbustada VKEde juurdepääsu kapitalile, millest tulenevalt loodi ka mitmepoolsete kauplemissüsteemide uus alaliik (VKEde kasvuturg). Olulise aspektina lisatakse hilisemasse direktiivi ka mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele seatud eesmärgid nende nähtavuse parandamise ja atraktiivsuse kasvatamise osas investorite seas. Seejuures on täiendavate eesmärkidenä MiFID II direktiivis ning MiFIR, turukuritarvituste määruses ja prospektimääruses mainitud, et turgude korraldamine peab toimuma varasemast läbipaistvamalt ja investorile tõhusamat kaitset pakkudes. Kuna investorite arv finantsturgudel on üha kasvav ning pakutavate finantsinstrumentide ja toodete iseloom aina keerustuv, siis toimiks läbipaistvuse ja tõhusa investorikaitse pakkumine kõige efektiivsemalt juhul, kui õigusraamistik on Euroopa Liidus ühtlustatud. Ühtlustamine omakorda annaks investeerimisteenuseid pakkuvatele asutustele paremad võimalused tegemaks seda liiduüleselt. (*Direktiiv 2004/39/EÜ*, 2004; *Direktiiv 2014/65/EL*, 2014; *Määrus (EL) nr 596/2014*, 2014; *Määrus (EL) nr 600/2014*, 2014; *Määrus (EL) 2017/1129*, 2017)

Dokumentides esitatud informatsiooni sünteesimise tulemusel leiab autor, et mitmepoolsete kauplemissüsteemide eesmärk on lihtsustada väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juurdepääsu kapitalile läbi nende vajadustele kohaldatud areneva kauplemiskoha, mis on investoritele atraktiivne ning pakub neile tõhusat kaitset liiduüleselt ühtlustatud õigusraamistiku kaudu. Täitmaks nimetatud eesmärki ning pidada mitmepoolset kauplemissüsteemi efektiivseks, on vaja, et see täidaks järgnevad viis laiemat eeldust (autori koostatud) ja nende hindamiseks vastavad kriteeriumid (vt tabel 5):

- A. Kauplemiskoht on lihtsustanud VKEde juurdepääsu kapitalile
- B. Kauplemiskoht vastab VKE vajadustele
- C. Kauplemiskohas on tagatud investorite tõhus kaitse
- D. Kauplemiskoht on investoritele atraktiivne
- E. Kauplemiskohale kohalduv õigusraamistik on liiduüleselt ühtlustatud

Tabel 5

Hindamise kriteeriumid

Eeldus	Kriteeriumid
Juurdepääs kapitalile	A. Raha kaasamine alternatiivturul omab selgeid eeliseid teiste finantseerimismeetodite ees. B. Ettevõtjad on eelistest hästi teadlikud ning näevad seda kui atraktiivset võimalust kapitalivajaduse täitmiseks. C. Alternatiivturu nähtavus ja maine kohalikul finantsturul on hea.
Vajadustele vastamine	A. Kauplemisele võtmise protsess on üles ehitatud loogiliselt, on kõigi osapoolte jaoks selge ja sujuv. B. Emissiooniprotsess toetab edukaid raha kaasamisi. C. Alternatiivturule tulemisega seonduvad kaudsed ja otsesed kulud on läbipaistvad ning ei ületa saadavaid kasusid.
Investorikaitse tagamine	A. Investoritel on piisav informatsioon emitendi tegevuse kohta investeerimisotsuse tegemiseks. B. Investor saab eedada, et emitendi tegevus on läbipaistev ning turukuritarvituste oht on minimeeritud, kuna turu korraldaja ja pädevad asutused on kehtestanud toimivad meetmed seaduste ja reeglite rikkumise väljaselgitamiseks. C. Investoritele avaldatav informatsioon on selge, kontrollitud ja arusaadav ning on avaldatud ühetaoliselt kõikides allikates.
Atraktiivsus investoritele	A. Kauplemine toimub likviidsel turul, kus on investorile tagatud piisav väärtpaberite nõudlus ja pakkumine. B. Investor teenib alternatiivturu finantsinstrumentidesse investeerides atraktiivset tootlust. C. Maksusüsteem soosib kohalikul alternatiivturu instrumentidesse investeerimist.
Liiduülene ühtsus	A. Üleliidulisi direktiive ja määrusi rakendatakse kauplemiskohtades ühetaoliselt. B. Emissioone puudutav ja alternatiivturu tegevusele kohalduv riiklik õigusraamistik sarnaneb üldjoones teiste liidu liikmesriikidega. C. Turu korraldaja nõuded kauplemisele lubatavate finantsinstrumentide ja kauplemise korraldamise osas sarnanevad teistel turgudel kehtivate nõuetega.

Allikas: Autori koostatud *Direktiiv 2004/39/EÜ*, 2004; *Direktiiv 2014/65/EL*, 2014; *Määrus (EL) nr 596/2014*, 2014; *Määrus (EL) nr 600/2014*, 2014; *Määrus (EL) 2017/1129*, 2017; Technical Expert Stakeholder Group, 2021; FESE, 2020; Otero, 2021; Oxera Consulting LLP, 2020 põhjal

Viie eelduse täitmise hindamiseks koostatud mõõdikute ja kriteeriumite kogum põhineb eelnevalt mainitud valdkonna välisekspertide analüüsidel, millega on varasemalt hinnatud teiste mitmepoolsete kauplemissüsteemide toimimist. Kriteeriumitest lähtuvalt analüüsib autor järgnevalt First Northi toimimist turuosaliste kogemuse läbi.

2.3. Kogemus ja praktika

2.3.1. Juurdepääs kapitalile

Omakapitalil põhinevate finantseerimismeetodite ja alternatiivturu eelised ning nendest teadlikkus on First Northi ajaloos oluliselt varieerunud. 2006. aastal, kui Tallinna börsi korraldaja hakkas alternatiivturu loomise üle avalikult diskuteerima, oli investeerimiskultuur Eestis alles hoogustumas. Teadlikkus uue potentsiaalselt loodava turusegmendi – alternatiivturu – olemusest oli madal, kuid see arusaam hakkas tekkima teistes Euroopa riikides kõlapinda kasvatanud alternatiivturgude, eelkõige London AIM-i, edulugude kaudu. Börsi korraldajad mõistsid ja kommunikeerisid juba enne alternatiivturu loomist, et selle selgeks eeliseks on sobivus hüppelise kasvuga ettevõtetele, kelle puhul on pangalaenu saamine raskendatud olnud. (Oone, 2006) 2007. aastal, kui Tallinna börsi juhtimise oli üle võtnud Andrus Alber, alustas baltiülene First North tegevust (Nasdaq Tallinn, 2008), kuid vaatamata sellele, et VKEde jaoks oli tekkinud juurde uus viis investeringute finantseerimiseks, oli ettevõtluskeskkonnas, kus finantsvahendus oli koondunud pangalaenudele, omakapitalil põhineva rahastamise meetodi juurutamine mitmete levinud müütide tõttu keeruline. Eestis, sarnaselt kogule Euroopale, seostasid investorid omakapitalipõhiseid rahastamise meetodeid eelkõige osaluse loovutamise, kartes seeläbi kaotada kontrolli ettevõtte üle. (Federation of European Securities Exchanges, 2020) Börsi toonase tegevdirektori Kalle Viksi hinnangul levisid ettevõtjate seas lisaks ka arvamused, et väikesed ettevõtted börsile ei sobi, raha kaasamine on kallis ning kaasnevate reeglite täitmine on kulukas ja aeganõudev (Viks, 2009). Valearusaamad levisid suuresti nõrga investeerimiskultuuri tõttu, mida hindab ka Kaarel Ots üheks põhjuseks, miks oli alternatiivturu eeliste mõistmine ettevõtjate seas esialgu keerulisem kui näiteks Põhjamaades.

„Soomes, Rootsis, Norras, Taanis on maailma kõige paremad kapitaliturud.... Peamine põhjus on see, et seal ei ole olnud sõda kui samal ajal paljudes teistes riikides oli. Kui igasugune investeerimistegevus on keelatud, nagu meie regioonis oli, siis ei saa rääkida ka

investeeringukultuurist või finantskirjaoskusest. ... Seal riikides on mitu põlve inimesi, kes on harjunud tegema investeeringuid avalikul turul“ (autori intervjuu)

Alternatiivturu positsiooni pangalaenu ees tugevdas finantskriis, mille järgselt hakkasid pangad laenuitingimusi karmistama. Mainitud eelise mõjust olulisem oli aga investorite jätkuv ebakindlus finantskriisi järgselt, mis ei loonud eeldusi First Northi populariseerumiseks ja sellest teadlikkuse kasvatamiseks. Alternatiivturu atraktiivsusele mõjus negatiivselt ka suurettevõtete lahkumine börsilt. Hansapanga ja Eesti Telekom lahkumisega oli Tallinna börsilt kadunud ka ”juhtaksia”, mille olemasolu on börsi kasvatamiseks investorite ja ettevõtete seisukohalt oluline (Kallas, 2012). Kuna turuosaliste hinnangul on reguleeritud turu ja alternatiivturu edukus omavahel tugevas positiivses sõltuvuses, oli laiem teadlikkuse kasvatamine First Northi pakutavate võimaluste osas raskendatud. Ka finantskriisile järgnenud aastatel langes Balti börsil emitentide arv järjest madalamale vaatamata üleüldisele ettevõtete kindlustunde paranemisele (Eesti Pank, 2015).

Teadlikkus omakapitalil põhinevate finantseerimismeetodite ja alternatiivturu eelistest on näidanud hüppelist arengut viimase viie aasta jooksul. Ettevõtjad mõistavad paremini, et omakapitali kaasamine on pikaajalise kasvu finantseerimiseks parem valik, kuna ei kohusta ettevõtteid tegema perioodilisi tagasimakseid, sisaldavad madalamat riski ning kasvatavad nähtavust investorite ja potentsiaalsete klientide seas. Teadlikkuse paranemist on mõjutanud mitu aspekti. Esmalt on mõju olnud reguleeritud turu hoogustunud aktiivsusel 2020.–2021. aastal, mille taga olid nii nõudlus- kui ka pakkumispoolsed tegurid. Suurenenud nõudlusse panustasid inimeste suurenenud säästus ja huvi investeerimise vastu, pankade tehingutasude kaotamine Balti aktsiatega kauplemisel ning pensionireform. Pakkumist aitas suurendada motivatsioon, mis oli ettevõtetele tekkinud pärast teiste ettevõtete edukaid emissioone. (Eesti Pank, 2022) Samuti kinnitab Eveli Lepamets, et ühe ettevõtte edukas emissioon on olnud üks suurimaid mõjutegureid järgmiste ettevõtete turule tulemiseks, tuues näitena Saunum Group alternatiivturule tulemise, mis lükkas ettevõtete seas ümber mitmed seni kehtinud müüdid ning tõstis teadlikkust ka teiste ettevõtete seas. Teisalt on teadlikkus paranenud ka tänu ühisrahastusplatvormide populariseerumisele, mis on sellest finantseerimismeetodist teinud suurima konkurendi alternatiivturgudele. Ühisrahastusplatvormi eelisena näevad ettevõtjad vahendajate puudumist ning näiteks Funderbeam'i puhul esindajakonto loogikat, mille kohaselt kannavad ettevõtete

omanikud oma osaluse üle Funderbeam'i juhitud ettevõttele, tekitades seeläbi investoritele võimaluse osalustega kaubelda vahendajate (maakler, börs, kontohaldur, depositeorium) puudumiseta (LHV, 2019; Funderbeam, 2021). Esindajakonto põhimõtte oluline eelis on ka võimalus raha kaasata osaühingu vormis, mis First Northi puhul on võimalik vaid võlakirjade emiteerimise korral. Seevastu First Northi eelistena näevad emitendid börsisündmuste laiemat kajastatust meedias, juhtinvestori vajaduse puudumist, Nasdaq'i kvaliteedimärgist, mis soodustab paremat välisurgudele laienemist, ning võimalust kaasata raha kõrgema hinnataseme pealt, mida soosib investorite suurem arv ja aktiivsus.

Kuigi ettevõtjad on 15 aasta jooksul saanud oluliselt teadlikumaks omakapitali kaasamise võimalustest ning mõistavad paremini selle kasusid, omab 2022. aastaks pangandussektor investeeringute finantseerimisel siiski jätkuvalt ülekaalukalt suurimat rolli. Eelnev analüüs aga tõestab, et kohalike ettevõtjate teadlikkus kapitalituru võimalustest ja eelistest pangalaenu ees on ajas oluliselt paranenud. Alternatiivturu atraktiivsus sõltub ettevõtete jaoks olulisel määral makromajanduslikust seisust, investorite kindlustundest ja reguleeritud turu edukusest. Võrreldes ühisrahasutusplatvormidega omab First North selget eelist kvaliteedimärgise omamise, investorite aktiivsuse ja laiema kajastatuse osas, kuid finantsturgude languse või negatiivsete sündmuste korral muutub efekt vastupidiseks, mis muudab alternatiivturu emitendid seetõttu haavatavamaks.

2.3.2. Vajadustele vastavus

Kui ettevõtte on otsustanud First Northiga liituda, peaks Nasdaq'i kodulehel kuvatud informatsioonist lähtuvalt ettevõtte alustamiseks ühendust võtma turu korraldajaga. Eveli Lepametsa hinnangul mõistavad emitendid, kes on börsi kodulehel avaldatud informatsiooniga tutvunud või nõustajaga lepingu juba sõlminud, selgemalt ka avaliku ettevõtte toimeviisiga kaasnevaid kohustusi ning seetõttu loob hea eelnev informeeritus eeldused kiiremaks ja tõhusamaks edasiseks protsessiks. Sellest tulenevalt on oluline, et börsi kodulehel avaldatud informatsiooni sisu ja ülesehitus oleks selge ja asjakohane. Börsi kodulehel on kuvatud kauplemisele võtmise protsessi neli kokkuvõtlikku sammu, mille sisu ja järjekord on identsed reguleeritud turul noteerimise omadega, kuigi tegelikkuses esineb autori hinnangul kummaski protsessis erinevusi. Esimene mainitud samm on ametliku otsuse vastu võtmine äriühingu aktsiate või võlakirjade noteerimiseks börsil. Kuna VPTS kohaselt on noteerimise puhul tegemist väärtpaberite börsile kauplemisele võtmisega, leiab töö autor, et antud juhul on terminoloogiliselt

ebakorrektn, sest mitmepoolne kauplemissüsteem ei kuulu väärtpaberibörsi alla VPTS § 150 lõike 1 mõistes ehk tegemist ei ole noteerimise, vaid kauplemisele võtmisega. Samuti leiab autor, et ka sisult võib informatsioon olla ettevõtete jaoks ebapraktiline, kuna mainitud ametliku otsuse vormistamisel vajavad enamasti emitendid nõustaja abi ning see tehakse ettevalmistusprotsessi käigus. Sellest tulenevalt leiab autor, et emitentide jaoks oleks informatiivsem, kui kodulehel oleks esimese sammuna First Northile tulemisel viide kohustusele sõlmida leping nõustajaga. Ka kolmanda ja neljanda mainitud sammu puhul leiab autor, et kasutatud terminoloogia on ebakorrektn, kuna First Northi puhul peab emitent esitama börsile kauplemisele võtmise taotluse, mitte noteerimistaotluse. Lisaks propageerib börsi kodulehel esitatud sammude järjekord olukorra tekkimist, kus avalik pakkumine korraldatakse enne, kui emitent on saanud kinnituse aktsiate kauplemisele võtmise kohta, mis võib tuua endaga kaasa täiendavaid riske investorite seisukohast. („Kaasa kapitali“, 2022; *Väärtpaberituruseadus*, 2022)

Kui emitent on otsustanud alternatiivturule tulla, on praktikas järgmiseks tegevuseks lepingu sõlmimine nõustajaga. Kuna intervjueeritud emitentide puhul toimus nõustaja leidmine varasemate tutvuste või soovitude kaudu, on protsess sujunud kiiresti ja probleemideta. Pärast nõustajaga lepingu sõlmimist jätkub koostöö informatsiooni esmase kogumisega, et välja selgitada ettevõtte vastavus reglemendi tingimustele. Alternatiivturule pürgivate ettevõtete puhul on enamasti tegemist varajases faasis kasvuettevõtetega, kes on tegutsenud osaühingu vormis. See tähendab vajadust äriühing ümber kujundada aktsiaseltsiks. First Northil olevatest emitentidest pidid pooled äriühingu vormi muutma ning enamlevinud meetodina kasutatakse selleks valdusühinguna toimima hakkava uue aktsiaseltsi loomist, sest otsene ümberkujundamine on äriregistri protsesside tõttu praktikas ajakulukam. Valdusühingu loomist nähakse pigem negatiivsena, sest see toob kaasa täiendava riski kontserni läbipaistvuse vähenemise osas ning lisab investorite vaatenurgast keerukust ettevõtte hindamisel (Saarkoppel, 2022). Samas näitab praktika, et alternatiivturule pääsedes otsustavad emitendid varasemalt loodud tüarettevõtte halduskoormuse vähendamiseks siiski likvideerida, mis tähendab täiendavat kulu emitendi jaoks. Kaspar Peeki hinnangul jäävad topeltprotsessiga seotud otsesed kulud kokkuvõttes mõistlikuks. Samas on autor seisukohal, et otseste kulude kõrval tuleb arvestada ka kaudseid kulusid ja nimetatud kaasnevaid riske. Seetõttu on oluline riiklikult parendada äriühingu ümberkujundamise protsessi kiirust, loomaks paremad võimalused emitentidele, kes soovivad alternatiivturule tulla ümberkujundamise teel.

Äriühingu ümberkujundamise vajaduse kõrval on teiseks oluliseks kohustuseks kahe eelneva majandusaasta auditeeritud aruannete esitamine, mis on osutunud kogu kauplemisele võtmise protsessi juures suurimaks väljakutseks ja ajamahukaimaks ettevalmistuslikuks tegevuseks nendele emitentidele, kes varasemalt toimetasid osaühingu vormis. Kui ettevõtte on juba varasemalt toiminud aktsiaseltsina, ei ole aruandluskohustuse nõuete täitmine emitentidele probleemiks osutunud. Lisaks majandusaasta aruannetele on reglemendi punktis 5.1. nimetatud ka teised dokumendid, mida emitent peab kauplemisele võtmise taotlemiseks esitama. Nimistu on Põhjamaade First Northi reglemendiga võrreldes küllaltki ühtlustatud ning samuti leiavad turuosalised, et nõutavate dokumentide nimistu on ennast õigustav. Kuna dokumentide seas on enamus börsi poolt eeltäidetavas vormis, ei ole nende esitamine praktikas emitentidele problemaatiliseks osutunud. Eeltäidetavate dokumentide kõrval peab aga emitent reglemendi kohaselt esitama ka avaliku pakkumise läbiviimiseks nõutava prospekti või kui emisiooni maht jääb alla 5 miljoni euro, siis sellisel juhul turu korraldaja määratletud sisuga ettevõtte kirjelduse. Ettevõtte kirjelduse koostamine on majandusaasta aruannete nõuetega kooskõlla viimise kõrval teine suurima ajakuluga tegevus kogu protsessi juures. Võrreldes Tallinna alternatiivturgu Põhjamaadega, on avalikustatud ettevõtte kirjelduste sisud valdavalt ühtlustatud, kuigi reglementide võrdlemisel esineb erinevusi. Tallinna turu puhul nõutakse emitentidelt reglemendi punkti 5.1.6. kohaselt kahe eelneva auditeeritud majandusaasta aruannete ja audiitorite arvamuste koopiade esitamist turu korraldajale, samas kui Põhjamaades peab see olema ettevõtte kirjelduse üks osa. (*Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North Reglement, 2022; Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, 2022*) Tallinna turu praktika näitab, et emitendid esitavad siiski majandusaasta aruanded ettevõtte kirjelduse lisadena ning panevad valitud finantsteabe (kasumiaruande ja bilansi) ka kirjeldusse sisse. Samuti nähtub emitentide avaldatud ettevõtte kirjelduste analüüsist, et kirjelduste puhul, mis avaldatakse rohkem kui kuus kuud pärast viimase majandusaasta aruande esitamist, annavad emitendid kirjeldustes ülevaate ka käimasoleva aasta vahepealsetest finantstulemustest. Põhjamaade alternatiivturu reglementi on vastavasisuline vahepealse finantsteabe avaldamise kohustus selgelt sisse viidud (*Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, 2022*). Autor leiab, et First Northi reglemendis sätestatud ettevõtte kirjelduses sisalduva informatsiooni nõuded erinevad mõnevõrra sellest, mida emitentidelt praktikas oodatakse. Kuigi turu korraldaja annab emitentidele ja

nõustajatele kirjelduse sobivuse kohta head tagasisidet juba jooksvalt selle koostamise protsessi käigus, on siiski oluline, et adekvaatse ülevaate emitendi kohustustest annaks ka reglement.

Esmaseid avalikke pakkumisi on First Northi ajaloo jooksul välja kuulutatud kaksteist, millest kolm lõppesid tühistamisega (vt lisa A). Kaks ettevõtet (Telescan, Estonian Japan Trading Company) First Northiga liitudes aktsiate avalikku pakkumist ei korraldanud ning suunatud pakkumise järgselt liitus Linda Nektar. Kolm emitenti on läbi viinud ka täiendavad kaasamised. („Börsiteated“, 2022) Reglemendi kohaselt ei kehti kauplemisele võetavate finantsinstrumentide suhtes koguselisi nõudeid ega piiranguid, kuid samas on kohalikud emitendid praktikas emissioonide suuruse määramisel aja ja kulude kokku hoidmise eesmärgil lähtunud Rahandusministeeriumi määrusest, mille kohaselt ei pea emitendid avaldama prospekti, kui pakkumine jääb vahemikku üks kuni viis miljonit eurot. Sellisel juhul tuleb aktsiate kauplemisele võtmiseks avaldada varasemalt mainitud ettevõtte kirjeldus. (*Nõuded väärtpaberite pakkumise teabedokumendile*, 2022) Kuna emissiooni mahtu ei ole piiratud, eksisteerib teoorias oht, et First Northil viiakse läbi emissioone mahus, mis on võrreldavad reguleeritud turu emissioonidega, ehk mis ei ole antud turule omane. Eveli Lepametsa hinnangul jälgib turu korraldaja lisaks reglemendist tulenevate otseste tingimuste täitmisele ka seda, kas emitent on oma suuruselt First Northile sobiv, hoides seeläbi ära olukordi, kus ettevõtted, kes sobiksid reguleeritud turule, taotlevad oma aktsiate kauplemisele võtmist alternatiivturul. Kui juba turul olevad väikeettevõtted sooviksid kaasata oluliselt suuremas mahus vahendeid kui senine turupraktika näidanud on, saab määravaks ka emissiooni teostatavus, sest Baltimaades koosneb First Northi investorkond väikeinvestoritest.

Kõigi eelmainitud tegevustega kaasnevad emitendi jaoks arvestatavad kulud. Airobot Technologies, Hagen Bikes, Robus Group ja Modera planeerisid kaasnevate rahaliste kulude suuruseks 50 000 eurot, mis moodustas nende kaasatud vahenditest keskmiselt 5%. Kaspar Peeki hinnangul vastasid planeeritud kulud reaalsusega küllaltki täpselt, kuigi protsessis esines ootamatusi märkimise läbiviimisega seotud tasude osas. Näiteks ei pidanud emitent selgelt kommunikeerituks väärtpaberite depositeerimise Nasdaq CSD poolset märkimistasu, mida rakendatakse iga märkiva aktsionäri kohta. Juhtum on sedavõrd märkimisväärses, et antud tasu moodustas protsessi lõplikest kogukuludest ligi kolmandiku. Samuti leiab Enn Laansoo, et oleks soovinud protsessi käigus kaasnevatest kuludest ühtsemat ja selgemat ülevaadet. Seevastu Linda

Nektari tegevjuht Kadri Rauba, kelle sõnul ulatusid kulud 57 000 euron, hindab kaasnevate kulude struktuuri läbipaistvaks ja hästi kommunikeerituks.

„Kuni projekti lõpuni arvete saamine oli üllatus et ohoh, sellised asjad on kuidagi eraldi hinnastatud. Võib-olla see hinnastamise pool, et mida siis Nasdaq teenusena pakub, sellel hetkel võib-olla ebaselge. Kindlasti kõik see, mis puudutab aktsiaseltsiks asutamist, siis tuleb Nasdaq ja Nasdaq CSD. Tunnistan, et nüüd ma saan sellest aru, aga võhikuna oleks võinud lihtsamini välja tuua. ... Kõik see kulude baas, mis mõlemat Nasdaqit puudutab, ei olnud piisavalt selge.“ (autori intervjuu)

Eveli Lepametsa sõnul antakse emitentidele kauplemisele võtmise ja emissiooniga kaasnevatest kuludest ülevaade esmaste kohtumiste käigus. Sellele vaatamata tõestab emitentide kogemus, et mitmete asjassepuutuvate turuosaliste (turu korraldaja, depositeorium, pank, nõustaja) paljususe tõttu ei pruugi ettevõtetel tekkida protsessi algusfaasis terviklikku ülevaadet kulude kohta. Autor leiab, et turu korraldajal tuleks siinkohal suuremat tähelepanu pöörata kulude põhjalikumale kommunikeerimisele. Põhjamaade First Northi näitel on turu korraldaja kuludest ülevaade andmiseks loonud alternatiivturgu tutvustava brošüüri, kus on korraldaja enda tasude kõrval reastatud ka teised võimalikud kulud, mis praktikas tihti esinevad (Nasdaq First North Growth Market, 2022).

Võrreldes turu korraldaja poolseid tasusid teiste alternatiivturgudega, hindab autor kulusid madalaks. Baltiüleselt on turgude korraldajad kauplemisele võtmise kulud ühtlustanud. Põhjamaade alternatiivturuga võrreldes on esmane registreerimistasu kümme korda suurem, samas kui aastane haldustasu on kahe regiooni suhtelises võrdluses Baltimaades oluliselt kallim. (Nasdaq Tallinn Mitmepoolse Kauplemissüsteemi First North Hinnakiri, 2022; First North Growth Market Price List, 2022) Autor leiab, et First Northi registreerimis- ja haldustasude loogika soodustab hästi ettevõtete tulemist alternatiivturule, kuna esialgsed kulud moodustavad marginaalse osa muude kulude kõrval. Seades First Northi korraldaja poolsed tasud võrdlusesse ühisrahasutusplatvormiga Funderbeam, siis ilmneb, et kaasnevad püsikulud on ühisrahasutusplatvormil madalamad (Funderbeam, 2021). Seevastu on olulisemaks kapitali kaasamisega kaasnevad tasud, mille struktuur peegeldab oluliselt kiiremini kahanevat piirkasulikkust võrreldes First Northiga, mis tähendab, et väikesemahuliste emissioonide puhul

omab Funderbeam eelist, kuid see pöördub vastupidiseks emissioonide mahu kasvades ning täiendavate emissioonide korraldamisel. Võttes arvesse, et alternatiivturu kaudu soovitakse tagada ettevõtete pikajaline kasv läbi täiendavate kapitali kaasamiste ka tulevikus, leiab autor eelneva analüüsi põhjal, et First Northi kulude struktuur vastab VKE vajadustele.

2.3.3. Investorikaitse tagamine

Emitenti puudutava tegevuse läbipaistvus ning sellest informeeritus tagatakse First Northil aruandluskohustuse kehtestamise ja turukuritarvituste vastaste meetmete kaudu. Reglemendi kohaselt peavad emitendid investoritele avalikustama vahearuanded ja auditeeritud majandusaasta aruanded, mis on kooskõlas kohalike raamatupidamise arvestusmeetoditega või Euroopa Ühenduses kohaldatavate rahvusvaheliste raamatupidamisstandarditega (IFRS) (*Mitmepoolse kauplemissüsteemi First North Reglement*, 2022). Praktikas osutub emitentidel nõuetele vastavate aruannete koostamine tihti esmalt keeruliseks, kuna varasemalt on ettevõtted toiminud osaühingute vormis, kus on harjumuseks olnud vaid auditeerimata majandusaasta aruande esitamine. Reglemendi nõuete täitmisel esinevad tagasilöögid tekivad praktikas siiski üldjuhul vaid esimese aasta jooksul, mil uusi protsesse ettevõttesiseselt alles juurutatakse. Aruandluskohustuse täitmise hõlbustamiseks viivad turu korraldaja ja nõustajad läbi vastavasisulisi koolitusi, kus käiakse läbi reglemendi punktid ning antakse ülevaade seadustest, mida emitendid järgima peavad. Siiski on turupraktikas esinenud ELMO Rent näitel juhtum, kus emitent eksis aruandluse ja siseteabe avaldamist puudutavate nõuete vastu („Börsiteated“, 2022). Reglemendi rikkumist puudutavas börsiteates avaldas turu korraldaja ka konkreetseid punktid, mille vastu emitent eksis. Autor peab seda tava investorikaitse seisukohalt heaks, kuna siis saab investoril aimu, mis emitendi poolt esitatavast informatsioonist oli vigane või puudulik, ning kujundada vastavalt sellele oma investeerimisotsus.

Kuigi emitentidel on kohustus esitada vaid poolaasta ning auditeeritud majandusaasta aruanne, on praktikas tavapärane, et emitendid otsustavad ise investorite informeerituse eesmärgil avaldada äritegevusega seonduvaid põhinäitajaid, eelkõige käivet ja müügitulu, ka suurema tihedusega. Nii on Hagen Bikes, ELMO Rent ja Saunum Group otsustanud investoritele pakkuda kuiseid ülevaateid ning Modera ja Bercman Technologies kvartaalseid. Kuigi emitentide otsus võtta täiendav halduskoormus võib olla tehtud heade kavatsustega, ei näe investorid rohkesisulist kommunikeerimist ELMO Rent näitel alati pigem positiivsena.

Lisaks aruandluskohustusele lasub emitentidel ka kohustus avalikustada kogu muu ettevõtte tegevust puudutav oluline teave ettenähtud korras ja viisil, hoidmaks ära turukuritarvitusi. Turukuritarvituse mõiste hõlmab endas VPTS § 188² kohaselt siseteabe väärkasutamist, näiteks selle alusel kauplemist või õigusvastast avaldamist, ning turuga manipuleerimist. (*Väärtpaberituru seadus*, 2022) Investorite seisukohalt tagab turukuritarvituse vastaste meetmete järgimine õiglase kauplemise ning väldib olukordi, kus mõni teine investor võiks omada turul eelist. Emitentide turukuritarvituste vastast tegevust reguleeriv turukuritarvituste määrus sisaldab nõustaja ja emitentide hinnangul mõningaid mitmeti tõlgendatavaid mõisteid, mille ühe näitena tuuakse sagedasti esile siseteabe definitsioon. Mitmeti tõlgendatavate mõistete tõttu leitakse siseteabe defineerimise, haldamise ja avaldamise viis tihti peale varasema turu- või kohtupraktika põhjal. Samuti paranevad oskused siseteabega ümber käimiseks emitentide seas ajas oluliselt ning head tuge selles osas pakub emitentidele ka turu korraldaja, mis vähendab tahtmatute turukuritarvituste riski. Kuna siseteabega seotud järelevalvet teostab turu korraldajast eraldiseisev pädev asutus (Eesti puhul Finantsinspeksioon), on seeläbi vähendatud ka kummagi organisatsiooni huvide kattumise ohtu.

Täiendav aspekt investorikaitse seisukohalt on nii aruandluse kui siseteabe avaldamise viis, mis peab looma eeldused investorite võrdsel alusel kohtlemiseks. Analüüsides ajalooliselt avaldatud börsiteadete sisu ja nende esitamise viisi, leiab töö autor paralleelselt Tallinna börsi investoritega (Äripäev, 2022), et turu korraldaja kodulehel olev börsiteadete sektsioon on üles ehitatud selgelt ja investorisõbralikult, mis loob eeldused investorite heaks informeerituseks ja kaitseks.

2.3.4. Atraktiivsus investoritele

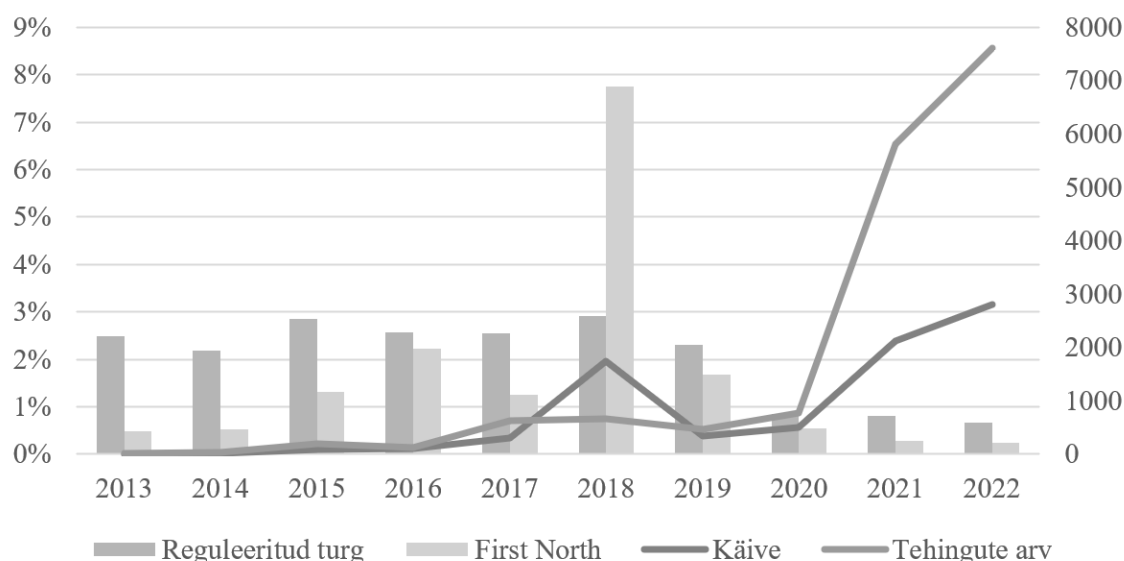
Enamlevinud põhjused, mis välisturgude näitel on hoidnud investoreid alternatiivturgudel investeerimast, on likviidsuse (74%) ja professionaalse analüüsi (*research coverage*) puudus (52%) ning ettevõttega seotud majanduslik ebakindlus (42%). Likviidsuse puudumine ei too kaasa mitte ainult likviidsusriski, vaid ka suuremad hinnakõikumised, madalama valuatsiooni ning õiglasest väärtusest madalamad aktsiahinnad. (Federation of European Securities Exchanges, 2020) Likviidsus on otseselt seotud emitentide vabalt kaubeldavate aktsiate määraga, mille alampiiri ei ole sarnaselt Euronext Access turuga Baltimaades (Euronext, 2022). Autori hinnangul näitab turupraktika, et alampiir on Euroopas kehtestatud enamasti kauem tegutsenud, keskmisest suurema emitentide arvuga ning väljaarenenumates kauplemiskohtades. Kaarel Otsa

kinnitusel on vabadus emitentidel likviidsuse üle otsustada jäänud First Northi algusaegadest, mil sooviti madalate barjääride abil tuua turule rohkem emitente. Turu korraldajad on seisukohal, et vabalt kaubeldavate aktsiate osakaalu lävendi kehtestamiseks ei näe nad hetkel vajadust, kuigi First Northi olemust arvesse võttes eeldab turu korraldaja, et ettevõtted tulevad siiski turule kasvupotentsiaali realiseerimiseks ning soovivad mingi osa aktsiatest raha kaasamise järgselt avalikult kaubeldavaks teha. Senine praktika näitab, et kümme emitenti, kes läbi avaliku pakkumise osa aktsiatest vabalt kaubeldavaks muutsid, tegid seda 12,37% ulatuses. Kui võtta arvesse ka kahte emitenti, kes avalikku pakkumist ei korraldanud, on emitentide esimese kauplemisspäeva keskmine vabalt kaubeldavate aktsiate osakaal olnud 10,30%. Belgias korraldatava Euronext Access turuga, kus samuti puudub lävend, on vabalt kaubeldavate aktsiate keskmine osamäär ligi 27% („Markets“, 2022). Põhjamaade alternatiivturul on kehtestatud kohustuslikuks minimaalseks lävendiks 10%. Võrreldes lävendit First Northi statistikaga, hindab autor orgaaniliselt saavutatud määra rahuldavaks.

Kuna First Northi ettevõtted on reguleeritud turu omadest oluliselt väiksemad ning on avalikult kaubeldavaks teinud väiksema osa aktsiatest, on ka alternatiivturu tehingute käive ja arv Baltimaades kogu turu (reguleeritud ja alternatiivturg kokku) tehingutest ajalooliselt moodustanud marginaalse osa (vt Joonis 3). First Northi tehingute osatähtsus on hakanud suurenema alates 2021. aastast, mil liitus turuga suurem osa emitentidest. 2021. aastal moodustas First Northi käive turu kogukäibest 2,4% ja tehingute arv 6,54%. 2022. aasta esimese kolme kuu jooksul olid vastavad näitajad 3,2% ja 8,6%. Kummagi näitaja võrdlus osutab, et alternatiivturul tehtava keskmise tehingu suurus on reguleeritud turuga võrreldes oluliselt väiksem, mida selgitab institutsionaalsete klientide väga madal osakaal. Tehingute arvu kiirem kasv võrreldes käibekasvuga võib näidata ka spekulatiivsuse kasvu. Reguleeritud turuga võrreldes suuremat spekulatiivsust investorite käitumises on First Northil täheldanud ka Sander Pikk, kelle hinnangul muutusid investorid oluliselt riskialtimaks ja hõlptulu teenimisele keskendunumaks 2021. aastal korraldatud raha kaasamiste käigus. Alternatiivturu käibe ja tehingute arvu kõrval inditseerib likviidsuse taset ka keskmiste hinnavahede suurus, mis turuosaliste seisukohalt on samuti reguleeritud turuga võrreldes kõrgemad.

Muutmaks turgu investoritele atraktiivsemaks, on likviidsuse loomiseks enamlevinud meetmena kasutusel turutegemine, mida kasutavad üksnes Madara Cosmetics Lätist ja Linda Nektar. Sander Pikkeli hinnangul on turutegemine praktikas osutunud tõhusaks meetmeks, kuna

annab investoritele kindlust, et neil on igal hetkel võimalik mõistliku hinnavahe juures teatud mahus aktsiaid osta või müüa. Samuti on likviidsuse loomiseks Nasdaq CSD Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse 909/2014 artiklist 7 tulenevalt juurutanud rahatrahvide süsteemi arvelduse ebaõnnestumist põhjustavatele liikmetele (CSDR). Läbi karistuste süsteemi loomise loodetakse vältida arveldumisega seotud probleeme ning luua seeläbi turule likviidsust. (*Määrus (EL) nr 909/2014*, 2014) Kuna meedet on turul praktiseeritud lühikest aega, on selle mõjusid veel vara hinnata.



Joonis 3. Baltimaade aktsiaturu tehingustatistika

Märkus: Vasak tulp kujutab Balti First Northi tehingute arvu ja käibe osatähtsust kogu Balti börsi tehingutest ja parem tulp ühe tehingu keskmist mahtu kummagi turu võrdluses

Allikas: Autori koostatud „Balti aktsiad - Statistika“, 2022 põhjal

Praktikas osutub turg investorile ka atraktiivseks juhul, kui sellel läbiviidavad emissioonid on edukad ning kaubeldavad instrumendid on ajalooliselt pakkunud head tootlust, mida tõestas 2021. aasta ja 2022. aasta algus First Northil. Kuni Punktid Technologies esmase pakkumiseni ei olnud kohalikul turul ette tulnud olukorda, kus pakkumise mahtu ei oleks täis märgitud. Edukatele emissioonidele ja ülemärkimistele on eeldused andnud investorkultuuri elavdumine, kohustuslik kogumispensioni reform ning majapidamiste ja ettevõtete hoiuste kõrge tase (Kraavik, 2021). Analüüsides emissiooni korraldanud emitentide aktsiahinna muutust pärast

avalikku pakkumist, on märkimishinnaga võrreldes keskmine tõus pärast esimest kauplemispäeva olnud 54% ning mediaantõus 15%. Pärast esimest kauplemiskuud on näitajad vastavalt 72% ja 20%, mida on suuresti kujundanud Bercman Technologies ja TextMagic aktsiate märkimisväärsed tootlused. Autor usub, et emitentide arvu suurenedes saab edukate emissioonide läbiviimine ettevõtete jaoks üha suuremaks väljakutseks ning seetõttu peab investorite ja emitentide atraktiivsuse säilitamiseks First Northile pürgivate VKEde rahastamist soodustavate meetmete juurutamisele riigi ja Euroopa Liidu tasandil pöörama juba praegu suuremat tähelepanu. Euroopa Liidus on arutletud fondi (*EU Fund*) loomise üle, mille vahendite abil võetakse osalus alternatiiv- ja kasvuturgudele minna soovivates ettevõtetes juba esmaste pakkumiste eel ning jätkatakse nende toetamist ka turule jõudnuna. Riikide tasandil on ideed edukalt katsetatud Itaalias, kus alamfondi (*Fund-of-Funds*) kaudu võeti osalus VKEdes. (Euroopa Komisjon, 2021) Autori hinnangul võiks ideestiku rakendamine tulla arutlusele ka Eestis, kus riigi tasandil luuakse alternatiivturgude ettevõtetes osalusi omandav investeerimisfond, mille vabalt kaubeldavaid osakuid omaks nii riik ise kui ka väike- ja institutsionaalsed investorid Eestist ja välismaalt. Intervjueeritud turuosalistest esitas sarnase idee ka Sander Pikkel, kelle hinnangul võiks First Northi ettevõtteid rahastav fond tuua positiivse mõju. Siiani on tema arvamusel suurimaks takistuseks osutunud raha kaasamiste madalad mahud ja suured ülemärkimised, mille tõttu on investorid saanud allokeerimise järgselt eeldatust oluliselt vähem aktsiaid. Sellisel juhul muutub riskikapitalifondide jaoks ettevõtte professionaalse analüüsi koostamise kulu miljonitesse ulatuvate investeerimisprojektide kõrval suhtelises võrdluses oluliselt kõrgemaks, mis end ära ei tasu. Emitentide poolne professionaalse analüüsi tellimine on olnud praktikas samuti harv ning on toimunud Baltimaades üksnes Linda Nektari, TextMagicu ja Madara Cosmetics puhul. Autor leiab, et Euroopa Liidu või riiklikul tasandil toetuste loomine professionaalse analüüsi kulude katmiseks võiks olla meede, mis institutsionaalsete investorite huvi First Northi vastu kasvataks ning turu arengule kaasa aitaks.

Alternatiivturu atraktiivsust on vähendanud investorite vaatenurgast ka ebaedukad emissioonid ja nende tühistamised. Helbing jt (2018) on leidnud, et sagedamad põhjused, miks esmased pakkumised ebaõnnestuvad või tühistatakse, on alternatiivsete rahastamismeetodite leidmine emitendi poolt, hirm emissiooni edukuse osas ning negatiivne kajastatus meedias. Teooria saab First Northi puhul kinnitust ettevõtte Imepilt poolt korraldatud kolme miljoni suuruse emissiooni puhul, kus emitent oli saanud positiivse kauplemisele võtmise otsuse börsi

poolt, kuid pakkumisperioodi viimasel päeval teatas, et on otsustanud erainvesteeringute kasuks. Medical Pharmacy Group ja OA Coffee puhul lõppes aktsiate esmane pakkumine selle tühistamisega, kuna turu korraldaja keeldus aktsiate kauplemisele võtmisest. („Börsiteated“, 2022) Tegelikult oleks saanud juhtumeid vältida, kui emitendid oleksid otsustanud alustada märkimisperioodi pärast kauplemisele võtmise otsuse saabumist. Reguleeritud turul on pakkumise korraldamine enne noteerimisotsuse saabumist tavapärasem praktika, kuna noteerimine toimub prospektiga, mille on heaks kiitnud Finantsinspeksioon. Seevastu tähendab First Northil pakkumise korraldamine enne kauplemisele võtmise otsust olulist täiendavat, kuid välditavat riski. Kuna turu korraldajal ei ole õigust seada tingimusi emissioonide läbiviimise osas, siis jääb otsus riskide minimiseerimise osas emitendile. Eveli Lepametsa kinnitusel on turupraktikas ettevõtetele rangelt soovitatud määrata märkimisperioodi algus selliselt, et kauplemisotsus oleks selleks hetkeks saabunud. OA Coffee juhtumi puhul ilmnes selgelt, et väikeinvestorid ei arvesta praktikas aktsiate kauplemisele võtmisest keeldumise riskiga ning ei erista üksteisest emissiooni läbiviimist ja kauplemisele võtmist kui kahte eraldiseisvat protsessi. Autori hinnangul kaasnes OA Coffee juhtumiga mainekahju nii turukorraldajale, emitendile kui ka finantsasutustele, kes pakkumist vahendavad.

„No, kus see börs varem oli? Kas ennem aktsiate märkimise algust nad siis ei teadnud firmast midagi?“ („OA-Coffee börsile“, 2022)

„Kas ma olen ainuke otu, kes mõtleb, et miks sai pangas üldse neid märkida enne kui noteerimiskomisjon on oma roheline tule andnud?“ („OA-Coffee börsile“, 2022)

Alternatiivturul kauplemise kogemuse kõrval kujundab investorite atraktiivsust turu osas ka tulu maksustamisega seonduv. Eesti maksusüsteemi kohaselt saavad eraisikud väärtpaberitehingutest tekkivat 20%-list tulumaksukohustust investeerimiskonto süsteemi kaudu tulu deklareerides edasi lükata kuni kasumi välja võtmiseni, kuid seda sarnaselt välisväärtpaberitega kauplemise puhul. Seda arvesse võttes puudub Eesti investoritel kohalikule turule investeerides maksueelis. Maksusoodustused on riik küll loonud III pensionisambasse paigutatava tulu maksustamisel, kuid vabatahtlike pensionifondide mõju First North turul veel hetkel puudub. Kui emitent otsustab jaotada dividendi, tekib eraisikul samuti 20%-line maksukohustus (teatud juhtudel 14%+7%). Dividendide maksustamine välisväärtpaberite puhul

toimub praktikas enamasti välisriigis, kuid tulumaksumäärad on sõltuvad kontohaldurist ja asukohariigist. LHV Pank, kus omab väärtpaberikontosid suurem osa Eesti investoritest, rakendab näiteks Ameerika Ühendriikide väärtpaberite puhul 15%-list maksumäära. Otseses võrdluses tekib välisriikidesse investeerides maksueelis, kuid tegelikkuses tekib eraisikute aastatulu arvestamisel vastupidine efekt, kuna kohalike emitentide dividende arvestatakse laekunud summas, kuid välisväärtpaberite dividende brutosumma põhjal. (Maksu- ja Tolliamet, 2022; „LHV - Raha kasvatamine“, 2022) Praktikast ei pruugi väikeinvestorid antud spetsiifikale keskenduda ning eeldavad maksueelist absoluutmäärade põhjal. Kuigi teatav nimetatud maksueelis tekib dividendide maksustamisel, leiab autor sarnaselt turuosalistele, et kehtiv maksusüsteem ei anna kohalikele investoritele siiski piisavalt eeliseid tegemaks pikajalisi investeeringuid koduturul. Sarnase probleemi lahendamiseks on Ungaris loodud pikaajalise investeerimiskonto süsteem (*Long Term Investment Account*), mis võimaldab vastava konto avanud investoritel maksta kasumilt 20%-lise maksu asemel 10%, kui kontrol hoitavat summat hoitakse vähemalt kolm aastat, ning võtta raha välja maksuvabalt, kui vahendeid hoitakse viis aastat. („Long Term Investment Account“, 2022) Kaarel Otsa hinnangul oleks maksusoodustuse loomine kapitalituru pikaajalise arengu eesmärgil vajalik meede, mis muudaks Eesti ettevõtetesse investeerimist kohalike investorite jaoks oluliselt atraktiivsemaks.

2.3.5. Liiduülene ühtlustatus

Euroopa Liidu ülese ühtse siseturu loomiseks on riiklikku seadusandlusse ehk Eesti puhul väärtpaberituru seadusse liidu direktiivides ja määrustes sisalduv otseselt üle võetud. Direktiivides on jäetud liikmesriikidele turu spetsiifikast lähtuvalt ka teatud aspektides isiklik otsustusõigus, millest üheks olulisemaks on emissioonide korraldamine. Liiduülase prospektimäärusega on antud liikmesriikidele õigus lubada kuni kaheksa miljoni euro suuruste emissioonide läbiviimine ühe aasta jooksul ilma prospekti avalikustamata, kuid väärtpaberituru seaduses sätestati maksimumpiiriks algselt 2,5 miljonit eurot, mis on nüüdseks tõstetud viie miljoni euroni. Teiste liikmesriikidega võrreldes on rakendatud piir varieeruv. Näiteks on Prantsusmaal maksimumiks kaheksa miljonit, Belgias viis miljonit ning Rootsis 2,5 miljonit eurot (Euronext, 2022). Väärtpaberituru seaduse kohaselt on emitentidel, sh First Northi emitentidel, kelle turukapitalisatsioon jääb alla 200 miljoni euro, kuid kes soovivad läbi viia prospektivaba pakkumise piirmäärast suurema raha kaasamise, võimalus koostada prospekti asemel kasvuprospekt, mis on oluline lihtsustus varasemaga võrreldes. Kui First North oleks

registreeritud kasvuturuna, laieneks kasvuprospekti võimalus kõikidele alternatiivturu emitentidele, kelle keskmine turuväärtus on olnud kolme varasema aasta jooksul aastalõpu seisuga alla 500 miljoni euro. Põhjamaade kasvuturul on kasvuprospekti idee ja selle esitamise võimaluse laiendamine kuni 500 miljoni suurustele ettevõtetele näidanud silmnähtavat efekti. Turuosaliste hinnangul on kasvuprospekt praktikas kasutusel 60–65% emissioonide puhul ning need on aidanud emitentidel oluliselt kokku hoida kulude ja aja osas. Kuna Rootsis on prospekti esitamise lävend seatud 2,5 miljonile, mis on Eesti omast madalam, siis on sealne kasvuturuks registreerimise mõju ka sedavõrd silmnähtavam ning seda isegi olukorras, kus Rootsi mõju peaks teiste turgudega võrreldes olema tagasihoidlikum.

„Good to remember is that the Swedish market was kind of a front runner and “role model” for some of the alleviations proposed by the EU Commission. Wherefore we could not see as much change as some other EU markets which did not have such structures in place. So for some countries it means more alleviations that can be realized.“ (autori intervjuu)

Võttes arvesse ettevõtete suurust, kes First Northile on ajalooliselt kauplema võetud (keskmine turukapitalisatsioon 15,5 miljonit eurot 01.04.2022 seisuga), ei tooks kasvuturuks registreerimine praktikas kohalikule alternatiivturule täiendavaid kasusid, kuna 200 miljoni lävend on piisavalt kõrge, et kohalikud ettevõtted saaksid suuremamahuliste raha kaasamise korral siiski õiguse seda teha läbi kasvuprospekti avalikustamise. See tähendab, et üks MiFID II direktiivis esitatud kasvuturuks registreerimisega kaasnevatest eelistest ei päde kohaliku First Northi puhul selle väiksust arvestades. Kuna Euroopas registreeritud 142-st mitmepoolsest kauplemissüsteemist on kasvuturuks registreeritud üksnes 18 suuremat, siis osutab see, et ka teiste turgude korraldajad ei ole selles olulist lisanduvat väärtust leidnud ning liiduülesed mitmepoolsed kauplemissüsteemid on pärast direktiivi tutvustamist reeglistike osas killustunumaks muutunud. (European Securities and Markets Authority, 2022; „Balti aktsiad“, 2022)

Analüüsides liiduülest reeglite ühtlustatust kolmandal tasandil – kauplemiskohtade võrdluses – leiab autor mitmeid erinevusi mitmepoolsete kauplemissüsteemide reglementides. Enamasti seisnevad erinevused minimaalse vabalt kaubeldavate aktsiate määras. Võrreldes First Northi sisenemisbarjääre ja halduskoormust Belgia, Portugali ja Prantsusmaa Euronext Access

turgudega, mis ei ole samuti registreeritud kasvuturgudeks, nähtub, et kohalikul alternatiivturul on emitentidele seatud nõuded ja kohustused karmimad. Euronext Access puhul nõutakse emitendil nõustaja olemasolu vaid esmase emissiooni ja kauplemisele võtmise ajaks, avaldatavatele finantsaruannetele ei ole kehtestatud auditeerimiskohustust ning poolaasta vahearuannete esitamine ei ole nõutud. (Euronext, 2022) Oluline on mainida, et auditeerimiskohustus tuleneb liikmesriikide seadusandlusest, mistõttu ei saa teatud riikides, sh Eestis, turu korraldajad antud tingimuse osas järeleandmisi teha. Mainitud lihtsustused auditeerimise, nõustaja ja vahearuannete osas on märkimisväärsed, kuna vähendavad oluliselt emitentide otseseid ja kaudseid kulusid, kui võtta arvesse intervjuueeritud emitentide seisukohti nõustaja kõrge kulukuse ning aruandluskohustuse täitmisele kuluva suure ressursi osas.

Autor leiab, et suurim mõju liikmesriikide vahelisele õigusraamistikule ja reeglistike ühtlusele on olnud kasvuturgude ideestiku tutvustamisel. Kuigi liikmesriikidele sooviti tekitada paindlikkus korraldada turgu vastavalt oma riigi vajadustele ning anda seega turu korraldajatele valikuvabadus, kas registreerida mitmepoolne kauplemissüsteem kasvuturuks või mitte, näitab autori hinnangul praktika, et sellega on pigem loodud eeldused kapitaliturgude arengutasemete veelgi ebaühtlasemaks muutumiseks. Üks mõjuvamaid põhjuseid, miks mitmepoolsed kauplemissüsteemid ei registreeri end kasvuturuks, on kaasnev nõue seada vabalt kaubeldavate aktsiate miinimummäär, mida väiksemate alternatiivturgude korraldajad First Northi näitel teha ei soovi. Niisiis on üksnes Euroopa suuremad mitmepoolsed kauplemissüsteemid end kasvuturuks registreerinud ning loonud seega oma emitentidele olulised lihtsustused, mis propageerivad ettevõtete kasvuturgudele tulemist veelgi, samas kui väiksemate turgude reeglistikud on püsinud suuresti muutumatutena.

2.3.6. Hinnang eesmärgipärasusele

Andmaks lõpliku seisukoha, kuidas on First North täitnud peatükis 2.2. sõnastatud eesmärgi, hindab autor esmalt eelduste paikapidavust eelmistes peatükkides läbiviidud analüüsi põhjal. Autor hindab, kas eeldus 1) ei ole täidetud, 2) on täidetud mõningasel määral, 3) on täidetud piisaval määral või 4) on täidetud olulisel määral (vt tabel 6). Kuna sissejuhatuses seatud töö eesmärgiks oli First Northi eesmärgipärasuse hindamine alates selle loomise hetkest, siis võtab autor lisaks töö kirjutamise hetkel toimivale turu korraldusele ja loogikale arvesse ka tagasivaatelise perspektiivi.

Tabel 6

Eelduste täitmine

Eeldus	Täitmata	Mõningane	Piisav	Oluline
ligipääs kapitalile			✓	
VKE vajadustele vastamine			✓	
tõhus investorikaitse				✓
atraktiivsus investoritele		✓		
liiduülene ühtlustatus			✓	

Allikas: Autori koostatud

Autor leiab, et First North ei omanud selle algusaegadel mõju VKEde kapitalivajaduste lihtsustamisel, mis oli tingitud suuresti välistest teguritest nagu finantskriis, nõrk investeerimiskultuur, reguleeritud turu ebapopulaarsus ja ettevõtjate vähene teadlikkus omakapitalil põhinevate finantseerimisallikate eelistest. Seevastu on viimase viie aasta jooksul tekkinud märgatav küpsus investeerimiskultuuris ning ettevõtted on teiste emitentide eeskujul saanud üha teadlikumaks First Northil kauplemisega kaasnevatest eelistest. Kapitaliturgudel on toimunud silmnähtav areng, kuid Eesti ettevõtluskultuur on jätkuvalt pangalaenude keskne. Autori hinnangul on Eesti ettevõtete väiksust arvesse võttes First North lihtsustanud VKEde juurdepääsu kapitalile piisaval määral.

First Northi puhul on tehtud emitentidele olulisi lihtsustusi reguleeritud turuga võrreldes nii kauplemisele võtmise kui ka emissiooni läbiviimise osas. Autor leiab, et kauplemisele võtmist puudutav avalik informatsioon turu korraldaja veebilehel on vähene ning mõningasel määral ka ebapraktiline, kuid see ei ole seni vähendanud protsessi sujuvust tänu turu korraldaja poolsele väga heale kommunikatsioonile. Sellele vaatamata on oluline, et väärtuslikku asjakohast teavet ei jagataks ainult turu korraldaja ja emitentide vahelistel privaatsel nõustamistel, vaid see oleks ettevõtete ja investorite harimise eesmärgil ka laiemalt avalik läbi selgesisulise ja lugejasõbraliku tutvustava brošüüri. Selle vajalikkust tõestab turupraktika, mis näitab, et investorite teadlikkus kauplemisele võtmise protsessist ja emissioonide läbiviimisest on madal. Lisaks eelmainitud heale kommunikatsioonile on kauplemisele võtmise protsessi efektiivsust suuresti toetanud emitentide hea koostöö nõustajaga, samas kui madal negatiivne mõju on olnud riiklikul tasandil äriühingu ümberkujundamise osas. Turu reglement on autori hinnangul selgesõnaline, kuid võib

jätta kauplemisele võtmise protsessist lihtsustatud mulje, kuna praktikas on emitentide kohustused suuremad. Positiivne mõju turu VKE vajadustele vastamise osas on olnud prospektivaba emissiooni mahu tõstmine 2,5 miljonilt viiele miljonile. Emissiooni ja kauplemisele võtmisega kaasnevad kulud ja nende struktuur on mõistlik, kuid praktikas tekitab probleeme nende läbipaistvus ja selgus. Võttes arvesse eelmainitud seisukohti, hindab autor First Northi vastamist VKE vajadustele piisavaks.

Emissioonide käigus avaldatud ettevõtte kirjeldus, auditeeritud aastaaruanded, vahearuanded ning börsiteated annavad autori seisukohalt investoritele piisava informatsiooni investeerimisotsuse langetamiseks. Samuti näitab turupraktika, et emitendid hoiavad investoreid ettevõtetes toimuvaga kursis isegi rohkemal määral kui nõutud. Kuigi turukuritarvituste määrus jätab selles sisalduvate mitmeti tõlgendatavate mõistete tõttu emitentidele võimaluse siseteabe avaldamise viisi mõneti vastavalt vajadusele kujundada, on läbi pädeva asutuse poolt läbiviidava järelevalve tagatud investorite piisav kaitse. Autor leiab, et First Northil on investorite huvid kaitstud olulisel määral.

Alternatiivturgu ebaatraktiivseks tegevad vähene likviidsus, professionaalse analüüsi puudumine ja ettevõtte majanduslik ebakindlus on First Northi puhul olnud nähtavad. Vähese likviidsuse otseseks põhjuseks on olnud madal vabalt kaubeldavate aktsiate osakaal, mida on propageerinud ka alampiiri nõude puudumine. Likviidsust on proovitud tõsta turutegemise kaudu, mida ei ole aga emitendid praktikas omaks võtnud. Turupraktika näitab, et First North on olnud atraktiivne väikeinvestorile, kuid institutsionaalsete investorite osas on huvi suuresti puudunud. Hõlptulu teenimise võimalus on olnud põhjus, mis on teinud alternatiivturul investeerimise väikeinvestorile atraktiivseks, kuid toonud olulisel määral sisse spekulatiivsust investorite käitumisse. Kuna finantsturgude üldise madalseisu ajal on edukate raha kaasamise korraldamine osutunud keeruliseks, on oluline mõelda VKEde toetamisele ka riiklikul tasandil ning leida viise, kuidas muuta turg institutsionaalsetele investoritele atraktiivseks. Ebaõnnestunud emissioonide kõrval on First Northi atraktiivsust investorite seisukohalt oluliselt vähendanud ka tühistatud emissioonid, mis oleksid olnud tegelikkuses välditavad. Turu toimimise kõrval ei ole alternatiivturul investeerimist välisest turuga võrreldes atraktiivsemaks muutnud ka Eesti maksusüsteem, mis ei anna koduturul investeerimisel märkimisväärsed eeliseid. Lähtuvalt eeltoodust hindab autor investorite atraktiivsuse eeldust täidetuks mõningaselt määral.

Euroopas tegutsevad alternatiivturud toimivad identse üldise loogika alusel, kuid liikmesriikidele on jäetud ka individuaalne otsustusõigus, kujundamaks turgude täpset spetsiifikat vastavalt oma riigi finantsturgudele. Riikide lõikes varieeruvad näiteks prospektivaba emissiooni maksimummäärad ning nõudlused aruandluse osas. Kasvuturgude kontseptsiooni tutvustamise tõttu on alternatiivturgude korraldamise ühtsus autori hinnangul liiduüleselt vähenema hakanud. Loodud lihtsustused, mis kasvuturuks saamisega emitentide jaoks kaasnevad, on praktikas kasulikud üksnes suuremate turgude puhul, mis ei ole andnud tõuget väiksemate mitmepoolsete kauplemissüsteemide korraldajatele kasvuturuks registreerimiseks. Regulaativse õigusraamistiku madala efektiivsuse tõttu ei ole adekvaatne eeldada, et First North oleks pidanud liiduülese ühtlustatuse saavutamiseks end praeguseks hetkeks kasvuturuks registreerima. Seetõttu leiab autor, et liiduülese ühtlustatuse eeldus on olnud piisaval määral täidetud.

Võttes viie antud hinnangu põhjal arvesse, et keskmiselt on eeldused osutunud piisaval määral täidetuks, siis hindab ka autor peatükis 2.2. sõnastatud ühtset eesmärki täidetuks ning on seisukohal, et First North on oma tegevusajaloo jooksul toiminud üldjoontes eesmärgipäraselt.

Kokkuvõte

Kuigi 17. sajandil loodud ajaloo esimesed formaalsed aktsiabörsid on käesolevaks sajandiks teinud suure arenguhüppe, on nende esmane funktsioon püsinud muutumatuna. Ka tänapäeval on aktsiate avaliku noteerimise taga enamasti soov kaasata täiendavat kapitali ning kasvatada ettevõtte turuväärtust. Kuna ühiskonnas ja tööturul olulist rolli omavate väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks on reguleeritud turule pääsemise kriteeriumid osutunud tihti ületamatuks takistuseks nimekirjadesse jõudmisel, on alates 1970. aastatest loodud alternatiivturge, mille leebemad nõudmised hõlbustavad ka neil raha kaasamist. Ameerikas loodud ning edukaks osutunud madalamate sisenemisbarjääridega NASDAQ-i idee võeti Euroopas omaks kakskümmend aastat hiljem, kui 1995. aastal algas hoogne alternatiivturgude loomine ning korraga tekkinud mitukümmend turgu üksteisele konkurentsi pakkuma hakkasid. Soodne ettevõtluskeskkond ning tehnoloogiaettevõtete ülistamine investorite seas aitasid kaasa alternatiivturgudel kauplemisele võetud ettevõtete kiirele kasvule ning investorite rikastumisele. Dot-com mulli lõhkemise järel pankrotistus aga suur osa neist ettevõtetest ning alternatiivturud kaotasid kiiresti populaarsuse ja likviidsuse.

Alternatiivturgude kahjustunud maine järel 21. sajandi alguses suleti neist küll mitmed, kuid aastate jooksul on need taas avatud, omades tänases finantssüsteemis üha olulisemat rolli. Soodustades kapitali sissevoolu ettevõtetesse ning võimaldades seeläbi väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel oma kasvupotentsiaali realiseerida, moodustavad alternatiivturud kasvulava reguleeritud turule jõudmiseks. Turgude toimimise praktika on aga näidanud, et tihti takistavad alternatiivturgude täielikku eesmärgipärasust regulatiivsed lüngad, mis võimaldavad ettevõtetel süsteemi ekspluateerida. Nii on näiteks leitud, et paljud ettevõtted, kes kvalifitseerusid reguleeritud turule, on madalamate regulatiivsete nõuete ja tasude valguses oma aktsiad teinud kaubeldavaks hoopis alternatiivturul, luues seeläbi kapitalile kergema ligipääsu. Sarnaseid ja muid toimimisest tulenevaid tõrkeid on varasemate autorite käsitluses uuritud suuremate alternatiivturgude näitel, kuid viieteistkümne aasta pikkuse ajalooga First Northi tegevust Tallinnas pole seni teaduslikel meetoditel põhjalikumalt analüüsitud.

Bakalaureusetöös võttis autor eesmärgiks hinnata First Northi toimimise kogemust ja eesmärgipärasust Tallinnas alates selle loomise hetkest. Hinnangu andmine toimus dokumendianalüüsi ja ekspertintervjuude meetodite integreerimise abil ning kriteeriumite alusel, mille töötas autor välja mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele kohaldatud regulatsioonide ja valdkonna välisekspertide analüüside põhjal. Autor sõnastas mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele kehtestatud ühtse eesmärgi, viis vajalikku eeldust eesmärgi täitmiseks ning kolm hindamiskriteeriumi iga eelduse täitmise kontrollimiseks.

Autor jõudis seisukohale, et First North ei omanud väliste tegurite tõttu selle algusaegadel märgatavat mõju VKEdel kapitalivajaduste lihtsustamisel, kuid oluline areng on toimunud viimase viie aasta jooksul kui investorkond on muutunud haritumaks ning ettevõtted saanud alternatiivturul kauplemise eelistest paremini teadlikuks. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete vajadustele vastamist pidas autor First Northi puhul piisavaks, kuna selles on tehtud emitentidele olulisi praktikas tuntavaid lihtsustusi reguleeritud turuga võrreldes. Samas leiab autor, et turu korraldaja peaks teiste suuremate alternatiivturgude eeskujul senisest suuremat tähelepanu pöörama avalikult kättesaadava informatsiooni esitamisega seonduvale, et parandada laiemat teadlikkust kõigi turuosaliste seas. Ainus eeldus, mida hindab autor First Northi puhul olulisel määral täidetuks on investorite huvide kaitse, mis on kohalikul turul tagatud läbi toimiva piisava informatsiooni tagamise, tugeva järelevalve ning investorisõbraliku ja selge esitamise. First Northi atraktiivsust investoritele peab autor pigem madalaks, mis on tingitud

institutsionaalsete investorite vähesest huvist, mis omakorda ei loo eeldusi alternatiivturu kiireks arenemiseks tulevikus. Kuigi turul eksisteerib meetmeid, mis võiksid turgu kõikide investorite jaoks atraktiivsemaks muuta, ei ole neid laiemalt kasutusele võetud. Nimetatud aspektide kõrval ei muuda First Northil kohalikesse ettevõtetesse investeerimist atraktiivseks ka maksusüsteem. Autor leiab, et liiduüleselt on First Northi toimimise üldine loogika teiste turgudega võrreldes sarnane, kuid MiFID II direktiivis esitatud lihtsustused, mis tekivad emitentidele kasuvuturul kaubeldes, on loonud killustatuse turgude kehtestatud nõuete osas ning tekitanud eeldused väiksemate liikmesriikide kapitaliturgude mahajäämuseks. Võttes arvesse tehtud järeldusi, jõudis autor seisukohale, et First North on üldiselt täitnud mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele seatud eesmärgi ning lihtsustanud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juurdepääsu kapitalile läbi nende vajadustele kohaldatud areneva kauplemiskoha, mis on investoritele atraktiivne ning pakub neile tõhusat kaitset liiduüleselt ühtlustatud õigusraamistiku kaudu.

Viidatud allikad

1. Ayyagari, M., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2011). Small vs. Young Firms across the World - Contribution to Employment, Job Creation, and Growth (pp. 2–4). The World Bank. Retrieved from The World Bank website:
<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/3397>
2. Bagheri, M., & Nakajima, C. (2004). Competition and Integration among Stock Exchanges: The Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies. *Oxford Journal of Legal Studies*, 24(1), 72–73. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/360052>
3. Balti aktsiad. (2022). Retrieved April 1, 2022, from Nasdaq Balti börs website:
<https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/shares>
4. Balti aktsiad - Statistika. (2022). Retrieved from Nasdaq Tallinn website:
<https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/statistics>
5. Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2008). Why European firms go public?
<https://doi.org/doi.org/10.2139/ssrn.1034164>
6. Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585–590. Retrieved from
<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>
7. Bernstein, S., Dev, A., & Lerner, J. (2020). The creation and evolution of entrepreneurial public markets. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 307–309.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.002>
8. Börsiteated. (2022). Retrieved from Nasdaq Tallinn website:
<https://nasdaqbaltic.com/statistics/et/news>
9. Bottazzi, L., & Da Rin, M. (2002). Europe's 'New' Stock Markets (pp. 2–12). Milano, Italy: Università Bocconi. Retrieved from Università Bocconi website:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=319260
10. Buckland, R., & Davis, E. W. (2016). *Finance for Growing Enterprises* (3rd ed.). New York: Routledge.
11. Casey, E., & O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173–174.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>

12. Cherednychenko, O. O. (2010). The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights? *Journal of Consumer Policy*, 33, 407. Retrieved from <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10603-010-9145-2.pdf>
13. Commission of the European Communities. (1995). Reporting on the feasibility of the creation of a European Capital Market for smaller entrepreneurially managed growing companies (p. 5). Belgia. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51995DC0498&from=SV>
14. Corporate Finance Institute. (2022). Alternative Trading System (ATS). Retrieved from Corporate Finance Institute website: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/alternative-trading-system-ats/>
15. Direktiiv 2004/39/EÜ. (2004). Euroopa Parlament ja Euroopa Liidu Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>
16. Direktiiv 2014/65/EL. (2014). Euroopa Parlament ja Euroopa Liidu Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>
17. Doukas, J. A., & Hoque, H. (2016). Why firms favour the AIM when they can list on main market? *Journal of International Money and Finance*, 60, 493. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.10.001>
18. Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Gary Dushnitsky. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1821. <https://doi.org/https://doi.org/10.1177/0149206317690584>
19. Eesti Pank. (2015). Majanduse Rahastamise Ülevaade (pp. 10–12). Retrieved from https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/publication/et/MRU/2015/mry_2015_est.pdf
20. Eesti Pank. (2022). Majanduse Rahastamise Ülevaade (pp. 7–11). Retrieved from https://haldus.eestipank.ee/sites/default/files/2022-02/mry_veebbruar_2022_est.pdf
21. ESMA. (2020). Consultation Paper on the functioning of the regime for SME Growth Markets under the Markets in Financial Instruments Directive (pp. 10–37). European Securities

- and Markets Authority. Retrieved from European Securities and Markets Authority website: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2061_mifid_ii_consultation_paper_on_sme_gms_under_mifid_ii_and_mar.pdf
22. ESMA. (2021). MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets (pp. 6–38). European Securities and Markets Authority. Retrieved from European Securities and Markets Authority website: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-report-sme-growth-markets>
23. Euronext. (2022). Choosing your Market. Retrieved from Euronext website: <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market>
24. Euroopa Komisjon. (2021). A Public-Private Fund to Support the EU IPO Market for SMEs (pp. 22–59). Retrieved from https://ec.europa.eu/info/evaluation-reports-economic-and-financial-affairs-policies-and-spending-activities/public-private-fund-support-eu-ipo-market-smes_en
25. European Securities and Markets Authority. (2022). ESMA Registers. Retrieved from ESMA website: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg
26. Federation of European Securities Exchanges. (2020). European IPO Report 2020 (pp. 9–20). Retrieved from <https://www.fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf>
27. FESE. (2020). FESE response ESMA consultation on SME Growth Markets (pp. 2–10). Retrieved from <https://www.fese.eu/app/uploads/2020/07/200714-FESE-Response-ESMA-consultation-on-SME-GM-Final.pdf>
28. First North Growth Market Price List. (2022). Retrieved from Nasdaq First North website: https://www.nasdaq.com/docs/2022/01/03/First_North_Growth_Market_Pricelist_2022.pdf
29. Funderbeam. (2021). Listing on Funderbeam. Retrieved from Funderbeam website: <https://www.funderbeam.com/help/listing-on-funderbeam#admissions>
30. Goergen, M., Khurshed, A., McCahery, J. A., & Renneboog, L. (2002). The rise and fall of the European New Markets: On the short and long-run performance of high-tech initial public offerings (pp. 4–8). Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.443861>

31. Granier, C., Revest, V., & Sapio, A. (2019). SMEs and Junior Markets: A Comparison European and Japanese Markets. *Journal of Innovation Economics & Management*, 2(29), 43–48. <https://doi.org/10.3917/jie.029.0043>
32. Helbing, P., Lucey, B. M., & Vigne, S. A. (2018). The Determinants of IPO Withdrawal - Evidence from Europe (Trinity Business School). Trinity Business School. Retrieved from https://acfr.aut.ac.nz/__data/assets/pdf_file/0009/227754/DS-P-Helbing-The-Determinants-of-IPO-Withdrawal_Helbing.pdf
33. International Finance Corporation. (2017). *Alternative Data Transforming SME Finance* (p. 2). Washington, D.C., United States of America. Retrieved from <https://www.gpfi.org/sites/gpfi/files/documents/GPFI%20Report%20Alternative%20Data%20Transforming%20SME%20Finance.pdf>
34. Japan Exchange Group. (2022). Number of Listed Companies/Shares. Retrieved from Japan Exchange Group website: <https://www.jpx.co.jp/english/listing/co/index.html>
35. Kaasa kapitali. (2022). Retrieved from Nasdaq Tallinn website: <https://nasdaqbaltic.com/et/alusta-siit/kaasa-kapitali/>
36. Kallas, Ü. (2012). *Development Proposals for Capital Markets* (pp. 11–12). Retrieved from <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2013/05/FinanceEstonia-development-proposals-for-capital-markets-.pdf>
37. Kee, C. (2022). *TMX Group Equity Financing Statistics – April 2022* (pp. 1–2). Toronto: TSX Venture Exchange. Retrieved from TSX Venture Exchange website: <https://www.tsx.com/resource/en/2852>
38. Kraavik, R. (2021). Pangahoiuste hoogne kasv aeglustus mais. Retrieved from Eesti Pank website: <https://www.eestipank.ee/press/pangahoiuste-hoogne-kasv-aeglustus-mais-29062021>
39. Laks, L. (2021). Kuidas investeerida ühisrahastusse: mida investor tegelikult saab. Retrieved from Postimees website: <https://investor.postimees.ee/7306042/kuidas-investeerida-uhisrahastusse-mida-investor-tegelikult-saab>
40. Lazonick, W. (2007). The US stock market and the governance of innovative enterprise. *Industrial and Corporate Change*, 16(6), 1000. <https://doi.org/https://doi.org/10.1093/icc/dtm030>

41. LHV. (2019). Ühisrahastus – kuidas see toimib ja milleks see hea on? Retrieved from Rahageenius website: <https://raha.geenius.ee/blogi/lhv-blogi/uhisrahastus-kuidas-see-tekkis-milleks-see-hea-on-ja-millised-on-riskid/>
42. LHV - Raha kasvatamine. (2022). Retrieved from LHV website: <https://www.lhv.ee/et/vaartpaberikonto>
43. London Stock Exchange. (2022). Prices and Markets. Retrieved from London Stock Exchange website: <https://www.londonstockexchange.com/live-markets/market-data-dashboard/price-explorer?markets=AIM&categories=EQUITY>
44. Long Term Investment Account. (2022). Retrieved from otpbank website: <https://www.otpbank.hu/portal/en/Retail/Securities/LongTermInvAccount>
45. Määrus (EL) 2017/1129. (2017). Euroopa Parlament ja Euroopa Liidu Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN>
46. Määrus (EL) nr 596/2014. (2014, b). Euroopa Parlament ja Euroopa Liidu Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=et>
47. Määrus (EL) nr 600/2014. (2014, a). Euroopa Parlament ja Euroopa Liidu Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>
48. Määrus (EL) nr 909/2014. (2014). Euroopa Parlament ja Euroopa Liidu Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909&from=EN>
49. Maksu- ja Tolliamet. (2022). Väärtpaberid ja investeerimiskonto. Retrieved from Maksu- ja Tolliamet website: <https://www.emta.ee/eraklient/maksud-ja-tasumine/maksustatavad-tulud/vaartpaberid-ja-investeerimiskonto>
50. Maranik, B. (2021). Ignium on investoritelt kaasanud pea 900 000 eurot. Retrieved from Delfi website: <https://arileht.delfi.ee/artikkel/93769419/ignium-on-investoritelt-kaasanud-pea-900-000-eurot>
51. Markets. (2022). Retrieved from Euronext website: <https://live.euronext.com/en/markets/brussels/equities/list>
Mitmepoolse kauplemissüsteemi

52. First North Reglement. (2022). Nasdaq Tallinn. Retrieved from https://nasdaqbaltic.com/wp-content/uploads/page/nasdaq-tallinna-borsi-reglement/First-North-TLN-01-04-2021_EST.pdf
53. Nasdaq Celebrates 100 Switches From First North Growth Market to Nordic Main Markets. (2021). Retrieved from Nasdaq website: <https://www.nasdaq.com/articles/nasdaqs-european-markets-celebrate-100-switches-from-first-north-growth-market-to-main>
54. Nasdaq First North Growth Market. (2022). Going Public - Listing Guide to Nasdaq First North Growth Market. Retrieved from <https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-first-north-growth-market>
55. Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares. (2022). Nasdaq First North. Retrieved from https://www.nasdaq.com/docs/2022/04/06/Proposal_-_Nasdaq_First_North_Growth_Market_Rulebook_for_Issuers_of_Shares.pdf
56. Nasdaq Nordic. (2022). Nasdaq Nordic - Shares. Retrieved from Nasdaq website: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares>
57. Nasdaq Tallinn. (2008). Eesti väärtpaberiturg 2007. aastal. Retrieved from Nasdaq Tallinn website: <https://nasdaqbaltic.com/et/news/eesti-vaartpaberiturg-2007-aastal/>
58. Nasdaq Tallinn. (2021). Väärtpaberite noteerimisnõuded. Nasdaq Tallinn. Retrieved from https://nasdaqbaltic.com/wp-content/uploads/page/nasdaq-tallinna-borsi-reglement/NoteerimisnC3%B5uded-01-04-2021_EST.pdf
59. Nasdaq Tallinn Mitmepoolse Kauplemissüsteemi First North Hinnakiri. (2022). Nasdaq Tallinn. Retrieved from <https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates01012020/TB-hinnakiri-FN-01-01-2020-est.pdf>
60. Nõuded väärtpaberite pakkumise teabedokumendile. (2022). Rahandusministeerium. Retrieved from <https://www.riigiteataja.ee/akt/123022022016>
61. Nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ. (1993). Euroopa Ühenduste Nõukogu. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/PDF/?uri=CELEX:31993L0022&from=EN>
62. OA-Coffee börsile. (2022). Retrieved from LHV website: https://fp.lhv.ee/forum/threadView?locale=et&topic=forum_topic.invest&threadId=133549&postId=2964282

63. Oone, K. (2006). Väikefirma börsile? Aga palun! Investor & Ettevõtja, pp. 4–7.
64. Otero, S. A. (2021). How to Make Stock Market More Attractive for Companies (pp. 8–24). BME. Retrieved from BME website: https://www.bolsasymercados.es/ing/Studies-Research/Document/5417__How_to_make_Stock_Markets_more_attractive_for_companies_
65. Oxera Consulting LLP. (2020). Primary and secondary equity markets in the EU (pp. 37–84, 126–153, 185–226). Retrieved from <https://op.europa.eu/et/publication-detail/-/publication/54e82687-27bb-11eb-9d7e-01aa75ed71a1/language-en>
66. Petram, L. O. (2011). The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700. Amsterdam: University of Amsterdam. Retrieved from https://pure.uva.nl/ws/files/1427391/85961_thesis.pdf
67. Piotroski, J. D. (2013). The London Stock Exchange's AIM experiment: Regulatory or market failure? A discussion of Gerakos, Lang and Maffett. *Journal of Accounting and Economics*, 56, 219. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.10.004>
68. Posner, E. (2009). *The Origins of Europe's New Stock Markets*. England: Harvard University Press.
69. PwC. (2019). Capital Markets in 2030 - The future of equity capital markets (pp. 4–7). Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/capital-markets-2030.pdf>
70. Saarkoppel, J. (2022). Börsile tulemise spikker: idufirma börsiunistus tõi juba lauale mitu õppimiskohta. Retrieved from Äripäev website: <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2022/04/27/borsile-tulemise-spikker-idufirma-borsiuunistus-toi-juba-lauale-mitu-oppimiskohta>
71. Schmidt, H. (1984). Special stock market segments for small company shares: Capital raising mechanism and exit route for investors in new technology-based firms (p. 375). Commission of the European Communities. Retrieved from Commission of the European Communities website: <https://www.bwl.uni-hamburg.de/finance/team/schmidt/files/schmidt-1984.pdf>
72. Šestanović, A. (2015). SME Stock Exchanges - Should They Have a Greater Role? *Journal of Finance and Law*, 4(1), 62. Retrieved from <https://hrcak.srce.hr/file/231244>

73. Smith, C. F. (1929). The Early History of the London Stock Exchange. *The American Economic Review*, 19(2), 206–207. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1807309>
74. Smith, F. P. (1936). Stock Exchange Listing Requirements, and Publicity. *The Accounting Review*, 11(1), 35–36. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/238786>
75. Technical Expert Stakeholder Group. (2021). Empowering EU Capital Markets for SMEs (pp. 15–63). Retrieved from <https://europa.eu/!kv97kn>
76. TMX Group History at Glance. (2012). TMX. Retrieved from https://www.courthouselibrary.ca/sites/default/files/inline-files/TMX_GroupHistoryAtAGlance.pdf
77. Väärtpaberituru seadus. (2022). Riigi Teataja. Retrieved from <https://www.riigiteataja.ee/akt/119032015043?leiaKehtiv>
78. Viks, K. (2009). Avaliku kapitali kaasamine: müüdid ja tegelikkus. Retrieved from https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/fnb/Tartu_20091008.pdf
79. Weber, S., & Posner, E. (2000). Creating a Pan-European Equity Market: The Origins of EASDAQ. *Review of International Political Economy*, 7(4), 540, 542, 552–555. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/4177363>
80. Welch, I., & Ritter, J. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *Yale ICF*, 2(1), 5. <https://doi.org/doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
81. Äripäev. (2022). Nasdaq – hakka ükskord ometi investorile õiget infot jagama. Retrieved from Äripäev website: <https://www.aripaev.ee/investor-toomas/2022/04/22/nasdaq-hakka-ükskord-ometi-investorile-oiget-infot-jagama>

Lisa A

Korraldatud pakkumised

Emitent	Liik*	Aasta	Maht	Suurendamisvõimalus	Investorite arv	Nõudlus**	Tulemus
Linda Nektar	PP	2015	820 002	0%	-	1	lõpetatud
Medical Pharmacy Group	IPO	2017	4 099 992	20%	-	-	tühistatud
Imepilt	IPO	2020	1 500 000	0%	-	-	tühistatud
Saunum Group	IPO	2020	301 040	66%	1514	10,2	lõpetatud
Bercman Technologies	IPO	2021	680 000	20%	4110	14,5	lõpetatud
Elmo Rent	IPO	2021	600 000	67%	1313	3,2	lõpetatud
Hagen Bikes	IPO	2021	501 600	0%	6530	14,9	lõpetatud
TextMagic	IPO	2021	2 500 000	0%	15 410	19,8	lõpetatud
Modera	IPO	2021	1 650 000	20%	1568	1,2	lõpetatud
OA Coffee	IPO	2021	495 000	10%	-	-	tühistatud
Airobot Technologies	IPO	2022	650 001	20%	4084	6	lõpetatud
Elmo Rent	SPO	2022	799 975	344%	1535	1,8	lõpetatud
Saunum Group	SPO	2022	1 120 000	100%	2402	3,5	lõpetatud
Punktid Technologies	IPO	2022	1 350 000	13%	-	0,6	lõpetatud
Robus Group	IPO	2022	584 500	29%	1483	1,3	lõpetatud
Bercman Technologies	SPO	2022	934 793	20%	351	0,3	lõpetatud
Keskmine			1176807	45%	3663	6,0	
Mediaan			799975	20%	1568	3,2	

Märkus. * Pakkumise kolm liiki on PP (suunatud pakkumine – *private placement*), IPO (esmane avalik pakkumine – *initial public offering*) ja SPO (täiendav avalik pakkumine – *secondary public offerering*). ** Investorite kogunõudlus kordajana emissiooni mahust
Allikas: autori koostatud „Börsiteated“, 2022 põhjal

Summary

EXPERIENCE AND PRACTICE OF SME EQUITY MARKETS - ASSESSMENT OF NASDAQ FIRST NORTH IN TALLINN

Kevin Koik

Although stock exchanges have gone through remarkable developments, their primary function has remained unchanged – public listings are still mostly driven by the need for additional funds. As the regulated markets have proven to be unreachable for small and medium-sized enterprises due to their stringent listing requirements and ongoing obligations, segments for smaller companies have appeared. Those markets, now named by multilateral trading facilities and SME growth markets, have effectively facilitated the access to capital for SMEs. However, during their operating history, it has been noted that some failures have hindered the purposefulness of these markets. Most commonly, larger companies that are fit for regulated markets, have been exploiting the system by listing their shares on SME equity markets to reach capital with lower accompanying costs. Such failures have been broadly studied by previous authors, but there has not been a thorough assessment of the effectiveness of Nasdaq First North in Tallinn. Resulting from the mentioned issue, author aimed to evaluate the experience and purposefulness of First North in Tallinn since its inception. The assessment was carried out through the integration of document analysis and expert interviews and on the basis of criterion developed by the regulations applied to SME equity markets in Europe.

The author concluded that due to external factors, First North did not have a significant impact on facilitating the access to capital for SME in its earlier operating history. Significant developments have taken place over the past five years as investors have become more educated and more aware of the benefits of listing on SME equity markets. Author came to a conclusion that First North has well met the needs of SMEs and has provided significant simplifications for issuers compared to the regulated market. Author found the investor protection level to be high as the risks for market abuses have been minimized and the market participants are being provided with adequate and well-presented information. The attractiveness of First North among investors has proven to be rather low mostly due to the low interest of institutional investors, which in turn does not create preconditions for the development of the alternative market in the future. Measures that could make the market more attractive to all investors, have not been widely adopted. In addition, the tax system in Estonia does not provide visible incentives for

investing in domestic markets. Autor found the EU harmonization goals to be generally met, but noted that the alleviations introduced by MiFID II have created fragmentation in regards of listing and ongoing requirements in comparison of the markets in EU. Considering all the inferences, author concluded that First North in Tallinn has generally met its operating goal and thus, has facilitated access to capital for small and medium-sized enterprises through a trading system that is attractive to investors and provides them an effective protection through a harmonized regulatory framework across the Union.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kevin Koik,

annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose ”Alternatiivturgude kogemus ja praktika – hinnang Nasdaq First Northi toimimisele Tallinnas“,

mille juhendaja on nooremlektor Mark Kantšukov,

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 3.0, 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.

Kevin Koik

12.05.2022