

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond

Helina Liba, Eliise Urban

**HÜBRIIDVÕLAKIRJADE KUI KAPITALI ALLIKA VÕIMALUSED JA RISKID EESTI
EMITENTIDE PERSPEKTIIVIST**

Magistritöö

Juhendaja: lektor Mark Kantšukov

Tartu 2026

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

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Hübriidvõlakirjade positsioon kapitali allikate seas	7
1.1. Hübriidvõlakirjade liigid ja nende ajalugu.....	7
1.2. Hübriidvõlakirjade regulatiivne raamistik	15
1.3. Hübriidvõlakirjadega seotud riskid, eelised ja võimalused emitendi vaatest.....	21
2. Eesti turuosaliste nägemus hübriidvõlakirjadest.....	26
2.1. Metoodika ja andmed	26
2.2. Eksperdiintervjuude tulemused	29
2.3. Tulemuste arutelu	38
Kokkuvõte.....	46
Viidatud allikate loetelu	50
LISA A.....	56
LISA B	58
Summary	60

Sissejuhatus

Ettevõtte kapitali struktuuri valik on üks tähtsamaid juhtkonna strateegilisi otsuseid, sest sellel on lai mõju ettevõtte tulemuslikkusele ja väärtusele (Vega Zavala ja Santillán Salgado, 2019). Hübriidvõlakiri on instrument, mis küll vormiliselt liigitatakse võlakapitaliks, ent mille tingimused ja iseloom on sarnased omakapitali tunnustega, nagu näiteks väga pikk või määramata tähtajalisus, intressimaksete edasilükkamise võimalus ja subordineeritus või juuniiorvõla staatus (BNP Paribas Wealth Management, 2021; Labbé, 2017). Eesti kontekstis on hübriidvõlakirjade väljastamine üha enam populaarsust kogumas (Künnapas, 2024). Näiteks emiteeris Eesti Energia 2024. aastal Londoni börsil 400 miljoni euro väärtuses rohelisi hübriidvõlakirju, mille emissiooni maht märgiti investorite poolt neljakordselt üle (Äripäev, 2024). Autorite hinnangul võib öelda, et Eestis on peamisteks hübriidvõlakirjade emiteerijateks pangad, kuna ka pankade poolt väljastatavate AT1 (*Additional Tier 1*) ja Tier 2 võlakirjade puhul on tegemist hübriidvõlakirjadega. Samuti näitab hübriidvõlakirjade aktuaalsust ka asjaolu, et instrumendile on asunud rohkem tähelepanu pöörama ka Maksu- ja Tolliamet, kes on viidanud hübriidsetele finantsinstrumentidele kui hübriidsete ebakõlade võimalikule põhjustajale oma kodulehel ning väljastanud 2025. aastal ka siduva eelotsuse, mis on sisuliselt juhend hübriidfinantsinstrumentide maksuõigusliku kvalifitseerimise kohta (Maksu- ja Tolliamet, 2025; Maksu- ja Tolliamet, 2025b). See näitab, et hübriidvõlakirjade roll Eesti kapitaliturul on kasvamas, eriti roheliste ja kestlike investeeringute kontekstis.

Üha rohkem emiteeritakse hübriidvõlakirju rohelistena. Rohelised võlakirjad aitavad kiirendada üleminekut väiksema süsinikdioksiidiheitega majandusele ning võimaldavad investoritel oma portfelle mitmekesistada ja riske tõhusamalt maandada (Ghaemi Asl *et al.*, 2024). Kui vaadelda välisriikides emiteeritud hübriidvõlakirju, siis näiteks 2025. aastal on enda esimese rohelise hübriidvõlakirja emiteerinud Volkswagen kogumahuga 1,9 miljardit eurot (Clifford Chance, 2025; Volkswagen Financial Services, 2025), UBM Development (kes on üks Euroopa juhtivaid puitehitiste projektide arendajaid) kogumahuga 65 miljonit eurot (UBM Development, 2025; UBM Development, 2025a) ning kogumahuga 500 miljonit eurot Veolia, kes maailma viiel kontinendil tegeleb vee, energia ja jäätmete haldamisega ning olemasolevate ressursside ligipääsu tagamise, uuendamise ning säilitamisega (Veolia, 2025). Huvi roheliste hübriidvõlakirjade vastu näitab ka see, et 2023. aastal märgiti rohelisi hübriidvõlakirju enam üle kui mitte rohelisi hübriidvõlakirju (Krebbers ja Stimamiglio, 2023). Hübriidvõlakirjade

laiapindsust näitab ka asjaolu, et antud instrumendid on aktsepteeritavad Euroopa Investeerimispanka kui ka Euroopa Strateegiliste Investeeringute Fondi jaoks (Euroopa Kontrollikoda, 2019; European Investment Bank, 2025). Hübriidfinantsinstrumentide kohta on läbi viidud mitmeid põhjalikke uurimusi, kuid hübriidfinantsinstrumente käsitlev teaduskirjandus ei ole nii põhjalik ning konkreetne arusaam taoliste instrumentide emiteerimise põhjustest ja nende mõjust puudub (Flores ja Fasan, 2024). Autoritele teadaolevalt ei ole samuti uuritud hübriidvõlakirjade emiteerimisega kaasnevaid võimalusi ja riske emitendi perspektiivist. Seetõttu on käesolev töö oluline nii akadeemilises kui ka praktilises plaanis, kuna antud töö täiendab teaduskirjandust ning aitab ettevõtjatel teha teadlikuma valiku laenukapitali kaasamisel ja otsustada, kas ja millistel juhtudel tasuks kaaluda hübriidvõlakirju raha kaasamiseks.

Magistritöö eesmärgiks on selgitada hübriidvõlakirjade võimalusi ja riske emitentide vaatest ning nende kasutamist mõjutavaid tegureid Eesti finantsmaastikul. Magistritöö raames antakse süvitsi ülevaade, milles seisnevad hübriidvõlakirjade eelised ja potentsiaalsed riskid võrreldes traditsiooniliste võlakirjade ja teiste kapitali kaasamise allikatega. Hübriidvõlakirjade eeliste ja väljakutsete ehk võimalike riskide ja täiendavate vajaduste väljaselgitamine hübriidvõlakirjade emiteerimisel ja nende eluea jooksul on oluline emitentide jaoks, kuna see aitab otsustada, kas ja millal hübriidvõlakirju emiteerida näiteks traditsiooniliste võlakirjade asemel.

Eesmärgi saavutamiseks püstitasid autorid järgmised uurimisülesanded:

- anda ülevaade hübriidvõlakirjade liikidest ning varasematest akadeemilistest uuringutest;
- selgitada välja rahvusvaheliste ja siseriiklike regulatsioonide mõju hübriidvõlakirjade turule;
- käsitleda emitentide teoreetilisi riske, eeliseid ja võimalusi hübriidvõlakirjade väljastamisel võrreldes muude kapitali allikatega;
- koostada intervjuuküsimused tuginedes varasematele teadusuuringutele;
- läbi viia eksperdiintervjuud hübriidvõlakirjasid emiteerinud ettevõtete, potentsiaalsete emitentide ja emiteerimisprotsessi osalistega;
- analüüsida intervjuude vastuseid ja sünteesida tulemused hübriidvõlakirjade kasutamise ning nende emiteerimisel kaasnevate riskide ja võimaluste kohta;
- arutleda töö tulemuste üle ning pakkuda välja emitentidele hübriidvõlakirjade sobivuse raamistik.

Metoodiliselt tugineb töö kvalitatiivsele uurimisstrateegiale. Analüüsitakse teaduskirjandust, statistilisi andmeid ning varasemaid uuringuid hübriidsete finantsinstrumentide kohta. Lisaks viiakse läbi eksperdiintervjuud emitentide ja emiteerimisprotsessis osalejatega, kelleks on börsiesindajad, ettevõtjad, nõustajad ja pankade esindajad, mis tagab laiema ülevaate hübriidvõlakirjade rollist ja perspektiivist kapitali kaasamise vahendina. Intervjuude põhjal teostatakse kvalitatiivne sisuanalüüs uuringu tulemuste saamiseks ja järelduste tegemiseks.

Magistritöö koosneb kahest osast. Töö teoreetilises osas käsitletakse teaduskirjanduse põhjal hübriidvõlakirjade liike, mõju ettevõtte finantsjuhtimisele, regulatiivset raamistikku ning analüüsitakse nendega seotud riske ja eeliseid emitentide vaatest. Töö empiirilises osas esitatakse eksperdiintervjuude tulemused ning võrreldakse neid teaduskirjanduses esitatud seisukohtadega, mille põhjal tehakse järeldused, esitatakse soovitusel ning tehakse ettepanekud edasisteks uuringuteks.

Töö autorid tänavad kõiki intervjuudes osalenud eksperte, kes leidsid aega magistritöö valmimisele kaasa aidata ning jagasid oma teadmisi, kogemusi ja seisukohti hübriidvõlakirjade teemal. Nende panus oli käesoleva uurimistöö empiirilise osa koostamisel määrava tähtsusega. Samuti tänavad autorid magistritöö juhendajat asjatundliku juhendamise, toetuse ja konstruktiivse tagasiside eest kogu tööprotsessi vältel.

Märksõnad: hübriidvõlakirjad, vahetusvõlakirjad, vahetatavad võlakirjad, omakapitali tunnustega võlakirjad

Teaduseriala kood CERCS: S181 Rahandus

1. Hübriidvõlakirjade positsioon kapitali allikate seas

1.1. Hübriidvõlakirjade liigid ja nende ajalugu

Hübriidvõlakirjad kuuluvad hübriidsete väärtpaberite hulka, millel on üheaegselt nii võla- kui ka omakapitalile iseloomulikke tunnuseid. Ivanise (2023) järgi on hübriidsed väärtpaberid tekkinud olukorras, kus ettevõtetal ei ole olnud piisavaid võimalusi rahastamiseks klassikaliste võla- või omakapitaliinstrumentide abil, nagu näiteks pangalaenu, klassikalise võlakirja või omanike poolsete täiendavate sissemaksete kaudu. Võlakirjade puhul eristab Ivanis (2023) puhtaid ja hübriidvõlakirju selle alusel, kas võlakiri sisaldab aktsiatele omaseid omadusi. Hübriidvõlakirjad jäävad oma olemuselt võlainstrumentideks, kuna emitent kohustub maksma intressi ja lunastama nimiväärtuse, kuid nende struktuur hõlmab täiendavaid õigusi või tingimusi, mis seovad need osaliselt omakapitaliinstrumentidega. (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; Ivanis, 2023; Jaworski *et al.*, 2018)

Ivanis (2023) käsitleb hübriidvõlakirju eelkõige läbi instrumentide liigituse, mitte nende rolli kaudu kapitalistruktuuris. Tema käsitluses loetakse hübriidvõlakirjadeks võlainstrumentid, mille lepingulisse struktuuri on lisatud aktsiaga seonduvaid õigusi või stiimuleid. Sellisteks instrumentideks on kohustuslikult konverteeritavad võlakirjad, kasumis osalemise õigusega võlakirjad, preemiatega võlakirjad, ostueesõigusega võlakirjad ning konverteeritavad võlakirjad. Nimetatud instrumente ühendab asjaolu, et lisaks fikseeritud intressitulule võimaldavad need investoril osaleda ettevõtte edasises väärtuse kasvus kas otseselt või kaudselt, mistõttu on tegemist hübriidsete finantsinstrumentidega. (Ivanis, 2023)

Fajardo *et al.* (2021) sõnul pakuvad hübriidvõlakirjad mitmesuguseid kaitsvaid tingimusi sarnaselt tavavõlakirjadega, kuid sarnaselt omakapitalile pakuvad hübriidvõlakirjad kõrgema riski tõttu ka kõrgemat oodatavat tulusust. Kui Ivanis (2023) keskendub hübriidvõlakirjade liigitusele ja nende hübriidsele olemusele, siis teised autorid rõhutavad nende instrumentide konkreetseid lepingulisi ja majanduslikke omadusi. Hübriidvõlakirjad on standardiseeritud lepingud ilma ettevõtte hääleõiguseta, millel on nii omakapitali- kui ka võlakohustuse tunnused, näiteks:

- igavene või erakordselt pikk (nt üle 30 aasta) tähtaeg,
- kupongimakseid saab edasi lükata,
- kupongimaksed ei pea olema kindlaks määratud regulaarsusega,
- kui kupongimakseid ei tehta, siis nad akumulēeritakse ning

- nad on sügavalt allutatud kõikidele eelisvõlausaldajate nõuetele ehk ainult osanike nõuded on hübriidvõlakirjadest allpool (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; De Spiegeleer *et al.*, 2014; Gumussoy, 2023).

Lisaks, kuna hübriidvõlakirjade kupongimakseid saab edasi lükata, siis majanduslikult ebastabiilsel perioodil peavad hübriidvõlakirjade omanikud koos ettevõtte osanikega kandma finantsilistest raskustest tingitud kahjusid (Jaworski *et al.*, 2018). Ehk teisisõnu ei pruugi investorid saada oodatud tulusid eelduslikel kupongimakse tähtaegadel, vaid siis kui ettevõtte majanduslik seis on paranenud.

Majanduslikult stabiilsel ajal käituvad hübriidvõlakirjad üldiselt aga tavalise võlakirjana. See tähendab, et hübriidvõlakirjadelt makstakse regulaarselt intressi ning keskmine lunastustähtaeg on 5–6 aastat olenemata pikast tähtajast (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024). Hübriidvõlakirjadel on ka üldiselt mitu lunastustähtaega, mil investoril on võimalik võlakiri lunastada ning saada kätte põhiosa koos intressidega. Hübriidvõlakirjad sisaldavad tihti ka optsiooni, mis võimaldab raamatupidamislike või krediitdireitingust tulenevate muutuste korral võlakirja lunastada ja saada 101% põhiosa summast pluss teenitud intressid, seega on hübriidvõlakirjade raamatupidamislik klassifitseerimine ja krediitdireiting väga olulised (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024). Näiteks müügioptsiooni sisaldav võlakiri võimaldab võlakirja omanikel mõjutada emitente tegema efektiivsemaid investeerimisotsuseid (Fajardo *et al.*, 2021). Käesoleva magistritöö autorid lähtuvad hübriidvõlakirjade defineerimisel nende lepingulistest omadustest ning peavad kõige olulisemaks konkreetse omakapitali tunnuse olemasolu. Kokkuvõtvalt võivad hübriidvõlakirjal olla järgmised omakapitali tunnused:

- võimalus või kohustus vahetada võlakirjad emitendi või teise ettevõtte aktsiate vastu,
- võimalus või kohustus soetada emitendi või teise ettevõtte aktsiaid,
- optsiooni olemasolu – lisapreemiad või näiteks võimalus sobival hetkel võlakirjast vabaneda,
- intressimaksete seotus emitendi kasumi suuruse või aktsiahinnaga,
- intressimaksete edasilükkamise ja akumulierimise võimalus,
- võlakirja tähtajatus,
- võlakirja allutatus eelisjärjekorras teenindatavatele võlakohustustele.

Autorite hinnangul on olulisimad hübriidvõlakirjade tunnused eelkõige seotud rahaliste maksetega, kuidas on sätestatud maksete tingimused ning optsiooni olemasolu võlakirja

vahetamiseks aktsia või osa vastu või täiendavate muude hüvede saamiseks (näiteks preemia, ostueesõigus). Ainuüksi võlakirja tähtajatus või sügav subordineeritus teiste nõuete suhtes ei muuda autorite hinnangul võlakirja automaatselt hübriidvõlakirjaks, kuna on vaieldav, kas näiteks võlakirja tähtajatus, mis üldjuhul ei tähenda siiski, et võlakirja ei lunastata kunagi, muudavad võlakirja niivõrd aktsiale või osale sarnaseks, et võlakirja võiks hübriidseks nimetada. Igavestel võlakirjadel või ka teisisõnu tähtajatutel võlakirjadel puudub lunastustähtaeg ehk need ei aegu kunagi. Igaveste võlakirjade puhul makstakse kupongimakseid määramata aeg (Livingston, 2005). Just kupongimaksete teoreetiline igavene jätkuvus on asjaolu, mis justkui muudab igavese võlakirja hübriidvõlakirjaks, kuna võlakirja omanikul on võimalik kogu ettevõtte eluea jooksul osa saada ettevõtte rahavoogudest sarnaselt ettevõtte osanikele. Käesoleva magistritöö autorid leiavad, et igavesi võlakirju ei peaks liigitama hübriidvõlakirjadeks põhjusel, et üldiselt igavesed võlakirjad lunastatakse esimesel lunastustähtajal ning praktikas ei kesta nad terve ettevõtte eluea. Samuti on küsitav, kas asjaolu, et võlakohustus on nõuete rahuldamise järjekorras vaid osanike nõuetest eespool, muudab võlakirja rohkem omakapitalile sarnanevaks. Seega leiavad autorid, et võlakirja tähtajatus ja allutatuse puhul peaks olema võlakirjal veel muid tunnuseid, mis muudavad võlakirja hübriidvõlakirjaks.

Varasemalt mainisime, et hübriidvõlakirju on väga erinevate omadustega ning iga hübriidvõlakirja täpsed tingimused pannakse paika konkreetse võlakirja prospektis. Kui hübriidvõlakiri mõistena on üldsusele vähetuntud, siis hübriidvõlakirja konkreetset liigid on aga ka üldsusele rohkem teada. Näiteks vahetusvõlakiri ehk konverteeritav võlakiri (vt tabel 1), mis on üks hübriidvõlakirja liikidest, annab investorile õiguse, mitte kohustuse, vahetada võlakiri emitendi lihtaktsiateks etteantud tingimustel (Chisholm, 2010; Choudhry, 2001; Del Viva ja El Hefnawy, 2020; Dutordoir *et al.*, 2014; Fajardo *et al.*, 2021; Kim ja Zumbansen, 2002). Pärast konverteerimist aktsiad tagasi võlakirjaks ei muutu (Choudhry, 2001). Taoline instrument ühendab endas võla- ja omakapitali omadused, mistõttu käsitletakse seda hübriidvõlakirjana (Choudhry, 2001; Fajardo *et al.*, 2021; Flores ja Fasan, 2024). Äriseadustik käsitleb antud võlakirja vahetusvõlakirjana, aga käesoleva magistritöö autorid jäävad oma töös konverteeritava võlakirja termini juurde, et vältida lugeja jaoks segadust vahetusvõlakirja ja vahetatava võlakirja vahel, mis on väga sarnased terminid, kuid erinevad hübriidvõlakirjade liigid. Äriseadustiku § 167² ja § 241 kohaselt on konverteeritava võlakirja puhul sisult tegemist osa- või aktsiakapitali tingimusliku suurendamisega, mille lubatavus peab olema ka toodud ettevõtte põhikirjas.

Äriseadustik defineerib konverteeritavat võlakirja ehk vahetusvõlakirja kui võlakirja, mille omanikul on õigus vahetada võlakiri osa või aktsia vastu. Äriseadustiku § 167² lg 4 ja § 351 lg 3 kohaselt emitendi osanikel ja aktsionäridel on võlakirjade märkimise eesõigus vastavalt äriseadustikus toodud korrale. Vahetusvõlakirja eest tuleb tasuda rahas vähemalt võlakirja nimiväärtus. Võlakirja vastu väljalastava osa või aktsia nimiväärtus võib olla võlakirja nimiväärtusest suurem vaid siis, kui osa või aktsia ja võlakirja nimiväärtuse vahe tasutakse rahas. (Äriseadustik, § 167² lg 5 ja § 241 lg 4) Oluline on ka, et vahetusvõlakirjade nimiväärtuste summa ehk kogumaht ei või olla osaühingust emitendi puhul suurem kui pool osakapitalist ja aktsiaseltsist emitendi puhul suurem kui 1/3 aktsiakapitalist (Äriseadustik, § 167² lg 6 ja § 241 lg 5). Pankade puhul vahetusvõlakirja nimiväärtuste summa ei või olla aga suurem kui 1/10 aktsiakapitalist (Krediidiasutuste seadus, § 28 lg 4). Panga vahetusvõlakirjade aktsiateks ümbervahetamiseks on vajalik Finantsinspektsiooni nõusolek ning Finantsinspektsioon võib ka keelduda nõusoleku andmisest, kui taoline aktsiakapitali suurendamine kahjustab krediidiasutuse hoiustajate, klientide ja teiste võlausaldajate huve (Krediidiasutuste seadus, § 36 lg 3 ja 3¹).

Tingimuslikult konverteeritav võlakiri on sarnane konverteeritavale võlakirjale, kuid antud võlakiri konverteeritakse omakapitaliks vaid juhul, kui leiab aset lepingus määratletud sündmus, milleks enamasti on kapitali suhtarvu langemine alla määratud taseme (Brigo *et al.*, 2013). Põhjusel, et võlakirja konverteerimine toimub emitendi jaoks keerulises majandusolukorras, on ka antud võlakirjal kõrgem kupongimäär (Brigo *et al.*, 2013). Kuigi tingimuslikult konverteeritavaid võlakirju võivad emiteerida kõik ettevõtted, siis lihtsustatult võib öelda, et tingimuslikult konverteeritav võlakiri on pankade poolt väljastatav tavaline võlakiri, millega pank ise ei saa kahjumit (De Spiegeleer *et al.*, 2014). Lisaks on konverteeritava võlakirja alaliigiks kohustuslikult konverteeritavad võlakirjad, mis sarnanevad eelisaktsiatele ning muutuvad automaatselt omakapitaliks kokkulepitud ajahetkel (Chisholm, 2010; Huerga ja Rodríguez-Monroy, 2019). Ostueesõigusega võlakirjade puhul säilib investoril võlakiri ning lisaks on investoril õigus teatud aja jooksul või teatud ajahetkel eelnevalt kokkulepitud tingimustel osta ka ettevõtte aktsiaid (Ivanis, 2023). Konverteeritavatele võlakirjadele väga sarnased on ka vahetatavad võlakirjad, mida ei konverteerita emitendi aktsiateks, vaid mõne muu ettevõtte aktsiate vastu (Chisholm, 2010). Vahetatavad võlakirjad võivad olla ka kohustuslikult vahetatavad mõne muu ettevõtte aktsiate vastu, mille puhul lihtsustatult võib öelda, et tegemist on investori seisukohalt ettevõtte osaluse ostuga kasutades ettemaksu (Chisholm, 2010). Kasumis

osalemise õigusega võlakiri võimaldab investoril lisaks intressile saada ka dividenditulu (Ivanis, 2023). Subordineeritud hübriidvõlakiri on kõige klassikalisem hübriidvõlakirja vorm, mida emitteerivad mitte finantsettevõtted ehk nagu varasemalt mainitud, siis võlakirjal on nii omakapitali- kui ka võlakohustuse tunnused, näiteks igavene või erakordselt pikk (nt üle 30 aasta) tähtaeg, võlakirja kupongimakseid saab edasi lükata, kupongimaksed ei pea olema kindlaks määratud regulaarsusega ning nad on sügavalt subordineeritud (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; De Spiegeleer *et al.*, 2014; Gumussoy, 2023). Jaworski *et al.* (2018) sõnul muudab võlakirja hübriidvõlakirjaks kolme tingimuse täitumine – võlakirja tähtaeg, allutatus ning kupongimaksete edasilükkamise võimalus. Käesoleva magistritöö autorite hinnangul peaks samuti subordineeritud hübriidvõlakirjal olema vähemalt kolm omakapitali tunnust, mis muudaks võlakirja hübriidvõlakirjaks nagu ka eespool on arutletud.

Viimastena on tabelis 1 veel preemiatega võlakiri ja mitterahaliste maksetega ehk PIK (*payment-in-kind*) võlakiri. Kirjanduses loetakse PIK võlakirja ka rämps võlakirjaks, kuna võlakiri annab emitendile võimaluse anda investorile täiendavaid võlakirju juurde, kui emitent ei suuda täita enda maksekohustusi või suurendada kupongimakseid (De Spiegeleer *et al.*, 2014). Preemiatega võlakiri on enamasti väga madala intressimääraga või nullkupongiga võlakiri, kus loosi teel on võimalik investoril saada täiendavat preemiat (Ivanis, 2023). Autorite hinnangul võiks ka preemiatega võlakirja lugeda rämps võlakirja hulka, kuna võlakiri sisaldab hasartmängu sarnast komponenti, mida paljud investorid võivad ülehinnata. Alljärgnevas tabelis on toodud autorite hinnangul olulisemad või tuntumad hübriidvõlakirjade liigid koos nende lühikirjeldustega.

Tabel 1

Hübriidvõlakirjade peamised liigid

Liik	Alaliik	Lühikirjeldus
Vahetusvõlakiri ehk konverteeritav võlakiri (<i>convertible bond</i>)	Vabatahtlikult konverteeritav võlakiri (<i>voluntary convertible bond</i>)	Investoril on õigus vahetada võlakiri ettevõtte aktsiateks eelnevalt määratud tingimustel
	Kohustuslikult konverteeritav võlakiri (<i>mandatory convertible bond</i>)	Võlakiri vahetatakse automaatselt aktsiateks kindlal ajahetkel
	Tingimuslikult konverteeritav võlakiri (<i>contingent convertible bond/ CoCo bond</i>)	Võlakiri vahetatakse aktsiateks ainult siis, kui täitub teatud tingimus (nt AT1 võlakirjad konverteeritakse omakapitaliks kui panga kapital langeb alla määratud taseme)
Vahetatav võlakiri (<i>exchangeable bond</i>)	Vabatahtlikult vahetatav võlakiri (<i>voluntary exchangeable bond</i>)	Võlakirja on võimalik vahetada mõne muu ettevõtte aktsiate vastu
	Kohustuslikult vahetatav võlakiri (<i>mandatory exchangeable bond</i>)	Võlakiri vahetatakse mõne muu ettevõtte aktsiate vastu kindlal ajahetkel
	Tingimuslikult vahetatav võlakiri (<i>contingent exchangeable bond</i>)	Võlakiri vahetatakse mõne muu ettevõtte aktsiate vastu teatud tingimuste täitumisel
Ostueesõigusega võlakiri (<i>bond with warrant</i>)		Võlakirja omanikul on võimalus osta tulevikus kokkulepitud tingimustel ettevõtte aktsiaid ning säilitada võlakiri
(Üli)pika tähtajaga (või tähtajatu) allutatud võlakiri intressimaksete edasilükkamise võimalusega (<i>subordinated hybrid bond</i>)		Võlakirja intressimakseid saab edasi lükata, tal on pikk või igavene lunastustähtaeg ning allutatus teiste nõuete suhtes
Kasumijaotuses osalemise õigusega võlakiri (<i>bond with the right to participate in profits</i>)		Võlakiri annab õiguse osaleda kasumi jaotamisel ehk saada dividende lisaks intressitulule.
Preemiatega võlakiri (<i>bond with premiums</i>)		Nullkupongi võlakiri või väga väikse intressiga võlakiri. Emitent maksab teatud hulga võlakirja omanikele loterii alusel preemiat.
Mitterahaliste maksetega võlakiri (<i>Payment-in-Kind bond, PIK bond</i>)		Emitendi makseraskuste korral suurendatakse tuleviku intressimakseid, väljastatakse täiendavaid võlakirju või aktsiaid

Allikas: Autorite koostatud (Brigo *et al.*, 2013; Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; Chisholm, 2010; Choudhry, 2001; De Spiegeleer *et al.*, 2014; Gumussoy, 2023; Kim ja Zumbansen, 2002; Ivanis, 2023; Jaworski *et al.*, 2018) põhjal

Hübriidvõlakirjade hulgas on praktikas üheks olulisemaks ja laialdasemalt kasutatavaks instrumendiks konverteeritav võlakiri (Brown ja Josephs, 2024; Brennan ja Schwartz, 1980). Konverteeritavad võlakirjad annavad investorile õiguse vahetada võlainstrument aktsiate vastu eelnevalt määratud hinnaga, võimaldades osaleda ettevõtte aktsia hinna tõusus, säilitades samal ajal võlakirjale omase põhiväärtuse kaitse juhul, kui aktsia hind ei kasva. Just see struktuur võimaldab emitentidel kaasata kapitali madalama rahalise intressikuluga võrreldes tavapärase võlakirjaga, kuna konverteerimisõigusel on investorite jaoks iseseisev väärtus (Brown ja Josephs, 2024; Brennan ja Schwartz, 1980). Eriti kõrgete intressimäärade keskkonnas muutuvad konverteeritavad hübriidvõlakirjad atraktiivseks rahastamisallikaks, kuna nende kupongimäärad jäävad oluliselt alla samaväärsete mittekonverteeritavate võlakirjade intressimääradele (Brennan ja Schwartz, 1980; Dutordoir *et al.*, 2014). Seeläbi illustreerivad konverteeritavad võlakirjad selgelt hübriidvõlakirjade majanduslikku loogikat, kus võla ja omakapitali omaduste kombineerimine teenib nii emitentide kui ka investorite huve.

Võrreldes tavapärase võlakirjadega eristuvad hübriidvõlakirjad eeskätt nende lepingulise struktuuri keerukuse ja paindlikkuse poolest. Klassikalise võlakirja puhul on tegemist fikseeritud rahavoogude instrumendiga, kus intressimaksed ja lunastustähtaeg on eelnevalt kindlaks määratud ning investori õigused piirduvad võlausaldaja staatusega. Selliste instrumentide põhifunktsiooniks on pakkuda investorile suhteliselt etteaimatavat rahavoogu ning emitendile pikaajalist ja stabiilset rahastust. (Choudhry, 2001) Hübriidvõlakirjad seevastu kuuluvad Choudhry (2001) ja De Spiegeleer *et al.* (2014) käsitluses võlakirjade hulka, mille rahavoogude ja riskiprofiili kujundavad täiendavad lepingulised elemendid, eelkõige sisseehtatud optsioonid või omakapitaliga seotud tingimused, mis muudavad nende käitumise turutingimustest sõltuvaks.

Hübriidvõlakirjad eksisteerisid turul juba eelmisel sajandil, mil tekkis ka esimene teaduskirjandus hübriidvõlakirjade kohta (Brennan ja Schwartz, 1980; Fajardo *et al.*, 2021). Hübriidvõlakirjad kogusid populaarsust juba 1970ndatel eelkõige konverteeritavate võlakirjade näol (Fajardo *et al.*, 2021). Credit Suisse (2021) kohaselt on konverteeritavad võlakirjad eksisteerinud juba ligikaudu 150 aastat ning esimesteks emitentideks olid raudtee ettevõtted.

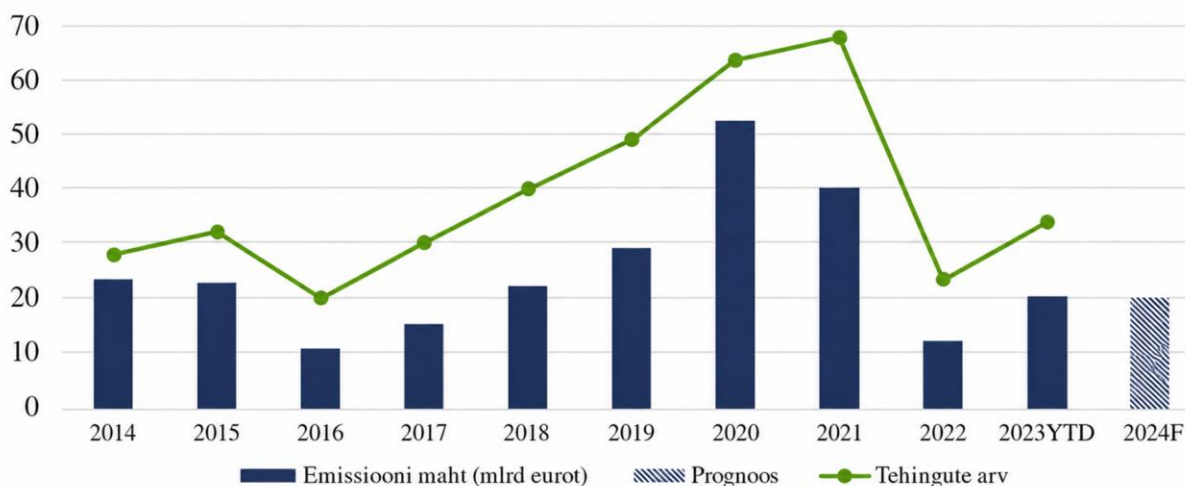
Samas Jaworski *et al.* (2018) väidavad, et esimesed korporatiivsed subordineeritud hübriidvõlakirjad tulid turule alles 2003. aastal peamiselt tuntud brändiettevõtete poolt, mis on finantsiliselt stabiilsed ja hea mainega. See näitab, et hübriidvõlakirjad on mitmetahulised ja keerulised instrumendid, mida eri autorid defineerivad erinevalt, mistõttu erinevad käsitlused hübriidvõlakirjade algusaja kohta mitmekümne aasta võrra. Seetõttu tuleb hoolikalt tähele panna, mida hübriidvõlakirja all konkreetne autor mõtleb.

Varasemates arenguetappides domineerisid võlakirjaturgudel nn tavapärased ehk *plain vanilla* võlakirjad, mis on lihtsa struktuuriga võlainstrumendid, mille rahavood ja lunastustingimused on selgelt määratletud ning millel puuduvad optsioonid või omakapitaliga seotud eritingimused. Klassikaliste võlakirjade peamine eesmärk on pakkuda investoritele etteaimatavat intressitulu ja emitentidele stabiilset rahastamist. Sellised instrumendid sobisid hästi keskkonda, kus intressimäärade volatiilsus ja finantsriskide mitmekesisus olid piiratud. (Choudhry, 2001)

Finantsturgude arenedes ning intressimäärade ja muude tururiskide suurenedes tekkis vajadus paindlikumate võlainstrumentide järele, mis võimaldaksid paremini kohandada rahavoogusid ja riskijaotust nii emitentide kui ka investorite seisukohalt. Choudhry (2001) seob optsioone sisaldavate võlakirjade ja muude hübriidsete struktuuride leviku otseselt finantsinseneeria arenguga, mille eesmärk oli juhtida intressiriski ning pakkuda lepingulisi lahendusi, mis ei piirduks enam üksnes fikseeritud rahavoogudega. Sellest vaatenurgast võib hübriidvõlakirju käsitleda loogilise jätkuna tavapäraste võlakirjade arengule, mitte eraldi instrumendiklassina, mis oleks tekkinud iseseisvalt.

Euroopa ettevõtete hübriidvõlakirjade emissioonimaht kasvas 2023. aastal ning ulatus ligikaudu üle 20 miljardi euro (vt joonis 1). Aasta varem oli maht umbes 12 miljardit eurot, kuid 2023. aasta tase jäi siiski alla 2020.–2021. aasta aktiivsematele perioodidele (Scope Ratings GmbH, 2023). Scope Ratings (2023) hinnangul toetas turu elavnemist eelkõige see, et ettevõtetele oli vajadus olemasolevaid rahastusi ümber korraldada ning aasta teises pooles vähenes intressimäärade kõikumine. Sellest saab järeldada, et hübriidvõlakirjade turg sõltub tugevalt üldistest finantstingimustest. Kui turud on ebakindlad ja rahastus kallis, lükatakse uued emissioonid sagedamini edasi ning ettevõtete tähelepanu liigub rohkem olemasolevate instrumentide juhtimisele nii nagu ka muude kapitali kaasamise puhul. Seega hübriidvõlakiri on

emitendi jaoks nii võimalus kapitali kaasamiseks kui ka risk, sest ajastus ja turu hinnastamine mõjutavad tugevalt selle instrumendi tegelikku kasulikkust.



Joonis 1. Euroopa ettevõtete hübriidvõlakirjade emissiooni maht ja tehingute arv 2014–2024.

Allikas: Bloomberg, viidatud Scope Ratings GmbH (2023) kaudu

Hübriidvõlakirjade kujunemist võib hinnata ka ettevõtete institutsionaalse arengu kaudu. Valseth (2020) analüüsib Norra hübriidvõlakirjaturgu ning näitab, et selliste instrumentidega kauplemine toimub keskkonnas, kus informatsiooni asümmeetria ja professionaalsete turuosaliste roll on märkimisväärne. Autor rõhutab, et informeeritud turuosaliselised käituvad strateegiliselt, valides kauplemiskeskkonna vastavalt tehingute informatiivsusele, mis viitab hübriidsete võlakirjade seotusele keerukama ja arenenuma turustruktuuriga (Valseth, 2020). Taoline käsitlus näitab, et hübriidvõlakirjade kujunemine ja laiem kasutuselevõtt on seotud finantsturgude arengutasemega, kus turuosaliste struktuur, institutsionaalne raamistik ja informatsiooni töötlemise mehhanismid on piisavalt välja arenenud. Seega võib hübriidvõlakirju vaadelda instrumentidena, mille tekkimine ja toimimine eeldavad küpset ja kompleksset turukeskkonda, kus professionaalsetel investoritel on võimalik informatsiooni strateegiliselt kasutada ja juhtida.

1.2. Hübriidvõlakirjade regulatiivne raamistik

Donastorg *et al.* (2017) toovad esile, et üheks keskseks takistuseks keerukamate finantsinstrumentide rakendamisel on nõrk õigusraamistik ning selle ebaühtlane rakendamine,

mis suurendab ebakindlust nii emitentide kui ka investorite jaoks. Regulatiivsete tingimuste ebapiisav selgus ja järjepidevus mõjutab otseselt emitentide suutlikkust kavandada pikaajalisi kapitalistruktuure ning kasutada hübriidseid rahastusvorme, mis eeldavad selgelt määratletud õigusi, kohustusi ja järelevalvemehhanisme. Sellistes tingimustes kaldutakse eelistama lihtsamaid ja traditsioonilisemaid rahastuslahendusi, kuna hübriidvõlakirjade kasutamine on tihedalt seotud õiguskeskkonna usaldusväärsusega (Donastorg *et al.*, 2017).

Eesti Raamatupidamise Toimkonna Juhendite lisas 3 (RTJ 3), mis käsitleb finantsinstrumente, on hübriidsete finantsinstrumentide kajastamisel jäetud üsna vabad käed. Nimelt RTJ 3 punkt 49 järgi tuleks lähtuda hübriidsete instrumentide puhul nende majanduslikust sisust, mitte ainult juriidilisest vormist, seega peab emitent ise otsustama vastavalt enda hübriidvõlakirja lepingu tingimustele, kas antud võlakirjal on rohkem omakapitali või võla tunnused ning vastavalt sellele kajastama hübriidvõlakirja ka raamatupidamises. Samas punkt 50 seab kajastamise otsustusvabadusele piirangu ning sätestab, et taolisi instrumente tuleks kajastada finantskohustisena, kui emitendil on investorite ees lepinguline kohustus maksta tasu. Seega kui teoreetiliselt väljastatakse subordineeritud hübriidvõlakiri, võiks Eesti finantsaruandluse standardi järgi kajastada seda ka omakapitalina, kui võlakirjal on rohkem omakapitali tunnuseid.

Donastorg *et al.* (2017) rõhutavad, et uued ja innovatiivsed finantsinstrumendid on seotud kõrge tajutud riskiga, mis tuleneb eelkõige regulatiivse ebakindluse ning institutsionaalse suutlikkuse puudumisest. Autorid märgivad, et paljudes riikides puudub piisav teadmus ja kogemus uute finantstrendide haldamiseks, mis muudab nende rakendamise emitentide ja poliitikakujundajate jaoks riskantseks. Lisaks seostatakse investeerimisriski otseselt muutustega õiguslikus raamistikus, kuna regulatiivsed muudatused mõjutavad kapitali hinna kujunemist, investorite ootusi ning instrumentide struktuurilist usaldusväärsust. Sellest tulenevalt kujutab regulatiivne ebakindlus endast olulist riski hübriidvõlakirjade emitentidele, kuna see võib suurendada kapitali kaasamise kulusid ja vähendada investorite huvi (Donastorg *et al.*, 2017).

Flores ja Fasan (2024) toovad välja, et üks kesksemaid regulatiivseid takistusi hübriidvõlakirjade emiteerimisel tuleneb nende ebaselgest arvestuslikust klassifikatsioonist rahvusvaheliste finantsaruandlusstandardite (IFRS) raames. Autorite hinnangul on just võla ja omakapitali piiripealsus muutnud need instrumendid reguleerijate jaoks problemaatiliseks, kuna binaarne jaotus kohustusteks või omakapitaliks ei peegelda adekvaatselt nende majanduslikku

sisu. Selline ebakindlus suurendab emitentide jaoks regulatiivset riski, sest sama instrument võib erinevates jurisdiktsioonides või erinevate järelevalveasutuste hinnangul saada erineva klassifikatsiooni, mõjutades otseselt ettevõtte finantsseisu ja kapitalistruktuuri näitajaid. (Flores ja Fasan, 2024)

Rahvusvahelised ja siseriiklikud regulatsioonid, eelkõige raamatupidamisstandardid nagu IAS 32 ja SFAS 150, määravad hübriidsete finantsinstrumentide klassifitseerimise reeglid, mis omakorda mõjutavad otseselt emitentide finantseerimisotsuseid ja turu käitumist (Levi ja Segal, 2015; Paisano *et al.*, 2025). Üheks kriitilisemaks takistuseks emitentidele on sobivate klassifitseerimiskriteeriumide määramise keerukus, mis on osutunud väljakutseks isegi kogenud finantsspetsialistidele ja standardite loojatele, nõudes mahukat professionaalset hinnangut instrumendi olemuse üle (Paisano *et al.*, 2025). Jäik binaarne jaotus, kus instrument tuleb liigitada kas kohustiseks või omakapitaliks, ei suuda sageli adekvaatselt peegeldada hübriidinstrumentide majanduslikku sisu, mida turuosalisel käsitlevad pigem omakapitalilaadse instrumendina (Levi ja Segal, 2015; Paisano *et al.*, 2025). Käesoleva töö autorite hinnangul on just klassifitseerimise jäikus üks kesksemaid põhjuseid, miks hübriidvõlakirjade potentsiaal kapitali kaasamise vahendina ei realiseeru täielikult, kuna regulatiivne raamistik ei võimalda instrumendi majanduslikku sisu piisava täpsusega kajastada ning sunnib emitente tegema otsuseid aruandluslike, mitte majanduslike kaalutluste alusel.

Aruandluslikud muudatused, nagu USA standardi SFAS 150 kehtestamine, on näidanud, et kui regulatsioon nõuab seni vahepealses jaotises või omakapitalina kajastatud instrumentide ümberliigitamist kohustisteks, väheneb nende kasutamine turul järsult (Levi ja Segal, 2015). See tuleneb asjaolust, et regulatiivsed piirangud kaotavad emitentide peamise aruandlusliku stiimuli ehk võimaluse kaasata kapitali ilma bilansilist finantsvõimendust suurendamata (Levi ja Segal, 2015). Selline ümberklassifitseerimise risk seab emitendid ohtu, kus instrumendi eluea jooksul toimuv regulatiivne muudatus võib viia laenuklauslite rikkumiseni, halvendada maksevõime näitajaid ning põhjustada turuhäireid (Levi ja Segal, 2015; Paisano *et al.*, 2025).

Ümberklassifitseerimise risk kujutab endast emitentide jaoks üht olulisemat struktuurset ohtu, kuna hübriidvõlakirjade pika eluea tõttu ei ole võimalik eeldada regulatiivse keskkonna püsivust, mistõttu muutub kapitali kaasamise otsus tundlikuks mitte üksnes turutingimuste, vaid ka tulevaste aruandluslike tõlgenduste suhtes.

Täiendava takistusena on hübriidinstrumentide emiteerimiskulud, sealhulgas vahendustasud ja juriidilised kulud, märkimisväärselt kõrgemad kui tavalisel instrumendil (Levi ja Segal, 2015). Kui regulatsioonid muudavad instrumentide aruandlusliku käsitluse ebasoodsamaks, ei ole emitendid enam valmis neid kõrgemaid kulusid kandma, mis pärsib uute emissioonide mahtu (Levi ja Segal, 2015). Samuti seavad regulatsioonid takistusi läbi suurenenud avalikustamiskoostööde, nagu näeb ette IASB 2023. aasta eelnõu, kohustades emitente esitama aruannete lisades palju üksikasjalikumad teavet instrumentide juriidiliste ja majanduslike tingimuste kohta (Paisano *et al.*, 2025). Lisaks võib raamatupidamislik ümberklassifitseerimine kahjustada emitendi äritegevust, näiteks vähendades bilansilist omakapitali määral, mis takistab riigihangetel osalemist või uute lepingute sõlmimist (Levi ja Segal, 2015). Regulatiivsete nõuete ja emiteerimiskulude koosmõju võib muuta hübriidvõlakirjad praktilises kasutuses ebaatraktiivseks isegi juhul, kui instrument oleks majanduslikult sobiv, kuna emitentide jaoks kaob tasakaal kapitali kaasamise paindlikkuse ja sellega kaasnevate kulude ning riskide vahel.

Arengumaades on uute finantsmeetodite, nagu hübriidvõlakirjade kasutuselevõtt sageli takistatud tajutud riskide tõttu, mis tulenevad ebatäpsetest andmetest projektide tegelike kulude ja elutsükli kohta. Investeeringuotsused nendes piirkondades põhinevad otseselt riski ja tulu suhtel, kusjuures arengumaade spetsiifiline keskkond tingib vajaduse laiaulatusliku riskianalüüsi järele, et julgustada erasektori investeeringuid hübriidvõlakirjadesse (Donastorg *et al.*, 2017). Autorid järeldavad, et riskide täpsem hindamine ja rahavoogude prognoosimise paranemine võimaldab finantseerijatel luua just projektide spetsiifikale vastavaid instrumente, mis pakuvad emitentidele innovaatilist ja stabiilset võimalust tuluvoogude kaasamiseks, aidates samal ajal tõhusamalt maandada finantsriske ning tugevdada organisatsiooni üldist finantsjuhtimist.

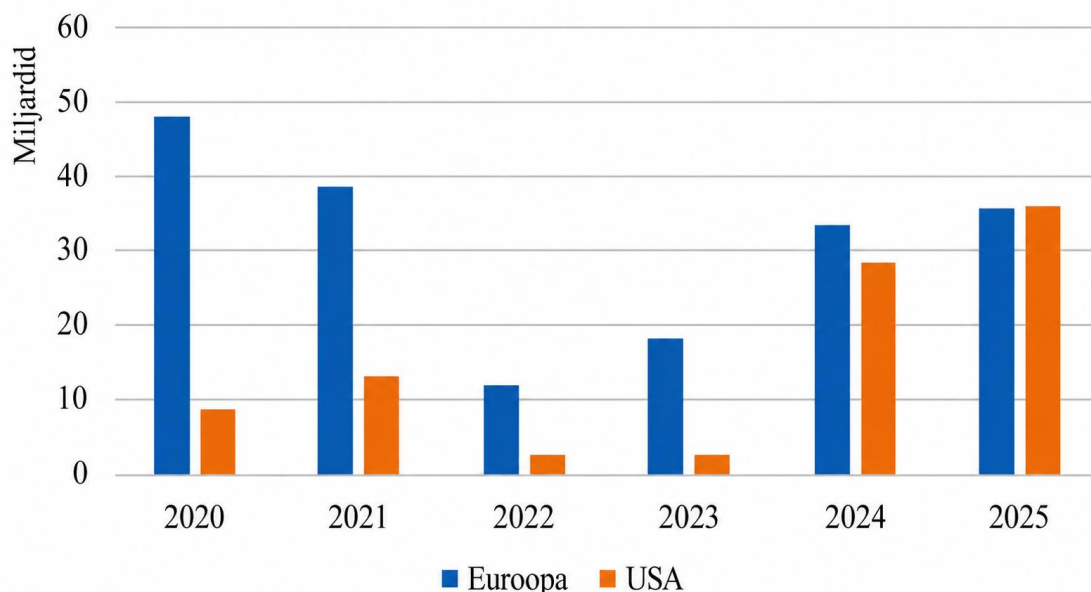
Donastorg *et al.* (2017) järeldavad, et stabiilne investeerimiskeskkond on hädavajalik finantseerimisbarjääride ületamiseks. See eeldab mitte ainult sobivate finantstööriistade valikut, vaid ka terviklikku lähenemist, mis hõlmab läbipaistvat valitsemist ja usaldusväärsete andmete kättesaadavust investoritele kui ka emitentidele. Usaldusväärsus ja läbipaistvus suurendaksid huvi hübriidvõlakirjade kasutamise vastu.

Gumussoy (2023), J.P. Morgani investeerimisjärgu finantseerimise valdkonna tegevusdirektor, toob J.P. Morgani saates välja, et 2023. aastal olid USAs ja Kanadas hübriidvõlakirjad väga laialdaselt kasutuses kommunaal- ja energiasektoris sarnaselt Euroopale, mida oleme varasemalt maininud eelnevates alapeatükkides. Austraalias näiteks on aga

peamisteks hübriidvõlakirjade emitentideks pangad, kuigi ka teised ettevõtted on hübriidvõlakirju üha rohkem emiteerima asunud (Basu, 2020). Hübriidvõlakirjad, mis sisaldavad ka võlakirja aktsiaks konverteerimise võimalust, on tihtipeale emiteeritud *start-up* ettevõtete poolt, kelle ettevõtte väärtus on kõrgem, rahavood on volatiilsed, äri- ja finantsriskid suuremad ning kasvupotentsiaal tugev, kuid tegutsemisajalugu lühem (Fajardo *et al.*, 2021). USA hübriidvõlakirjade turumaht oli 2023. aastal ligikaudu 50 miljardit dollarit, mis ei sisalda pankade ja kindlustuse poolt väljastatud hübriide, kes samuti hübriidvõlakirju emiteerivad. Euroopas oli hübriidvõlakirjade turumaht veelgi suurem ulatudes 200 miljardi dollarini (Gumussoy, 2023).

Moody's käsitles kuni 2024. aastani hübriidvõlakirju USAs ja Euroopas erinevalt, mistõttu oli ka eelduslikult Euroopas hübriidvõlakirjade turumaht suurem kui USAs (Gumussoy 2023; Brune, 2025). Nimelt Euroopas käsitleb Moody's hübriidvõlakirju 50% ulatuses omakapitalina ja 50% ulatuses võlana. USAs jagunesid Moody'se hinnatud hübriidvõlakirjad aga kahte rühma. Esimesse rühma kuulusid võlana käsitletavat hübriidvõlakirjad, mida sai maksustamisel maha arvata ning mida käsitleti 75% ulatuses võlana ja 25% ulatuses omakapitalina. Teise rühma kuulusid omakapitalina käsitletavat hübriidvõlakirjad, mida käsitleti sarnaselt Euroopaga 50% ulatuses omakapitalina ja 50% ulatuses võlana, kuid mida ei saanud maksustamisel maha arvata. S&P reitinguagentuur on aga USAs alati hinnanud hübriidvõlakirju 50% omakapitali ja 50% võlana. Lisaks Moody'se sisemistele erisustele eri kontinentidel ilmnevad hübriidvõlakirjade hindamisel erinevused ka kahe peamise krediidireitinguagentuuri, Moody'se ja S&P, käsitlustes. (De Spiegeleer *et al.*, 2014) Kuna Moody's muutis oma lähenemist USAs, siis J.P. Morgan ootas hübriidvõlakirjade turu kasvu nii USAs kui ka Kanadas ning leidis, et hübriidvõlakirjade turumaht võiks kasvada Euroopaga samale tasemele (Gumussoy, 2023). Praeguseks on kinnitust leidnud, et Moody'se 2024. aasta hübriidvõlakirjade käsitluse muutuse tulemusel kasvas hübriidvõlakirjade aastane turumaht USAs 2–3 miljardilt dollarilt 30 miljardi dollarini, mis on peaaegu samal tasemel kui Euroopas, ning hinnanguliselt kasvab USA turg tänu metodoloogilistele muudatustele ja kommunaalsektori investeerimisvajadustele veelgi (vt joonis 2; Brune, 2025). Euroopas on hübriidvõlakirja turg kasvanud 15 aastat ning on tänaseks saavutanud n-ö küpsuse, kuid soodsad turutingimused võivad ka Euroopas veel 2026. aastal turgu kasvatada (Brune, 2025). Eeltoodu näitab

regulatsioonide olulist mõju hübriidvõlakirjade turule ning ühtlasi ka hübriidvõlakirjade keerukust.



Joonis 2. Emiteeritud hübriidvõlakirjade emissiooni mahud 2020–2025 Euroopas ja USAs.

Allikas: Bloomberg, viidatud Brune (2025) kaudu

Kokkuvõtvalt võib öelda, et hübriidvõlakirjade turg on suhteliselt vähe reguleeritud ning hübriidvõlakirjade emiteerimisele ning raamatupidamises kajastamisele ei ole sätestatud erinõudeid, vaid pigem suunab regulaator käsitlema hübriidvõlakirju vastavalt nende majanduslikule sisule. Eeskätt seisneb regulatiivne probleem hübriidvõlakirjade keerukuses, mistõttu on regulaatoritel väga raske kehtestada selle instrumendi suhtes spetsiifilisi regulatsioone, kuna iga võlakiri võib oma tingimuste poolest erineda, hoolimata sellest, et tegemist on samaliigiliste võlakirjadega. Kuna tegemist on jätkuvalt Eesti vaates pigem nišituruga, siis ei ole autorite hinnangul vajalik ka täiendav hübriidvõlakirjade turu reguleerimine. Võrdlusena võib siinkohal viidata krüptovaradele, mille esialgse turule ilmumise ajal oli nende regulatiivne raamistik alles vähesel määral välja kujunenud, kuna tegemist oli uudse ja veel piiratud levikuga instrumendiga. Turu arenedes on regulaatorid krüptovarasad üha enam reguleerinud, sh loonud maksuseadustesse erisätteid, koostanud erijuhendeid krüptovarade

raamatupidamises kajastamiseks ning seadnud nii teenusepakkujatele kui ka krüptovara loojatele rahvusvahelisel ja riigisisel tasandil mitmeid nõudeid ja kohustusi. Kui ka hübriidvõlakirjade turg Eestis järsult suureneks ning tegemist oleks püsiva nähtusega, tekiks autorite hinnangul ka rohkem hübriidvõlakirju puudutavaid regulatsioone ja regulaatorite juhiseid.

1.3. Hübriidvõlakirjadega seotud riskid, eelised ja võimalused emitendi vaatest

Hübriidvõlakirjade raamatupidamislik klassifitseerimine mõjutab ettevõtte finantsseisu, kasumit, finantssuhtarve ning võlakohustuste tingimusi (Picker *et al.*, 2019). Ettevõtte finantsseisundi kajastamise seisukohast on emitentidel kasulikum kajastada hübriidvõlakirju oma finantsaruandluses pigem omakapitali kui võlana, kuna sellisel juhul avaldavad hübriidvõlakirjad positiivset mõju erinevate finantssuhtarvude väärtusele. Ettevõtte krediidireitingul pole aga tähendust hübriidvõlakirja klassifitseerimisel. (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; Jaworski *et al.*, 2018) Magistritöö autorite hinnangul võiks eeldada, et krediidireitingu olemasolu korral kajastatakse hübriidvõlakirju pigem omakapitalina. Omakapitalina kajastamine parandab näiteks ettevõtte võla- ja maksevõimekordajaid ning kohustiste ja omakapitali suhet. Kui hübriidvõlakirjad klassifitseeritakse ümber võlakohustistest omakapitaliks, väheneb ettevõtte finantsvõimendus ning võib paraneda ka varade tootlus ja netovõla osakaal. Oluline on seejuures märkida, et omakapitalina kajastamine ei avalda finantsnäitajatele üksnes positiivset mõju, sest omakapitali suurenemise korral omakapitali tootlus väheneb, kui puhaskasum jääb samaks. Taoline olukord saab tekkida, kui võlakiri klassifitseeritakse omakapitaliks, kuid perioodilisi makseid käsitletakse siiski intressi, mitte dividendina. Omakapitaliks klassifitseeritud hübriidvõlakirjad on kulukamad kui võlaks klassifitseeritud võlakirjad, kuigi nende lepingulised ja majanduslikud tingimused on võrreldavad (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; Jaworski *et al.*, 2018). Kui hübriidvõlakirjad on klassifitseeritud omakapitalina, võimaldab see ettevõttel kaasata kapitali ilma finantsvõimendust suurendamata, mistõttu on ettevõtte krediidireiting parem ning tulevaste võlgade intressimaksed väiksemad kui kohustisena kajastamise korral (Jaworski *et al.*, 2018). Ettevõtte tulude prognoosimisel hinnatakse omakapitalina kajastatud hübriidvõlakirjad ümber võlaks, mis teeb analüütikute töö tulude prognoosimisel keeruliseks ja suurendab vigade ohtu (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024).

Bornemann ja Novotny-Farkas (2024) eeldavad, et investorid, kes keskenduvad hübriidvõlakirja raamatupidamislikule kajastamisele, hinnastavad omakapitali või kohustisena kajastatud hübriidvõlakirju erinevalt olenemata nende lepinguliste ja majanduslike tingimuste

võrreldavusest. Emitentide jaoks peetakse hübriidvõlakirja eeliseks just intressimaksete edasilükkamise võimalust (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024). Seega hübriidvõlakirja omakapitalina kajastamise korral saab seeläbi parandada ka ettevõtte negatiivset finantstulemust (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024). Finantsiliselt stabiilsetele ettevõtetele pakuvad hübriidvõlakirjad pikaajalist rahastust (Jaworski *et al.*, 2018). Mõned võlakirjad on seotud ka dividendimaksetega ehk dividendimakseid ei tohi aktsionäridele enne teha, kui ei ole tasutud hübriidvõlakirjade kupongimakseid. Taolist klauslit nimetatakse ka dividendi lükkajaks (*dividend pusher*) või dividendi stopperiks (*dividend stopper*). (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024) Kupongimaksete edasilükkamise võimalus ja võlakirja igavene kestvus annavad emitendile omakapitaliga sarnase paindlikkuse, ilma et oleks vaja emiteerida täiendavaid osasid või suurendada olemasolevate osade väärtust (Jaworski *et al.*, 2018). Nende instrumentide puudus seisneb väljamaksmata kupongimaksete võimalikust akumulatsioonist ning selles, et esimese võimaliku lunastustähtaja möödumisel ilma võlakirju lunastamata võib kupongiintressimäär tõusta (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024).

Kupongimaksete edasilükkamisel võib olla ettevõtte bilansile lühiajaliselt positiivne mõju, kuid pikas plaanis võib see ohustada ettevõtte võimet võlga refinantseerida. Kui üldiselt hübriidvõlakirja lunastamata jätmine esimesel lunastustähtajal ei avalda emitendile negatiivset mõju, siis S&P krediitdireitinguagentuur nõuab hübriidvõlakirjade tagasiostmist esimesel tagasiostu kuupäeval. Kui seda ei tehta, ei käsitle S&P hübriidvõlakirja enam omakapitalina käsitletava instrumendina ning see võib viia ka ettevõtte krediitdireitingu languseni. Samas toob lunastamine kaasa lühiajaliste kulude kasvu, mistõttu tuleks lunastamisotsus teha üksnes majanduslikest kaalutlustest lähtudes. (Jaworski *et al.*, 2018)

Bornemann ja Novotny-Farkas (2024) soovivad hübriidvõlakirju kajastada raamatupidamises vastavalt oma aruandluse eesmärkidele, kuid lihtsalt võlakirjade klassifitseerimine omakapitaliks või kohustiseks ei pruugi kajastada tegelikku olukorda ning parim variant oleks kajastada bilansis ja kasumiaruandes hübriidvõlakirju eraldiseisvana, mis võimaldaks hinnata aruandekasutajal võlakirju vastavalt nende lepingulistele ja majanduslikele tingimustele. Mitmed uurijad leiavad, et hübriidvõlakirjade kohta peaks olema aruannetes rohkem informatsiooni (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024). Hübriidvõlakirja väärtuse leidmisel emiteerimise hetkel, koheldakse hübriide võlana olenemata sellest, kas võlakirja prospektis on märgitud, kas võlakirja klassifitseeritakse omakapitaliks või võlaks. Kuid edaspidi

leitakse hübriidvõlakirja väärtus vastavalt sellele, kas hübriid on kajastatud raamatupidamises omakapitali või võlana. (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024)

Hübriidvõlakirju kajastatakse raamatupidamises tavaliselt omakapitalina kui võlakirjal puudub lunastustähtaeg, kupongimakseid saab edasi lükata, ettevõttel on palju võlakohustusi või kui ettevõtte ei ole saavutanud soovitud tulueesmärke. Kui aga võlakirjal on lunastustähtaeg, mis enamasti on siiski üle kolmekümne aasta, sel juhul klassifitseeritakse hübriidvõlakiri kohustisena. (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024)

Gumussoy (2023) sõnul on peamiselt kolm erinevat põhjust, miks hübriidvõlakirju kasutatakse:

1. Ettevõtte krediitdireitingu hoidmiseks.
2. Ühendamis- ja omandamistehingute läbiviimise hõlbustamiseks.
3. Ettevõtte kaalutud keskmise kapitali hinna optimeerimiseks.

Hübriidvõlakirju kasutatakse krediitdireitingu kaitsmiseks, sest tänu omakapitali tunnustele saab hübriide kasutada finantsmõõdikute paremate tulemuste jaoks. Omakapitalina kajastatud hübriidvõlakirjad ei vähenda osade väärtust ning nende kupongimakseid on võimalik ettevõtte kasumi maksustamisel kuluna maha arvata. Seetõttu kasutatakse neid tavalise omakapitali alternatiivina kaalutud keskmise kapitalikulu optimeerimiseks. Ühendamiste ja omandamiste korral saab hübriidvõlakirju kasutada täiendavaks rahastamiseks lisaks võlale ja omakapitalile (Gumussoy, 2023).

Jaworski *et al.* (2018) toovad samuti välja, et emitendi jaoks on maksustamise mõttes kasulikum kajastada hübriidvõlakirju võlana ja arvata intress kuluna maha, kui käsitleda neid omakapitalina ning teha dividendiväljamakseid. Siinkohal tasub aga arvestada, et Eestis ei maksa ettevõtted tulumaksu kasumi teenimise hetkel, vaid ettevõttest väljamakse tegemisel. Seega ei vähenda hübriidvõlakirja intressi või dividendina klassifitseerimine ettevõtte maksukoormust sarnaselt riikidega, kus kehtib kasumi maksustamine. Küll aga on ka Eestis siiski kupongimaksete maksuõiguslik klassifitseerimine oluline faktor hübriidvõlakirja emiteerimisel, sest intressi väljamakseid juriidilisele isikule ei maksustata, kuid dividendi väljamakseid maksustatakse, mis teeb võlakirja oluliselt kallimaks.

Pangad väljastavad hübriide peamiselt seetõttu, et neid saab maha kanda või konverteerida omakapitali teatud sündmuste korral, nagu näiteks kui panga kapital langeb alla teatud taseme (Basu, 2020; Fajardo *et al.*, 2021). Lisaks konverteeritavatele võlakirjadele, mis on

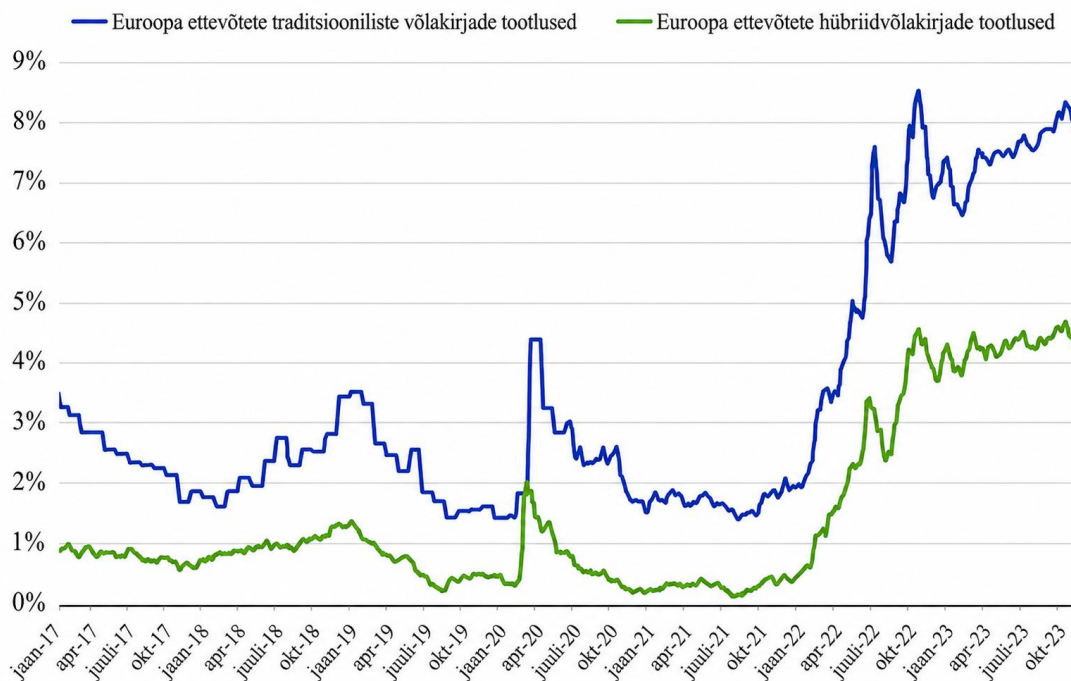
üks hübriidvõlakirja liikidest, eksisteerivad ka tingimuslikult konverteeritavad võlakirjad. Kui konverteeritavaid võlakirju kasutavad pangad peamiselt investeerimiseks ja laenuportfelli laiendamiseks, siis tingimuslikult konverteeritavaid võlakirju kasutatakse regulatiivsetel põhjustel, näiteks kapitali suurendamiseks (Fajardo *et al.*, 2021).

Üha enam väljastatakse võlakirju rohelisena. Rohelised võlakirjad on mõeldud jätkusuutlike projektide rahastamiseks ning on atraktiivsed instrumendid sotsiaalselt vastutustundlikele investoritele (Acikgoz *et al.*, 2024). Seega hübriidvõlakirja emiteerimine rohelisena on üks viis suurendada huvi antud instrumendi vastu.

Peamiselt on hübriidvõlakirjade investoriteks riskifondid ning kauplejad, kes otsivad arbitraažitulu teenimise võimalusi (Chisholm, 2010). Üldiselt on teada, et kui finantstootest on keeruline aru saada, siis seda seostatakse kõrgema riskitasemega, nagu näiteks krüptovara puhul. Hübriidsetesse finantsinstrumentidesse investeerimine nõuab finantsalaseid teadmisi, mida paljud tavainvestorid ei oma. Tavainvestorid seejuures ka ise teadvustavad endale finantstoodete liigset keerukust, kuid sellest hoolimata investeerivad antud toodetesse. Üldiselt peaksid investorid kas vältima taolisi keerulisi finantstooteid või nõudma väga suurt riskipreemiat tootesse investeerides, kuid reaalsuses nii ei ole. Teadlased on leidnud, et hübriidsetesse instrumentidesse investeerimine ja investorite liigne enesekindlus, näilik kontroll ning raamistamine (teisisõnu asja esitamise viisist lähtumine, mitte info sisust) on omavahel positiivselt seotud. Investorid, kes väldivad ebamäärasust pigem ei investeeri ka hübriidsetesse instrumentidesse. See tähendab, et enamik inimesi lähtub n-ö kõhutundest ja ei mõista tegelikke finantstoodetega kaasnevaid riske. (Basu, 2020)

Intressimäärade tõus ja krediidimarginaalide laienemine suurendavad hübriidvõlakirjade kapitalikulu ning muudavad refinantseerimise keerukamaks, eriti siis, kui läheneb esimene lunastamiskuupäev. Hübriidvõlakirjade tootlused reageerivad turumeeleolu muutusele kiiresti ning peegeldavad investorite hinnangut nii allutatusele kui ka sellele, et teatud tingimustel võib tähtaeg pikeneda või kupongi maksmine edasi lükkuda (Scope Ratings GmbH, 2023, vt joonis 3). Käesoleva töö kontekstis tähendab see, et emitendi otsus lunastada või mitte lunastada ei ole ainult lepinguline küsimus, vaid mõjutab otseselt ettevõtte tulevast rahastamisvõimet. Isegi kui mitte lunastamine võib lühiajaliselt tunduda soodsam, võivad sellega kaasneda suuremad kulud tulevases hinnastamises ja investorite ootustes. Seetõttu võib emitent eelistada refinantseerida

võlakirja ka kõrgema hinnaga, et vältida turu usalduse nõrgenemist ja hoida rahastamisvõimalused avatuna.



Joonis 3. Euroopa ettevõtete võlakirjade ja hübriidvõlakirjade tootluste võrdlus 2017–2023.

Allikas: Bloomberg, viidatud Scope Ratings GmbH (2023) kaudu

Hübriidvõlakirjade hinnastamisel lähtutakse eeldusest, et võlakiri kutsutakse tagasi esimesel lunastustähtajal. (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; Jaworski *et al.*, 2018) Jaworski *et al.* (2018) kahtlevad, kas hübriidvõlakirju tuleks kohelda ühetaoliselt võlakirjadega, mis kutsutakse tagasi esimesel lunastustähtajal, kuna seetõttu võib hübriidvõlakirja hinnamuutus olla liiga tagasihoidlik, isegi kui krediitmarginaal on järsult tõusnud. Samal põhjusel näiteks 2015. aastal kui Volkswagen sattus keskkonnaalasesse skandaali langes Volkswageni hübriidvõlakirja hind kõige vähem võrreldes Volkswageni seeniorvõlakirja, hääleõiguseta eelisaktsiate ja tavaaktsiatega (Jaworski *et al.*, 2018).

Kokkuvõttes hübriidvõlakirjad on väga keerulised finantsinstrumendid, mille mitmesuguseid riske võib turg kergelt valesti hinnata, millega nõustuvad ka käesoleva magistritöö autorid. Hübriidvõlakirjad on küllaltki uudne instrument, millel on erinevaid liike ja mis eristuvad teineteisest selle poolest, mis õiguseid investorid saavad ja mis kohustusi seega

emitendid võtavad. Omaette küsimuseks on hübriidvõlakirjade turu toimimist reguleerivad normid, aktid, reeglid, juhised, suunised jne, kuid kokkuvõttes peaks meeles pidama, et nagu iga teise finantsinstrumendi puhul, on hübriidvõlakirjadel omad eelised, puudused ja riskid, mis loovad nii võimalusi kui ka ohte emitentide jaoks.

2. Eesti turuosaliste nägemus hübriidvõlakirjadest

2.1. Metoodika ja andmed

Käesoleva magistritöö empiirilise osa ülesandeks on käsitleda hübriidvõlakirjade kui kapitali kaasamise allika võimalusi ja riske Eesti emitentide vaatest ning hinnata, millised tegurid mõjutavad nende instrumentide kasutamist praktikas. Uurimisprobleemi iseloomust tulenevalt on valitud kvalitatiivne avastav uurimismeetod (tuntud ka kui kvalitatiivne eksploratiivne uurimismeetod), mis võimaldab süvitsi käsitleda turuosaliste kogemusi, hinnanguid ja praktilisi kaalutlusi hübriidvõlakirjade emiteerimisel. Avastava uurimismeetodi eesmärk on uurida nähtust, mille kohta on olemas piiratud teadmised, ning tuvastada võimalikke mustreid, seoseid ja üldistusi. (Stebbins, 2008)

Autorid leiavad, et käesoleva magistritöö jaoks on sobivaim kvalitatiivne avastav uurimismeetod, kuna varasemalt oleme maininud, et Flores ja Fasan (2024) hinnangul hübriidfinantsinstrumente käsitlev teaduskirjandus ei ole nii põhjalik ning konkreetne arusaam taoliste instrumentide emiteerimise põhjustest ning nende mõjust puudub. Samuti ei ole Eestis varasemalt konkreetset hübriidvõlakirju uuritud, mistõttu avastava uurimismeetodi abil saame anda süva ülevaate hübriidvõlakirjadest, nende kasutamist mõjutavatest teguritest ning võimalustest ja riskidest Eesti emitentide vaatest.

Empiirilise osa ülesehitus järgib loogikat, kus esmalt esitatakse ülevaade Eesti hübriidvõlakirjade turusegmendist ning seejärel analüüsitakse intervjuude põhjal tuvastatud peamisi eeliseid, riske ja arengusuundi. Tulemused seotakse teoreetilises osas käsitletud seisukohtadega, võimaldades hinnata, mil määral kattuvad rahvusvahelises kirjanduses kirjeldatud argumendid Eesti turuosaliste praktiliste kogemustega.

Empiiriliste andmete kogumiseks viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud hübriidvõlakirjadega kokku puutunud ekspertidega. Poolstruktureeritud intervjuu võimaldab paremini teada saada intervjuueeritavate oma vaatenurki, tõlgendusi ja kogemusi, kuna küsimused ei ole rangelt piiritletud ning intervjuu struktuur võimaldab rohkem paindlikust (Lewis-Beck, *et*

al., 2004). Intervjuuküsimused koostati teoreetilise osa põhjal ning need olid suunatud järgmistele teemadele: hübriidvõlakirjade olemuse mõistmine ja kasutuskogemus, eelised ja puudused võrreldes muude kapitali kaasamise vahenditega, mõju ettevõtte finantsnäitajatele ja krediitireitingule, emiteerimisprotsessi keerukus ja kulukus, investorihuvi, regulatiivsed ja maksunduslikud aspektid ning turu edasine arengupotentsiaal. Küsimustik võimaldas käsitleda nii strateegilisi kaalutlusi kui ka praktilisi kogemusi emiteerimisprotsessis.

Intervjuu vormiks valiti eksperdiintervjuud, et välistada ebaproduktiivseid teemasid ning saada intervjuueeritavalt infot kui teatud rühma esindajatelt, kes on antud valdkonna eksperdid (Laherand, 2010). Töö autorid valisid andmekogumise meetodiks intervjuud, sest intervjuud võimaldavad hankida detailset teavet “siin ja praegu” (Praagli, 2009). Intervjuu probleemkohana võib välja tuua, et uurija mõjutab intervjuust saadavat infot paratamatult teatud määral, sest teatud juhtudel on vajalik esitada intervjuueeritavale suunavaid ja täpsustavaid küsimusi (Praagli, 2009). Käesoleva magistr töö autorid leiavad, et antud töö puhul suurimaks puuduseks ongi just uurija poolne intervjuueeritavate mõjutatavus, kuna hübriidvõlakirjade teema on väga keeruline ja lai, mistõttu detailsemate vastuste saamiseks oli vaja teatud juhtudel intervjuueeritavaid rohkem suunata eri teemadest rääkima. Laherand (2010) mainib eksperdiintervjuude hulgas ka “retoorilist intervjuud”, mis on eduka ja ebaõnnestunud eksperdiintervjuu vahepealne, kus ekspert peab loengut oma teadmistest, selle asemel, et konkreetselt küsimustele vastata. Samas nendib Laherand (2010), et kui loeng puudutab intervjuu teemat, siis võib see ka kasulik olla. Tuleb tõdeda, et ka antud intervjuude käigus esines paaril korral “retoorilist intervjuud”, kuid intervjuud olid siiski väga sisukad ning kasulikud, kuna intervjuueeritavad püsisid teemas.

Valimi moodustamisel kasutati eesmärgipärast valikut ja osaliselt lumepallimeetodit, kaasates isikud, kes on otseselt seotud hübriidvõlakirjade emiteerimisega, nõustamisega, investeerimisega või regulatiivse käsitlusega (Õunapuu, 2014). Sobivate intervjuueeritavate leidmiseks kasutasime Google otsingumootorit, kasutades erinevaid teemakohaseid otsisõnu, LinkedIn portaali CV-dega tutvumiseks ja Nasdaq CSD kodulehel olevat võlakirjade ja tehingustatistikat. Nagu eelnevalt mainitud, siis kasutasime ka lumepallivalimit. Teisisõnu, isikud, kelle poole pöördusime soovitasid ise kedagi teist, kes nende hinnangul oli pädevam intervjuus osalema ning ka peale intervjuud soovitasid intervjuueeritavad teisi asutusi ja isikuid, kellega nende hinnangul võiksime veel intervjuud läbi viia. Kokku saatsime intervjuu kutsed e-kirja teel 21-le isikule ning lisaks helistasime otse erinevatele isikutele, et kutsuda neid osalema

käesoleva magistritöö intervjuus. Kõikidest isikutest nõustus üheksa inimest intervjuus osalema ning autorite hinnangul on valimi maht piisavalt küllastunud, sest intervjuudes hakkas peale paari intervjuud esinema selged mustrid ja kordused ning viimaste intervjuude käigus saime väga vähe uudseid seisukohti. Intervjueeritavate hulka kuulusid emitentide esindajad, potentsiaalsed emitendid, pankade esindajad, nõustajad ning börsi esindajad. Selline mitmekesine valim võimaldas käsitleda hübriidvõlakirju mitmest vaatenurgast – nii emitendi, nõustaja kui ka turukorraldaja perspektiivist. Intervjuud viidi läbi ajavahemikus 23.03–05.05 veebikohtumistena Microsoft Teamsi rakenduse vahendusel (vt tabel 2). Enne intervjuu läbiviimist anti osalejatele ülevaade uurimistöö eesmärgist ning küsiti nõusolek vestluse salvestamiseks ja vastuste kasutamiseks teaduslikul eesmärgil. Intervjueeritavate huvides on kõik intervjuud anonümiseeritud ning läbiviidud intervjuud on eristamiseks tähistatud eri tähtedega. Salvestatud intervjuud transkribeeriti ning vajadusel toimetati keeleliselt, säilitades vastuste sisulise täpsuse.

Tabel 2

Uuringu käigus läbiviidud intervjuud

Intervjueeritavad	Läbiviimise kuupäev	Kestus	Ametikoht
<i>Intervjueeritav A</i>	23.03.2026	40 min 13 sek	<i>Treasury</i> - ja finantsriskijuht
<i>Intervjueeritav B</i>	24.03.2026	35 min 58 sek	Kapitali kaasamise juht
<i>Intervjueeritav C</i>	26.03.2026	47 min 03 sek	Juhatuse liige ja finantsjuht
<i>Intervjueeritav D</i>	26.03.2026	38 min 33 sek	Võlakirjade valdkonnajuht
<i>Intervjueeritav E</i>	07.04.2026	38 min 28 sek	Juhatuse liige ja finants-nõustamise ärisuuna juht
<i>Intervjueeritav F</i>	09.04.2026	32 min 24 sek	Juhatuse esimees
<i>Intervjueeritav G</i>	17.04.2026	39 min 27 sek	Ökonomist
<i>Intervjueeritav H</i>	22.04.2026	31 min 21 sek	Finants- ja kindlustusõiguse tiimi juht
<i>Intervjueeritav I</i>	05.05.2026	41 min 46 sek	Juhatuse liige

Allikas: Autorite koostatud

Andmete analüüsimisel kasutati kvalitatiivse sisuanalüüsi meetodit (Kuckartz ja Rädiker, 2023). Analüüsiprotsess hõlmas intervjuude korduvat läbilugemist, oluliste teemade ja seisukohtade esiletoomist ning vastuste kodeerimist temaatiliste kategooriate alusel. Seejärel koondati sarnased seisukohad laiemateks teemablokkideks, nagu näiteks hübriidvõlakirjade eelised, peamised riskid ja puudused, regulatiivsed ja turuspetsiifilised piirangud, mõju

finantsnäitajatele ning turu arenguväljavaated. Analüüsi eesmärk ei olnud üksikute ettevõtete detailne kirjeldamine, vaid korduvate mustrite ja üldistuste tuvastamine, mis võimaldas teha järeldusi hübriidvõlakirjade rolli kohta Eesti kapitaliturul.

Uurimuse piirangutena tuleb arvestada, et tegemist on kvalitatiivse lähenemisega ning valim ei ole statistiliselt esinduslik kogu turu suhtes. Intervjueeritavate hinnangud põhinevad nende isiklikul ja institutsionaalsel kogemusel ning võivad olla mõjutatud organisatsiooni strateegiast või turupositsioonist. Samas võimaldab ekspertide sihipärane kaasamine saada süvitsi minevat teavet instrumendi kasutamise tegelike motiivide, kaalutluste ja kitsaskohtade kohta, mida kvantitatiivne analüüs üksi ei võimaldaks.

Kvalitatiivse sisuanalüüsi tulemusena moodustusid intervjuudest korduvad teemad, mis koondati kategooriateks ja koodideks. Tulemused näitavad, et hübriidvõlakirja nähakse Eesti turul eelkõige paindliku, kuid samal ajal keeruka ja pigem kuluka kapitali kaasamise instrumendina, mille kasutamine ei ole universaalne, vaid sõltub ettevõtte arengufaasist, kapitalistruktuurist, rahavoogude prognoositavusest ja sihtrühmaks olevatest investoritest. Intervjuudes ilmnas ka, et Eesti turul ei ole hübriidvõlakirjad veel tavapärane kapitali kaasamise viis, vaid pigem spetsiifiline lahendus teatavates olukordades.

Kokkuvõttes võimaldab valitud metoodika siduda hübriidvõlakirjade teoreetilise käsitlemise Eesti turuosaliste praktiliste kogemustega. Poolstruktureeritud eksperdiintervjuud on autorite hinnangul sobivaim viis töö eesmärgi saavutamiseks, kuna see aitab mõista mitte ainult instrumendi üldiseid omadusi, vaid ka põhjuseid, miks ja millistel tingimustel seda kapitali kaasamisel kaalutakse. Kogutud andmed võimaldavad esile tuua korduvaid mustreid hübriidvõlakirjade eeliste, riskide ja kasutamist mõjutavate tegurite kohta. Kuigi tulemusi tuleb tõlgendada kvalitatiivsele uurimusele omaste piirangutega, loob valitud lähenemine piisava aluse magistr töö eesmärgi täitmiseks ning edasiseks empiiriliseks analüüsiks.

2.2. Eksperdiintervjuude tulemused

Käesolevas alapeatükis esitatakse intervjuude tulemused kvalitatiivse sisuanalüüsi käigus loodud kategooriate kaupa. Selline esitusviis tagab lugejale selgepiirilise ülevaate intervjueeritavate vastustest ning annab võimaluse soovi korral liikuda kiiremini huvipakkuva teema juurde.

Hübriidvõlakirjade põhiomadused. Intervjuudest ilmnes, et hübriidvõlakirja mõistet ei kasutata turupraktikas alati kitsalt ja ühetaoliselt. Osa vastajaid lähtus subordineeritud hübriidvõlakirja mõiste käsitlesest, mille järgi on hübriidvõlakirja puhul tegemist instrumendiga, mis ühendab endas võla- ja omakapitali tunnuseid, kuid osa intervjuueeritavaid leidis ka, et hübriidvõlakirjad on laiem mõiste, kui vaid subordineeritud hübriidvõlakirjad ning need sisaldavad endas mitmeid eri tüüpi võlakirju. Üks intervjuueeritav märkis, et tema jaoks on hübriidvõlakiri ükskõik mis, mitte traditsiooniline võlg, mis võib tähendada nii konverteerimise võimalust kui ka laenu, millel on omakapitalilaadseid elemente (Intervjuu E, 07.04.2026). Teine intervjuueeritav rõhutas samamoodi, et hübriidvõlakiri võib olla midagi, kus on väga palju erinevaid instrumente ning mille eesmärk, kasutus ja kajastamine sõltuvad otseselt konkreetse instrumendi tingimustest (Intervjuu C, 26.03.2026).

Samas ilmnes intervjuudest ka küllalt selge arusaam sellest, millised tunnused muudavad võlakirja hübriidseks. Eelkõige toodi välja võlakirja subordineeritus, võimalik tähtajatus või väga pikk tähtaeg, kupongimaksete edasilükkamise võimalus ning teatav omakapitalilaadne funktsioon kapitalistruktuuris. Ühe intervjuueeritava sõnul on hübriidvõlakiri võlakiri, mis on struktureeritud sellisel meetodil, et ta on raamatupidamislikult võimalik arvele võtta kui omakapital, kusjuures sellise instrumendi puhul on tavapärased nii väga pikk tähtaeg kui ka sügav allutatus teistele nõuetele (Intervjuu A, 23.03.2026). Sama vastaja rõhutas, et sisuliselt püütakse sellise instrumendi tingimused teha võimalikult sarnaseks aktsiainvestori positsiooniga, mis seletab ka hübriidvõlakirja võimalikku omakapitalilaadset käsitlemist (Intervjuu A, 23.03.2026). Sarnane rõhuasetus tuli esile ka teistes intervjuudes. Üks intervjuueeritav märkis, et hübriidvõlakiri on võlakapitali ja omakapitali vahepealne instrument, mis on tavaliselt allutatud kõikidele muudele kohustustele (Intervjuu D, 26.03.2026). Teine intervjuueeritav kirjeldas hübriidvõlakirja kui instrumenti, mis on justkui võlakiri, kuid mida rahvusvaheliste raamatupidamisstandardite kohaselt on võimalik kajastada omakapitalina (Intervjuu H, 22.04.2026).

Intervjuueeritavate vastustest ilmnes, et hübriidvõlakirjade käsitlemisel esines kaks peamist lähenemist. Ühelt poolt kirjeldati hübriidvõlakirju klassikalise subordineeritud hübriidvõlakirja tunnuste kaudu, rõhutades nende allutatust, pikka või määramata tähtaega ning võimalikku omakapitalilaadset käsitlemist. Teisalt kasutati mõistet laiemalt, hõlmates selle alla ka erinevaid võla- ja omakapitali elemente ühendavaid instrumente, mille täpne sisu sõltub

konkreetsetest tingimustest. Kokkuvõtvalt seostati hübriidvõlakirjade põhiomadustega eelkõige nende vahepealset positsiooni laenu- ja omakapitali vahel, võimalikku omakapitalilaadset kajastamist, sügavat allutatust ning tavapärasest võlakirjast suuremat lepingulist paindlikkust.

Hübriidvõlakirjade peamised eelised emitendi jaoks. Intervjuude põhjal kujunes kõige selgemalt välja, et hübriidvõlakirjade peamine eelis emitendi jaoks on paindlikkus. Seda mõistet kasutati korduvalt ning erinevates tähendustes. Üks intervjuueeritav tõi välja järgmise:

„Paindlikkus, see oleks number üks, hübriidvõlakirjad loovad ettevõtte juhtkonnale ja omanikele rohkem paindlikkust. Kui see võimaldab suurendada väärtust oluliselt rohkem kui muude vahenditega, siis on hübriidvõlakirjade kasutamine õigustatud.” (Intervjuu E, 07.04.2026).

Samas rõhutati, et selline paindlikkus ei ole emitendi jaoks tasuta, vaid eeldab valmisolekut maksta kõrgemat hinda juhul, kui selle abil on võimalik saavutada mõni muu strateegiline eesmärk. Paindlikkust rõhutas ka teine intervjuueeritav, kes märkis järgmist: *„Eks ta annab kõige rohkem paindlikkust, kasutamise mõttes ja ka tingimuste mõttes. Kõige paindlikum instrument pärast omakapitali.”* (Intervjuu B, 24.03.2026).

Teise olulise eelisena toodi välja võimalus kaasata kapitali senist omandi- ja kontrollstruktuuri muutmata. Intervjuudes rõhutati korduvalt, et erinevalt aktsiaemissioonist võimaldab hübriidvõlakiri saada ettevõttesse täiendavat kapitali ilma, et olemasolevad omanikud peaksid oma osalust vähendama või ettevõtte üle kontrolli loovutama. Ühe emitendi esindaja sõnul seisneb hübriidvõlakirja tugevus just selles, et ettevõtte üle ei pea kontrolli ära andma, aga võimendust saab juurde kaasata (Intervjuu A, 23.03.2026). Sama intervjuu käigus seostati seda eelist olukorraga, kus ettevõtte soovib kaasata täiendavat kapitali, kuid ei soovi kasutada aktsiaemissiooni või vähendada olemasolevate omanike osalust (Intervjuu A, 23.03.2026). Sama loogika ilmnis ka teistes vastustes, kus leiti, et hübriidvõlakiri võib olla sobiv lahendus olukorras, kus ettevõtte ei soovi veel oma väärtust lõplikult fikseerida või omakapitali suurendada, kuid vajab siiski täiendavat kapitali.

Kolmandaks, tekitab hübriidvõlakiri lisakihi omakapitali ja seeniorvõla vahele, mis potentsiaalselt tugevdab ettevõtte kapitalistruktuuri ja on ka positiivne nõuete rahuldamise järjekorras üleval pool olevatele võlausaldajatele, sest on täiendav kiht investoreid, kes n-ö põlevad enne kui ettevõtte peaks raskustesse sattuma. Täpsustavalt hübriidvõlakirjad on sügavalt allutatud kõikidele eelisvõlausaldajate nõuetele ehk ainult osanike nõuded on

hübriidvõlakirjadest allpool (Bornemann ja Novotny-Farkas, 2024; Gumussoy, 2023; De Spiegeleer *et al.*, 2014).

Neljandaks, hübriidvõlakirjad võimaldavad tugevdada ettevõtte kapitalstruktuuri. Kui instrumenti käsitletakse osaliselt või täielikult omakapitalina, võib see parandada omakapitali osakaalu, vähendada tajutud finantsvõimendust ja parandada ettevõtte krediidireitingut. Autorite hinnangul on see üks peamine põhjus, miks suured ettevõtted ja finantsasutused hübriidvõlakirju kasutavad. Samas finantsnäitajate paranemine ei tähenda automaatselt odavamalt või riskivabamat kapitali. Hübriidvõlakiri võib näiliselt parandada ettevõtte finantsnäitajaid, kuid selle intressikulu ja refinantseerimisvajadus jäävad alles ja tulenevalt hübriidvõlakirja igavesest tähtajast võib seda ka kergelt ära unustada, mis võib tekitada probleeme, kui on saabumas esimene lunastustähtaeg. *“Mis on veel võib-olla selline varjatud risk, et hästi lihtne on ära unustada, et sul on see hübriidvõlakiri. Kui sa muidu jälgid oma võimendust mingisuguse võlasuhtarvuga ning kuna hübriidvõlakiri ei lähe justkui võla alla, siis unustatakse ära, et ta üldsegi eksisteerib. Mingi hetk sa ikkagi pead selle võlakirja tagasi kutsuma või refinantseerima, päris igaveseks teda välja ei jäeta.”* (Intervjuu A, 23.03.2026) Samuti hübriidvõlakirja paindlikest lepingutingimustest on suur oht võimalike täiendavate maksukohustuste tekkeks, kui maksuhalduri ja emitendi arvamused lepingu tegelikust majanduslikust sisust erinevad, ning lepingulisi kupongimakseid klassifitseeritakse ühel hetkel ümber. Samuti on oht, et krediidireitinguagentuurid muudavad enda käsitlusi hübriidvõlakirjade hindamisel, mida ka teoreetilises kirjanduses oleme käsitlenud ning mida Moody's on muuhulgas varasemalt teinud. Lisaks ilmnes mõnes intervjuus ka laiem arusaam sellest, et hübriidvõlakiri võib olla emitendi jaoks sobiv vahend riskijaotuse kujundamisel. Eriti tõsteti seda esile *start-up-* ja *mezzanine-*tüüpi rahastuse kontekstis, kus investor ei piirdu üksnes fikseeritud intressi ootusega, vaid soovib osaleda ka ettevõtte võimalikus väärtuse kasvus.

Hübriidvõlakirjade peamised puudused ja riskid emitendi jaoks. Kõige sagedamini nimetatud puuduseks oli hübriidvõlakirjade kõrgem hind võrreldes tavapärase võlakapitaliga. Intervjueeritavad, sõltumata nende taustast, rõhutasid korduvalt, et kuna hübriidvõlakirja investor võtab suurema riski, nõuab ta selle eest ka kõrgemat tootlust. Ühe emitendi esindaja sõnul ongi hübriidvõlakirjade peamine miinus see, et need on 2-3% kallimad kui tavavõlg (Intervjuu A, 23.03.2026). Teine intervjueeritav rõhutas, et kallim hind on sellise instrumendi loomulik osa, sest emitendi seisukohalt ostetakse selle hinnaga endale paindlikkust ja riski hajutamist

(Intervjuu B, 24.03.2026). Üks intervjuueeritav tõi välja, et hübriidvõlakiri on emitendi jaoks küll paindlikum, kuid ettevõtte jaoks on hübriidvõlakiri tihtipeale kulukam, ning selle kasutamine on põhjendatud üksnes siis, kui suurem kulu aitab luua ettevõttele rohkem väärtust kui muud kapitali kaasamise allikad (Intervjuu E, 07.04.2026). Samuti märgiti järgmist: *“Kui sulle kehtivad täiendavad usaldusnormatiivid, siis selle raha kasutamine on sul piiratud. Sa pead arvestama kogu aeg, et kapitalipuhver vastaks teatud tingimustele.”* (Intervjuu I, 05.05.2026). Ka panga vaatest märgiti, et tegemist on instrumendiga, mis on kallim, kuna osa riskist kandub investorile üle ning investor ootab selle eest kõrgemat tootlust (Intervjuu C, 26.03.2026).

Sama seisukohta leiab ka teaduskirjandusest. Fajardo *et al.* (2021) sõnul pakuvad hübriidvõlakirjad mitmesuguseid kaitsvaid tingimusi sarnaselt tavavõlakirjadega, kuid sarnaselt omakapitalile pakuvad hübriidvõlakirjad kõrgema riski tõttu ka kõrgemat oodatavat tulusust investori jaoks. Siinkohal tasub rõhutada, et antud intervjuueeritavad on mõelnud hübriidvõlakirja all klassikalist subordineeritud hübriidvõlakirja, millel ei ole konverteerimise optsiooni, kuna teaduskirjanduse kohaselt on konverteeritav võlakiri sageli odavam kui klassikaline võlakiri, kuna konverteeritav võlakiri pakub investorile lisapreemiat võlakirja aktsiaks konverteerimise näol. Lisaks investori seisukohast hübriidvõlakirja kupongimäär võib olla turunduslikult atraktiivne, kuid võlakirja sisuline tootlus sõltub siiski instrumendi hinnastamisest, lunastustähtjast ja sellest, millal ning mis tingimustel instrument tegelikkuses tagasi kutsutakse või refinantseeritakse. Mis puudutab emiteerimiskulusid, siis eksperdid leidsid, et emiteerimise enda kulud ei erine oluliselt klassikalise võlakirja emiteerimisest, kuid teaduskirjanduses Levi ja Segal (2015) on toonud välja, et hübriidinstrumentide emiteerimiskulud, sealhulgas vahendustasud ja juriidilised kulud on märkimisväärselt kõrgemad kui tavalisel instrumendil.

Teise olulise puudusena ilmnes instrumendi keerukus. Intervjuueeritavad tõid välja, et hübriidvõlakiri ei ole investori jaoks nii lihtsalt mõistetav kui klassikaline võlakiri. Üks vastaja märkis, et hübriidvõlakirja tihtipeale ei mõisteta ning kui selle tingimused on liiga mitmemõõtmelised ja sisaldavad mitut võimalikku stsenaariumi, siis muutub see investori jaoks raskesti hinnatavaks (Intervjuu E, 07.04.2026). See probleem ei ole pelgalt teoreetiline, vaid mõjutab vahetult ka emissiooni läbiviimist, sest vajalik on täiendavalt teha selgitustööd ja teadmisi suurendada hübriidvõlakirjade kohta eelkõige Eesti turukontekstis, kus ei ole antud instrument nii levinud. Nimelt hübriidvõlakiri ei pruugi kriisiolukorras käituda nagu klassikaline võlakiri – hübriidvõlakirja allutatus, võimalik kupongimaksete peatamine või konverteerimine

tähendavad, et hübriidvõlakirja riskid võivad sarnaneda enam aktsionäri kui seniiorvõlausaldajate riskidega. Ka üks emitentidest viitas sellele, et kohalikul turul tuli teha märkimisväärselt selgitustööd, kuna tegemist oli piirkonnas vähelevinud instrumendiga. Teisalt tuleb ka emitendi enda finantsjuhtimises arvestada, et keerukam instrument tekitab rohkem otsustuskohti nii struktureerimisel, aruandluses kui ka võimalikes refinantseerimisstsenaariumides. Keerukuse kõrval toodi puudusena välja ka see, et hübriidvõlakiri ei pruugi kriisiolukorras käituda nagu klassikaline võlakiri. Intervjueeritavad viitasid, et allutatus, kupongimaksete peatamise võimalus või võimalik konverteerimine muudavad selle riskiprofiili tavavõlakirjast erinevaks. Ühe panga vaates rõhutati, et selliste instrumentide eelis emitendile seisneb küll riski vähendamises, kuna äärmuslikul juhul võib tekkida võimalus intressimakse peatada või kohustus kapitaliks konverteerida, kuid just see sama omadus tähendab investori jaoks suuremat riski (Intervjuu C, 26.03.2026). Järelevalve vaates märgiti omakorda, et hübriidinstrumentide puhul tuleb emitendil investoritele tavapärasest põhjalikumalt selgitada, millised on instrumendi eripärad ja riskid, mis teevad sellest just hübriidinstrumendi (Intervjuu I, 05.05.2026).

Kolmandaks puuduseks võib pidada piiratud investorkogukonda. Intervjuudest ja ka teaduskirjandusest ilmnes, et hübriidvõlakiri ei sobi tavaliselt laiale jaeinvestorite ringile, vaid pigem professionaalsetele investoritele, fondidele ja institutsionaalsetele osapooltele, kes mõistavad instrumendi riske. Peamiselt on hübriidvõlakirjade investoriteks riskifondid ning kauplejad, kes otsivad arbitraažitulu teenimise võimalusi (Chisholm, 2010). See tähendab emitendi jaoks kitsamat investoribaasi ning emissiooni turundamine on keerulisem. See omakorda suurendab sõltuvust üksikutest investoritest ning võib nõrgendada emitendi läbirääkimispositsiooni. Ühe intervjueeritava hinnangul ongi see üks põhjus, miks hübriidvõlakirju ei saa Eestis sama laialdaselt kasutada kui klassikalisi võlakirju, kuna tegemist on meie regiooni jaoks pigem eksootilise instrumendiga ning investorid eelistavad selgema ülesehitusega tavapäraseid võlakirju (Intervjuu E, 07.04.2026). Lisaks osutati sellele, et keerukamate hübriidinstrumentide puhul ei pruugi ka emissiooniga kaasatav maht olla piisav, et neist saaks ettevõtte põhi finantseerimisallikas (Intervjuu C, 26.03.2026). Sarnast rõhuasetust väljendas ka üks intervjueeritav, kes märkis pankade kontekstis, et AT1-tüüpi instrumentide puhul on investoribaas juba oma olemuselt piiratud jaeinvestorite kaitseks ning tegemist on pigem professionaalsetele investoritele suunatud instrumendiga (Intervjuu G, 17.04.2026).

Lisaks viitas üks teine intervjuueeritav, et kohalikus turukontekstis ei ole tegemist instrumendiga, mida investorid ilma täiendava selgitusega hästi mõistaksid, mistõttu ei pruugi see olla sama laialt kasutatav kui tavapärane võlakiri (Intervjuu F, 09.04.2026). Sellest tulenevalt kinnitavad intervjuud, et hübriidvõlakiri sobib pigem spetsiifiliseks kapitalikihiks kui kogu ettevõtte peamiseks rahastusaluseks.

Kokkuvõttes tõid intervjuueeritavad hübriidvõlakirjade puuduste ja riskidena kõige sagedamini esile kõrgema hinna võrreldes tavapärase laenukapitaliga, instrumendi keerukuse, piiratud investorkogukonna ning asjaolu, et hübriidvõlakirjaga seotud tegelik finantskoormus ei pruugi ettevõtte finantsjuhtimises olla sama nähtav kui klassikalise võlakohustuse puhul. Nende kõrval mainiti ka vajadust täiendava selgitustöö, keerukama struktureerimise ning suurema ettevalmistuse järele nii emitendi kui ka investorite poolel.

Hübriidvõlakirjade sobivus ettevõtte arengufaasi ja kapitalistruktuuriga.

Intervjuudest ei selgunud, et hübriidvõlakirjad sobiksid vaid ühele konkreetsele emitentide grupele, vaid nende kasutamine sõltub ettevõtte arengufaasist ja kapitalistruktuurist. Ühe intervjuueeritava hinnangul on hübriidvõlakiri sobiv eelkõige siis, kui ettevõtte teeb arenguhüppe ning kasutab seda vahendina järgmisele tasemele jõudmiseks (Intervjuu E, 07.04.2026). Samas intervjuus kirjeldati, et arengufaasis ettevõtte puhul on oluline eeskätt see, et vajalik kapital oleks võimalik kaasata viisil, mis toetaks investeerimistegevust ja ettevõtte kasvu. Selle vaate järgi ei ole hübriidvõlakiri mõistlik stabiilse ettevõtte jaoks, kes võiks sama hästi kasutada pangalaenu või klassikalist võlakirja. Teisalt rõhutas teine vastaja, et klassikaline hübriidvõlakiri sobib paremini just stabiilsemale ettevõttele, kelle tulubaas on prognoositavam ning kelle puhul on võimalik kõrgema hinnaga kapitali teenindamist pikemas vaates usaldusväärsemalt hinnata (Intervjuu B, 24.03.2026).

Olulise tegurina tõusis intervjuudest esile ka ettevõtte olemasolev kapitalistruktuur. Ühes intervjuus selgitati, et hübriidvõlakirja kasutamist küll kaaluti, kuid sellest loobuti, kuna selle instrumendi kaudu olnud võimalik kaasata vaid suhteliselt piiratud mahus täiendavat kapitali (Intervjuu B, 24.03.2026). Samal ajal ei peetud juhtkonna tasandil mõistlikuks ettevõtte täiendavat võimendamist.

Intervjuudes kirjeldatud seisukohtade põhjal seostati hübriidvõlakirjade sobivust eelkõige ettevõtte arengufaasi, tulubaasi prognoositavuse, olemasoleva kapitalistruktuuri ning sellega, millist funktsiooni instrument peaks ettevõtte jaoks täitma. Mõne vastaja hinnangul sobib

hübriidvõlakiri paremini arenguhüppe tegemiseks, samas kui teised seostasid selle sobivust stabiilsema ja prognoositavama tuluprofiiliga ettevõttega. Lisaks rõhutati mitmes intervjuus, et instrumendi kasutamise põhjendatus sõltub sellest, milline koht on sellel ettevõtte olemasolevas kapitalistruktuuris.

Mõju ettevõtte finantsnäitajatele, krediitdireitingule ja võlakoormusele. Intervjuude põhjal võib järeldada, et hübriidvõlakirjade üheks keskseks väärtuseks emitendi jaoks on nende mõju kapitalistruktuurile ja finantsnäitajatele. Eelkõige seostati seda võimalusega tugevdada omakapitalilaadset kihti, parandada finantsvõimenduse näitajaid ning luua täiendavat ruumi muu laenukapitali kaasamiseks.

Ühe emitendi esindaja sõnul käsitlevad rahvusvahelised krediitdireitinguagentuurid hübriidvõlakirju sageli 50/50 loogika alusel, see tähendab osaliselt võlana ja osaliselt omakapitalina (Intervjuu A, 23.03.2026). Selline käsitlus võib emitendile olla kasulik, sest see aitab ettevõttel säilitada krediitprofili. Ka teised vastajad tõid välja, et hübriidvõlakiri võib parandada kapitalistruktuuri kvaliteeti ja luua täiendavat võimekust muu rahastuse kaasamiseks. Seda kinnitab ka teaduskirjandus. Kui hübriidvõlakirjad on klassifitseeritud omakapitalina võimaldab see ettevõttel kaasata kapitali ilma finantsvõimendust suurendamata, tänu millele on ettevõtte krediitdireiting parem ning ka tulevaste võlgade intressimaksed väiksemad võrreldes kohustisena kajastamisega (Jaworski *et al.*, 2018).

Samas rõhutati, et mõju finantsnäitajatele ei ole üheplaaniselt positiivne. Kuigi instrument võib teatud suhtarve parandada, jookseb selle intressikulu siiski ettevõtte tulemustesse sisse ja võib vähendada kasumlikkust. Eriti rõhutati, et hübriidvõlakirja kasutamine eeldab piisava tootlusega investeerimisprojekte, sest kõrgema hinnaga kapital peab end lõpuks majanduslikult ära tasuma. Ühe intervjuueeritava sõnul ei mõjuta hübriidvõlakiri tulemuslikkust otseselt, vaid kaudselt selle kaudu, kas kaasatud kapitaliga tehtavad investeeringud suudavad selle kallima rahastuse tagasi teenida (Intervjuu A, 23.03.2026). Seetõttu ei saa hübriidvõlakirja mõju hinnata ainult finantsstruktuuri vaates, vaid alati koos investeerimisotsuste kvaliteediga.

Võlausaldajate vaates hinnati hübriidvõlakirja mõju pigem neutraalseks või mõõdukalt positiivseks. Kuna see on sügavalt allutatud, jäävad teiste laenuandjate nõuded sellest ettepoole ning seetõttu ei halvene nende positsioon automaatselt. Samas märgiti, et kuigi netovõla laadsetes kovenantides ei pruugi hübriidvõlakiri samal moel kajastuda, läheb selle intress siiski ettevõtte rahavoolisse koormusesse ja võib piirata intressikattekindajate kaudu edasist

laenamisvõimet. See tähendab, et hübriidvõlakiri võib parandada teatud finantsmõõdikuid, kuid ei kõrvalda tegelikku teenindamiskohustust. Autorite hinnangul viitab eeltoodu sellele, et hübriidvõlakirja mõju ettevõtte finantsseisundile on kahetine – ühelt poolt võib kapitalistruktuur tugevneda, kuid teisalt on ta rahavooge siiski koormav.

Lunastamine, refinantseerimine ja kupongimaksete edasilükkamine. Intervjuudest ilmnes selgelt, et kuigi hübriidvõlakirjad võivad olla vormiliselt tähtajatud või väga pika tähtajaga, ei käsitle turg neid praktikas päriselt igaveste instrumentidena. Vastajad rõhutasid, et investorid ootavad tavaliselt tagasikutsumist esimesel lunastustähtajal ning selle eiramine saadab turule negatiivse signaali, mis vähendab ka investorite usaldust emitendi ees. Samal ajal toodi välja, et emitent ei saa seda ootust avalikult liiga üheselt kinnitada, sest vastasel juhul võivad audiitorid või reitinguagentuurid järeldada, et tegemist ei ole tegelikult enam tähtajatu instrumendiga, mis tähendab, et emitent ei pruugi enam täita vajalikke regulatiivseid nõudeid. Kui investorite ootust ei täideta, võib see ka halvendada emitendi maineprofiili ja suurendada tulevase rahastamiskulusid, sest kupongimakseid tuleb edasi tasuda. Kupongimaksete edasilükkamise võimalust peeti emitendi jaoks küll oluliseks paindlikkuse allikaks, kuid selle reaalsesse kasutusse suhtuti skeptiliselt. Vastajate hinnangul võiks kupongimaksete edasilükkamist kaaluda üksnes tõsistes makseraskustes, kui just tulene edasilükkamise vajalikkus teiste seeniorvõlausaldajate kokkulepetest, näiteks peavad olema enne kupongimaksete tegemist tasutud seeniorvõlausaldajate nõuded. Ühe intervjuueeritava hinnangul oleks kupongimakse edasilükkamine turule väga negatiivne signaal ning kui seda tehakse ilma ettevõtte tegeliku sügava kriisita, võib see rikkuda usalduse tulevaste investorite silmis (Intervjuu A, 23.03.2026). Sama loogika tuli välja ka panga vaates, kus kupongimaksete peatamist seostati selgelt regulatiivsete kapitalinäitajate või äärmuslike finantskovenantidega.

Regulatiivsed ja turuspetsiifilised piirangud. Intervjuueeritavad leidsid, et Eestis puudub vajadus eraldi hübriidvõlakirju reguleeriva normistiku järele ning pigem on positiivne, et lepinguvabadus võimaldab erinevaid lahendusi kujundada paindlikult. Üks intervjuueeritav rõhutas seejuures, et spetsiifiline regulatsioon võiks olemasoleva professionaalse turu toimimist pigem pärssida kui toetada (Intervjuu C, 26.03.2026). Intervjuudest selgus, et maksunduslik ja raamatupidamislik tõlgendus võivad olla hübriidvõlakirja kasutamise kitsaskohaks. Ühe intervjuueeritava sõnul pidid nad enne emiteerimist saama siduva eelotsuse, kas hübriidvõlakirja kupongi tuleb maksunduslikult käsitleda intressi või dividendina (Intervjuu A, 23.03.2026). Kui

see oleks loetud dividendiks, oleks instrument muutunud oluliselt kallimaks ning võinud kaotada oma majandusliku mõttekuse. Intervjueeritavad leidsid, et ühe tegurina, mis võib mõjutada hübriidvõlakirjade emiteerimist on ka kohaliku turu vähene küpsus ning vajadus investoreid harida hübriidvõlakirjade teemal ja teha selgitustööd laiemalt ametiasutuste kui ka teiste turuosaliste seas. Lisaks on hübriidvõlakirjade kasutamisel oluline tegur asjaolu, et hübriidvõlakirjad on enamasti professionaalsetele investoritele suunatud, mistõttu Eesti turg võib intervjueeritavate sõnul jääda emiteerimisel väikseks.

Hübriidvõlakirjade tulevik Eesti turul. Intervjuude põhjal võib järeldada, et huvi hübriidvõlakirjade vastu Eestis tõenäoliselt suureneb, kuid reaalne emiteerimine, arvestades turuväiksust, jääb pigem üksikute ettevõtete pärusmaaks. Vastajate sõnul on hübriidvõlakirjade kasutus Baltikumis veel piiratud, kuid vastajate hinnangul on instrumenti kaaluvate ettevõtete arv suurenemas. Nende hinnangul hübriidvõlakirjade kasutamine piirneb tõenäoliselt suuremate emitentide, pankade, teatavate kasvufaasiettevõtete ja professionaalsete investoritega. Samas nähti, et kõrgema tootluse otsingus võivad sellised instrumendid olla huvipakkuvad nii jõukamatele erainvestoritele kui ka fondidele, kes otsivad tavalisest võlakirjast paremat tootlust ja on valmis võtma suuremat riski. Sellest võib järeldada, et hübriidvõlakiri ei muutu Eesti turul tõenäoliselt massinstrumendiks, kuid selle tähtsus võib kasvada just seal, kus kapitalistruktuuri paindlikkus ja kõrgema riski hinnastamine on eriti olulised.

2.3. Tulemuste arutelu

Käesoleva magistr töö eesmärgiks oli selgitada hübriidvõlakirjade võimalusi ja riske emitentide vaatest ning nende kasutamist mõjutavaid tegureid Eesti finantsmaastikul. Nii akadeemilise teaduskirjanduse kui ka ekspertintervjuude põhjal võib järeldada, et hübriidvõlakirjad on oma olemuselt keerukad finantsinstrumendid, mis ühendavad endas võla- ja omakapitali tunnused ning mille kasutamine sõltub suurel määral nende lepingulistest tingimustest.

Arusaam hübriidvõlakirjade sisust ei ole ühetaoline ning ekspertidel on kohati erinev arusaam hübriidvõlakirjade laiapindsusest. Praktikute seas esineb nii kitsam käsitlus, mille kohaselt on hübriidvõlakiri konkreetne klassikaline tähtajatu või väga pika tähtajaga, subordineeritud ja osaliselt omakapitalilaadse käsitlusega instrument, kui ka laiem käsitlus, ehk et hübriidvõlakirjad on erinevad võlakirja liigid, mis on hübriidse iseloomuga ehk sisaldavad lisaks võlakapitalile ka omakapitali tunnuseid. Hübriidvõlakirjade alla arvatakse näiteks

konverteeritavad võlakirjad, pankade poolt allutatud võlakirjad, *mezzanine*-laenud ja muud vahepealsed kapitalikihid. *Mezzanine*-laenu puhul on tegemist samuti hübriidse finantsinstrumendiga, kuid tegemist ei ole autorite hinnangul siiski võlakirjaga, mistõttu autorid siinkohal rohkem ei peatu antud kapitali kaasamise vahendi mõiste täpsemal lahti seletamisel. Praktikute hinnangud kattuvad teaduskirjanduses toodud selgitustega hübriidvõlakirja olemusest. Ka Ivanis (2023) eristas tavavõlakirju ja hübriidvõlakirju selle alusel, kas võlakiri sisaldab endas aktsiate tunnuseid. Hübriidvõlakiri võib olla formaalselt tähtajatu, kuid praktikas kestab võlakiri esimese lunastustähtajani, mis makstakse tagasi või refinantseeritakse. Bornemann ja Novotny-Farkas (2024) sõnul makstakse enamasti hübriidvõlakirjadelt siiski regulaarselt intressi ning keskmine lunastustähtaeg on 5–6 aastat olenemata hübriidvõlakirja pikast tähtajast. Intervjuud näitavad, et kuigi kupongi edasilükkamise võimalus on teoreetiliselt üks hübriidvõlakirja põhielemente, ei käsitleta seda praktikas tavapärase juhtimisvahendina, vaid pigem äärmusliku riskimaandamise meetmena, mis peab tulenema äärmisest vajadusest ja olema väga põhjendatud. Teisisõnu kupongimaksete edasilükkamise võimalust tuleb autorite hinnangul käsitleda eelkõige kaitsemehhanismina, mitte tavapärase finantsjuhtimise osana. Nii teoreetilisest kirjandusest kui ka intervjuudest selgus, et subordineeritud hübriidvõlakirjade puhul on tegemist emitendi jaoks paindlikkust võimaldava instrumendiga, millest tulenevalt on ka kupongiintressimäär enamasti taolisel instrumendil kõrgem kui klassikalisel võlakirjal.

Autorite hinnangul on hübriidvõlakirjad kapitalistruktuuri kujundamisel kasulik vahend, mille kaudu emitent saab kohandada riskijaotust, tootlusootusi, tagasimaksetingimusi ja kontrolli säilimist. Hübriidvõlakirjad ei ole Eesti turul veel kujunenud massiliseks ega tavapäraseks kapitali kaasamise instrumendiks. Intervjuudest ilmses, et tegemist on pigem nišilahendusega, mida kasutatakse üksikutes olukordades, kus ettevõtte vajadus, investorkogukond ja tehingu struktuur seda põhjendavad. Eesti turu väiksus, investorkogukonna piiratus ja instrumentide keerukus seavad hübriidvõlakirjade laialdasemale kasutamisele teatud piirid. Autorite hinnangul tähendab see, et lähiaastatel ei ole realistlik oodata hübriidvõlakirjade muutumist Eesti turul samaväärseks näiteks traditsiooniliste võlakirjadega. Küll aga võib nende kasutamine suureneda emitentide seas, kes vajavad paindlikku kapitalikihti ja investorid on valmis kandma kõrgemat riski vastutasuks kõrgema tootluse eest. Sarnaselt intervjuueeritavatele ka Ivanis (2023) põhjendas hübriidvõlakirjade kasutamist sellega, et hübriidvõlakirju kasutakse, kui ettevõttel ei ole piisavaid võimalusi rahastamiseks klassikaliste võla- või omakapitaliinstrumentide abil. Seega

võib öelda, et hübriidvõlakirja eeliseks on emitendi vaatest mitte ainult rahastuse kättesaadavus, vaid ka võimalus säilitada senine omandi- ja juhtimisstruktuur. Samas ei tähenda see, et hübriidvõlakiri oleks alati kasulikum või parem kui omakapital. Kui ettevõtte strateegiline eesmärk on kaasata pikaajalist ja stabiilset riskikapitali, võib omakapitali kaasamine olla siiski sobivamaks lahenduseks. Seega seisneb hübriidvõlakirja eelis eelkõige selles, et see pakub emitendile täiendavat valikuvõimalust lisaks tavapärastele kapitali kaasamise vahenditele. Eksperdid käsitlevad hübriidvõlakirju eelkõige kui paindlikku, kuid samal ajal kallist, keerukat kapitali kaasamise vahendit, mille sobivus sõltub emitendi arengufaasist, kapitalistruktuurist, rahavoogude prognoositavusest ja kaasatava kapitali mahust. Paindlikkus tähendab intervjuude kontekstis eelkõige võimalust kasutada kapitali kaasamisel lahendust, mis ei suru ettevõtet kohe tavavõla või omakapitali jäikadesse raamidesse, vaid võimaldab luua vahepealseid ja olukorraspetsiifilisi kokkuleppeid. Samuti võimaldavad hübriidvõlakirjad edasi lükata omakapitali väärtuse lõplikku fikseerimist konverteeritavate võlakirjade puhul või vältida uute osaluste väljaandmist olukorras, kus ettevõtte seda ei soovi. Hübriidvõlakirja eelis ei seisne ainult paindlikkuses emitendi jaoks, vaid ka selles, et see võimaldab kokku viia ettevõtte vajaduse mitte võtta liiga jäika võlga ja investori valmisoleku võtta rohkem riski kõrgema potentsiaalse tootluse nimel. Seega toimib hübriidvõlakiri mõnes olukorras vahendina, mis aitab tasakaalustada emitendi ja investori huve paindlikumalt kui klassikaline võlakiri.

Eksperdid ei pea otseselt emiteerimiskulusid kallimaks kui traditsiooniliste võlakirjade emiteerimisel, vaid eelkõige kõrgemaid kupongimakseid, kuid samas tähendab kõrgem kupongimakse ka riskide ära andmist investorile. Ühe hübriidvõlakirja kasutamist mõjutava tegurina on oluline tähele panna, et hübriidvõlakiri ei ole emitendi jaoks alati odavam alternatiiv muule võlakapitalile ning subordineeritud hübriidvõlakirja emiteerimine võiks olla põhjendatud ainult siis, kui selle abil saavutatakse täiendav väärtus, mida odavam seniorvõlg ei võimaldaks. Autorite hinnangul tähendab see, et hübriidvõlakirjade kasutamist ei saa põhjendada pelgalt kapitali kaasamise vajadusega, vaid selleks peab olema selge majanduslik põhjus. Kui ettevõtte saab sama eesmärgi saavutada odavama seniorvõlaga või kui kapitalistruktuuri tugevdamisest saadav kasu ei kaalu kõrgemat intressikulu üles, siis ei ole hübriidvõlakiri emitendi jaoks optimaalne valik. Seega ei ole tegemist universaalselt kasuliku instrumendiga, vaid rahastusvahendiga, mille kasutamine peab põhinema teadlikul kulude ja hüvede võrdlusel. Samas ei ole eksperdid oma hinnangus toonud välja konverteeritavate võlakirjade erisust. Nimelt eriti

kõrgete intressimäärade keskkonnas muutuvad konverteeritavad hübriidvõlakirjad atraktiivseks rahastamisallikaks, kuna nende kupongimäärad jäävad oluliselt alla samaväärsete mittekonverteeritavate võlakirjade intressimääradele (Brennan ja Schwartz, 1980; Dutordoir *et al.*, 2014).

Autorite hinnangul on hübriidvõlakirjade peamiseks eeliseks võlakirja paindlikkus määrata emitendile enda jaoks sobivad lepingu tingimused ühendades erinevate instrumentide kasulikkuse ettevõtte juhtimisel. Hübriidvõlakirjad võivad parandada ettevõtte bilansilist kuvandit ja tugevdada kapitalistruktuuri, kuid tegelikult ei kõrvalda need ettevõtte finantskoormust ega refinantseerimisriski ning neid on kerge n-ö ära unustada. Samuti on oluline leida sobiv investorkogukond, kes oleksid hübriidvõlakirja märkimisest huvitatud, kuna tegemist on keeruka instrumendiga, mis on mõeldud professionaalsetele investoritele ning fondidele. Seega hübriidvõlakirjad ei ole kõige sobilikum kapitali kaasamise vahend, kui emitendi eesmärk on kaasata kapitali kiiresti, võimalikult lihtsa ülesehitusega või minimaalse juriidilise ja selgitusliku koormuseta. Sellest võib järeldada, et hübriidvõlakiri võib tekitada olukorra, kus ettevõtte käsutuses olev vaba raha näib lühiajaliselt suurem, kui see tegelikult on. Autorite hinnangul viitab see asjaolule, et lisaks teoreetilises osas käsitletud regulatiivsetele ja finantsilistele riskidele kaasneb hübriidvõlakirjadega ka praktiline finantsjuhtimise risk ehk kui instrumenti ei käsitleta piisava ettevaatusega, võib selle paindlikkus osutuda näiliseks ning tulevikus suurendada refinantseerimis- või likviidsusriski.

Hübriidvõlakiri on emitendi jaoks kasulik kapitali kaasamise vahend, kuid selle kasutamine eeldab head finantsjuhtimist, potentsiaalseid investoreid, kes on valmis hübriidvõlakirju märkima ja selget arusaama instrumendi rollist ettevõtte kapitalistruktuuris. Nii teoreetilise kirjanduse kui ka intervjuueeritavate vastuste pinnalt võib välja tuua peamised hübriidvõlakirja eelised võrreldes traditsioonilise võlakirja või aktsiakapitaliga:

- paindlikkus,
- hübriidvõlakirjad võimaldavad kaasata kapitali ilma omandi- ja kontrollistruktuuri muutmata,
- teatud juhtudel võimaldab saada ka võlakapitali odavamalt kui tegemist on näiteks konverteeritavate võlakirjadega,
- võimaldab tugevdada emitendi kapitalistruktuuri ning tekitada täiendava lisakihi kapitalis.

Peamised hübriidvõlakirjade riskid ja nende kasutamist mõjutavad tegurid on:

- subordineeritud hübriidvõlakirjade puhul kõrgem hind võrreldes teiste võlakapitali liikidega,
- instrumendi keerukus – esmakordsel emiteerimisel on vaja teha rohkem eeltööd, mõistmaks instrumendi olemust ning selle mõju emitendi finantspositsioonile,
- piiratud professionaalsete investorite hulk Eestis – emissiooni maht võib Eestiga piirdudes jääda soovitud väiksemaks,
- võimalikud maksuriskid, mis võivad tekkida instrumendi tegeliku majandusliku sisu hindamisel,
- erinevad aruandluslikud tõlgendused eri krediidiireitinguagentuuride puhul, mis võivad mõjutada ettevõtte krediidiireitingut negatiivselt.

Seega ei sobi hübriidvõlakirjad laiale üldsusele tava laenukapitali asemel. Hübriidvõlakirjad on pigem mõeldud emitentidele, kellele tavapärane võlakapital antud olukorras ei ole mõistlik lahendus ja kes suudavad hallata antud instrumendiga seotud finantsriske ning on võimelised tasuma professionaalsetele nõustajatele, et instrumenti edukalt emiteerida ning hallata.

Autorite hinnangul peaksid emitendid, kes kaaluvad hübriidvõlakirja kasutamist, alustama mitte konkreetse instrumendi valikust, vaid ettevõtte kapitalstruktuuri strateegilisest hindamisest. Enne hübriidvõlakirja emiteerimise kaalumist tuleks läbi analüüsida, milline on ettevõtte olemasolev kapitalistruktuur, kas sama rahastusvajadust oleks võimalik katta soodsamalt tavavõla või omakapitali abil, milles seisneb hübriidvõlakirja lisandväärtus ettevõtte finantsnäitajate, krediidiireitingu ning omandi- ja juhtimisstruktuuri seisukohalt, kui suur on ettevõtte võimekus teenindada kõrgema hinnaga kapitali ning kuidas plaanib ettevõtte tulevikus võlakirja teenindada. Sellest tulenevalt on esimene soovitus emitentidele käsitleda hübriidvõlakirja mitte üksiku tehinguna, vaid kapitalistruktuuri pikaajalise planeerimise osana. Hübriidvõlakirjade väärtus kapitalistruktuuri kujundamisel on tingimuslik ning sõltub sellest, kuidas teised turuosalisused, kelleks võivad olla krediidiireitinguagentuurid, pangad, audiitorid, maksuhaldur ja investorid, instrumenti käsitlevad.

Nii teoreetilise kui ka empiirilise analüüsi pinnalt võib öelda, et sõltuvalt hübriidvõlakirja liigist ja konkreetsetest lepingu tingimustest võivad hübriidvõlakirjad olla kasulikud nii kasvufaasis *start-up* ettevõttele, kes ei soovi koheselt omanikeringi laiendada, kuid vajavad kiiret rahastust ning investoritele on vaja anda lisagarantiisid tulu saamise osas kui ka stabiilsetele

suurtele ettevõtetele, kes soovivad oma kapitalistruktuuri täiendavat lisakihti ning riske maandada, olles samal ajal võimelised selle eest tasuma kõrgemaid kupongimakseid. *Start-up* ettevõtted või ettevõtted, kes plaanivad arenguhüpet vajavad selleks paindlikku kapitalikihti, mistõttu võib tavavõlg osutuda liiga jäigaks ja omakapital liiga kalliks või strateegiliselt ebasobivaks, mistõttu hübriidvõlakiri võiks olla taoliste ettevõtetele sobiv alternatiiv.

Hübriidvõlakirja sobivus sõltub konkreetse hübriidvõlakirja tüübist. Konverteeritav ja varajases faasis kasutatav hübriidvõlakiri võib sobida kasvufaasis ettevõttele, samas kui subordineeritud hübriidvõlakiri sobib stabiilsetele emitentidele, mida kinnitavad ka mitmed teadusuuringud.

Hübriidvõlakirja kasutamist võiks kaaluda, kui ettevõtte suudab näidata investoritele usaldusväärset võimet kõrgema hinnaga kapitali teenindada või tal on selge mehhanism, kuidas instrumendi riskiprofiili põhjendada. Hübriidvõlakirja sobivus ei sõltu üksnes instrumendi teoreetilistest eelistest või selle paindlikkusest, vaid ka sellest, milline on ettevõtte senine kapitalistruktuur ja kui palju ruumi on sinna võimalik lisada uut vahepealset kapitalikihti. Kui ettevõttel on juba märkimisväärses mahu olemas nii erinevat võlakapitali, võib hübriidvõlakirja lisamine osutuda praktiliselt väheefektiivseks, sest kaasatav maht jääb tagasihoidlikuks, samas kui instrumendi hind ja keerukus püsivad kõrgel. Autorite hinnangul tähendab see, et enne hübriidvõlakirja kaalumist peab ettevõtte läbi viima põhjaliku kapitalistruktuuri analüüsi, hindama olemasolevat võlataset, võimalikku lisanduvat mahtu, instrumendi hinnataset ja selle mõju tulevasele finantsjuhtimisele.

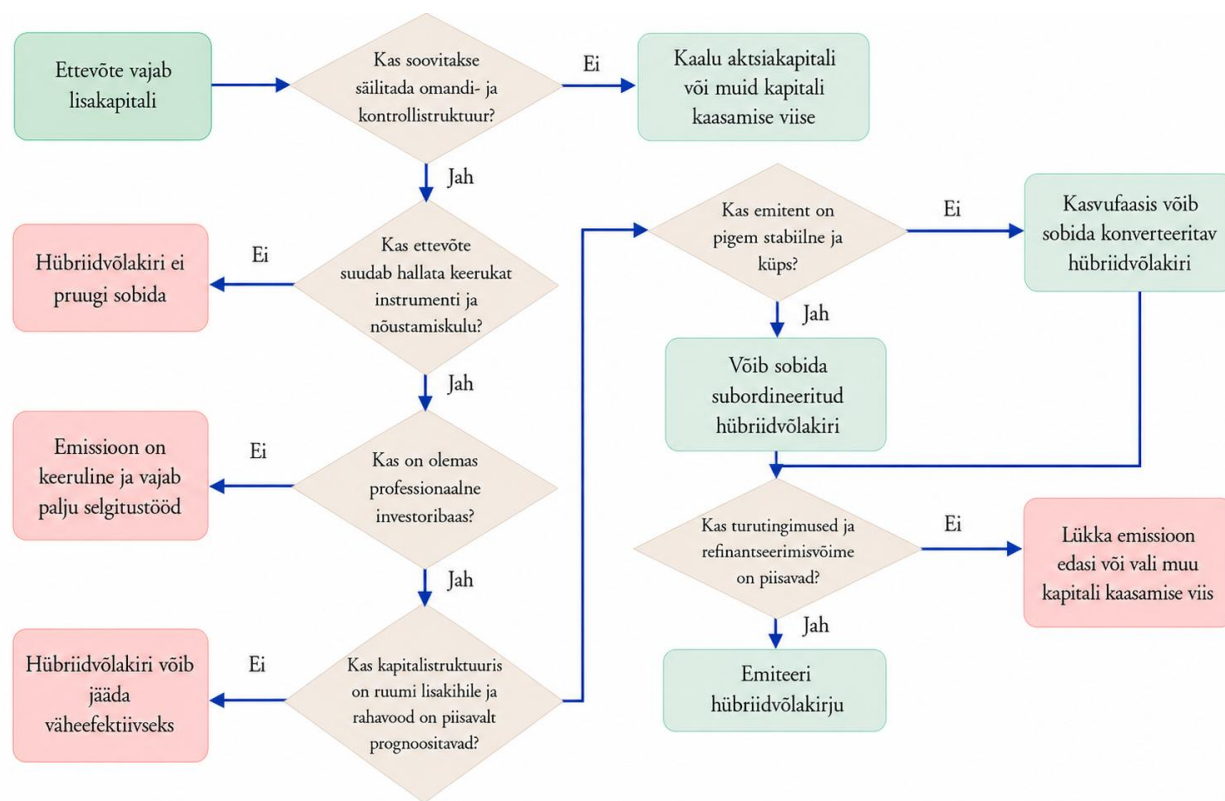
Autorid soovivad emitentidel pöörata erilist tähelepanu investorkogukonnale, mis on intervjuude tulemuste pinnalt üks olulisimaid hübriidvõlakirjade kasutamist mõjutavaid tegureid. Kuna hübriidvõlakirjad on keerukad instrumendid, ei saa eeldada, et hübriidvõlakirju on võimalik turundada samamoodi nagu tavapäraseid võlakirju. Emitent peaks juba ette hindama, milline investoriprofiil võiks sellise instrumendi vastu huvi tunda, kas investorid vajavad täiendavat selgitustööd ning kas emissiooni sihtturg peaks olema kohalik, regionaalne või rahvusvaheline. Kuna Eesti professionaalsete investorite hulk on oma turu väiksuse tõttu piiratud, siis mitmete intervjueeritavate sõnul ei pruugita kohalikult turult soovitud emissiooni mahtu täis saada. Sellest tulenevalt on soovitatav kaasata hübriidvõlakirja ettevalmistusse varakult kogenud finantsnõustaja või korralduspank, kellel on ligipääs sobivale investoribaasile ning kogemus keerukamate instrumentide turundamisel.

Lisaks peaks emitent juba emissiooni kavandamise etapis läbi mõtlema, milline on instrumendi võimalik tagasikutsumise või refinantseerimise trajektoor. Kuna turupraktikas eeldatakse sageli tagasikutsumist esimesel lunastustähtajal, tuleb ka ettevõtte rahavoo- ja kapitaliplaanides arvestada võimalusega, et selleks ajaks peab olemas olema refinantseerimisvõime või alternatiivne rahastusallikas. Sellest tulenevalt ei tohiks hübriidvõlakirja käsitleda „igavese rahana”, vaid pigem instrumendina, millel on juba emissiooni hetkel olemas majanduslikult realistlik väljumisloogika.

Täiendavalt soovivad autorid emitentidel pöörata erilist tähelepanu instrumendi maksunduslikule ja aruandluslikule kvalifitseerimisele. Enne emissiooni tuleks vajaduse korral kaasata maksunõustaja, audiitor ja juriidiline nõustaja, et hinnata, kuidas instrumenti käsitletakse ettevõtte bilansis, kasumiaruandes ja maksuarvestuses. Eriti oluline on see olukorras, kus instrumendi majanduslik mõttekus sõltub oluliselt sellest, kas kupongi käsitletakse intressi või dividendi laadse maksetena. Seetõttu ei tohiks emitent lähtuda üksnes instrumendi majanduslikust loogikast, vaid peab eelnevalt hindama ka seda, kas instrumendi õiguslik, aruandluslik ja maksunduslik raamistik on piisavalt üheselt mõistetav ja prognoositav. Autorite hinnangul kinnitab empiiriline analüüs seda, et hübriidinstrumentide praktiline kasutatavus sõltub suurel määral nende õiguslikust, aruandluslikust ja maksunduslikust klassifitseerimisest. Empiiriline analüüs näitab, et isegi juhul, kui turegulatsioon ise ei takista instrumendi emiteerimist, võib selle tegeliku kasutatavuse määravaks asjaoluks saada, kuidas konkreetset instrumenti tõlgendavad maksuhaldur, audiitorid ja teised institutsioonid.

Kokkuvõttes võib öelda, et positiivne on Eestis kehtiv lepinguvabadus, mis võimaldab pooltel sõlmida väga erineva sisuga kokkuleppeid, kuid hübriidvõlakirja emiteerimisel ning emitendi seisukohalt oluliste lepingunüansside paika panemisel tuleb veenduda, et lepingu sisu vastaks instrumendi tegelikule majanduslikule sisule. See on oluline, et tulevikus ei tekiks aruandluslikul tasandil reitinguagentuuridega vaidlusi lepingus sisalduva omakapitali komponendi suuruse üle, millest võib sõltuda ettevõtte krediidireiting. Samuti aitab see vähendada riski, et maksuhalduriga tekiks hiljem probleemid lepinguliste väljamaksete maksukäsitluse osas. Sellised vaidlused võivad emitendi jaoks kaasa tuua täiendavaid aja- ja rahakulusid. Teaduskirjanduses on toodud, et hübriidvõlakirja jäik binaarne jaotus, kus instrument tuleb liigitada kas kohustiseks või omakapitaliks, ei suuda sageli adekvaatselt peegeldada hübriidinstrumentide majanduslikku sisu, mida turuosalisel käsitlevad pigem

omakapitalilaadse instrumendina (Levi ja Segal, 2015; Paisano *et al.*, 2025). Bornemann ja Novotny-Farkas (2024) soovivad hübriidvõlakirju kajastada raamatupidamises vastavalt oma aruandluse eesmärkidele, kuid lihtsalt võlakirjade klassifitseerimine omakapitaliks või kohustiseks ei pruugi kajastada tegelikku olukorda ning parim variant oleks kajastada bilansis ja kasumiaruandes hübriidvõlakirju eraldiseisvana, mis võimaldaks hinnata aruandekasutajal võlakirju vastavalt nende lepingulistele ja majanduslikele tingimustele ning autorite hinnangul aitaks ka kaasa võimalike regulatiivsete probleemide vältimiseks. Alljärgneval joonisel on toodud skemaatiliselt lihtsustatud mudel, kas ja millal võiks kaaluda hübriidvõlakirja emiteerimist.



Joonis 4. Hübriidvõlakirjade sobivuse protsessimudel.

Allikas: Autorite koostatud

Täiendavalt tuleb märkida, et pärast hübriidvõlakirjade emiteerimist eeldatakse tavapärasel olukorras kupongimaksete regulaarset tasumist ning refinantseerimise või

tagasikutsumise planeerimist esimesel lunastustähtajal. Kui emitendil tekivad tõsised makseraskused, võib kupongi edasilükkamine ajutiselt leevendada rahavoogude survet, kuid selline samm annab turule negatiivse signaali ning võib halvendada emitendi edasist refinantseerimisvõimet. Seetõttu käsitletakse kupongi edasilükkamist pigem erandliku abinõuna, mitte tavapärase finantsjuhtimise osana.

Kokkuvõtlikult järelavad autorid, et hübriidvõlakiri on võib olla emitendi jaoks väga kasulik, kuid teadmisi ja head finantsjuhtimist nõudev kapitali allikas. Hübriidvõlakirja populaarsus lähiaastatel ei ole tõenäoliselt tegemas suurt hüpet, kuid teadlikkus taoliste instrumentide olemasolust on suurenemas ning ilmselt võib näha ka tulevikus suuremate ettevõtete poolt täiendavaid hübriidvõlakirjade emiteerimisi, kes vajavad teistlaadset rahastamist. Hübriidvõlakirjade peamine eelis teiste kapitali kaasamise allikate ees on nende paindlikkus ning võimalus lahendada üheaegselt mitu ettevõtte finantsjuhtimisega seotud probleemi, mida Eesti ettevõtted võivad tulevikus senisest rohkem ära kasutada.

Kokkuvõte

Magistritöö eesmärgiks oli selgitada hübriidvõlakirjade võimalusi ja riske emitentide vaatest ning nende kasutamist mõjutavaid tegureid Eesti finantsmaastikul. Ettevõtte kapitalistruktuuri kujundamine on üks olulisemaid strateegilisi otsuseid, kuna sellel on otsene mõju nii ettevõtte finantsseisundile, laenamisvõimele kui ka pikaajalisele väärtusele. Hübriidvõlakirjad pakuvad selles kontekstis eripärast lahendust, kuna ühendavad endas nii võla- kui ka omakapitali tunnuseid ning võimaldavad seeläbi kujundada kapitalistruktuuri paindlikumalt kui traditsiooniliste kapitali kaasamise vahendite puhul.

Käesoleva töö üks piirang on selle kvalitatiivne iseloom ja väike valim. Kuna käesolevas töös keskenduti hübriidvõlakirjadele üldiselt, siis tulevikus võiks uurida rohkem eraldi spetsiifiliste hübriidvõlakirjade kasutust ning nende mõju ettevõtte finantsnäitajatele. Käesolev töö keskendus eelkõige emitentide vaatele, kuid uurida võiks ka investorite poolset vaadet – näiteks millised tegurid mõjutavad nende valmisolekut sellistesse instrumentidesse investeerida. Lisaks võiks läbi viia võrdleva uuringu Eesti ja teiste väikeriikide kapitaliturgude vahel, et selgitada välja, millised institutsionaalsed tingimused soodustavad hübriidvõlakirjade arengut väikese turumahu juures.

Töö teoreetilises osas selgus, et hübriidvõlakirjad ei moodusta ühtset ja kitsalt piiritletud instrumendikategooriat, vaid hõlmavad erineva ülesehitusega finantsinstrumente, mille ühiseks jooneks on vahepealne positsioon võlakapitali ja omakapitali vahel. Nende hulka kuuluvad näiteks erinevad konverteeritavad võlakirjad, erinevad vahetatavad võlakirjad, kasumijaotuses osalemise õigusega võlakirjad, ostueesõigusega võlakirjad, subordineeritud hübriidvõlakirjad ja teised sarnase riskiprofiiliga instrumendid. Teoreetiline käsitlus näitas, et hübriidvõlakirjade keskseteks tunnusteks on pikk või määramata tähtaeg, subordineeritus, kupongimaksete edasilükkamise võimalus ning omakapitalilaadne funktsioon ettevõtte kapitalistruktuuris. Samuti selgus, et hübriidvõlakirjade kasutamine on viimastel aastatel kasvanud, eriti rahvusvahelistel turgudel ja roheliste rahastusinstrumentide kontekstis. Nende instrumentide aktuaalsust toetavad ka rahvusvahelised emissioonid ja kasvav huvi kestlikkusega seotud kapitali kaasamise vormide vastu, kuid Eestis ei näe eksperdid tulevikus väga suurt hübriidvõlakirjade emiteerimise kasvu.

Teaduskirjandusest nähtus, et hübriidvõlakirjade kasutamise üks keskseid küsimusi on nende regulatiivne, raamatupidamislik ja maksunduslik käsitlus. Varasemad uuringud näitasid, et hübriidinstrumentide klassifitseerimine omakapitaliks või kohustiseks mõjutab otseselt emitendi finantsnäitajaid, krediidireitingut ja investorite hinnanguid. Kui instrumenti käsitletakse omakapitalina, võib see parandada omakapitali osakaalu ja vähendada finantsvõimenduse näitajaid, kuid lõpuks jääb siiski alles instrumendi refinantseerimise või lunastamise vajadus. Samuti ilmnas, et regulatiivne ebakindlus võib piirata hübriidvõlakirjade kasutamist, kuna emitentide jaoks on oluline, et instrumendi õiguslik ja maksunduslik käsitlus oleks selge ja etteennustatav.

Empiirilises osas kasutati kvalitatiivset avastavat uurimisstrateegiat ning andmete kogumiseks viidi läbi poolstruktureeritud eksperdiintervjuud turuosalistega. Valimisse kaasati emitentide kui ka potentsiaalsete emitentide esindajaid, pankade esindajaid ning nõustajad, kes on otseselt või kaudselt hübriidvõlakirjadega kokku puutunud eri moel. Intervjuude analüüsimiseks kasutati kvalitatiivset sisuanalüüsi, mille käigus koondati vastustes ilmnenu korduvad teemad kategooriateks. Empiirilise analüüsi tulemusena selgus, et Eesti turupraktikas nähakse hübriidvõlakirju eelkõige paindliku, kuid samas keeruka ja kuluka kapitali kaasamise instrumendina. Intervjueeritavad rõhutasid, et hübriidvõlakirjade kasutamine ei ole universaalselt sobiv lahendus, vaid sõltub ettevõtte arengufaasist, kapitalistruktuurist, rahavoogude prognoositavusest ning sobiva investorkogukonna olemasolust.

Empiiriline analüüs koos töö teoreetilise poolega kinnitas, et hübriidvõlakirjade suurim eelis emitendi jaoks on paindlikkus. Intervjuudest ilmnese, et selliseid instrumente nähakse sobiva lahendusena olukordades, kus ettevõtte soovib kaasata kapitali senist omandi- ja kontrollstruktuuri muutmata või vältida olukorda, kus tuleks kohe kasutada puhas omakapitali või tavapärasest seniorvõlga. Samuti rõhutati, et hübriidvõlakirjad võivad tugevdada kapitalstruktuuri ning toetada krediitdireitingut, kui neid käsitletakse vähemalt osaliselt omakapitalilaadse komponendina. Teisalt tõid kõik intervjuueeritavad selgelt välja ka hübriidvõlakirjade peamised puudused. Nendeks on eelkõige subordineeritud hübriidvõlakirjade puhul kõrgem hind võrreldes tavapärase võlakapitaliga, instrumentide keerukus, võimalikud regulatiivsed riskid, piiratud investorkogukond ning vajadus suurema selgitus- ja ettevalmistustöö järele. Samuti ilmnese, et kuigi hübriidvõlakirjad võivad parandada teatud finantsnäitajaid, ei kõrvalda need tegelikku finantskoormust ega refinantseerimisvajadust.

Empiirilise osa põhjal selgus ka, et hübriidvõlakirjade sobivus sõltub olulisel määral ettevõtte olemasolevast kapitalistruktuurist. Kui ettevõttel on juba märkimisväärne võlakoormus, võib hübriidvõlakirja lisamine osutada väheefektiivseks, sest kaasatav maht on piiratud ning instrumendi hind püsib kõrge. Samuti näitasid intervjuud, et turupraktikas eeldatakse sageli hübriidvõlakirja tagasikutsumist esimesel lunastustähtajal, isegi kui instrument on vormiliselt tähtajatatu. See tähendab, et emitent peab sellise instrumendi kasutamist kavandades arvestama mitte ainult kapitali kaasamise hetkega, vaid ka selle tulevase refinantseerimise või lunastamise loogikaga. Kupongimaksete edasilükkamise võimalust peeti küll emitendi jaoks teoreetiliselt oluliseks paindlikkuse allikaks, kuid praktikas käsitleti seda pigem viimase abinõuna, mille kasutamine annaks turule negatiivse signaali.

Eesti turul ei ole hübriidvõlakirjad veel kujunenud tavapäraseks kapitali kaasamise instrumendiks, vaid tegemist on pigem nišilahendusega. Nende kasutamine on realistlik eelkõige suurematele või spetsiifiliste rahastusvajadustega emitentidele, kes vajavad vahepealset kapitalikihti ning kellel on olemas nii sobiv investorkogukond kui ka piisav võimekus hallata instrumendi keerukust. Samal ajal kinnitasid intervjuud, et huvi hübriidvõlakirjade vastu on Eestis kasvamas, eriti olukorras, kus ettevõtted otsivad paindlikumaid viise kapitali kaasamiseks ning kus traditsioonilised rahastusvormid ei pruugi kõiki vajadusi katta.

Magistritöö peamise järeldusena saab välja tuua, et hübriidvõlakirjad võivad emitendi jaoks olla väärtuslik kapitali kaasamise allikas, kuid üksnes siis, kui nende kasutamine on

strateegiliselt põhjendatud ja hästi läbi mõeldud. Tegemist ei ole lihtsa alternatiiviga tavavõlale või omakapitalile, vaid instrumendiga, mille kasutamine eeldab professionaalset finantsjuhtimist, sobivat investoribaasi, selget arusaama kapitalistruktuuri eesmärkidest ning piisavat ettevalmistust potentsiaalsete regulatiivsete, maksunduslike ja aruandluslike küsimuste lahendamiseks. Hübriidvõlakirjade roll Eesti turul võib tulevikus suureneda, kuid tõenäoliselt jäävad need ka edaspidi eelkõige strateegiliseks erilahenduseks, mitte laiapõhjaliseks kapitali kaasamise instrumendiks.

Viidatud allikate loetelu

1. Acikgoz, T., Gokten, S. ja Soylu, A. B. (2024). Multifractal Detrended Cross-Correlations between Green Bonds and Commodity Markets: An Exploration of the Complex Connections between Green Finance and Commodities from the Econophysics Perspective. *Fractal & Fractional*, 8(2), 117. <https://doi-org.ezproxy.utlib.ut.ee/10.3390/fractalfract8020117>
2. Basu, A. K. ja Dulleck, U. (2020). Why do (some) consumers purchase complex financial products? An experimental study on investment in hybrid securities. *Economic Analysis and Policy*, 67, 203–220. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2020.07.005>
3. BNP Paribas Wealth Management. (2021, 16. november). *7 Questions To Understand Corporate Hybrid Bonds*. Kasutatud 17.10.2025, <https://wealthmanagement.bnpparibas/en/insights/news/7-questions-to-understand-corporate-hybrid-bonds.html>
4. Bornemann, T. ja Novotny-Farkas, Z. (2024). Does the Accounting Classification of Hybrid Financial Instruments as Debt or Equity Matter? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4821642>
5. Brennan, M. J. ja Schwartz, E. S. (1980). Analyzing Convertible Bonds. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 907. <https://doi.org/10.2307/2330567>
6. Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1988). THE CASE FOR CONVERTIBLES*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(2), 55–64. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1988.tb00166.x>
7. Brigo, D., Garcia, J. ja Pedraza, N. (2013). *CoCo Bonds Valuation with Equity- and Credit-Calibrated First Passage Structural Models* (Version 1). arXiv. <https://doi.org/10.48550/ARXIV.1302.6629>
8. Brown, D., & Josephs, D. (2024, 23. veebruar). EY Equity Capital Markets: Convertible Market Update – January 2024. *Ernst and Young*. Kasutatud 19.10.2024, https://www.ey.com/en_us/insights/strategy-transactions/ey-convertible-market-update-january-2024
9. Brune, J., (2025, 8. detsember) Corporate Hybrid Bonds: a strategic tool in constant evolution. *Societe Generale*. Kasutatud 23.02.2026,

- <https://wholesale.banking.societegenerale.com/en/news-insights/all-news-insights/news-details/news/corporate-hybrid-bonds-a-strategic-tool-in-constant-evolution/>
10. Chisholm, A. (2010). *Derivatives demystified: A step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options* (2nd ed). Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781119206675>
 11. Choudhry, M. (2001). *The bond and money markets: Strategy, trading, analysis*. Butterworth-Heinemann.
 12. Clifford Chance. (2025, 15. mai) *Clifford Chance has successfully advised Volkswagen Group on its recent dual-tranche high-volume green Hybrid bond issuance*. Kasutatud 17.10.2025, <https://www.cliffordchance.com/news/news/2025/05/clifford-chance-has-successfully-advised-volkswagen-group-on-recent-dual-tranche-high-volume-green-hybrid-bond-issuance.html>
 13. Credit Suisse. (2021, aprill). *The case for convertible bonds*. Salvestatud <https://am.credit-suisse.com/content/dam/csam/docs/download/br-convertible-bonds-eng.pdf>
 14. De Spiegeleer, J., Schoutens, W. ja Van Hulle, C. M.). (2014). *The handbook of hybrid securities: Convertible bonds, coco bonds, and bail-in*. John Wiley & Sons.
 15. Del Viva, L. ja El Hefnawy, M. (2020). Financing decisions: The case of convertible bonds. *International Review of Financial Analysis*, 67, 101393. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101393>
 16. Donastorg, A., Renukappa, S. ja Suresh, S. (2017). Financing renewable energy projects in developing countries: A critical review. IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, 83, 012012. <https://doi.org/10.1088/1755-1315/83/1/012012>
 17. Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J. ja Veld, C. (2014). What we do and do not know about convertible bond financing. *Journal of Corporate Finance*, 24, 3–20. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.009>
 18. Eesti Energiale pakuti Londonis 1,6 miljardit eurot. (2024). *Äripäev*, 9. juuni. Kasutatud 16.10.2025, <https://www.aripaev.ee/uudised/2024/07/09/eesti-energiale-pakuti-londonis-16-miljardit-eurot>
 19. Euroopa Kontrollikoda. (2019). Euroopa Strateegiliste Investeeringute Fond: täieliku edu tagamiseks on vaja meetmeid. *Eriaruanne*.
 20. European Investment Bank. (2025). *Areas of eligibility*. Kasutatud 16.10.2025, <https://www.eib.org/en/products/equity/investment-funds/index>

21. Fajardo, J., Mendes, L. ja Leite, R. (2021). Hybrid Bonds as a strategy of sequential finance in the banking sector. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3933950>
22. Flores, E. ja Fasan, M. (2024). Financial instruments with characteristics of equity: Outcomes and value relevance. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2024-0044>
23. Ghaemi Asl, M., Ben Jabeur, S., Goodell, J. W. ja Omri, A. (2024). Mitigating digital market risk with conventional, green, and Islamic bonds: Fresh insights from new hybrid deep learning models. *Finance Research Letters*, 68, 105962. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105962>
24. Gumussoy, J. [J.P. Morgan]. (2023, 16. oktoober). *Setting New Standards for Corporate Hybrid Bonds* [Video]. Youtube. Vaadatud 09.02.2026, https://www.youtube.com/watch?v=q6bhK_8LDuM&t=36s
25. Huerga, A. ja Rodríguez-Monroy, C. (2019). Mandatory Convertible Bonds and the Agency Problem. *Sustainability*, 11(15), 4074. <https://doi.org/10.3390/su11154074>
26. Intervjuu A. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 23.03.2026.
27. Intervjuu B. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 24.03.2026.
28. Intervjuu C. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 26.03.2026.
29. Intervjuu D. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 26.03.2026.
30. Intervjuu E. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 07.04.2026.
31. Intervjuu F. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 09.04.2026.
32. Intervjuu G. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 17.04.2026.
33. Intervjuu H. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 22.04.2026.
34. Intervjuu I. (2026). *Autorite intervjuu*. Veebis, 05.05.2026.
35. Ivanis, M. (2023). HYBRID SOURCES OF FINANCE OF CORPORATION. *UNITECH – SELECTED PAPERS*, 227–233. <https://doi.org/10.70456/PRVR8687>
36. Jaworski, P., Liberadzki, K., ja Liberadzki, M. (2018). On Behavior of the Hybrid Securities When Issuer Is in Distress: The Volkswagen AG Case. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3347928>
37. Kim, S.-K. ja Zumbansen, P. (2002). The Risk of Reverse Convertible Bonds: German Capital Market Law and Investor Protection. *German Law Journal*, 3(12), E9. <https://doi.org/10.1017/S2071832200015686>

38. Krebbers, A. ja Stimamiglio, P. (2023, 23. veebruar). Green hybrids – a win-win solution? *National Westminster Bank*. Kasutatud 17.10.2025, <https://www.natwest.com/corporates/insights/sustainability/green-hybrids-a-win-win-solution.html>
39. Krediidiasutuste seadus¹. (01.03.2026) . *Riigi Teataja I*. Kasutatud 17.05.2026, <https://www.riigiteataja.ee/akt/113022026007?leiaKehtiv>
40. Kuckartz, U. ja Rädiker, S. (2023). *Qualitative Content Analysis: Methods, Practice and Software* (2nd ed). SAGE Publications Ltd. <https://doi.org/10.4135/9781036212940>
41. Künnapas, K. (2024, 3. juuni). Paar kasulikku lugu maksudest ja projektide finantseerimisest. *Sorainen*. Kasutatud 16.10.2025, <https://www.sorainen.com/et/valjaanded/paar-kasulikku-lugu-maksudest-ja-projektide-finantseerimisest/>
42. Labbé, A. (2017). DEAL: First corporate green hybrid bond. *International Financial Law Review*, 8.
43. Laherand, M. (2010). *Kvalitatiivne uurimisviis*. (Teine trükk). Tallinn: Sulesepp.
44. Levi, S. ja Segal, B. (2015). The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities. *European Accounting Review*, 24(4), 801–822.
45. Lewis-Beck, M., Bryman, A. ja Futing Liao, T. (2004). Semistructured Interview. In *The SAGE Encyclopedia of Social Science Research Methods*. Sage Publications, Inc. <https://doi.org/10.4135/9781412950589.n909>
46. Livingston, M. (2005). *Bonds and bond derivatives* (2nd ed). Blackwell Pub.
47. Maksu- ja Tolliamet. (2025). Tehingud väätpäberitega 2025. Siduvad eelotsused. Kasutatud 19.10.2025, <https://www.emta.ee/ariklient/maksud-ja-tasumine/tasumine-volad/siduvad-eelotsused/tehingud-vaartpaberitega-2025>
48. Maksu- ja Tolliamet. (2025b). Hübriidsed ebakõlad. Erisused tulumaksuga maksustamisel. Kasutatud 19.10.2025, <https://www.emta.ee/ariklient/maksud-ja-tasumine/tulumaks-ja-sotsiaalmaks/erisused-tulumaksuga-maksustamisel/hubriidsed-ebakolad-atad2>
49. Nasdaq CSD. (2026). Tehingustatistika. Kasutatud 15.02.2026, <https://nasdaqcsd.com/statistics/estonia/et/settlement-statistics>.

50. Paisano, B., Flores, E. ja Salotti, B. M. (2025). Determinants of the issuance of hybrid securities by insurers from the perspective of IAS 32. *Revista Contabilidade & Finanças*, 36(97), e2123. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20242123.en>
51. Picker, R., Clark, K., Dunn, J., Kolitz, D., Livne, G., Loftus, J. ja Van der Tas, L. 2019. Applying IFRS standards. *John Wiley & Sons*.
52. Praakli, K. (2009). Intervjuu keeleandmete kogumise meetodina. *Eesti Rakenduslingvistika Ühingu Aastaraamat*, 5, 209–223. <https://doi.org/10.5128/ERYa5.14>
53. Raamatupidamise Toimkonna juhend nr 3 – Finantsinstrumendid. Vastu võetud Riigikogus 22.12.2017, RT I, 19.02.2025, 7
54. Scope Ratings GmbH. (2023, 12. detsember). *Europe hybrid bond market: issuance to steady after strong but partial rebound to EUR 20bn in 2023*. Kasutatud 11.05.2026, <https://www.scooperatings.com/announcements/research-announcement/EN/176006>
55. Stebbins, R. A. (2008). Exploratory Research. In *The SAGE Encyclopedia of Qualitative Research Methods*. SAGE Publications, Inc. <https://doi.org/10.4135/9781412963909.n166>
56. UBM Development. (2025, 7. mai). *UBM places first green hybrid bond*. Kasutatud 17.10.2025 <https://www.ubm-development.com/press/ubm-places-first-green-hybrid-bond/>
57. UBM Development. (2025, 7. mai). *Home page*. Kasutatud 17.10.2025, <https://www.ubm-development.com/>
58. Valseth, S. (2020). Informed trading in hybrid bond markets. *Global Finance Journal*, 44, 100444. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.07.003>
59. Vega Zavala, M. D. R. ja Santillan Salgado, R. J. (2018). Empirical evidence on the relationship of capital structure and the value of the firm among Mexican public firms. *Contaduría y Administración*, 64(1), 83. <https://doi.org/10.22201/fca.24488410e.2018.1377>
60. Veolia. (2025, 13. mai). *Veolia raises €500 M for its first ever hybrid Green Bond issuance with an outstanding level of oversubscription*. Kasutatud 17.10.2025, <https://www.veolia.com/en/our-media/press-releases/veolia-raises-eu500-m-its-first-ever-hybrid-green-bond-issuance>

61. Volkswagen Financial Services. (2025, 17. juuni). Premiere for Volkswagen Bank: First green bond in the company's history successfully placed on the capital market. *Volkswagen Financial Services Press Release*. Kasutatud 17.10.2025, <https://www.vwfs.com/en/media/press-releases/2025/Green-Bond-Volkswagen-Bank.html>
62. Äriseadustik¹. (01.03.2024). *Riigi Teataja I*. Kasutatud 17.05.2026, <https://www.riigiteataja.ee/akt/106072023131?leiaKehtiv>
63. Õunapuu, L. (2014). *Kvalitatiivne ja kvantitatiivne uurimisviis sotsiaalteadustes*. Tartu: Tartu Ülikool.

LISA A

Küsimused intervjueeritavatele

Üldine taustainfo

1. Palun tutvustage oma rolli ja kogemust.
2. Kui kaua olete antud valdkonnas töötanud?
3. Kas teate, mis on hübriidvõlakirjad ja mil moel olete nendega kokku puutunud? Palun selgitage, mida mõistate hübriidvõlakirjade all.

Hübriidvõlakirjade eelised ja puudused võrreldes muude kapitali kaasamise vahenditega

4. Selgitage, mis on Teie hinnangul hübriidvõlakirjade eelisteks võrreldes muude kapitali kaasamise vahenditega?
5. Selgitage, mis on Teie hinnangul hübriidvõlakirjade puudusteks?
6. Kas Teie ettevõtte on ise hübriidvõlakirju emiteerinud? Mis otstarbel olete kaasatud raha kasutanud? Kui ei, siis kas olete seda kaalunud? Palun põhjendage, miks te ei ole otsustanud hübriidvõlakirjadega raha kaasata.
7. Kas leiate, et võiksite ka uue hübriidvõlakirjade emissiooni teha? Kui jah, siis miks?

Hübriidvõlakirjade mõju ettevõtte finantsseisule

8. Selgitage, kuidas võiksid hübriidvõlakirjad ettevõtte tulemuslikkust või finantsnäitajaid mõjutada võrreldes muude kapitali kaasamise vahenditega.
9. Selgitage, kuidas võiksid hübriidvõlakirjad ettevõtet negatiivselt mõjutada.
10. Kuidas võiksid hübriidvõlakirjad mõjutada ettevõtte krediidireitingut ja suhteid võlausaldajatega?
11. Milline on Teie hinnangul optimaalne hübriidvõlakirja lunastustähtaeg, millal tuleks Teie arvates hübriidvõlakirjad lunastada, kui tegemist on igaveste võlakirjadega?
12. Millistel põhjustel võiks kupongimakseid edasi lükata?
13. Kas hübriidvõlakirjad tuleks tagastada Teie hinnangul esimesel lunastustähtajal? Palun põhjendage.

Hübriidvõlakirjade emiteerimisprotsess

14. Kui keeruline või aeganõudev on hübriidvõlakirjade emiteerimisprotsess võrreldes muude kapitali kaasamise võimalustega?
15. Millised osapooled on vaja kaasata emiteerimise edukaks läbiviimiseks?
16. Kas oskate selgitada, kuidas määratakse hübriidvõlakirjade kupongiintressimäär? Kuidas see erineb tavavõlakirjade väljastamisel määratud kupongimäära?
17. Kui kulukas on hübriidvõlakirjade emiteerimine võrreldes muude kapitali kaasamise võimalustega?
18. Millised on Teie hinnangul regulatiivsed aspektid, mis takistavad või raskendavad hübriidvõlakirjade emiteerimist?
19. Millised siseriiklikud tingimused soodustavad hübriidvõlakirjade väljastamist võrreldes teiste riikidega?
20. Millistel juhtudel ja millistel ettevõtetel tasuks hübriidvõlakirju väljastada?
21. Kas on maksunduslikke aspekte, mis soodustavad või raskendavad hübriidvõlakirjade emiteerimist. Palun selgitage.

Hübriidvõlakirjade populaarsus

22. Kas Teie hinnangul huvi hübriidvõlakirjade vastu on suurem kui tavavõlakirjade vastu? Millised tingimused peavad hübriidvõlakirjal olema, et see tekitaks investorites piisavalt huvi?
23. Kuidas Teie hinnangul mõjutab hübriidvõlakirjade raamatupidamises kajastamine omakapitali vs võlana huvi hübriidvõlakirjade vastu ja ettevõtte finantsnäitajaid?
24. Kas Teie hinnangul võiksid hübriidvõlakirjad enam populaarsust koguda järgnevatel aastatel?
Palun põhjendage.
25. Millised makroökonomilised faktorid võiksid mõjutada huvi hübriidvõlakirjade vastu?

LISA B

Empiirilise analüüsi kategooriate ja koodide tabel

Kategooriad	Koodid
Kategooria 1. Hübriidvõlakirjade olemus ja põhiomadused	Kood 1 võla ja omakapitali vaheline instrument Kood 2 omakapitalilaadne käsitlus raamatupidamises või reitingu vaates Kood 3 subordineeritus võrreldes seeniorvõlaga Kood 4 tähtajatus või väga pikk tähtaeg Kood 5 kupongimaksete edasilükkamise võimalus
Kategooria 2. Hübriidvõlakirjade peamised eelised emitendi jaoks	Kood 1 paindlikkus kapitali kaasamisel Kood 2 finantssuhtarvude parandamine Kood 3 krediidireitingu toetamine või kapitalistruktuuri tugevdamine Kood 4 võimalus kaasata lisakapitali olemasolevaid võlausaldajaid otseselt kahjustamata
Kategooria 3. Hübriidvõlakirjade peamised riskid ja puudused	Kood 1 kõrgem kapitalikulu võrreldes tavavõlaga Kood 2 instrumendi keerukus ja vähene mõistetus Kood 3 piiratud investorite hulk Kood 4 suurem selgitusvajadus Kood 5 administreerimise ja likviidsuse planeerimise keerukus Kood 6 varjatud ülevõimenduse oht
Kategooria 4. Sobivus ettevõtte arengufaasi ja kapitalistruktuuriga	Kood 1 sobiv arenguhüppe rahastamiseks Kood 2 sobiv pigem suuremale või küpsemale emitendile Kood 3 sobivus sõltub olemasolevast kapitalistruktuurist Kood 4 ebapiisav sobivus väikese mahu või suure võlakoormuse korral Kood 5 sobivus sõltub rahavoogude prognoositavusest
Kategooria 5. Mõju finantsnäitajatele, krediidireitingule ja võlausaldajatele	Kood 1 omakapitali osakaalu tugevdamine Kood 2 mõju finantsvõimenduse näitajatele Kood 3 kõrgem intressikulu ja surve kasumlikkusele Kood 4 mõju kovenantidele Kood 5 allutatuse tõttu neutraalne või positiivne mõju seeniorvõlausaldajatele
Kategooria 6. Lunastamine, refinantseerimine ja kupongimaksed	Kood 1 esimese lunastustähtaja olulisus Kood 2 refinantseerimine kui realistlik jätkulahendus Kood 3 kupongimakse edasilükkamine kui viimane abinõu Kood 4 edasilükkamise negatiivne signaal investoritele

Kategooria 7. Regulatiivsed ja turuspetsiifilised piirangud	Kood 1 professionaalsetele investoritele suunatus Kood 2 kohaliku turu vähene küpsus Kood 3 vajadus investorite harimise ja selgitustöö järele Kood 4 maksukäsitluse ja klassifitseerimise tähtsus
Kategooria 8. Eesti turu areng ja väljavaated	Kood 1 huvi hübriidvõlakirjade vastu on kasvamas Kood 2 Baltikumis on kasutus veel piiratud Kood 3 instrument jääb lähiajal pigem nišilahenduseks

Summary

OPPORTUNITIES AND RISKS OF HYBRID BONDS AS A CAPITAL SOURCE FROM THE PERSPECTIVE OF ESTONIAN ISSUERS

Helina Liba & Eliise Urban

The aim of this master's thesis was to examine the opportunities and risks of hybrid bonds from the issuers' perspective, as well as the factors influencing their use in the Estonian financial landscape. The design of a company's capital structure is one of the most important strategic decisions, as it directly affects the company's financial position, borrowing capacity, and long-term value. In this context, hybrid bonds provide a distinctive solution because they combine characteristics of both debt and equity, thereby enabling companies to structure their capital more flexibly than with traditional financing instruments.

One limitation of this thesis is its qualitative nature and small sample size. Since the study focused on hybrid bonds in general, future research could examine the use of specific types of hybrid bonds separately and their impact on companies' financial indicators. This thesis primarily focused on the issuers' perspective, but future studies could also explore the investors' perspectives – for example, the factors influencing their willingness to invest in such instruments. In addition, a comparative study between Estonia and other small capital markets could be conducted to identify which institutional conditions support the development of hybrid bonds in markets with limited scale.

The theoretical part of the thesis demonstrated that hybrid bonds do not constitute a single narrowly defined category of instruments, but rather encompass various financial instruments with different structures, united by their intermediate position between debt and equity capital. These include, for example, different types of convertible bonds, exchangeable bonds, bonds with the right to participate in profits, bonds with warrants, subordinated hybrid bonds, and other instruments with similar risk profiles. The theoretical discussion showed that the key characteristics of hybrid bonds include long or perpetual maturity, subordination, the possibility of deferring coupon payments, and an equity-like function within the company's capital structure. It also became evident that the use of hybrid bonds has increased in recent years, particularly in international markets and in the context of green financing instruments. The growing relevance of these instruments is supported by international issuances and increasing

interest in sustainability-related forms of capital raising; however, experts do not foresee a significant increase in the issuance of hybrid bonds in Estonia in the near future.

The academic literature indicated that one of the central issues related to the use of hybrid bonds concerns their regulatory, accounting, and tax treatment. Previous studies have shown that the classification of hybrid instruments as either equity or liabilities directly affects the issuer's financial indicators, credit rating, and investors' assessments. If an instrument is treated as equity, it may improve the equity ratio and reduce leverage indicators, although the need to refinance or redeem the instrument ultimately remains. It also emerged that regulatory uncertainty may limit the use of hybrid bonds, as issuers consider it important that the legal and tax treatment of the instrument be clear and predictable.

The empirical part of the thesis employed a qualitative exploratory research strategy, and semi-structured expert interviews were conducted with market participants to collect data. The sample included representatives of issuers and potential issuers, bank representatives, and advisers who had direct or indirect experience with hybrid bonds in various ways. Qualitative content analysis was used to analyse the interviews, during which recurring themes in the responses were grouped into categories. The empirical analysis revealed that, in Estonian market practice, hybrid bonds are primarily perceived as a flexible yet complex and costly financing instrument. Interviewees emphasized that hybrid bonds are not a universally suitable solution, but rather depend on the company's stage of development, capital structure, predictability of cash flows, and the existence of a suitable investor base.

The empirical analysis, together with the theoretical framework, confirmed that the greatest advantage of hybrid bonds for issuers is flexibility. The interviews indicated that such instruments are considered suitable in situations where a company wishes to raise capital without altering its existing ownership and control structure or to avoid relying immediately on pure equity or conventional senior debt. It was also emphasized that hybrid bonds may strengthen the capital structure and support the company's credit rating when they are treated, at least partially, as equity-like instruments. On the other hand, all interviewees clearly highlighted the main disadvantages of hybrid bonds. In particular, subordinated hybrid bonds involve higher costs compared to traditional debt capital, instrument complexity, potential regulatory risks, a limited investor community, and the need for more extensive explanation and preparation. Furthermore,

although hybrid bonds may improve certain financial indicators, they do not eliminate the actual financial burden or the need for refinancing.

The empirical findings also showed that the suitability of hybrid bonds depends significantly on the company's existing capital structure. If a company already has a substantial debt burden, adding a hybrid bond may prove inefficient, as the amount of capital that can be raised is limited and the cost of the instrument remains high. The interviews also revealed that market practice often assumes that a hybrid bond will be called at the first redemption date, even if the instrument is formally perpetual. This means that when planning the use of such an instrument, issuers must consider not only the initial capital raising phase but also the future refinancing or redemption strategy. Although the possibility of deferring coupon payments was theoretically regarded as an important source of flexibility for issuers, in practice it was viewed more as a last resort, the use of which would send a negative signal to the market.

In the Estonian market, hybrid bonds have not yet become a conventional capital-raising instrument, but rather remain a niche solution. Their use is realistic primarily for larger issuers or issuers with specific financing needs who require an intermediate capital layer and who possess both a suitable investor base and sufficient capability to manage the complexity of the instrument. At the same time, the interviews confirmed that interest in hybrid bonds in Estonia is growing, especially in circumstances where companies are seeking more flexible ways to raise capital and where traditional financing methods may not satisfy all financing needs.

The main conclusion of the master's thesis is that hybrid bonds can be a valuable capital-raising instrument for issuers, but only when their use is strategically justified and carefully planned. They are not a simple alternative to conventional debt or equity, but rather an instrument whose use requires professional financial management, a suitable investor base, a clear understanding of capital structure objectives, and sufficient preparation to address potential regulatory, tax, and reporting issues. The role of hybrid bonds in the Estonian market may increase in the future, but they are likely to remain primarily a strategic niche solution rather than a broadly used capital-raising instrument.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Meie, Helina Liba ja Eliise Urban,

1. anname Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) meie loodud teose

“Hübriidvõlakirjade kui kapitali allika võimalused ja riskid Eesti emitentide perspektiivist”,

mille juhendaja on Mark Kantšukov,

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada Tartu Ülikooli digitaalarhiivi kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;

2. anname Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 4.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;
3. oleme teadlikud, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autoritele;
4. kinnitame, et lihtlitsentsi andmisega ei riku me teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Helina Liba ja Eliise Urban

19.05.2026