

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Martin Loimet

**VÕLAKIRJAEMISSIOONI KORRALDAMINE AS
GEMHILL NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: teadur Andro Roos

Tartu 2012

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud " "..... 2012. a.

Rahanduse õppetooli juhataja dotsent Priit Sander

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

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

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4
1. VÕÕRKAPITALI KAASAMINE VÕLAKIRJADE EMITEERIMISE TEEL.....	7
1.1. Võlakirjade olemus.....	7
1.2. Võlakirjaemissiooni korraldamise reeglistik.....	16
2. VÕLAKIRJAEMISSIOONI KORRALDAMINE	25
2.1. Ülevaade AS Gemhill tegevusest ning võlakirjaemissioonist.....	25
2.2. Probleemsituatsioonid võlakirjaemissiooni korraldamisel.....	33
2.3. Soovitused probleemsituatsioonide lahendamiseks	39
KOKKUVÕTE.....	48
VIIDATUD ALLIKAD	52
LISAD.....	56
Lisa 1. Eesti võlakirjaturu tehingustatistika perioodil 2007-2011	56
Lisa 2. AS Gemhill emissiooniprospekti sisukord.....	56
SUMMARY	59

SISSEJUHATUS

Ettevõtete jaoks ei ole võõras olukord, kus olemasolevatest ressursidest ei piisa toodetava kauba või pakutava teenuste järele nõudluse täitmiseks. Soodne olukord võimaldaks ettevõtte tegevuse laiendamist, kuid selleks peaks ettevõtte kaasama täiendavat kapitali, milleks on aga mitmeid sisult erinevaid võimalusi. Tavapärasemateks finantseerimismeetoditeks on traditsiooniline laenamine finantseerimis- või krediitiasutustest ning aktsiaemissioon, kuid täiendavaid vahendeid on võimalik kaasata veel võlakirjade emiteerimise teel. Võlakirjaemissiooni korraldamine on levinud pigem suurettevõtete seas, kuid AS-i Gemhill iseseisvalt korraldatud võlakirjaemissioon tõestas, et võlakirjade emiteerimine on sobilik meetod ka väikeettevõtetele, mida on võimalik kulude kokkuhoiu eesmärgil teostada emissioonide korraldamise teenust pakkuvate asutuste abita. Teema aktuaalsust tõstab nimetatud emissiooni toimumine, mille alusel on võimalik selgitada ning esitada praktilisi näiteid ja soovitusi võlakirjaemissiooni korraldamise osas. Eestis ei ole varasemalt eraldi kajastatud väikeettevõtete võlakirjaemissioonide korraldamist, mille tõttu saab teemat pidada aktuaalseks.

Käesoleva töö eesmärgiks on selgitada välja väikeettevõtete iseseisva võlakirjaemissiooni korraldamisega kaasnevad võimalikud probleemsituatsioonid ning esitada soovitusi väljatoodud probleemsituatsioonide ennetamiseks ning lahendamiseks. Probleemsituatsioonide väljaselgitamisel on aluseks võetud nii võlakirjaemissiooni üldine korralduslik pool kui ka eraldi emissiooniprospekti koostamine, sest emissiooniprospekti koostamine on ainukeseks võlakirjaemissiooni korraldamise ametlikuks eelduseks. Töö tulemusi saaksid kasutada peamiselt väikeettevõtete juhid, kes tunnevad huvi võlakirjaemissiooni korraldamise vastu. Edasi oleks tööd võimalik arendada näiteks konkreetse probleemsituatsiooni uurimisega, kuid autori arvates on

vaatlusalune teema Eesti kontekstis väheuuritud ning seega on edasiarenduse võimalusi palju.

Eesmärgini jõudmiseks on püstitatud järgnevad uurimisülesanded:

- 1) võlakirjade ning võlakirjaemissiooni olemuse selgitamine;
- 2) võlakirjaemissiooni reguleerivate õigusaktide, nõuete ning nende kehtivusala väljaselgitamine;
- 3) AS-i Gemhill võlakirjaemissioonist ülevaate tegemine;
- 4) võlakirjaemissiooni korraldamisega kaasnevate võimalike probleem-situatsioonide väljaselgitamine ning soovitude tegemine probleemsituatsioonide ennetamiseks ning lahendamiseks.

Töös püstitatud ülesannete täitmiseks kasutas autor allikatena ingliskeelset erialakirjandust, Eestis kehtivaid õigusakte ja regulatsioone, võlakirjaemissioonide emissiooniprospekte, AS Gemhill dokumente ning autori läbiviidud intervjuusid emissiooniga seotud isikutega. Eesti väikeettevõtete korraldatud võlakirjaemissioonidest ei ole autori andmetel varasemalt erialaseid uurimusi tehtud.

Vaatlusalune bakalaureusetöö koosneb kahest osast, millest esimene osa on teoreetiline ning teine empiiriline. Teoreetilises osas selgitab autor võlakirjade ning võlakirjaemissiooni olemust. Esimeses pooles tehakse ülevaade peamistest võlakirjade liikidest, võlakirjaemissiooni korraldamisega seotud osapooltest ning võlakirjaemissiooni mõjutavatest teguritest. Esimese osa koostamiseks sai autor informatsiooni peamiselt erialakirjandusest. Teoreetilise osa teine pool keskendub võlakirjaemissiooni reguleerivatest õigusaktidest ja nõuetest ülevaate tegemisele ning konkreetsete nõuete mõju väljaselgitamisele võlakirjaemissiooni korraldamisele.

Töö teises, empiirilises osas, keskendub autor töö aluseks oleva ettevõtte korraldatud võlakirjaemissioonist ülevaate tegemisele ning selle alusel üldiste võlakirjaemissiooni korraldamisega kaasnevate võimalike probleemsituatsioonide väljaselgitamisele ning soovitude tegemisele probleemsituatsioonide ennetamiseks ning lahendamiseks. Teine osa on koostatud AS Gemhill võlakirjaemissiooni põhjal, mille korraldamisse oli töö autor kaasatud ning mille kirjeldamiseks sai autor täiendavaid andmeid AS-i Gemhill

juhtkonnalt ning võlakirjaemissiooniga seotud isikutelt. Seega on empiiriline materjal pärit otse algallikast ning usaldusväärne töös kasutamiseks.

1. VÕÖRKAPITALI KAASAMINE VÕLAKIRJADE EMITEERIMISE TEEL

1.1. Võlakirjade olemus

Ettevõtete eesmärgiks on kasumi teenimine ning selle kaudu omanike jõukuse suurendamine. Selleks kasutab ettevõtte olemasolevaid ressursse, milleks näiteks on nii materiaalse põhivara hulka kuuluvad seadmed ja tooraine kui ka immateriaalne põhivara töötajate kvalifikatsiooni ning ettevõtte kaubamärgi näol. Vaatlusalune töö on tehtud AS Gemhill näitel, mille tegevusalaks on naiste alusrõivaste tootmine ja müük kaubamärgi BonBon Lingerie nime all. AS Gemhill on noor tootmisettevõtte, mille toodetele on nii Eesti siseturul kui ka väliseturul suur nõudlus. Nõudluse täielik täitmine ei ole ettevõtte enda ressurssidega võimalik ning seetõttu on juhtkond otsustanud kaasata avalikult finantsturult võõrkapitali. Sõltuvalt kaasatava kapitali liigist ning tingimustest võib ettevõttel tekkida täiendavaid kohustusi või muutuda ettevõtte omanike koosseis. Vaatlusaluses töös näitena toodud AS Gemhill on võõrkapitali kaasamiseks viinud läbi avaliku võlakirjaemissiooni. Järgnevates peatükkides selgitatakse võlakirjade olemust ning tuuakse välja nõuded, mis kehtivad võõrkapitali kaasamisel võlakirjade emiteerimise kaudu.

Ettevõtluse aluseks on kapitali olemasolu, mida hakatakse kasutama teenuste või kaupade pakkumiseks ja tootmiseks. Vastavalt ettevõtte juhtkonna soovidele ning võimalustele kujuneb välja ettevõtte kapitali struktuur. Ettevõtte kapitali struktuur on kombinatsioon kolmest olulisemast finantseerimise võimalusest, milleks on säilitatud kasum, võlakirjade emiteerimine (laenu saamiseks) või aktsiate emiteerimine (Väradi 2011: 304). Vaatlusalune töö on koostatud AS Gemhill võlakirjaemissiooni näitel, kes

valis oma tegevuse finantseerimiseks võõrkapitali kaasamise võlakirjade emiteerimise teel.

Võlakirju saab defineerida järgmiselt: võlakirjad on väärtpaberid, mis kinnitavad, et väärtpaberite emiteerija kohustub võetud keskmise- või pikaajalise laenu väärtpaberite ostjale kindlaksmääratud ajal tagasi maksma ning tasuma väärtpaberi omanikule (ettevõtte kreditorile) kogu laenuperioodi jooksul regulaarselt kindlas suuruses intressi, olenemata ettevõtte majanduslikust olukorrast (Berceanu 2008: 91).

Finantshierarhia teooria (*peking order theory*) peab võõrkapitali kaasamist võlakirjade emiteerimise teel kulukuse aspektist lähtuvalt ratsionaalseks finantseerimismeetodiks. Finantshierarhia oletused põhinevad ettevõtte sisemiste huvigruppide (juhid või aktsionärid) ja väliste huvigruppide vahelisel informatsiooni asümmeerial ning vastavalt sellele teooriale on ettevõtetel tavaks kapitali koguda järgnevalt toodud järjekorras (Sarkar, Zapatero 2003: 834):

- 1) sisemine finantseerimine (jaotamata kasum) (*retained earnings*);
- 2) turvaline võõrkapitali kaasamine (*safe debt*);
- 3) riskantne võõrkapitali kaasamine (*risky debt*);
- 4) omakapital (*equity*).

Töö autori arvates on seega finantshierarhia peamiseks seisukohaks, et eksisteerib teatud finantseerimisallikate järjekord, mis näitab kapitali kaasamise kulukuse kasvu lähtuvalt valitud finantseerimisallikast. Esimeseks finantseerimise allikaks on finantshierarhia teooria alusel ettevõtte eelmiste aastate jaotamata kasum, mida AS Gemhill oma tegevuse laiendamisel ka esmalt kasutab. Loetelus on jaotatud võõrkapital kaheks: turvaline ning riskantne võõrkapital. Kui ettevõtte peab kasutama väliseid finantseerimisallikaid, valitakse esimesena kõige turvalisemad väärtpaberid ehk esimesena kasutatakse laene või võlakirju, seejärel hübriidväärtpabereid nagu näiteks vahetatavad võlakirjad (Myers 1984: 581). Teooria alusel saab eeldada, et turvaliseks võõrkapitaliks on traditsioonilised laenud ja riskantseks võõrkapitaliks võlakirjad ning seega ka AS Gemhill võlakirjade emiteerimine. Autori arvates on võlakirjade emiteerimise korral tegemist siiski traditsioonilisest laenamisest turvalisema meetodiga, sest laenamisel nõutakse emitendilt tagatist, mida probleemide korral võidakse realiseerima hakata. Seega ei ole täielikult nõus võlakirjade liigitamisega riskantse

võõrkapitali alla. Võlakirjadega finantseerimise otsuse põhjendused esitatakse töö punktis 2.1., kuid eelnevalt seletatakse lahti võlakirjade olemus ning erinevus teistest ettevõtte finantseerimisallikatest.

Võlakirjade ostmise korral laenab ostja võlakirjade müüjale raha, kelleks on enamasti suurettevõtte või riiklik asutus. Sellised laenajad kasutavad kapitali suurendamiseks võlakirjade müümist ehk emiteerimist perioodiks, mille pikkus võib varieeruda vaid paarist päevast kuni 30 või 40 aastani. Võlakirjadele iseloomulikuks tunnuseks on juriidiline kokkulepe, mille alusel laenaja tasub võlakirjade ostjale kindla perioodi vältel kupongi vormis intressimakseid ning tagastab põhisumma kindlaksmääratud kuupäeval ehk võlakirjade lunastustähtajal. (Thau 2010: 3)

Võlakirjade emiteerimise korral on seega üldjuhul tegemist laenamisega laialt grupilt isikutelt, kes valivad vastavalt oma soovile summa, mida soovivad laenata. Seda väljendavad laenajad vastava summa väärtuses võlakirjade ostutaotluse esitamisega võlakirjade pakkujale. Pakutavate võlakirjade puhul ei ole üldlevinud tingimusi, mis enamiku võlakirjade puhul üheselt kehtivad. See tähendab, et võlakirjad võivad erineda nii tulukuse, liigi, nimiväärtuse kui ka paljude teiste omaduste poolest. Peamised võlakirjade liigid on munitsipaal-, riiklikud-, ettevõtte-, kinnisvaravõlakirjad ning *pass-through* väärtpaberid, millest kolme esimest emiteeritakse kõige sagedamini (Oglesby 2007a: 5). Võlakirjade puhul võib sageli esineda võlakirjade liigitamist omakorda võlakirjade tingimuste järgi, mis tähendab, et igal eelnevalt esitatud võlakirja liigil võib omakorda olla mitmeid alaliike. Seletamaks peamiste võlakirjade liikide erinevusi, toob autor järgnevalt välja nende võlakirjade definitsioonid (Oglesby 2007b: 43; Hashemian 2001: 57; Developing Government ... 2001: 4; Jeszeck 2011: 65; Kaptan 2002: 36).

1. Munitsipaalvõlakirjad (*municipal bonds*) – munitsipaalvõlakirjad on emiteeritud osariigi, linna, riigi, kohaliku omavalitsuse või muu poliitilise allüksuse poolt, eesmärgil finantseerida infrastruktuuri projekte, milleks on näiteks teede ja haiglate ehitamine. Munitsipaalvõlakirju peetakse turvalisemaks kui ettevõtete võlakirju, kuna tõenäosus, et emitent pankrotti läheb, on väiksem kui eraettevõtete puhul.
2. Ettevõtete võlakirjad (*corporate bonds*) – ettevõtete võlakirjad on emiteeritud ettevõtete poolt eesmärgiga kaasata kapitali. Emiteeritud võlakirjad varieeruvad

sõltuvalt emiteerijast investeerimissoovitusega- ning rämps võlakirjadeks. Üldjuhul on ettevõtete võlakirjad riskantsemad kui riiklikud- ja munitsipaalvõlakirjad, kuid alati tuleb arvestada, kes on konkreetse võlakirja emiteerija ning mis hinnang võlakirjale on antud.

3. Riiklikud võlakirjad (*government bonds*) – riiklikud võlakirjad on enamiku arenenud ning arengumaade riikide *fixed-income* väärtpaberiturgude tugitalaks, mis on aluseks üldise väärtpaberituru tulukõvera kujunemisele. Riiklikud võlakirjad on üldjuhul tagatud riigi usaldusega, mitte füüsilise või finantsilise varaga.
4. Kinnisvaravõlakirjad (*mortgage bonds*) – kinnisvaravõlakirjad on väärtpaberid, mille väärtus ning teenitud tulu tuleneb ning on tagatud kindlaksmääratud hulga kinnisvaralaenudest, mis on müüdud edasi investoritele. Näitena saab tuua olukorra, kus pank annab inimesele kinnisvara ostmiseks laenu ning saab selle eest igakuiseid tagasimakseid. Nimetatud laen koos teiste taolistega müüakse suuremale pangale, kes moodustab laenudest kokku kinnisvaravõlakirjad, mis müüakse edasi investoritele, kes saavad võlakirjade eest tulu igakuiste kinnisvaralaenude tagasimaksete vormis.
5. *Pass-through*-väärtpaberid – laenu esialgne väljastaja kogub laenu eest tasutavad intressid ning põhiosamaksed ning edastab need pärast nimetatud toimingute teenustasude mahaarvamist otse investorile. Sellise lihtsa struktuuri korral omab investor proportsionaalset osa koguvaradest, mille eest talle vastavalt rahavood edastatakse.

Eelnevalt esitati peamiste võlakirjade liigid, mida on riiklikud asutused, omavalitsused, ettevõtted ning muud institutsioonid emiteerinud konkreetse eesmärgi täitmiseks. Kuna vaatlusalune töö on koostatud AS Gemhill võlakirjaemissiooni näitel, mille korral oli tegemist ettevõtete võlakirjade emiteerimisega, võrreldakse järgnevalt olulisemate sisuliste erinevuste väljatoomise eesmärgil ettevõtete võlakirjade olemust munitsipaalvõlakirjade ning riiklike võlakirjade olemusega. Kinnisvaravõlakirjad ning *pass-through*-väärtpaberid jäetakse võrdluse alt välja seetõttu, et töö autori arvates ei ole nimetatud väärtpaberitega kauplemine Eesti finantsturgudel levinud.

Munitsipaalvõlakirjad erinevad ettevõtete võlakirjadest kahe olulise tunnuse poolest, milleks on emiteerija olemus ning ostjale kehtiv maksusüsteem (Butterworth 1989: 37). Võlakirjade emiteerimise olemusest mõlema liigi korral on kirjutatud eespool ning sellel käesolevas lõigus pikemalt ei peatuta. Maksusüsteemist tulenevat erinevust ei ole seni välja toodud ning järgnevalt tuuakse välja maksusüsteemist tuleneva erinevuse olemus munitsipaal- ning ettevõtete võlakirjade võrdluses.

Munitsipaalvõlakirjade ostja eelis võrreldes ettevõtete võlakirjade ostjaga Ameerika Ühendriikide näitel on maksuvabastus nii osariigi kui ka riiklikest maksudest. Maksuvabastuse tõttu on munitsipaalvõlakirjadel madalam intressimäär kui ettevõtete võlakirjadel või Ameerika Ühendriikide riigivõlakirjadel. (*Ibid.*: 37)

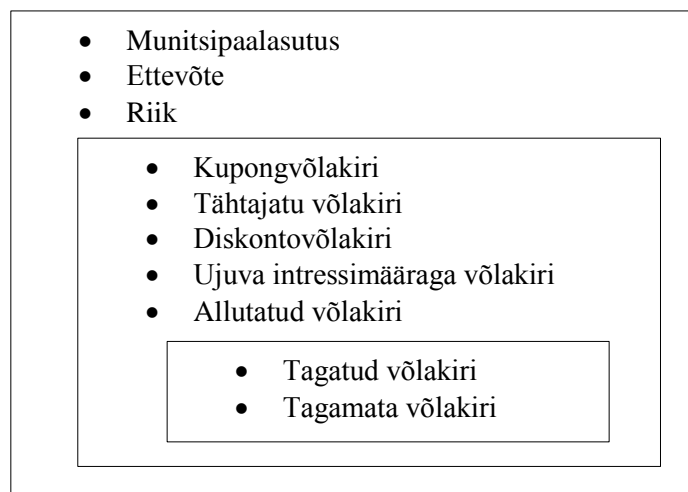
Võrreldes ettevõtete võlakirju riiklike võlakirjadega, on investorite jaoks tähtsaks erinevuseks tagatise olemasolu või selle puudumine. Riiklike võlakirjade definitsioonis on toodud välja, et riiklike võlakirjade puhul on tagatiseks üldjuhul riigi usaldus. Ettevõtete võlakirjade korral eeldavad investorid aga võlakirjade tagamist reaalse varaga, kuna ettevõtte võlakirjade ostmine on sisult laenamine, mida tehakse peamiselt vaid tagatise alusel. Sellest tulenevalt kehtib siin üldine väärtpaperite seaduspärasus, mille kohaselt on suurema riskiga väärtpaperitel kõrgem intressimäär ning seega on ettevõtete võlakirjade intressimäärad üldjuhul kõrgemad kui riiklikel võlakirjadel. Sageli ei ole võlakirjadesse investeerimine riskantne, kuid see võib varieeruda vastavalt konkreetse võlakirja liigile (Oglesby 2007a: 5).

Vaatlusalune töö on koostatud AS Gemhill võlakirjaemissiooni näitel, mille korral oli tegemist ettevõtete võlakirjade emiteerimisega ning seetõttu on töös rõhk ettevõtete võlakirjade olemuse selgitamisel. Sellel põhjusel esitati eelnevalt peamiselt ettevõtete võlakirjadega seotud võrdlusi ning tuuakse järgnevalt välja ettevõtete võlakirjade alaliigid. Levinumad ettevõtete võlakirjade alaliigid on esitatud järgnevas loetelus (Oglesby 2007a: 5-6; Oglesby 2007c: 80; Masson 2009: 358):

- suur osa pikaajalisi võlakirju on kupongvõlakirjad, mille eest makstakse investorile regulaarselt intressi (tavaliselt kord poole aasta jooksul);
- tähtajatud võlakirjad, mille eest tasutakse investoritele regulaarselt intressi, kuid millel puudub lunastustähtaeg;

- diskontovõlakirjad, mille korral on intressi saamise asemel võimalik võlakirjad lunastustähtajal kallima hinnaga tagasi müüa, kui investor võlakirjade eest tasus;
- ujuva intressimääraga võlakirjad ehk intressimäära korrigeeritakse vastavalt turu intressimääradele;
- allutatud võlakirjad.

Töös esitati eelnevalt väide, et kuigi üldiselt on võlakirjadesse investeerimine madala riskiga, sõltub konkreetne riskitase võlakirja liigist (vt. joonis 1). Võlakirjade liikide erinevused tulenevad enamasti intresside maksmise korrast, lunastustähtajast ning võlakirjade tagamisest. Töö autori arvates mõjutab tagatise olemasolu või puudumine omakorda võlakirja intressimäära, sest riskantsemate ehk tagamata võlakirjade atraktiivsemaks muutmiseks investorite jaoks on nimetatud võlakirjade intressimäärad kõrgemad kui kõrge väärtusega tagatistega tagatud võlakirjadel. Nimetatud arvamust saab edasi arendada D. W. Oglesby väitega (2007a: 5), mille kohaselt on kõrge intressimääraga võlakirjadel madal hind ning madala intressimääraga võlakirjadel kõrge hind. Võlakirjade emiteerija võib nimetatud väiteid võlakirjade tingimuste määramisel aluseks võtta, kuid töö autori arvates ei ole see vajalik, kuna võlakirjade atraktiivsus kujuneb välja kõikide võlakirjade tingimuste koosmõjul. Võlakirjade atraktiivsust investorite seisukohalt saab täpselt hinnata alles pärast võlakirjade avalikku pakkumist, kui on selge investorite poolt ostetud võlakirjade kogus.



Joonis 1. Võlakirjade liigid emitentide lõikes (Oglesby 2007a: 5-6; Oglesby 2007c: 80; Masson 2009: 358); autori koostatud

Tavaliselt emiteeritakse ning müüakse võlakirju emissiooni korraldajate (*underwriter*)¹ kaudu, lihtsustamaks emiteerimis-, korraldamis- ja vahendusprotsesse. Tüüpiline võlakirjaemissiooni korraldajate sündikaat võib koosneda võlakirjade emiteerijast, pea- ja kaasjuhtidest, võlakirjade tagajatest, võlakirjade turustajatest ning investoritest. Võlakirjade emiteeriija on laenaja, kes soovib kaasata täiendavat kapitali. Peajuht on vastutav emissiooni korraldamise ja administratsiooni eest ning kaasjuhid käituvad kui võlakirjade tagajad ning investoritele müüjad, kellel ei ole emissiooni juhtimisest tulenevat vastutust. Võlakirjade tagajad ostavad teatud hulga emiteeritavatest võlakirjadest (tagavad emiteerijale selle koguse võlakirjade müügi) ning pakuvad investoritele lisaks võlakirjadele investeerimisega seotud lisateenuseid. Võlakirjade turustajad aitavad võlakirju investoritele müüa peamiselt suurte või keeruliste tehingute korral. (Ocnean, Sirbulescu 2009: 2-4)

Eelnevas lõigus on kirjeldatud emissiooni läbiviimisega seotud osapooli ning nende ülesandeid, kuid töö autori arvates on Eestis läbiviidud emissioonide korral võtnud üks osapool teiste osapoolte kohustused ning seega on emissiooni läbiviimine vähemate osapoolte ülesanne. Näiteks saab tuua pangad, kes on võtnud nii pea- ja kaasjuhtide kui ka tagajate ülesande. Toodud põhjenduse tõttu saab M. Ocneani ja C. Sirbulescu artiklit emissiooni korraldamise protsessis osalejatest pidada Eesti praktikas mittekehtivaks. Eestis läbiviidavate emissioonide korralduslikku poolt saab maailma mastaabis pidada erandiks, kuna Eestis ei ole võlakirjade emiteerimine autori arvates levinud ning seega ei ole arenenud välja emissiooni korraldamises osalevad kindla funktsiooniga asutused. Suuremates riikides on selline praktika toimiv ning seega vastab eelmises lõigus kirjeldatu tavapärasele emissiooni korraldamise ülesehitusele.

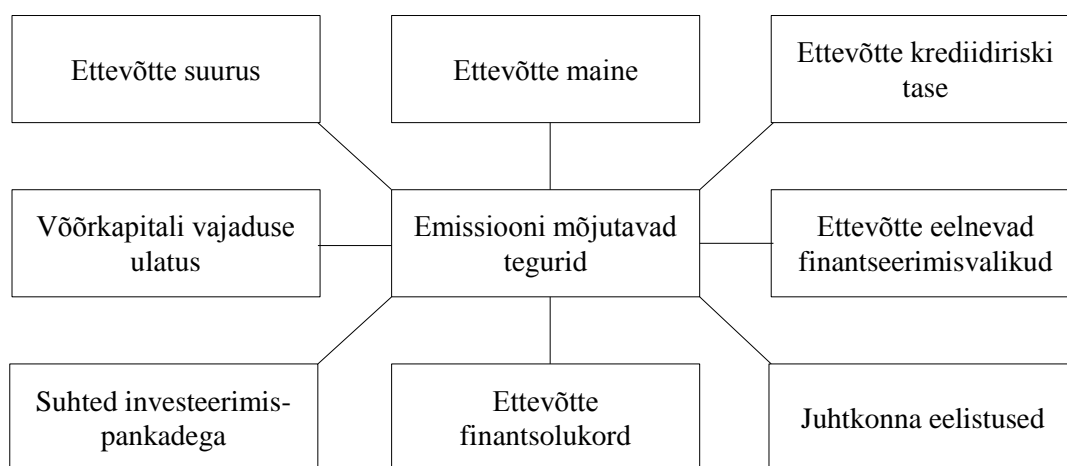
Seniselt on töös toodud välja võlakirjade peamised liigid ja omadused ning ülevaade emissiooni korraldamise protsessist, kuid ei ole selgitud esmakordse võlakirjade emissiooni korraldamise eeldusi ning tagajärgi.

Esmakordse võlakirjaemissiooni korraldamisel on määravateks teguriteks ettevõtte suurus, võõrkapitali vajaduse ulatus, ettevõtte krediidiriski tase, ettevõtte eelnevad finantseerimisvalikud ning suhted investeerimispankadega. Ettevõtted ajastavad

¹ Mõiste *underwriter* tähendus varieerub allikas vastavalt kontekstile, tähendades kogu emissiooni korraldamise protsessi või osapoolt, kes tagab emiteeritavaid võlakirju.

võlakirjaturule sisenemist selliselt, et võlakirjade pakkumine ei langeks majanduslanguse perioodi. Võlakirjaturule sisenemisel peavad ettevõtted arvestama, et emissiooni tagajärjel ei muutu vaid ettevõtte finantseerimisallikad, vaid lisaks suureneb investorite, võlakirjade analüütikute ning krediidireitingu agentuuride huvi ettevõttesse. (Hale, Santos 2008: 1939)

Võlakirjaemissiooni korraldamine nõuab seega ettevõtte-poolset põhjalikku analüüsi nii ettevõtte finantsolukorrast kui ka mainest lähtuvalt. Autori arvates võimaldab majandusliku olukorra analüüsimine selgitada välja, kui kulukaks emissiooni korraldamine kujuneb ning kas tulevikus suudetakse võetavaid kohustusi täita. Ettevõtte mainet on aga vajalik hinnata, arvestamaks võlakirjade esmase pakkumise tulemusi ning võlakirjade järelturu aktiivsust. Järgnevalt on esitatud joonis, mis annab ülevaate töös kajastatud emissiooni mõjutavatest teguritest.



Joonis 2. Võlakirjamissiooni mõjutavad tegurid (autori koostatud)

Võlakirjade avalikku pakkumist on võimalik läbi viia nii kohalikel finantsturgudel kui ka rahvusvahelistel finantsturgudel, mis on ka võlakirjade järelturgudeks. Finantsturu valimise, kus avalikku pakkumist läbi viia, otsustab võlakirjade pakkuja, kuid on teatud üldlevinud põhjendused, millal eelistatakse kodumaist või rahvusvahelist finantsturgu. Kodumaised turge eelistatakse rahvusvaheliste turgude ees olukorras, kus kodumaisel finantsturul on intressimäärad kõrged või kohaliku valuuta kurss madal (Tawatnuntachai, Yaman 2008: 10). Sellises olukorras on ettevõttel finantseerimisasutustest kallis laenata ning seega eelistatakse emitteerida võlakirju, mille

intressimäär on madalam kui pangalaenuudel. Seega saab üldistades öelda, et finantsturu valimise otsust, kus avalikku pakkumist läbi viia, mõjutab kaasatava kapitali suurus, ettevõtte maine välismaal ning kodumaise majanduse olukord (*Ibid.*: 10). Autor põhjendab nimetatud tegurite mõju finantsturgude valimisele järgmiselt:

- suuremahulise emissiooni korral on vajalik suure hulga investorite olemasolu, mida koduturgudel ei pruugi olla ning seega toimub emissioon rahvusvahelistel turgudel;
- ettevõtte ülemaailmne positiivne kuvand võimaldab usaldatavuse tõttu kaasata suuri investoreid ning seega on emissiooni täitumine tõenäolisem;
- kohalike finantsturgude kõrged intressimäärad ehk kallid teenuste hinnad on ajendiks emissiooni korraldamisele kodumaisel finantsturul, kuna emissiooni korraldamise kulud on madalad ning investoritele on võimalik pakkuda konkurentsivõimelist võlakirjade tootlust.

Võttes aluseks esitatud tegureid ning emissiooni korraldamise üldist eesmärki, kapitali kaasamist, saab väita, et ettevõtte valib võlakirjade esmaseks pakkumiseks selle finantsturu, mis võimaldab hoida emissiooni korraldamise kulud võimalikult madalal ning kaasata kiiresti kapitali. Emissiooni korraldamisega kaasnevate kuludena on käesolevas töös käsitletud peamiselt intressikulu, kuid emissiooniga on seotud veel mitmed kuluartiklid, mis on toodud töö teises pooles. Kulude vähendamise seoses on töö autor toonud välja seose kulude ning kliendirahulolu vahel ehk autori arvates on turundustegevusel mõju ettevõtte finantseerimisvõimalustele ning seega ka laenatava kapitali hinnale.

Kõrgem kliendirahulolu tase paistab olevat tugevas seoses ettevõtte kõrgema krediitireitinguga ehk kreditorid on suurema tõenäosusega valmis ostma selliste ettevõtete võlakirju. Seega peaksid akadeemikud, ettevõtete juhid ning investorid mõistma laiemalt, kuidas kliendirahulolu ning turundustegevus mõjutab finantsturge ning ettevõtte tegevust üldiselt. (Anderson, Mansi 2009: 10-11)

Autori arvates annab kliendirahulolu kõrge tase investoritele märku ettevõtte kohusetundlikust tegevusest, kuid samas ei saa üldistada kogu turundustegevuse olulisust emissiooniprotsessis. Põhjenduseks on autori väide, et turundustegevusega ei

ole võimalik suurendada ettevõtte usaldatavust, kui emiteeritavate võlakirjade tingimused on investorite õigusi piiravad ning emissiooniprospetsis esitatud ettevõtte finantsandmed tõlgendavat ettevõtet kui mittetulusat investeerimisobjekti.

Võlakirjade emiteerija kohta on investoritel informatsiooni võimalik saada emissiooniprospetsist, mis sisaldab teavet emiteerija finantsandmete, tootmise, prognoosi ning muu kohta (vt. lisa 2). Garanteerimaks andmete õigsust ning kõikide oluliste andmete esitamist, on erinevate õigusaktidega kehtestatud nõuded, mida prospekti koostamisel peab järgima. Õigusaktidega on reguleeritud ka emissiooni korralduslik pool, vältimaks investorite ebavõrdset kohtlemist. Seega peab ettevõtja arvestama mitmete nõuetega, mis reguleerivad võlakirjade emissiooni.

1.2. Võlakirjaemissiooni korraldamise reeglistik

Võõrkapitali kaasamise meetodi valimise järel, olgu see tingitud kapitali struktuuri teooriate seisukohtadest või mitte, tuleb ettevõtte juhtidel seejärel teha vastavad õiguslikud toimingud ning olenevalt valitud meetodist võibki kogu protsess läbi olla, misjärel ettevõttel on võimalik kapitali kasutama hakata. Käesolev töö on tehtud ettevõtte näitel, mis valis võõrkapitali kaasamise meetodiks võlakirjade emiteerimise.

Väärtpaberituru seadus defineerib väärtpaberite emissiooni kui emitendi ühekordse otsuse alusel emiteeritud samaliigiliste väärtpaberite kogum (Väärtpaberituru seadus §13). Võlakirjade emiteerimise korral saab ettevõtte väljastatud ning vastavalt investorite poolt märgitud võlakirjade väärtuses laenu, mille tingimused on kirja pandud võlakirjade emissiooniprospetsis. Võlakirjade emiteerimiseks on ettevõttel vajalik eelnevalt koostada ning seejärel Finantsinspektsioonis registreerida võlakirjade emissiooniprospets, mis sisaldab informatsiooni ettevõtte ning emissioonitingimuste kohta. Pärast emissiooniprospetsi registreerimist on ettevõttel võimalik läbi viia võlakirjade avalik pakkumine, mille ajal saavad investorid võlakirju soetada. Emissiooniprospetsi registreerimine eeldab aga prospekti koostamist vastavalt kehtivatele nõuetele.

Väärtpaberite emiteerimisel, olgu selleks võlakirjade või aktsiate, tuleb ettevõttel arvestada mitmete õigusaktidega, mis reguleerivad nii üldist emissioonikorda kui ka emissiooniprospetsis esitavat informatsiooni. Peamised õigusaktid, mille alusel toimub väärtpaberite emiteerimine, on Äriseadustik, Võlaõigusseadus, Euroopa Komisjoni direktiiv 2003/71/EC, rahandusministri 09.01.2006 määrus number 4 „Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile“ ja Väärtpaberituru seadus. Kuna Väärtpaberituru seadus, Euroopa Komisjoni direktiiv ja rahandusministri määrus reguleerivad pigem emissiooniprospetsi sisu, on Finantsinspeksioon avaldanud eraldi nõuded emissiooniprospetsi registreerimise ning avaldamise kohta. Spetsiaalsed nõuded on kehtestatud info avalikustamise kohta prospektis, prospekti registreerimise ja teavitamise kohta, käitumisreeglite kohta väärtpaberite avaliku pakkumise läbiviimisel ja jaotamisel ning lisaks on juhendeid, mis seonduvad väärtpaberite avaliku pakkumisega, kuid ei ole selleks spetsiaalselt loodud (Finantsinspeksiooni juhendid 2012). Prospekti nõuetelevastavuse kontrollimisega tegeleb Finantsinspeksioon.

Eelmises lõigus on toodud välja õigusaktid, mille alusel toimub väärtpaberite emiteerimine. Nimetatud õigusaktidest Äriseadustik ja Võlaõigusseadus reguleerivad emissiooni kaudselt, sest nendes õigusaktides ei ole kirjas otseselt väärtpaberite emissiooni puudutavaid sätteid. Äriseadustik on seadus, mis koondab enda alla erinevate äriühingute olemust selgitavaid ning tegevust reguleerivaid sätteid. Võlaõigusseadus sisaldab sätteid, mis reguleerivad nii eraisikuid kui ka juriidilisi isikuid puudutavaid võlasuhteid. Võlasuhe on õigussuhe, millest tuleneb ühe isiku (kohustatud isik ehk võlgnik) kohustus teha teise isiku (õigustatud isik ehk võlausaldaja) kasuks teatud tegu või jätta see tegemata (täita kohustus) ning võlausaldaja õigus nõuda võlgnikult kohustuse täitmist (Võlaõigusseadus §2). Võlakirjade emiteerimine on oma olemuselt laenamine ning seetõttu rakendub antud olukorras Võlaõigusseadus. Käesolevas lõigus kirjeldatud seadused annavad ettevõttele juhiseid üldiseks tegevuseks, kuid emissiooni läbiviimiseks on olemas regulatsioonid, kus on kirjeldatud täpselt emissiooniga seotud toiminguid ning nende läbiviimist.

Võlakirjade emissiooniprospetsi on võimalik koostada kahe erineva regulatsiooni alusel, vastavalt, kes on emiteerijaks ning mis tingimustel emissioon toimub.

Finantsinspektsiooni poolt Eestis registreeritavad emissiooniprospetsid jagunevad kaheks: prospektidirektiivi ning rahandusministri määruse alusel koostatud prospektid (Registreeritud ... 2012). Ettevõtte jaoks on suur erinevus, millise regulatsiooni alusel hakatakse võlakirjaemissiooni korraldama. Määruse alusel võlakirjaemissiooni korraldamist saab pidada ettevõtte jaoks lihtsamaks kui direktiivi alusel korraldamist, sest määruses esitatud nõuded on lihtsamini täidetavad kui direktiivis esitatud. Määruse alusel koostatud emissiooniprospetsid ei ole üldiselt nii mahukad kui direktiivi alusel koostatud emissiooniprospetsid.

Prospetsidirektiivi all peetakse silmas Euroopa Komisjoni poolt 2003. aasta juulis vastuvõetud direktiivi number 2003/71/EC, mis koos prospektimäärusega (809/2004) näeb ette emitentidele lihtsamaid nõudeid oma väärtpaberite pakkumiseks üle Euroopa Liidu. Kui ettevõtte registreerib nende dokumentide alusel avaliku pakkumise ühes liikmesriigis, siis tunnustavad seda registreeritud pakkumisena ka teised liikmesriigid. (Väärtpaberite pakkumine ... 2012)

Ühtse direktiivi all registreeritud pakkumine võimaldab ettevõtjatel kaasata investoreid tervest Euroopa Liidust, ilma et oleks vajalik koostada ning kinnitada täiendavaid dokumente. Direktiivi abil luuakse võimalikult hea juurdepääs investeerimiskapitalile kogu ühenduses, kaasa arvatud väike- ja keskmise suurusega ettevõtjad ja alustavad ettevõtjad, andes emitendile võimaluse kasutada ühtainsat luba (Euroopa Parlamendi ... 2003: 356). Direktiivis on rõhutatud, et väike- ja keskmise suurusega ettevõtete seas, kuid käesoleva töö autori arvates ei suurene lähiajal märgatavalt Eesti ettevõtjate seas avalike pakkumiste korraldamine paralleelselt mitmes riigis. Selle põhjuseks on pakkumise korraldamisega seotud kulud, mis võivad kujuneda kõrgemaks kui kapitali kaasamise korral krediidasutustest. Seetõttu osalevad börsil ning pakuvad välisriikides väärtpabereid peamiselt suurettevõtted. Direktiiviga on aga kõikidele ettevõtetele võrdsete tingimuste alusel antud võimalus korraldada väärtpaberite avalikku pakkumist ning seetõttu on direktiivi olemasolu vajalik. Direktiivi olulisus väljendub selles esitatud teabes, mis võimaldab potentsiaalsetel investoritel teha otsuseid väärtpaberitega tehingute tegemise üle.

Direktiivi kohaselt (Ibid.: 364) peab prospekt sisaldama hõlpsasti analüüsitavas ja arusaadavas vormis teavet, mis on vajalik, et investorid saaksid kõiki asjaolusid teadvalt

hinnata emitendi ja võimaliku tagaja vara ja kohustusi, finantsseisundit, kasumit/kahjumit ja väljavaateid ning kõnealuste väärtpaberitega seotud õigusi. Seega võimaldab direktiiv saada investoritel täpsemat ülevaadet ettevõtte tegevusest ning seega vähendada informatsiooni puudulikkusest tulenevat riski. Eesti-sisese pakkumise korraldamisel ei ole vajalik nimetatud direktiivi kasutamine ning võib piirduda rahandusministri määruses esitatud nõuete täitmisega.

Prospekti koostamise aluseks olevaks määruseks on rahandusministri määrus „Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile“. Rahandusministri 09.01.2006 määrusega number 4 „Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile“ kehtestatakse nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise-, kauplemis- ja noteerimisprospektis esitatavale teabele, kui pakutakse väärtpabereid, mis kuuluvad pakkumisse koguväärtusega vähem kui 2 500 000 eurot väärtpaberite emiteerimise või pakkumise üheaastase ajavahemiku jooksul (Nõuded väärtpaberite ... §1). Sarnaselt Väärtpaberituru seadusele sisaldab rahandusministri määrus punkte erinevatele subjektidele, vastavalt, milliseid väärtpabereid soovitakse emiteerida ning kes on emiteerijaks. Rahandusministri määrus erineb Väärtpaberituru seadusest sellega, et määruses on toodud täpselt välja andmed, mis peavad prospektis sisaldama. Määruses on toodud eraldi välja nõuded aktsiaemitendi prospektile ning võlakirjaemitendi prospektile, kuna aktsia- ning võlakirjaemissioon on olemuselt erinevad.

Kahe erineva määruse ja direktiivi olemasolu tähendab, et ettevõtetal on teatud juhtudel võimalus valida, mille alusel soovitakse prospekt registreerida. Aluseks võetavate nõuete vahe tuleneb peamiselt prospektis nõutavast informatsiooni mahust, mis omakorda määrab emissioonile kehtivad piirangud. Prospektidirektiivi alusel tehtud prospektid sisaldavad rohkem informatsiooni emitendi ning emissiooni kohta ning selle alusel tehtud prospekte on võimalik kasutada väärtpaberite noteerimiseks väärtpaberibörsil ning välisriikides. Rahandusministri määruse alusel koostavad ettevõtted väärtpaberite prospekte väärtpaberite avalikuks pakkumiseks, kuid sellistel juhtudel võivad sageli emissioonimahud jääda madalamaks kui prospektidirektiivi alusel korraldatud emissiooni puhul. Samuti piirduvad ettevõtted väärtpaberite müümisega lühiajaliselt ning väljaspool väärtpaberibörsi. Rahandusministri määruse

alusel prospekti koostamist võib pidada ettevõtte jaoks, kes seda iseseisvalt teeb, lihtsamaks, kui prospektidirektiivi alusel koostamist – põhjuseks on eelnevalt nimetatud nõutava informatsiooni mahu ja selle täpsuse vahe. Ettevõtte jaoks, kes soovib emissiooni korraldada väikses mahus ning börsiväliselt, on kasulik prospekt koostada veel teistel põhjustel rahandusministri määruse alusel. Kui ettevõtte tellib prospekti koostamise väljapoolt, näiteks pangalt, kujuneb rahandusministri määruse alusel koostatava prospekti hind madalamaks kui prospektidirektiivi alusel, sest prospekti koostamisele kuluv töömaht on väiksem. Seega oleks väikestel ettevõtetel pigem kasulik koostada väärtpaberite emissiooniprospetti rahandusministeeriumi määruse alusel kui prospektidirektiivi alusel.

Emissiooniprospetti koostamisel tuleb lisaks eelnevalt nimetatud määrustele arvesse võtta veel teisi õigusakte, mis koondavad enda alla lisaks emissiooni korraldamise ning informatsiooni avaldamisega seonduvaid sätteid. Sellisteks õigusaktideks on nii üldist ettevõtte tegevust puudutavad seadused kui ka spetsiaalselt väärtpaberitega seonduvad seadused. Võlakirjade emissiooniprospetti koostamist ning selle sisu reguleerib otseselt Väärtpaberituruseadus. Väärtpaberituruseadus reguleerib väärtpaberite avalikku pakkumist ja nende reguleeritud väärtpaberiturul kauplemisele võtmist, investeerimisühingute tegevust, investeerimisteenuste osutamist, reguleeritud väärtpaberiturgude ja väärtpaberiarveldussüsteemide toimimist ning järelevalve teostamist väärtpaberituruseaduse osaliste üle (Väärtpaberituruseadus §1). Seaduses sisalduvate paljude paragrahvide tõttu on vajalik leida vaid emitenti puudutavad punktid, mille järgi prospekti koostama hakatakse. Kuna emissiooni korraldajateks on sageli investeerimisühingud, keskendub suur osa seadusest investeerimisühingute tegevuse reguleerimisele. Käesoleva töö aluseks võetud näite korral oli emissiooni korraldajaks aga ettevõtte ise ning seega ei olnud ettevõttel vajalik tutvuda põhjalikult investeerimisühingute osaga. Tutvumine võimaldaks aga suurendada täiendavalt prospekti arusaadavust ning muuta seda põhjalikumaks.

Seadused, määrused ning juhendid toovad välja punktid, mille alusel emissiooni korraldada ning emissiooniprospetti koostada, kuid korralduslik pool ning prospekti koostamine toimub suuresti emitendi soovide järgi. Emitent peab prospekti koostamisel

arvestama, et liiga üldist ning nõuetele mittevastavat prospekti ei registreerita Finantsinspektsioonis.

Järgnevalt on toodud joonis, mis võtab kokku väärtpaberite emissiooniprospекtis sisalduva informatsiooni.

<u>Finantsinformatsioon</u> <ul style="list-style-type: none"> • Finantsaruanded • Vahearuanded • Kapitalisatsioon • Võlad • Käibekapital 	<u>Äriteave</u> <ul style="list-style-type: none"> • Ärisegmendid • Varad • Olulised lepingud • Töötajad
<u>Muu teave</u> <ul style="list-style-type: none"> • Juhtkond • Aktsionärid • Õiguslik keskkond • Turuülevaade • Dividendid 	<u>Pakkumisega seotud teave</u> <ul style="list-style-type: none"> • Tingimused • Piirangud • <i>Underwriting</i> • Maksustamine

Joonis 3. Emissiooniprospекtis sisalduv informatsioon (Tartu Ülikooli ... 2011)

Käesoleva töö autori arvates ei ole joonisel toodud informatsioon täielik ning võib sõltuvalt prospekti koostajast ning emiteeritavates väärtpaberitest varieeruda. Esitatud joonis ei kehti täielikult võlakirjade emissiooniprospекti koostamise korral, kuna võlakirjadelt ei maksta investoritele dividende, vaid intresse. Seega tuleks joonist võlakirjade emissiooniprospекti kirjeldamiseks mõnevõrra modifitseerida. Töö autori on nõus, et väärtpaberite emissiooniprospекtid sisaldavad joonisel toodud punkte, kuid tegelikkuses sisaldavad emissiooniprospекtid veel teisigi punkte ning samuti jagunevad esitatud punktid omakorda alampunktideks. Joonise osalist pealiskaudsust tõestab ka näide, et jooniselt on jäänud välja informatsiooni müügi kohta ning arengusuunad ja finantsprognosisid. Emissiooniprospекti sisu ning selle ülesehitus sõltub lisaks mitmetele nõuetele prospekti koostajate soovidest ning seega võivad prospektid mõnevõrra üksteised erineda. Seetõttu saab joonisel esitatud andmeid pidada üldises mõistes õigeteks ning prospekti sisu hästi kokkuvõtivateks.

Väärtpaberite emissiooniprospекtis esitavate andmete maht ja täpsus võib ametlikele nõuetele lisaks sõltuda emissioonitüübist. Ettevõtetal on võimalik emiteeritavate võlakirjade pakkumist korraldada avaliku või kinnisena, sõltuvalt kellele või millistele investoritele emissioon suunatud on. Väärtpaberite pakkumine on kinnine, kui väärtpabereid pakutakse järgmistel juhtudel (Väärtpaberituruseadus §12):

- üksnes kutselistele investoritele;
- mitte rohkem kui 99-le ühe ja sama lepinguriigi isikule, kes ei ole kutselised investorid;
- omandamiseks ühe pakkumise kohta iga investori poolt vähemalt 50 000 euro eest;
- nimiväärtusega või arvestusliku väärtusega vähemalt 50 000 eurot;
- väiksema kui 100 000 eurose koguväärtusega väärtpaperite emiteerimise või pakkumise üheaastase ajavahemiku jooksul.

Juhul kui väärtpaperite pakkumine ei vasta ühelegi nimetatud tingimusele, on väärtpaperite pakkumine avalik.

Kinnise pakkumise korral saab emitent investoritele privaatselt jagada uut valikulist informatsiooni, sest see on teatud tingimustel lubatud. Emitendid on nõus seda tegema, kuna nad teavad, et see informatsioon ei jõua nende konkurentideni. Emitendi esindajaga privaatselt kohtudes on investoritel võimalik saada uusi teadmisi nii emitendi kui ka terve emitendi tegevusvaldkonna kohta ning seega on investorid valmis rohkem investeerima. (Tawatnuntachai, Yaman 2008: 25)

Kinnine pakkumine võib olla ettevõtete seas eelistatud juhul kui ettevõtte tegutseb valdkonnas, kus ühe ettevõtte siseinformatsiooni jõudmine teisele ettevõttele võib põhjustada konkurentsieelist. Sellisteks valdkondadeks on sageli arendustegevusega tegelevad ettevõtted, näites infotehnoloogia, tootmise ning meditsiini valdkonnas. Kinnise pakkumise korral on eelduseks potentsiaalsete investorite juba ülesnäidatud huvi investeerimise vastu, sest vastasel juhul võib emissioon ebaõnnestuda. Kinnise pakkumise üheks suurimaks probleemiks saab pidada sõltuvust väiksest hulgast potentsiaalsetest investoritest. Selle probleemi lahenduseks on väärtpaperite avaliku pakkumise korraldamine, mille korral tekib aga taas informatsiooni avalikustamise probleem.

Avaliku pakkumise korral peab emitent pärast prospekti registreerimist selle mõistliku aja jooksul enne pakkumise algust avalikustama, kuid mitte pärast pakkumise algust. Avalikustatud prospekti sisu ning ülesehitus (kaasaarvatud prospekti lisa) peavad alati vastama registreeritud versioonile ehk avalikkuse kaudu ei tohi investoritele edastada

uut kasulikku informatsiooni nii prospekti kui teiste kanalite kaudu. Siiski tuleb uue olulise teabe tekkimisel või esitatud informatsioonis vigade ja ebatäpsuste leidmisel, mis mõjutavad investorite hinnangut võlakirjadesse, avalikustada vastav teave prospekti lisana. (Prospectus ... 2008: 51)

Võrreldes kinnise pakkumisega on avaliku pakkumise korral ettevõtte suurem oht avaldada informatsiooni, mida konkurendid omatähtsaks ära kasutada võivad. Väikestel ettevõtetel on aga keeruline leida ise investoreid ning seetõttu korraldatakse avalik väärtpaberite pakkumine. Avalikku pakkumise läbiviimisega on emitendil võimalik teha endale reklaami ning seetõttu on väärtpaberitega kauplemine aktiivsem võrreldes kinnise pakkumise korraldamise järel valitseva olukorraga. Võttes arvesse võlakirjade pakkumise aega, jaotatakse võlakirjade turg kaheks.

Võlakirjade ostmist vahetult pärast pakkumise algust emitendilt või juba emitendilt võlakirju soetanud investorilt, kes plaanib võlakirju uuesti müüa, nimetatakse esmaselt turult ostmiseks. Võlakirju võidakse hoida lunastustähtaja saabumiseni või müüa igal ajal pakkumise algusest lunastustähtajani. Võlakirjade hilisemat müümist nimetatakse müümiseks teisesel turul. Võlakirjade müümise aktiivsus teisesel turul on väga erinev – mõndadel võlakirjadel on aktiivne järelturg, kuid paljude investorite poolt juba ostetud võlakirjade järelturg on muutunud passiivseks. (Thau 2010: 5-6)

Võlakirjade ostmise ja müümise aktiivsus esmasel turul on ettevõtte seisukohalt tähtis, sest see peegeldab tegelikku investorite huvi võlakirjadesse. Kui ettevõtte emiteeritavad võlakirjad on atraktiivsed, võib eeldada suure osa emiteeritavate võlakirjade märkimist investorite poolt ning aktiivset võlakirjadega kauplemist pärast pakkumise lõppu. Emitendi jaoks on oluline, et võlakirjade esmakordse pakkumise perioodi jooksul märgitaks võimalikult suur osa emiteeritavatest võlakirjadest, kuna siis on emitendil võimalik eesmärgi planeeritud mahus ellu viia. Seetõttu ei saa võlakirjadega kauplemist järelturul pidada nii oluliseks kui esmase pakkumise perioodil. Pakkumise tulemuste parandamiseks on emitendil vastavalt tingimustele reklaamida pakkumist või emiteerida võlakirju investorite jaoks soodsatel tingimustel. Kui emissiooniprospекtis on sätestatud, et võlakirju võib võõrandada kolmandatele isikutele, toimub pakkumise lõppemise järel võlakirjadega kauplemine teisesel turul. Kauplemissaktiivsus teisesel turul sõltub võlakirjade atraktiivsusest ning pakutavate võlakirjade arvust.

Suuremahulise emissiooni korral võib olla ettevõtte jaoks kasulik jätkata võlakirjade pakkumist börsil.

Võlakirjade noteerimine börsil võimaldab saada suuremat tähelepanu potentsiaalsete investorite hulgas, kuid börsil noteerimiseks on emitendil vajalik täita teatud eeltingimused, millega kaasneb näiteks regulaarse ning õiglase informatsiooni avaldamine emitendi tegevuse kohta. Seega on börsidel kehtestatud eraldi nõuded nii emitendile kui ka noteerimisprotsessile, mille järgimine on börsil osalemise eelduseks.

Eesti ettevõtetel on võimalik oma väärtpabereid noteerida NASDAQ OMX Tallinn börsil. NASDAQ OMX Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus on juhtivad Eesti väärtpaberituru ettevõtted, millede kaudu toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Eestis (NASDAQ OMX Tallinn ja Eesti ... 2012). Seega on ettevõtetel kaks varianti väärtpaberite avalikuks pakkumiseks – iseseisva reklaami ja müügi korraldamine või väärtpaberite noteerimine börsil. Iseseisva müügi korral tuleb emitendil arvestada vaid töös eespool väljatoodud õigusaktidega, kuid börsil noteerimiseks on nõutav mitmete erinevate lisanõuete täitmine. NASDAQ OMX Tallinna börsi reglemendi alla kuuluvad näiteks „Väärtpaberite noteerimisnõuded“, „Nõuded emitentidele“, „Nõuded börsi liikmetele“, „Börsitehingute realiseerimise ja arveldamise reeglid“ ning „Järelevalve“ (NASDAQ OMX Tallinna börsi reeglistik 2012).

Lisaks sellele, et börsil noteerimisega suurenevad nõuete täitmise kohustused, kaasnevad noteerimisega täiendavad kulutused. Börsil noteerimiseks on vajalik tasuda näiteks registreerimis-, menetlus-, haldus- ja liikmetasu ning eraldi tasu on ka noteerimise lõpetamise korral (NASDAQ OMX Tallinna börsi hinnakiri 2012: 1). Noteerimisega seotud tasudele tuleb juurde veel Finantsinspeksioonile makstav prospekti registreerimistasu ning seega kujuneb väärtpaberitega kauplemine börsil kulukamaks võrreldes iseseisva pakkumisega. Seda võib pidada üheks olulisemaks teguriks, miks väikeettevõtted, kes soovivad kapitali kaasata väärtpaberite avaliku pakkumise teel, võivad otsustada börsil noteerimise asemel korraldada väärtpaberite pakkumist iseseisvalt.

2. VÕLAKIRJAEMISSIOONI KORRALDAMINE

2.1. Ülevaade AS Gemhill tegevusest ning võlakirjaemissioonist

Vaatlusaluses töös on lähtunud põhimõttest, et kapitali struktuur ei mõjuta ettevõtte väärtust. Siiski ei saa nimetatud põhimõtet võrdsustada kapitali struktuuri irrelevantsuse teooriaga, kuna ettevõtted peavad tasuma makse, esineb pankrotioht ning ei kehti ideaalne turuolukord. Kapitali kaasamise ja ettevõtte väärtuse vahelise mõju puudumine on antud juhul oluline seetõttu, et ettevõtte juhid otsustasid kaasata võõrkapitali võlakirjade emiteerimise kaudu ning aktsiate emiteerimine, mis võib ettevõtte väärtust rohkem mõjutada, jäi valikust välja.

Tavapäraselt on võlakirjade emiteerimine võõrkapitali kaasamiseks levinum suurettevõtete seas, kuna emiteerimiseks vajaliku emissiooniprospekti koostamine nõuab erialaseid teadmisi ning kogemusi, milleta võib kogu protsess pikalt viibida. Võlakirjaemissiooni korraldamisele on sageli kaasatud ka advokaadibürood, mis tegelevad emissiooniprospekti viimisega vastavusse kehtivate seaduste ning määrustega. Kuna võõrkapitali kaasamine on tingitud konkreetsetest vajadustest ning kaasatud võõrkapital investeeritakse üldjuhul ettevõtte tegevuse arendamiseks, võib emissiooni korraldajate ebapädevusest tingitud emissiooni viibimine põhjustada ettevõtte jaoks märkimisväärset kahju. Emissiooni korraldajate valimise korral, kui ei soovita iseseisvalt emissiooni läbi viia, peab emitent hindama korraldajate pädevust. Seega vastutab emitent ise emissiooni korraldamise sujuvuse üle. Vaatlusaluse töö empiirilises osas on toodud välja võlakirjaemissiooni korraldamisega kaasnevad võivad kitsaskohad ning soovitused nende ennetamiseks ja likvideerimiseks. Töö on koostatud

AS Gemhill võlakirjaemissiooni näitel, kuid sisaldab ka konkreetse emissiooniga mitteseotud probleemsituatsioone.

Järgnevalt tehakse ülevaade AS-i Gemhill tegevusest, võlakirjaemissiooniga kaasatava kapitali kasutamisest ning emissioonitingimustest. Emissiooni korraldamise tausta selgitamiseks on toodud välja ettevõtte finantsandmed ning eraldi on tähelepanu all senised laenukohustused.

Aktsiaselts Gemhill alustas tegevust 2009. aasta suvel ning ettevõtte põhitegevusalaks on naiste alusrõivaste tootmine ja müük kaubamärgi BonBon Lingerie nime all. Ettevõtte alustas tegevust osauhinguna, kuid 2011. aasta jaanuarist alates on ettevõtte äriühingu liigiks aktsiaselts. 2011. aasta andmete põhjal saab AS-i Gemhill määratleda väikeettevõtteks, sest vastavalt Euroopa Komisjoni määruse definitsioonile jääb väikeettevõttes töötajate arv 10 ja 50 vahele, ning aastakäive ei ületa 10 miljonit eurot (Väike- ja keskmise suurusega ... 2012). AS Gemhill töötajate arv oli 2011. aasta detsembri lõpu seisuga 39 ning 2011. aasta müügi käibe suuruseks kujunes ligi 705 000 eurot. AS-i Gemhill turustatavaid kaupu toodetakse ettevõtte enda tehases Eestis ning lisaks allhankena Hiina ja Läti tehastes. 2009. aasta lõpus avati Tallinnas esimene BonBon Lingerie esinduspood ning 2011. aasta lõpu seisuga on lisaks Tallinna poele avatud esinduspoed veel Tartus, Berliinis ning Moskvast. Lisaks müüb ettevõtte oma kaupu edasimüüjate kaudu teistes Eesti linnades ning välisriikides. Välisriikidest on esindatud USA, Šveits, Austria, Hispaania, India, Saksamaa, Prantsusmaa, Venemaa, Benelux-i riigid ning vähemal määral veel teised riigid. Ettevõtte tegevuse laiendamiseks otsustas ettevõtte juhtkond kaasata võõrkapitali võlakirjade emiteerimise teel.

Ettevõtte juhtkonnal on pikaajalised kontaktid välismaa ettevõtjatega ning müügiagentidega, kelle kaudu on võimalik kaupu suurtes kogustes eksportida. Nimetatud võimalust ei ole vaadeldaval ettevõttel olnud võimalik täielikult kasutada, kuna ettevõtte tootmisvõimsus jääb nõudluse täitmiseks ebapiisavaks ning allhankijatelt ei soovita täiendavalt kaupu tellida. See on üheks põhjuseks miks ettevõtte soovib kaasata täiendavat kapitali. Järgnevalt on toodud kapitali paigutamise valdkonniti, arvestatuna osakaaluna kogu kaasatud võõrkapitalist emissiooni täieliku täitumise korral (AS Gemhill... 2011: 41; autori arvutused):

- uute tööstusseadmete soetamiseks 11%;
- internetikaubamaja arendustegevuseks, mis on seotud uuendatud koduleheküljega 2,4%;
- täiendavate müügikohtade loomiseks 28%;
- hooajakollektsioonide materjalide soetamiseks ja tootmiseks 42,6%;
- uutel turgudel reklaamiks ja brändituvustuseks 16%.

Võlakirjade emiteerimine on oma olemuselt laenamine ning seetõttu kaasnevad sellega kohustused võlakirjade eest investorite intressi maksta ning võlakirjade lunastustähtajal võlakirjad lunastushinnaga tagasi osta. Seega peaks ettevõtte enne võlakirjade emiteerimist hindama oma maksevõimet, selgitamaks välja täiendavate laenukohustuste täitmise võimalused. AS-i Gemhill laenukohustuste suurus enne võlakirjade emiteerimist, seisuga 16.12.2011, oli kokku 235 090 eurot. Laenukohustustest 24,4% moodustasid lühiajalised laenud ning kõikidest laenukohustustest 71,1% moodustas pikaajaline laen emaettevõttelt. Ettevõtte lühiajaliste kohustuste täitmise võimaluste hindamiseks on arvatud välja likviidsuskordaja, mille suurus oli 31.08.2011 seisuga 0,6. Seega ei ole ettevõtte laenukoormus pikaajaliselt ettevõtte jaoks kurnav. Arvestades seniseid laenukohustusi, otsustas AS-i Gemhill juhtkond võõrkapitali kaasamiseks emiteerida võlakirju, mille tingimustest on autor teinud valiku (AS Gemhill... 2011: 18-20):

- võlakirja liik – tagatiseta kupongvõlakiri;
- emissiooni maht nimiväärtuses – 500 000 eurot;
- emiteeritavate võlakirjade arv – 5000 võlakirja;
- võlakirja müügihind ja nimiväärtus – 100 eurot;
- lunastuspäev – 36 kuud alates väärtuspäevast;
- intressimäär – 8% aastas võlakirja nimiväärtusest perioodil väärtuspäevast kuni lunastamise tähtajani;
- intresside maksmise kord – intress makstakse välja kord kvartalis.

Emissiooniprospetsis esitatud emissioonitingimused on emissiooni korraldamise seisukohast kõik olulised, kuid autori arvates on valik tehtud teema konteksti arvestades, sest esitatud tingimused annavad lühidalt ülevaate emissioonist ning emissiooni kulukusest emitendi jaoks.

Võlakirjade emiteerimine võib kujuneda ettevõtte jaoks soodsaks võimaluseks võõrkapitali kaasamiseks, sest emiteeritavate võlakirjade eest makstakse intressi 8% aastas. Iseseisva prospekti koostamise korral puuduvad ka prospekti koostamise kulud ning lisakuludeks on vaid prospekti registreerimise kulu Finantsinspeksioonis ja emissiooni reklaamimisega seonduvad kulud. Lähtudes finantseerimis- ja krediitiasutuste laenupoliitikast ei oleks ettevõttel olnud võimalik saada pangast sama summa ulatuses tagamata laenu, kuid võlakirjade emiteerimisega on see võimalik. Järgnevalt on esitatud tabel, milles võrreldakse võõrkapitali kaasamise kulusid ning tingimusi võlakirjaemissiooni ning traditsioonilise laenu korral. Emissiooni korraldamise kulusid on võrreldud nii iseseisva kui ka tellitud emissiooniprospetti koostamise ja korraldamisega emissiooni korral.

Tabel 1. Võõrkapitali kaasamise tingimused iseseisva ja tellitud emissiooniprospetti koostamise ja korraldamisega emissiooni ning traditsioonilise laenamise korral.

Kuluartikkel või tingimus	Võlakirjaemissiooni korraldamine ning emissiooniprospetti koostamine		Laen
	Iseseisev	Tellitud	
Prospetti koostamise tasu	-	1,5% emiteeritavate võlakirjade koguväärtusest	-
Prospetti menetlustasu (€)	600	600	-
Intressikulu kreditori(de)le aastas kaasatavast võõrkapitalist (%)	8	8	12
Lepingutasu (€)	-	-	50
Tagatise nõue	Ei	Ei	Jah

Allikas: (Investeeringulaen 2012; Finantsinspeksiooni seadus §45⁵; AS Balti Investeeringute ... 2005: 42)

Tabelist 1 selgub, et ettevõtte jaoks kõige odavam variant võõrkapitali kaasamiseks on iseseisvalt emissiooni korraldamine, mille puhul jääb välja emissiooniprospetti koostamise tasu ning samuti puudub lepingutasu, mida nõutakse laenulepingu sõlmimisel. Emissiooniprospetti koostamise täpne tasu kujuneb osapoolte kokkuleppel, vastavalt soovitud teenustele, emissiooni tingimustele ning –mahule, kuid esitatakse üldjuhul protsendina emiteeritavate võlakirjade koguväärtusest. Tabelis esitatud näite aluseks on võetud 2006. aasta AS Balti Investeeringute Grupi kinnine

võlakirjaemissioon, sest tegemist on ühe hiljutisema võlakirjaemissiooniga, mille emissiooniprospettis oli toodud välja emissiooni korraldamise kulud.

Erinevalt laenamisest tuleb emissiooni korraldamisel arvestada emissiooniprospetti menetlustasuga, mille suuruseks on 600 eurot. Võlakirjade emiteerimise korral on kreditoridele makstav intress 8% aastas, mille suurus on emitendi poolt määratud, kuid laenamisel krediidi- või finantseerimisasutusest kujuneb intressimääraks ligikaudu 12% aastas. Laenu intressimäära näide on võetud Tartu Hoiu-laenuühistu teenuste hinnakirjast, sest AS-l Gemhill on varasemaid laenukohustusi nimetatud asutustest ning on tõenäoline, et vajaduse korral võidakse taas koostööd teha. Oluline erinevus kapitali kaasamise meetodite vahel on tagatise nõue ehk laenamisel krediidi- või finantseerimisasutusest on emitent kohustatud seadma laenule laenatavast summast suurema väärtusega tagatise. Võlakirjade emiteerimisel ei ole emitent kohustatud emiteeritavaid võlakirju tagama ning seega on emitendil võimalik saada tagamata laenu. Võlakirjade tagamata jätmine tõstab võlakirjade riskitaset ning seega ei ole võlakirjad investorite jaoks nii atraktiivsed kui tagatise olemasolu korral.

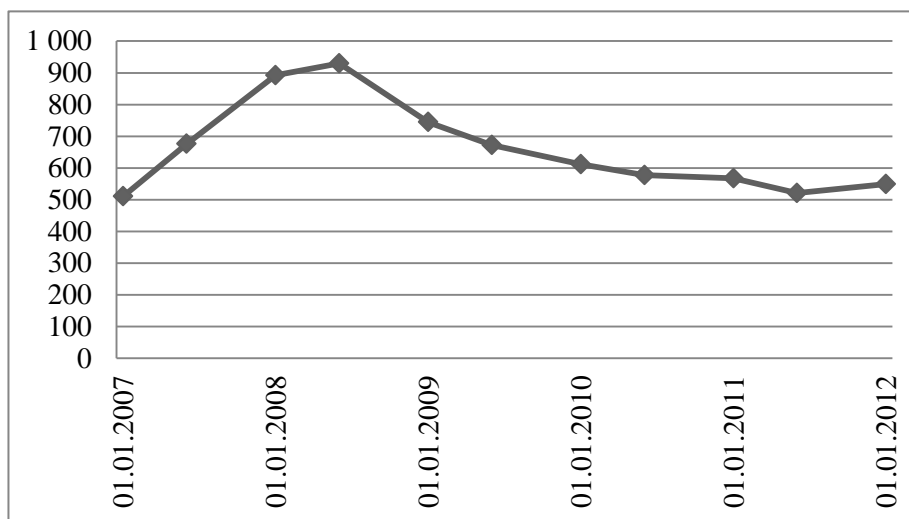
Võrreldes võlakirjadega võõrkapitali kaasamist ning traditsioonilist laenamist on ettevõtte jaoks suur risk, et investorid ei osta kõiki emiteeritavaid võlakirju ning seega ei saa ettevõtte soovitud mahus kapitali. Käesoleval juhul oli ettevõtte juhtkond sellest riskist teadlik ning arvestas olukorraga, kus avaliku pakkumise käigus märgitakse ära vaid väike osa emiteeritud võlakirjadest. Ettevõtte nõukogu liige Harry Raudvere hindas (Raudvere 2012) nimetatud riski tekkimise tõenäosust kõrgeks kolmel põhjusel:

- 1) võlakirjade liik on tagamata võlakirjad;
- 2) Eesti võlakirjaturu aktiivsus on olnud viimastel aastatel väga madal ning seega on raske hinnata potentsiaalsete investorite huvi võlakirjadesse investeerimise vastu;
- 3) võlakirjadele kehtestatava intressimäära suurus on keeruline määrata, kuna puudub võrdlusmoment teiste eraettevõtete poolt emiteeritud võlakirjade intressimääradega.

Loetelu punktis 1) esitatud argumendiga ei ole töö autor täielikult nõus, kuid saab aru nimetatud väite esitamise põhjustest. Emiteeritavate võlakirjade liigiks on tagamata võlakiri, mis tähendab, et võlakirjade pakkumisega võetav laen paigutub ettevõtte poolt

võetud muude laenude ja krediitide suhtes teiste pandiga tagamata võlakohustuste hulka, mis eelisjärjekorras rahuldamisele ei kuulu. Seega on võlakirjad näiliselt tagamata, mis omakorda avaldab mõju potentsiaalse võlakirjade ostja investeerimisotsusele. Autori arvates ei ole nimetatud argument investeerimisotsuse tegemisel määravaks, kuna ettevõtte varade suurus ületas 31.08.2011 seisuga emiteeritavate võlakirjade nominaalväärtuste summat 1,9 korda ning 16.12.2011 seisuga laenukohustusi kokku ligi 4 korda. Seega olid emiteeritavad võlakirjad ning emitendi varasemad laenukohustused täielikult ettevõtte varadega tagatud. Lisaks oli ettevõtte laenukohustustest 18% tagatud täiendavalt ühishüpoteeegi ning registerpandiga. Nimetatud argumentidele tuginedes saab väita, et probleemide tekkimisel on ettevõttel piisavalt vara investorite nõuete täitmiseks.

Töö autor nõustub leheküljel 29 oleva loetelu punktis 2) esitatud seisukohaga, et Eesti võlakirjaturu madal aktiivsus on oluline tegur emiteeritavate võlakirjade tingimuste määramisel. Võlakirjaturu aktiivsus väljendub autori arvates võlakirjaturu turukapitalisatsioonis ning võlakirjadega tehtavate tehingute mahus. Turukapitalisatsioon näitab kõikide turul emiteeritud väärtpaberite turuväärtust kokku.



Joonis 4. Eesti võlakirjaturu turukapitalisatsioon perioodil 01.01.2007 kuni 01.01.2012 (mln eurot) (Turukapitalisatsioon 2012); autori koostatud

Joonis 4 kinnitab seisukohta, et Eesti võlakirjaturg oli 2012. aasta alguses väheaktiivne, sest turukapitalisatsioon oli alates 2008 juuni algusest kuni 2012. aasta jaanuarini

langenud 41%, millest madalam turukapitalisatsiooni tase oli viimase 4,5 aasta jooksul vaid 2011. aasta keskel. Eesti võlakirjaturu väikest aktiivsust kirjeldab veel Eesti võlakirjaturu tehingustatistika (vt. lisa 1), mille alusel ei ole perioodil 2008-2011 Eestis börsidel tehtud võlakirjadega ühtegi tehingut ning samal perioodil on börsiväliste võlakirjatehingute arv iga aastaga vähenenud. Kuigi 2011. aastal oli börsiväliste võlakirjatehingute käive suurem kui 2010. aastal, jääb käibemaht võrreldes 2007. või 2008. aastaga kordades väiksemaks. Kohaliku võlakirjaturu osatähtsus Eesti finantssektoris püsib ka edaspidi suure tõenäosusega väike ning uute võlakirjade emissioonimaht jääb jätkuvalt madalaks, kuna Eesti finantssektorist moodustab põhilise osa pangandussektor (Finantsstabiilsuse ... 2012: 10).

Võlakirjaturul madal aktiivsus tähendab, et tulevastel emitentidel ei ole võimalik teha võlakirjaturu-uuringut, kust ettevõtte saaks informatsiooni investorite jaoks huvipakkuvamate võlakirjade kohta. Võlakirjaturu osaliste paljusus võimaldaks ettevõttel, kes soovib ise emissiooniprospekti koostada, saada varasemate emissiooniprospektide alusel näidismaterjali, mis võimaldaks kiirendada prospekti koostamise protsessi. Nimetatud seisukohta peab autor oluliseks, kuna see on peamine võimalus Eesti tingimusi arvestavate emissiooniprospektidega tutvumiseks, mille alusel on emissioone korraldatud. Turu madal aktiivsus on probleemiks ka siis kui võlakirjade emiteerija tellib emissiooniprospekti väljapoolt ettevõtet. See tähendab, et investorite huvi emiteeritavatesse võlakirjadesse võib kujuneda väikseks ning suuremahulise või tingimuste poolest väheatraktiivse emissiooni võlakirjad jäävad osaliselt investorite poolt ostmata.

Leheküljel 29 loetelus esitatud punkti 3) väide on seotud loetelu punkti 2) selgitusega ehk emitendil oleks intressimäära lihtsam määrata, kui võlakirjaturul toimiks senisest sagedamini võlakirjade pakkumisi. Autori arvates võis riski avaldumise tõenäosust, mille korral kõiki emiteeritavaid võlakirju investorite poolt ei osteta, suurendada võlakirjadele kehtestatud intressimäära suuruse valimise probleem ning seetõttu peab töö autor nimetatud probleemi oluliseks võlakirjade pakkumise lõpliku tulemuse kujunemisel. Liiga madala intressimäära korral, milleks on autori arvates 5% võlakirja nominaalväärtuselt aastas, puudub investoritel huvi kolmeks aastaks raha investeerida, kuna riskialtidel investoritel on võimalik teenida sama perioodiga suuremat tulu,

võtmata kõrgemat riski. Liiga kõrge intressimäära tõttu, milleks on 12%, muutub kapitali kaasamine ettevõttele liiga kulukaks ning soodsam oleks kaaluda alternatiivsete meetodite kasutamist võõrkapitali kaasamiseks või lükata emissioon määramata ajaks edasi. Seega on ettevõtte jaoks oluline määrata võlakirjadele intressimäär, mis oleks investorite jaoks atraktiivne, kuid mille tasumine ei koormaks ettevõtet liigselt.

Töö autor tõi eespool välja omapoolsed selgitused, kuidas emitendi esitatud väited võivad olla seotud emissiooni tulemustega. Kuigi autori arvates on ettevõtte esitatud emissiooni mittetäitumise riski mõjutavad tegurid ning nende selgitused asjakohased, arvab autor, et tegelik riski esinemise tõenäosus avaldub mitmete tegurite koosmõjul, milleks on näiteks ettevõtte finantsolukord, koostöölepingute olemasolu, emissiooniprospetsis esitatud tingimused ning ettevõtte maine. Seetõttu ei saa ettevõtte esitatud väiteid pidada üksikuna määravaks emissiooni tulemuste hindamisel. Järgnevalt on esitatud AS Gemhill nõukogu liikme Harry Raudvere põhjendused, mille pärast otsustati võõrkapitali kaasata võlakirjade emiteerimise teel.

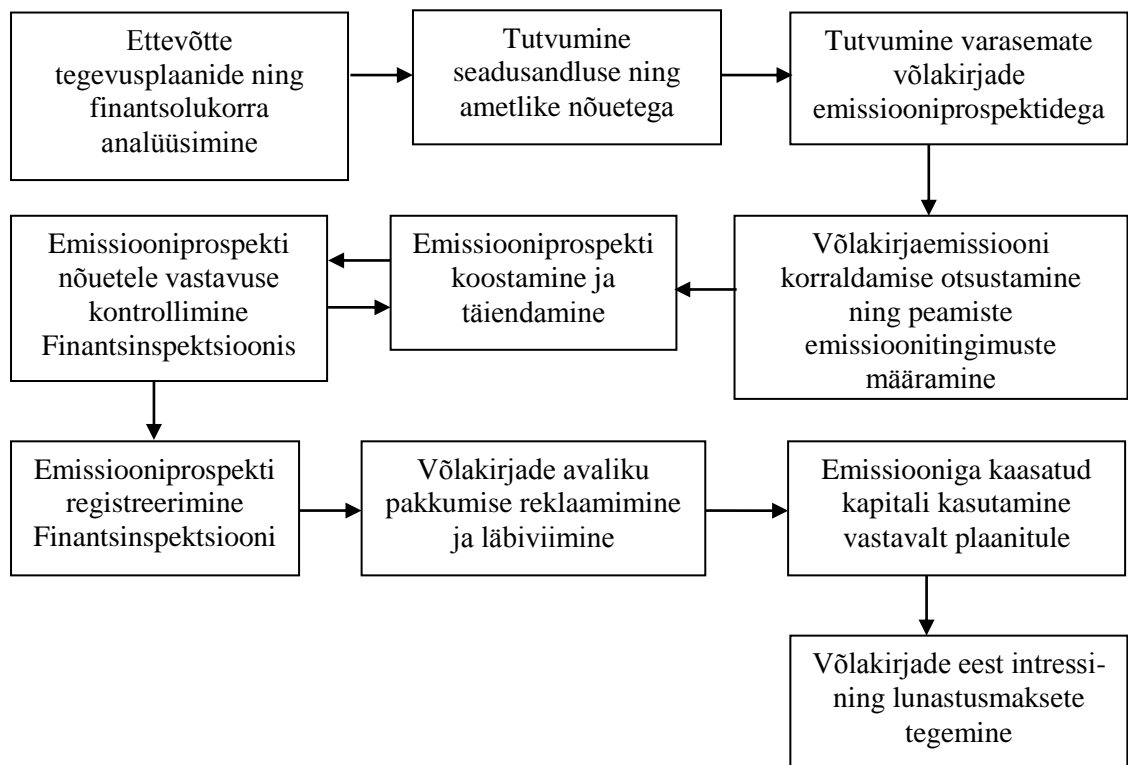
Täiendavate rahaliste vahendite saamine pankadest eeldab kaasatavatest vahenditest oluliselt suuremas väärtuses kinnisvaratagatise olemasolu ning sellele hüpoteegi seadmist. Võlakirjade emiteerimisega ei seata täiendavaid riske olemasolevale kinnisvarale, mis võivad tootmisettevõtete puhul avalduda näiteks energiahinna tõusust põhjustatud ettevõtte maksejõuetuses ning sellega kaasnevas tagatiseks oleva kinnisvara realiseerimises. Emissiooni korraldamisega antakse investoritele võimalus teenida tulu, mis on suurem kui nõudmiseni hoiuse puhul ning likviidsuse tõttu on investoritel soovi korral võimalik võlakirjadega tehinguid teha. Võlakirjade emiteerimine, mis on tagatud vaid võlakirja endaga, on ettevõtjale kõige väiksema äririskiga. (Raudvere 2012)

Eelmises lõigus esitatud põhjendused olid AS Gemhill näite puhul aluseks võlakirjade emiteerimise kasuks otsustamisel, kuid autori arvates kehtivad need ka teiste väikeettevõtete puhul, kes on valmis iseseisvalt võlakirju emiteerima. 2012. aasta alguses on autori arvates selliseid ettevõtteid vähe, kes oleksid valmis iseseisvalt koostama emissiooniprospetsi ning viima läbi võlakirjade avalikku pakkumist. Autori arvates on see tingitud vajaliku oskusteabe puudumisest, milleta pole võimalik emissiooni korraldada ning mille hankimine võib paljude ettevõtjate jaoks olla liiga aeganõudev protsess. Juhul kui ettevõtte soovib siiski iseseisvalt emissiooni korraldada,

peab ettevõtte võlakirjade emiteerimise protsessi spetsiifikast tingituna arvestama teatud tõrgetega, mille avaldumine võib pidurdada emissiooni korraldust.

2.2. Probleemsituatsioonid võlakirjaemissiooni korraldamisel

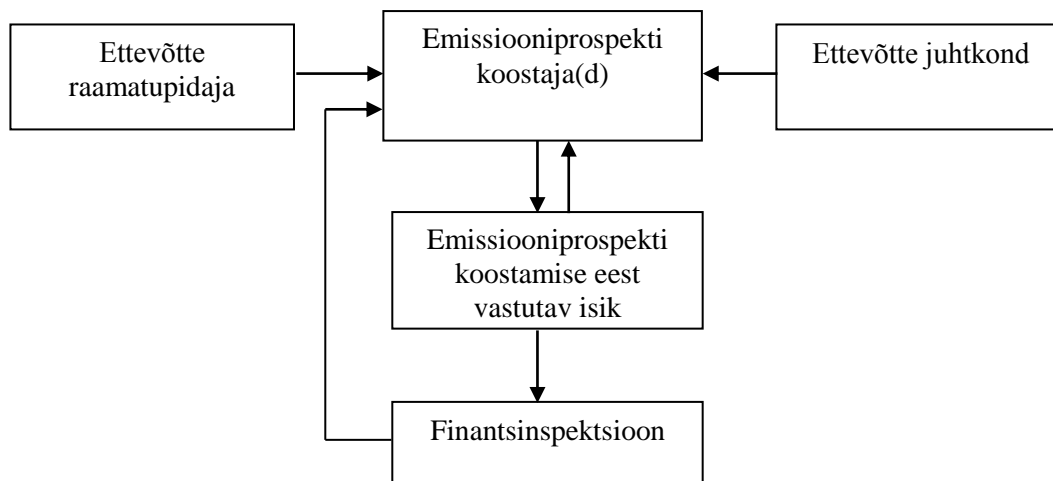
AS-i Gemhill emissiooni eripäraks võrreldes varasemate emissioonidega võib pidada ettevõtte enda poolt emissiooniprospekti koostamist ja registreerimist ning makseagendi mittekasutamist. Selleks oli ettevõtte töötajatel vajalik tutvuda võlakirjade emiteerimise protsessiga, kehtivate nõuete ja seadusandlusega ning võlakirjade olemusega. Kogu protsessiahela pikkuseks kujunes ligi 9 kuud, kuid selle sisse jäid ka lühemad perioodid, millal aktiivset prospekti koostamist ei toimunud. Märkimisväärse osa kogu protsessist võttis Finantsinspektsiooni poolne emissiooniprospekti kontrollimine ning tagasiside esitamine ettevõttele. Järgnevalt on toodud ülevaatlik joonis, mis kirjeldab emissiooni korraldamise protsessi sarnaseid tegevusi koondavate etappide lõikes. Nooled näitavad etappide järjekorda ajas.



Joonis 5. Võlakirjaemissiooni korraldamise etapid ajalisel järjekorras (autori koostatud)

Iseseisva emissiooni korraldamise korral tuleb emitendil läbida mitmeid etappe, mis tellitud emissiooni korral oleksid kuulunud emissiooni korraldaja ülesannete hulka. Joonisel (vt. joonis 5 lk. 33) olevatest etappidest ei oleks emitent pidanud tutvuma nii põhjalikult prospekti koostamist reguleerivate seaduste ja nõuetega ning varasemalt Finantsinspeksioonis registreeritud emissiooniprospettidega. Osaliselt oleks ära jäänud ka neljas etapp, sest tellitud prospekti korral teeb emissiooni korraldaja esialgsed ettepanekud emissiooni tingimuste kohta ning seega jääb emitendil otsustada tingimuste sobivuse üle. Emitendi vastutusalast oleksid välja jäänud veel emissiooniprospetti koostamine ja täiendamine, prospekti nõuetele vastavuse kontrollimine ja registreerimine Finantsinspeksioonis ning võlakirjade eest intressi- ning lunastusmaksete tegemine, kuna need on emissiooni korraldaja ülesanded. Etapi „Võlakirjade avaliku pakkumise reklaamimine ja läbiviimine“ korraldamist tuleb vaadata kahe erineva olukorra alusel. See tähendab, et pakkumise reklaamimine on üldjuhul emitendi enda ülesanne, kuid pakkumise läbiviimise eest vastutab emissiooni korraldaja, kes koostas ka emissiooniprospetti.

Emissiooni korraldamise protsessi joonis (vt. joonis 5 lk. 33) ja analüüs selgitasid, et emissiooni korraldamise protsess koondab mitmeid erinevaid tegevusi, mille täideviijad sõltuvad emitendi otsustest. Kui emissiooni korraldamiseks on piisavalt aega, võidakse emitendi poolt otsustada iseseisva korraldamise ning prospekti koostamise poolt, vastasel juhul aga tellitakse kõik emissiooni korraldamisega seonduv väljapoolt ettevõtet. Kuigi emissiooni korraldamise üle otsustamisel on oluliseks teguriks veel emissiooni korralduskulud, siis antud punktist on see välja jäetud, kuna nimetatud tegurit on hinnatud varasemalt käesolevas töös. Seega võib emissiooni korraldamiseks vajaminev aeg ehk ajategur olla emitendi jaoks kitsaskohaks, sest iseseisva korraldamise puhul ei olda autori arvates teadlik nõutava töö mahust ning emissiooni korraldamisega seotud isikute koostöö ehk peamiselt informatsiooni liikumine võib toimuda aeglaselt. Järgnevalt on esitatud joonis, mis selgitab emissiooniprospetti koostamisega seotud informatsiooni liikumist AS Gemhill näitel, kuid autori arvates kehtib vaatlusalune joonis ka teiste väikeettevõtete poolt iseseisvalt korraldavate emissioonide puhul.



Joonis 6. Emissiooniprospekti koostamisega seotud informatsiooni liikumine (autori koostatud)

Vaatlusaluse näite puhul oli emissiooniprospekti koostajaks töö autor ning seega vastab esitatud joonis (vt. joonis 6) reaalses praktikas kehtivale situatsioonile. Emissiooniprospekti koostaja peamiseks ülesandeks on prospekti koostamine ning viimine vastavusse mitmete nõuetega. Selleks on vajalik saada ettevõttest andmeid, mida AS Gemhill näite puhul edastasid prospekti koostajale ettevõtte raamatupidaja või juhtkond. Raamatupidajalt saadavad andmed olid peamiselt arvandmed: müügi-, tootmis- ja käibemahud, laenukohustuste andmed, finantsandmed bilansi, kasumiaruande ja rahavoogude aruande näol ning veel teisi andmeid. Ettevõtte juhtkonnalt saadi andmeid peamiste emissioonitingimuste ja ettevõtte investeerimispoliitika, prognooside ning organisatsiooni struktuuri kohta. Emissiooniprospekti sisust ülevaate saamiseks on töö lisades esitatud AS Gemhill võlakirjaemissiooni emissiooniprospekti sisukord (vt. lisa 2).

Informatsiooni kogumise järel algas prospekti koostamine. Esialgse prospekti valmimise järel saadeti prospekt selle koostamise eest vastutavale isikule, kes vaatas prospekti üle ning tegi seejärel vajadusel parandusettepanekuid. Pärast prospekti täiendamist ning taaskordset ülevaatamist ning heakskiitu edastati prospekt Finantsinspeksioonile. Prospekti nõuetele mittevastamise korral sai emitent seejärel Finantsinspeksioonist märgukirja, milles toodi välja probleemsed kohad ning soovitusel prospekti muutmise kohta. Muudatuste sisseviimise järel registreeris Finantsinspeksioon emissiooniprospekti.

Joonisel 6 (vt. joonis 6 lk. 35) selgub, et kogu prospekti koostamiseks vajalik informatsioon koondub prospekti koostaja kätte. Mitmest allikast informatsiooni kogudes võib tekkida probleeme informatsiooni hilinemise tõttu, mis võib põhjustada kogu prospekti koostamise peatumist. Üheks näiteks seoses informatsiooni hilinemisega on laenukohustuste esitamise nõue. Nimetatud nõue ütleb, et emitendi võlakohustused peavad olema prospektis esitatud kuni 10 päeva enne emissiooniprospekti registreerimise taotluse esitamist (Nõuded ... §9). See tähendab, et prospekti koostajal peab olema võimalus raamatupidajalt kiiresti informatsiooni saada ning sama olukord peab kehtima ka teiste protsessis osalejate vahel. Näiteks juhul kui raamatupidajalt saadud informatsioon on prospekti lisatud ning pärast seda tekib emitendi juhtkonnal veel soov teatud tingimusi muuta, võib prospekti koostamine venida ning raamatupidajalt saadud andmeid on vaja uuendada. Vaatlusaluses lõigus esitatud informatsiooni liikumise kiiruse probleem kehtib ka suhtluses Finantsinspeksiooniga. Kontrollimiseks saadetud emissiooniprospekti kohta võib Finantsinspeksioonist saabuda vastuskiri isegi üks nädal pärast prospekti esitamist. Vastuskirjas esitatud kommentaaride probleemsete kohtade muutmisele kulub samuti aega ning taas võib tekkida vajadus andmete uuendamiseks. Emissiooniprospekti kiiremaks registreerimiseks on vajalik informatsiooni õigeaegne levik joonisel 6 (vt. joonis 6 lk. 35) kirjeldatud subjektide vahel, sest vastasel juhul võib prospekti registreerimine ning kogu emissioon pikeneda, mis omakorda võib emitendile uusi probleeme põhjustada. Seetõttu võib emissiooni korraldamisel üheks kitsaskohaks kujuneda informatsiooni liikumise kiirus.

Eelmises lõigus väideti, et oluline on saada prospekti koostamiseks vajalik informatsioon võimalikult kiiresti ning see koheselt prospekti lisada. Sellise tegevuse juures on oht, et informatsiooni kogumisel ning selle kasutamisel pööratakse vähe tähelepanu andmete sisule ehk kiirustatakse ning seetõttu võib prospekti sisu kannatada. Prospekti sisu kvaliteeti mõjutavaks peamiseks teguriks saab pidada prospekti koostajate oskusi ning pädevust emissiooni korraldamise ja väärtpaberite valdkonnas. Prospekti koostajate kvalifikatsiooni probleem võib esile kerkida peamiselt siis, kui ettevõtte soovib emissiooni iseseisvalt korraldada, kuid ettevõtte töötajatel puuduvad kogemused selliste ülesannetega. Töö autori arvates võib töötajatel prospekti koostamise kogemuste puudumine põhjustada peamiselt emissiooni edasilükkumist

prospekti registreerimise viibimise tõttu. Kuigi prospektide koostamise ajakulu varieerub emissioonide lõikes palju, sõltudes emitendi suurusest ning emissiooni tingimustest, tuleb iseseisva prospekti koostamisel arvestada suurema ajakuluga kui tellitud prospekti korral. Prospekti registreerimisprotsessi pikendamise eeldatavaks põhjuseks on Finantsinspeksiooni poolt korduv puuduste täheldamine prospektis, mis ei võimalda registreerida prospekti ning anda investoritele õiget ning täpset informatsiooni emissiooni kohta. Seda saab pidada peamiseks prospekti koostajate kogemuste puudumise tagajärjeks, kuid kaudselt mõjutab see tervet emitendi tegevust.

Autor esitas eelmises lõigus väite, mille kohaselt emitendi töötajatel, kes tegelevad prospekti koostamisega, võib prospekti koostamise kogemuste puudumise tõttu tekkida raskusi prospekti kiire koostamise ja registreerimisega. Eeldades, et ettevõttel ei ole emissiooni korraldamisega kiire, võib lõplik prospekti registreerimine toimuda alles pärast korduvaid prospekti esitamisi Finantsinspeksioonile. See tähendab, et ettevõtte esitab Finantsinspeksioonile emissiooniprospekti nii mitu korda, kuni emissiooniprospekt on vastavuses kehtivate nõuete ning seadusandlusega. Sellise seisundi saavutamisele aitab kaasa Finantsinspeksioon, edastades ettevõttele prospektis leitud puuduste kohta vastava märgukirja. Finantsinspeksiooni märgukirjas on puuduste esitamiseks koostatud tabel, kus on toodud välja Finantsinspeksiooni kommentaari number, kommentaari aluseks oleva määruse viide ja lühiseletus, märke täitmise või mittetäitmise kohta ning kommentaar ja/või soovitus koos viitega kommenteeritavale prospekti osale (vt. tabel 2 lk. 38). Seega on emitendil prospektis olevaid puudusi lihtne leida ning eemaldada.

Finantsinspeksioonile puudustega prospektide esitamine on lisaks täiendavale ajakulule emitendile kahjulik seetõttu, et Finantsinspeksioonis kontrollitakse esitatav prospekt iga kord täielikult üle ning seetõttu võidakse leida täiendavaid puudusi, mida varasemalt kontrollides ei märgatud või ei peetud oluliseks. Puuduste kõrvaldamine põhjustab emitendile täiendavat ajakulu ning kuna prospekti erinevad osad on sageli omavahel seotud, võib tekkida vajadus suuremate muudatuste tegemiseks kui märgukirjas nimetatud oli. Seega peaks emitent enne prospekti registreerimiseks esitamist kontrollima täpselt prospekti vastavust nõuetele.

Tabel 2. Finantsinspektsiooni märgukiri koos autori näidetega

Märgukirja osad	Jrk nr	Viide	Nõue rahandusministri määruses	Täitmine prospektis	Kommentaar ning viide prospekti punktile ja/või leheküljele
Näited					
Näide 1	1	§ 3 lg 1 p 2	Punktis 1 nimetatud isikute kinnitus prospektis esitatud andmete õigsuse ja täielikkuse kohta.	Täidetud	Punkt 1.1 (lk 9)
Näide 2	2	§ 13 lg 1 p 6	Investorite õigused võlakirjadest tulenevate kohustuste rikkumise korral emitendi poolt.	Täidetud puudustega (puudused on olulised)	Punkt 3.1.28 (lk 21). Tuleks lisada ka aegumistähtaeg.
Näide 3	3	§ 13 lg 2 p 3	Võlakirjade lunastamise tähtaeg.	Täidetud puudustega (puudused ei ole olulised)	Punktid 3.1.10 ja 3.1.14 natuke segaselt määratletud.

Allikas: (Finantsinspektsiooni märgukiri 2011), autori koostatud

Autori arvates on Finantsinspektsiooni poolt prospekti kontrollimise eesmärk eemaldada prospektist puudused, mis moonutavad või jätavad esitamata investori jaoks vajalikku informatsiooni, milleta ei ole investoril võimalik saada täpset ning õiglast informatsiooni emitendi ning emiteeritavate võlakirjade tingimuste kohta. Prospektis olevad puudused võivad olla põhjustatud tahtmatult, kuid ei saa välistada emitendi soovi jätta teatud informatsioon tahtlikult esitamata. Tahtmatult tekkinud puuduste peamiseks põhjuseks on autori arvates prospekti koostajate madal kvalifikatsioon. Tahtlikult nõutud andmete prospektist väljajätmise põhjuseid võib olla mitmeid. Näiteks tehnoloogia valdkonnas tegutsevad ettevõtted, kelle edu sõltub teadussaavutustest, võivad soovida konkurentsieelise kaotamise kartuse tõttu jätta kirjeldamata projekte millega ettevõtte tegeleb, kuid mida emissiooniprospекtis kajastada tuleks. Informatsiooni peitmine võib olla veel põhjustatud pahatahtlikest kavatsustest, milleks on näiteks soov näidata ettevõtte majanduslikku olukord paremana kui see on tegelikult. Esitatud näidete alusel väidab töö autor, et ettevõtted peavad võõrkapitali kaasamise meetodi valimisel hindama oma ettevõtte tegevuse kohta käiva informatsiooni avalikustamise võimalusi.

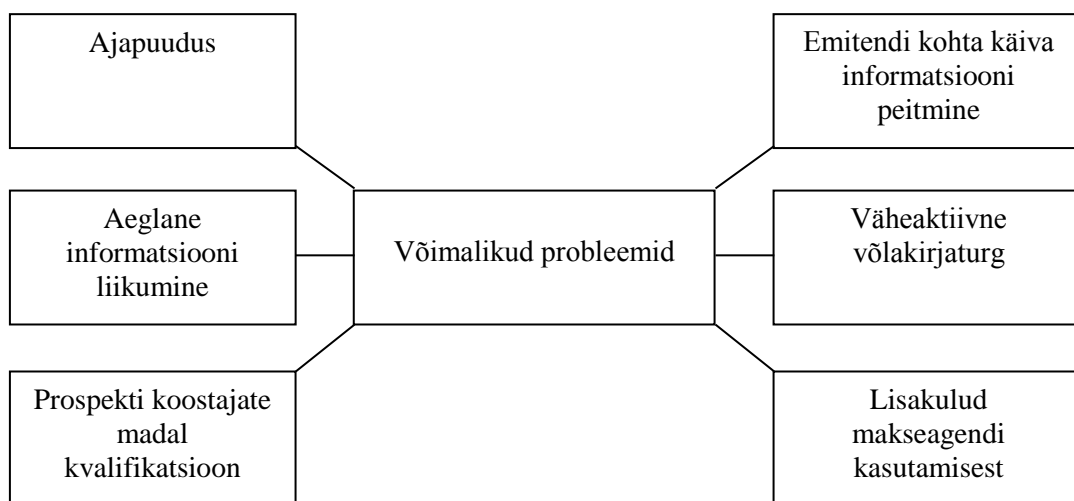
Emitendist põhjaliku ülevaate esitav emissiooniprosppekt on töö autori arvates üheks usalduse võitmise ning seega võlakirjade ostuotsuse tegemise eelduseks. Eelmises peatükis esitas autor statistikat Eesti võlakirjaturu kohta, millest lähtuvalt hinnati võlakirjaturgu väheaktiivseks. Võlakirjaturu väheaktiivsus võib autori arvates olla nii negatiivne kui ka positiivne. Negatiivseks küljeks on finantsturgudel võlakirjadesse investeerijate vähesus võrreldes aktsiatesse investeerijatega ning seega võib tekkida raskusi kõikide emiteeritavate võlakirjade müümisega. Positiivseks küljeks on avaliku võlakirjaemissiooni korraldamisega saavutatav avalikkuse tähelepanu, kuna avalike võlakirjaemissioonide korraldamine, seda veel väikeettevõtete poolt iseseisvalt, ei ole töö autori arvates Eestis ega mujal maailmas tavapärane. Seega võib võlakirjaturu madal aktiivsus mõjutada võlakirjaemissiooni tulemusi nii negatiivselt kui ka positiivselt.

Investorite kasu võlakirjadesse investeerimisest võib tuleneda perioodilistest intressimaksetest, mida emitent investorile tasub. Intressimaksete teostajaks saab olla emitendi määratud makseagent, kelle ülesanneteks on ka teiste investoritega seotud maksete teostamine, või teostab makseid emitent ise. Makseagendi kasutamine vähendab ohtu, et tehakse vigu investoritele väljamaksete teostamisel, sest makseagentide põhitegevusalaks on avalikkusele arveldusteenuste pakkumine. Makseagendi kasutamine põhjustab emitendile täiendavaid kulusi ning seetõttu peab ettevõtte hindama makseagendi kasutamise otstarbekust majanduslikust aspektist lähtuvalt. AS-i Gemhill võlakirjaemissiooni korraldamisse ei kaasatud makseagenti, mille põhjuseks on töö autori arvates väike eeldatav võlakirjade ostjate arv, võrreldes varasemalt Eestis korraldatud võlakirjaemissioonidega. Seetõttu otsustas emitent täita ise makseagendi kohustusi ning vähendada sellega emissiooni korraldamisega seotud kulusid. Kui emitent suudab nimetatud kohustusi täita, on selline käitumine töö autori arvates õigustatud ning puudub vajadus makseagendi kasutamiseks.

2.3. Soovitused probleemsituatsioonide lahendamiseks

Võlakirjaemissiooni korraldamine on oma olemuselt spetsiifiline tegevus, mille hõlmab erinevate ülesannete täitmist. Vastavalt emitendi soovile on võimalik korraldada kogu emissioon iseseisvalt, kuid veel on võimalik kogu korraldus tellida väljapoolt ettevõtet.

Töös on toodud välja ning selgitatud probleeme, mis võivad kerkida esile iseseisva emissiooniprospekti koostamisel ning emissiooni korraldamisel, millest lähtuvalt esitatakse vaatlusaluses peatükis töö autori soovitusel kitsaskohtade (vt. joonis 7) ületamiseks. Töö autori seisukohtadele lisaks tuuakse välja AS Gemhill nõukogu liikme Harry Raudvere ning Tartu Hoiu-laenuühistu juristi Erki Pisukese soovitusel, millega arvestamist nimetatud isikud soovivad ettevõtetele, kes soovivad iseseisvalt võlakirjaemissiooni korraldada.



Joonis 7. Võimalikud probleemid iseseisval võlakirjaemissiooni korraldamisel (autori koostatud)

Emitendi seisukohalt on oluline, et suudetakse ennetada võimalike tekkivaid kitsaskohti, mis takistavad emissiooni korraldamist. Kõike probleeme ei ole kunagi võimalik ette näha ja ennetada ning seega tuleb emissiooni korraldamise planeerimisel sellega arvestada. Autor tõi eelmises peatükis võimaliku probleemina välja ajateguri ehk emitendil on keeruline arvestada aega, mis kulub emissiooniprospekti lõpliku valmimiseni. Emissiooniprospekti valmimine on võetud tähiseks seetõttu, et pärast prospekti valmimist ei ole emitendil ajamahukaid tegevusi, mille elluviimine sõltuks suuresti kõrvalistest isikutest. Autori arvates ei ole emitendil võimalik väljapoolt saada informatsiooni prospekti koostamise ajakulu kohta, sest üldjuhul korraldavad võlakirjaemissioone suurettevõtted ning emissiooniprospekti koostajateks on mitme asutuse ühised töörühmad. Seega on prospekti koostamise ajakulu võimalik emitendil hinnata subjektiivselt, tuginedes varasemate võlakirjaemissioonide läbiviimiseks koostatud emissiooniprospettidele ning töötajate pädevuse hinnangule, kes emitendi

ettevõttes prospekti koostamisega tegelema hakkavad. Juhul kui ettevõttel võib aja- või tööjõuressursi puudumise tõttu tekkida oht, et emissiooniprospekti ei suudeta õigeaegselt valmis saada, tuleks ettevõttel kaaluda emissiooni korraldamise tellimist või alternatiivsete finantseerimismeetodite kasutamist.

Eelnevas lõigus esitati võimaliku probleemina prospekti koostamise suur ajakulu, mille põhjuseks on ettevõtte töötajatel varasemate kogemuste puudumine nimetatud valdkonnas. Kogemuste puudumisele lisaks võib ajakulu suurendada informatsiooni aeglane liikumine ettevõttesiseste subjektide vahel, mida vaadeldavas kontekstis saab tõlgendada kommunikatsiooniprobleemina. Esitatud probleemi ennetamiseks soovitab töö autor emitendil teadvustada ettevõtte töötajaid emissiooni korraldamise olulisusest, mis tähendab, et töötajad peavad nõutavat informatsiooni esitama üksteisele esimesel võimalusel. Töötajaid tuleks teavitada veel üldisest emissiooni korraldamise korrast ehk anda ülevaade, millises emissiooni korraldamise etapis peavad konkreetsed andmed olemas olema ning mis on iga töötaja ülesanne emissiooni korraldamisel. Seejuures soovitab töö autor vähendada ettevõttesisest bürokraatiat ning panna rõhku informatsiooni sisu kvaliteedile, mitte esitamise vormile. Bürokratiat vähendamiseks on seotud prospekti registreerimise asjus suhtlemine Finantsinspeksiooniga, millesse peaksid ettevõtete juhid kaasama töötajaid, kes realselt tegelevad prospekti koostamisega ning seetõttu võivad Finantsinspeksiooni soovitusi mõista täpsemini kui ettevõtete juhid. Nimetatud soovitused võivad kiirendada informatsiooni liikumist, kuid ettevõtted peavad jälgima, et selliste tegevustega ei rikutaks ettevõtte sisekorraeeskirju või teisi ettevõttes kehtivaid eeskirju. Autori arvates on võimalik esitatud soovitude abil parandada ettevõttesisest kommunikatsiooni ning ennetada informatsiooni liikumisest tulenevaid probleeme.

Õige informatsiooni liikumise eelduseks on olukord, kus töötajad teavad milliseid andmeid on vaja emissiooniprospekti koostamiseks ning emissiooni korraldamiseks. Kui ettevõtte töötajatel puuduvad kogemused emissiooni korraldamisega, soovitab töö autor ettevõtte töötajatel tutvuda varasemate võlakirjade emissiooniprospektidega ning seadusandlike dokumentidega. Varasemalt väideti töös, et emissiooniprospekti koostamise ajakulu hindamisel on teiste ettevõtete emissiooniprospektide uurimisest vähe kasu, kuid prospekti ülesehitusest on sellisel meetodil iseseisva emissiooni

korraldajatel võimalik saada hea ülevaade. Emissiooni korraldamisele aitab autori arvates kaasa, kui ettevõtte juhid võimaldavad töötajatel emissiooni korraldamist puudutavate dokumentidega tutvuda nii kaua kui töötajatel vaja. Iseseisvalt emissiooni korraldaval ettevõtetel ei ole autori arvates võimalik emissiooni korraldamist puudutavat informatsiooni saada teistest kanalitest peale varasemate emissiooniprospettide, seadusandluse ning Finantsinspektsiooni, sest emissiooni korraldamise teenust pakuvad asutused ei ole huvitatud sellise teabe avaldamisest. Kui emissiooni korraldamist alustatakse enne emissiooni korraldamist reguleeriva teabe uurimist, tekib oht, et emissiooniprospett koostatakse puudustega ning seega lükkub prospekti registreerimine edasi. Seetõttu soovib töö autor ettevõtete juhtidel võimaldada töötajatel varasemate emissiooniprospettide ning seadusandlusega süvitsi tutvumist.

Võlakirjade emissiooniprospett võimaldab investoritele ning teistel huvilistel saada informatsiooni emitendi tegevuse kohta. Prospektis sisalduva teabe esitamine on reglementeeritud mitmete seadusandlike ning ametlike dokumentidega, kuid kuna prospekti koostajaks saab olla emitent ise, sõltub prospekti sisu avalikustatava informatsiooni osas lisaks kehtestatud nõuetele veel emitendi valikutest. Eelmises peatükis väitis töö autor, et ettevõtted võivad emissiooniprospetti koostades jätta esitamata või esitada moonutatuna ettevõtte kohta käivat informatsiooni ning selline käitumine ei pruugi olla põhjustatud vaid halbadest kavatsustest. Töö autor arvab, et investorid peavad saama ettevõttest ausa ülevaate ning kui ettevõtte ei soovi näiteks konkurentsieelise säilitamise tõttu teatud informatsiooni avaldada, peaks emitent kaaluma suunatud emissiooni korraldamist või teisi võõrkapitali kaasamise meetodeid. Kui pärast võlakirjade avaliku pakkumise väljakuulutamist selgub, et emitent on esitanud väärinformatsiooni, on investoritel võimalus müüa võlakirjad emitendile tagasi, kellel on kohustus võlakirju lunastada. Töö autori arvates põhjustab sellise olukorra tekkimine emitendile majanduslikult kahju ning vähendab potentsiaalsete võlakirjade ostjate usaldust emitendi vastu, mille tulemusena ei saavuta emitent oma eesmärki – emissiooniga ei suudeta kaasata emiteeritavate võlakirjade mahus võõrkapitali. Seetõttu soovib töö autor ettevõttel emissiooniprospettis esitada tegelikku ettevõtte olukorda kajastavat informatsiooni.

Töö autor on emissiooni tulemusi mõjutava tegurina toonud välja veel Eesti väheaktiivse võlakirjaturu, kus võrreldes aktsiaturuga ei toimu regulaarselt tehinguid ning ei lisandu uusi võlakirjade pakkujaid. Lisaks selgitati kuidas selline olukord võib võlakirjaemissiooni tulemustele mõju avalda. Aastatel 2008 kuni 2011 ei tehtud Eesti võlakirjaturul ühtegi börsitehingut (vt. lisa 1) ning seetõttu arvab töö autor, et börsil noteerimisega saavutaks emitent avalikkuse tähelepanu, mis on piisav investorites huvi tekitamiseks. Töö autori arvates avaldub sama efekt börsivälise võlakirjade avaliku pakkumise korral, kuid seda vähemal määral. Mõlemal juhul peaksid ettevõtted reklaamima täiendavalt emissiooni toimumist erinevates meediakanalitest, saavutamaks maksimaalset tulemust, kuid samal ajal arvestades emissiooni reklaamimisele kehtestatud piiranguid, mille eesmärk on kohelda kõiki investoreid võrdselt. Esitatud argumentidele tuginedes soovib töö autor korraldada võlakirjade avalikku pakkumist mõlemal juhul – nii börsi kaudu kui ka börsiväliselt, kuid mõlemal juhul peaks emitent emissiooni täiendavalt reklaamima. Nimetatud väiteid kinnitab töö autori arvates AS-i Gemhill võlakirjaemissioon, mille korral pakuti võlakirju börsiväliselt, kuid iseseisva võlakirjaemissiooni korraldamise kui harvaesineva sündmuse tõttu kajastati emissiooni erinevates meediakanalites.

Emissioonikulude kokkuhoiu soovi tõttu võib emitendil tekkida dilemma makseagendi kasutamise ja mittekasutamise vahel ehk kummalgi valikul on nii positiivsed kui ka negatiivsed küljed. Töö autor soovib makseagendi kasutada juhtudel, kui võlakirju ostnud investorite arvu ei osata prognoosida ning intresside väljamaksmine toimub sagedamini kui kord aastas. Kirjeldatud olukord võib tekkida eelkõige avaliku võlakirjade pakkumise korral, sest suunatud emissioonide käigus pakutakse võlakirju piiratud ringile investoritele. Makseagendi kasutamist ei soovita autor kulude kokkuhoiu eesmärgil siis, kui emitendil on olemas süsteemid, mis võimaldavad pidada arvet võlakirjadega seotud maksete üle ning potentsiaalsete võlakirjade ostjate arv on prognoositav. Emissiooni korraldamine makseagendita võimaldab hoida kokku kuludelt, kuid sellega kaasnevad maksete haldamisega seotud kohustused. Töö autor soovib emitendil võimalusel kasutada makseagenti, kuna selle tulemusena vähenevad emitendi kohustused ning maksete haldamisega seotud ohud.

Eelnevalt on töös toodud välja mitmed probleemsed situatsioonid ja valikud, millega emitent võib võlakirjaemissiooni korraldamisel kokku puutuda. Töö autor on iga juhtumi kohta toonud välja omapoolsed soovitused, mille tegemisel on aluseks võetud eelmises peatükis esitatud täpsem olukorra kirjeldus. Tabelis 3 on esitatud kokkuvõtvalt selles peatükis tehtud töö autori soovitused eelmises peatükis kirjeldatud probleemsituatsioonide ennetamiseks või lahendamiseks.

Tabel 3. Võimalikud probleemsituatsioonid ning autori soovitused vastavate probleemsituatsioonide ennetamiseks või lahendamiseks

Probleemsituatsioon	Autori soovitus
Ajapuudus	Piiratud aja korral on soovitatav tellida emissiooniprospekti koostamine.
Aeglane informatsiooni liikumine	Emissiooniprospekti koostamine peab olema terve ettevõtte jaoks prioriteediks ning tulemuste parandamiseks on vajalik ettevõttesisene rollijaotus ning bürokraatia vähendamine
Prospekti koostajate madal kvalifikatsioon	Emissiooni korraldajatel ning prospekti koostajatel peab olema võimalik tutvuda süvitsi emissiooni reguleeriva seadusandluse ning varasemate emissiooniprosppektidega
Emitendi kohta käiva informatsiooni peitmine	Investorite usalduse saamiseks tuleb koostada põhjalik ning õigete andmetega emissiooniprosppekt.
Väheaktiivne võlakirjaturg	Võlakirjaemissiooni korraldamine ning selle reklaamimine mitteaktiivse Eesti võlakirjaturu tingimustes võimaldab saada potentsiaalsete investorite tähelepanu.
Lisakulud makseagendi kasutamisest	Makseagenti on soovitatav kasutada võlakirjade avaliku pakkumise korral, kuid sobilike süsteemide olemasolukorral ei ole see vajalik.

Allikas: (autori koostatud)

Emissiooni korraldamist mõjutavate tegurite hulk on autori arvates määramatu ning seetõttu on töös kirjeldatud autori arvates aktuaalsemaid probleemsituatioone, millega emitent võlakirjaemissiooni korraldamisel võib kokku puutuda. Järgnevalt on esitatud üldised soovitused, mis ei sõltu emissiooni korraldamise tingimustest, kuid mille järgimine tõstab emissiooni ning emissiooniprospekti kvaliteeti:

- juristi kaasamine emissiooni korraldamisse;
- selgelt struktureeritud prospekti ülesehitus (vt. lisa 2);
- korrektne õigekiri;
- esitatud andmete värskus;
- valmidus kulutada emissiooni korraldamisele esialgselt planeeritust rohkem aega.

Emissiooni kohta käivate üldiste soovitude eesmärk on ennetada probleeme, mis tekivad alguses vähemolulistena näivatest teguritest, millel on tegelikkuses arvestatav mõju emissiooni korraldamisele. Vaatlusaluse töö koostas autor AS Gemhill võlakirjaemissiooni näitel, mille korraldusliku poolega oli autor ise seotud. Vältimaks töös liiga ühepoolsete soovitude tegemist, paluti AS-i Gemhill nõukogu liikmel Harry Raudverel tuua välja omapoolsed soovitusel väikeettevõtetele, kes sooviksid iseseisvalt ehk pankade ning advokaadibüroode abita võlakirju emiteerida. Järgnevalt on esitatud Harry Raudvere soovitusel seoses võlakirjaemissiooni korraldamisega, mis on tehtud AS Gemhill võlakirjaemissiooni korraldamise kogemustele tuginedes (Raudvere 2012).

1. Emitent peab oma ettevõtet ning tooteid ja teenuseid väga jõuliselt avalikkusele tutvustama, tuues välja ka peamised toodete ja teenuste realiseerimiskanalid. See aitab vähendada umbuskul emitenti.
2. Emitendil ei tohiks olla ajatatud ega ajatamata maksuvõlgasid.
3. Emitent peaks arvestama erinevate emissioonitulemuste stsenaariumitega – võlakirjade pakkumise tulemustest lähtudes on võimalik korralda pakkumine etappide kaupa. Kui esimeses etapis ostetakse näiteks 10% võlakirjadest, siis järgmistes etappides on investoritel taas võlakirju soetada.
4. Kui esmakordse avaliku pakkumise käigus ei saanud emitent võlakirju kogumahu maha müüa, tuleb enne järgneva pakkumise väljakuulutamist avaldada meedias uut teavet ettevõttega seotud arengute ja sündmuste kohta ning kinnitada varasemate võlakirjade omandajate intressimaksete kättesaamist.

Esitatud tähelepanekuid vaadates selgub, et AS Gemhill nõukogu liikme soovitudest kattub autori soovitudega vaid esimene punkt. Ülejäänud kolmes punktis on esitatud täpsed olukorrekirjeldused, millega emitent peaks arvestama. Seega saab väita, et emitendi nõukogu liikme soovitusel on erinevad töö autori esitatutest, mis pakub

emissiooni korraldamisest huvitatud ettevõtetele täiendavat informatsiooni, mida ettevõtte saab oma olukorrast lähtuvalt analüüsima hakata. AS-i Gemhill võlakirjaemissiooniga oli seotud veel Tartu Hoiu-laenuühistu jurist Erki Pisuke, kes nõustas emissiooni korraldajaid juriidilistes küsimustes. Kui seni on töös toodud välja töö autori ehk emissiooniprospekti koostaja ning ettevõtte nõukogu liikme soovitud seoses emissiooniga, siis järgnevalt esitatakse emissiooni õiguslikku külge hästi tundva isiku Erki Pisukese tähelepanekud emissiooni kohta (Pisuke 2012).

1. Emissiooniprospekti iseseisev koostamine nõuab suurt pühendumist nii ajalises kui ka tööpanuse mõttes ning seega tuleb selle koostamiseks hakata varakult valmistuma.
2. Avaliku emissiooni korral ei ole investorid üldjuhul elukutselised ning seega peab emissiooniprospekt olema kirja pandud lihtsas ning arusaadavas vormis.
3. Esmakordsel emissiooni läbiviimisel tuleb olla kannatlik, kuna on reaalne, et prospekti registreerimiseni tuleb emitendil vastata vähemalt viiele Finantsinspektsiooni märgukirjale, mis igatüüpi võib sisaldada kuni sadat märkust erinevate puuduste kohta. Tuleb jälgida, et ühe puuduse kõrvaldamine ei tekita juurde uut puudust.
4. Võlakirjaemissiooniga rahakaasamise eeliseks on suure mõjuvõimuga kreditoride puudumine ning seega saab emitent keskenduda ettevõtte kui terviku juhtimisele, mitte kindla kreditori nõuete täitmisele.
5. Maksuvõlaga ettevõttel ei ole soovitatav võlakirjaemissiooni korraldada, sest meedia tähelepanu tõttu tuleb see avalikuks, mis omakorda vähendab emissiooni usaldusväarsust.

Erki Pisukese tähelepanekud emissiooni kohta kattuvad mõningal määral töö autori ning AS-i Gemhill nõukogu liikme seisukohtadega. Sarnaselt töö autoriga, kuid mõningate täiendustega, on E. Pisuke väitnud punktides 1. ja 3., et iseseisvalt emissiooniprospekti koostamine on pikaajaline protsess ning lõpptulemuseni võidakse jõuda alles pärast mitmendat prospekti registreerimise katset. Eelnevalt töös esitamata seisukohti on kirjeldatud punktides 2. ja 4., mis keskenduvad põhiliselt investorite omadustele. Viimane esitatud väide kattub täielikult AS-i Gemhill nõukogu liikme väitega, mis näitab soovitud asjakohasust.

Selles peatükis esitatud autori soovitude tegemisel on aluseks võetud eelmises peatükis kirjeldatud probleemsituatsioonid ehk kitsaskohad, millega emitent võib iseseisvalt emissiooni korraldades ning emissiooniprospekti koostades kokku puutuda. Töö autor palus teistel emissiooniga seotud isikutel tuua välja omapoolsed tähelepanekud seoses emissiooniga, kuna erineva taustaga isikud võivad soovitude andmisel lähtuda erinevatest vaatenurkadest. Selgus, et esitati arvamusi, mis kinnitasid varasemaid väiteid, kuid ka selliseid, mida autor kirjeldanud ei olnud, kuid millega autor nõustub. Töö selles peatükis toodi välja soovitud, mida emitent võiks võlakirjaemissiooni korraldamisel arvesse võtta ehk eeldati võlakirjaemissiooni korraldamise kasuks otsuse vastuvõtmist. Kokkuvõtvalt saab väita, et töö autor soovib võlakirjaemissiooni korraldamist juhul, kui emitent on valmis järgima kõiki seadusandlike nõudeid ning töös esitatud soovitusi.

KOKKUVÕTE

Ettevõtetal on oma tegevuse finantseerimiseks mitmeid võimalusi, milleks on näiteks võlakirjaemissiooni teel võõrkapitali kaasamine. Võlakirjaemissioone korraldavad enamasti suurettevõtted, kes kaasavad korraldusprotsessi asutusi, mille ülesannete hulka kuuluvad näiteks emissiooniprospekti koostamine, vajadusel investorite leidmine ning emissiooniga seotud maksete teostamine. Väikeettevõtete jaoks, kes soovivad kulude kokkuhoiu eesmärgil iseseisvalt võlakirjaemissiooni korraldada, võib nimetatud tegevus kujuneda pikaajaliseks, sest väikeettevõtete finantseerimine iseseisvalt korraldatud võlakirjaemissiooni teel ei ole Eestis levinud ning seega puuduvad vastavasisulised praktilised näited. Sellest tulenevalt oli töö eesmärgiks selgitada välja väikeettevõtete iseseisva võlakirjaemissiooni korraldamisega kaasnevad võimalikud probleemsituatsioonid ning esitada soovitusi väljatoodud probleemsituatsioonide ennetamiseks ning lahendamiseks.

Võlakirjad on väärtpaberid, mis kinnitavad, et investor on andnud võlakirjade emiteerijale laenu, kes kohustub selle eest investorile intressi tasuma. Võlakirjade emiteerijateks võivad olla nii eraettevõtted kui ka riigid ja munitsipaalasutused. Emiteerijate ülesannete hulka kuulub võlakirjade tingimuste määramine, mille alusel on omakorda võimalik võlakirju liigitada. Peamisteks võlakirjade liikideks on kupongvõlakiri, tähtajatu võlakiri, diskontovõlakiri, ujuva intressimääraga võlakiri ning allutatud võlakiri, kuid veel on olemas võlakirju, millel on korraga mitme esitatud võlakirjaliigi tunnused.

Võlakirjaemissioon on võõrkapitali kaasamise meetodina seniselt kasutusel olnud peamiselt suurettevõtete seas, mille üheks põhjuseks on kulutused võlakirjaemissiooni korraldamisse kaasatud isikutele. Selliste isikute ülesanneteks on emissiooni korraldamise administreerimine, emissiooniprospekti koostamine, emissiooni tagamine, võlakirjade turustamine ning emissiooniga seotud maksete teostamine. Kuigi Eestis

korraldatavate emissioonide korral on nimetatud ülesanded koondunud ühele või kahele osapoolle, kelleks on pangad ja advokaadibürood, on kulutused nimetatud asutustele väikeettevõtete jaoks jätkuvalt liiga kõrged. Iseseisva võlakirjaemissiooni korraldamine, võttes eelnevalt nimetatud ülesanded enda kanda, on väikeettevõtetal raskendatud seetõttu, et puuduvad praktiliste kogemuste alusel koostatud infomaterjalid, mida ettevõtete juhid saaksid kasutada emissiooni korraldamise planeerimisel. Sellest samast põhjusest tuleneb ka eelnevalt nimetatud töö eesmärk.

Ettevõtetal on iseseisvat võlakirjaemissiooni keeruline korraldada veel seetõttu, et emissiooni korraldamist reguleerivad mitmed õigusaktid ning nõuded, mille tundmine on hädavajalik. Sellisteks õigusaktideks on Äriseadustik, Võlaõigusseadus, Euroopa Komisjoni direktiiv 2003/71/EC, rahandusministri määrus „Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile“ ning Väärtpaberituru seadus. Nimetatud õigusaktidest on Äriseadustik ja Võlaõigusseadus üldist ettevõtlust reguleerivad, kuid Euroopa Komisjoni direktiiv, rahandusministri määrus ja Väärtpaberituru on otseselt seotud emissiooni korraldamise ning emissiooniprospekti koostamise reguleerimisega. Esitatud õigusaktidele lisaks on Finantsinspeksioon andnud välja omapoolseid juhendeid ning kui ettevõtte soovib börsile minna, peab ta lisaks tutvuma börsireglemendiga. Ettevõttel on emissiooni korraldades kohustus järgida esitatud õigusakte, kuid korralduslik pool ning prospekti koostamine toimub suuresti ettevõtte soovide järgi. Ettevõttel tuleb aga arvestada, et liiga üldise ning nõuetele mittevastava emissiooniprospekti alusel ei ole võimalik võlakirjaemissiooni korraldada.

Vaatlusaluse töö koostamisel on aluseks võetud AS-i Gemhill iseseisvalt korraldatud võlakirjaemissioon. AS Gemhill on 2009. aastal loodud väikeettevõtte, mis tegeleb naiste alusrõivaste tootmise ja müügiga kaubamärgi BonBon Lingerie nime all. Võlakirjaemissiooni eesmärgiks oli kaasata võõrkapitali tootmise suurendamiseks, müügikohtade loomiseks ning ettevõtte reklaamimiseks. Emiteeriti 5000 võlakirja nimiväärtusega 100 eurot, mille liigiks oli tagatiseta kupongvõlakiri. Võlakirjade eest makstakse investoritele intressi 8% aastas. Võlakirjaemissioon korraldati seetõttu, et võlakirjade emiteerimisega ei seata tagatise puudumise tõttu riske olemasolevale kinnisvarale, mille tõttu on võlakirjaemissiooni korraldamine väiksema äririskiga kui

laenamine krediidi- või finantseerimisasutusest. AS Gemhill juhtkond esitas kolm põhjust, mille tõttu võib osa emiteeritavatest võlakirjadest investorite poolt ostmata jääda. Põhjustena toodi välja võlakirjadel tagatise puudumine, Eesti võlakirjaturu madal aktiivsus ning võlakirjade intressimäära valimise keerulisus. Esimese väitega ei olnud töö autor täielikult nõus, sest tegelikkuses vastutab ettevõtte võetud kohustuste eest täielikult oma varaga, kuid ülejäänud põhjendused iseloomustasid autori arvates võimalikke ohte õigesti.

Võlakirjaemissiooni tulemusi mõjutavatele ohtudele lisaks selgitati töös välja probleemsituatsioonid, mis võivad tekkida võlakirjaemissiooni kui terviku korraldamise käigus. Seejärel esitas autor omapoolsed soovitused iga probleemsituatsiooni ennetamiseks või lahendamiseks. Üheks võimalikuks probleemiks, millega ettevõtte võis kokku puutuda, oli ajapuudus. Võlakirjaemissiooni iseseisev korraldamine on ajamahukas tegevus ning kui ettevõtetel on kapitali kaasamisega kiire, soovitas autor kaaluda näiteks emissiooniprospekti tellimist, mis on peamiseks ajakulu allikaks. Korralduslikust küljest võivad probleemid tekkida veel informatsiooni aeglase liikumise ning emissiooniprospekti koostajate madala kvalifikatsiooni tõttu. Neid probleeme on võimalik ettevõtetel ennetada, seades emissiooniprospekti koostamise ettevõttes prioriteediks ning võimaldades prospekti koostajatel süvitsi tutvuda võlakirjaemissioonidega seotud materjalidega. Sellise tegevuse tulemusena teavad töötajad millist informatsiooni kuna ja kellel vaja on ning mis andmeid emissiooniprospekt peab sisaldama. Neljandaks väljatoodud probleemsituatsiooniks on emitendi kohta käiva informatsiooni peitmine investorite ja avalikkuse eest. Tööst selgus, et selline tegevus ei pruugi olla põhjustatud vaid halvatest kavatsustest, sest ettevõtte võib karta teatud andmete esitamise tõttu konkurentsieelise kaotamist. Autor soovitas sellises olukorras suunatud emissiooni korraldamist, mille korral on investorite ring piiratud. Probleemiks võib kujuneda veel makseagendi kasutamise otsustamine. Makseagenti, kes on ettevõttele lisakuluks, on soovitatav kasutada võlakirjade avaliku pakkumise korral, vähendamaks maksetega seotud kohustusi ning riske. Varasemalt sai toodud välja, et Eesti võlakirjaturu madal aktiivsus on ohuks võlakirjaemissiooni tulemustele. Töö autor on samadel alustel esitanud võimaliku probleemsituatsioonina väheaktiivse Eesti võlakirjaturu. Väheaktiivne võlakirjaturg tähendab võrreldes aktsiaturuga investorite vähesust, kuid autori arvates on sellist olukorda võimalik

pöörata ettevõtte kasuks, sest iseseisva võlakirjaemissiooni korraldamine ja selle reklaamimine nimetatud tingimustes võimaldab saada suurt avalikkuse tähelepanu ning seega ei soovitanud autor võlakirjaturu väheaktiivsuse tõttu võlakirjaemissiooni korraldamisest loobuda. Kindlatele probleemsituatsioonidele vastavatele soovitudele lisaks esitati töös emissiooniga seotud isikute soovitusi, mille järgi soovitatakse jõuliselt reklaamida ettevõtte tegevusest, hoiduda maksuvõlgade tekkimisest, arvestada erinevate emissioonitulemustega ning koostada emissiooniprojekt põhjalikult ning arusaadavalt.

Ettevõtte rahastamine iseseisvalt korraldatud võlakirjaemissiooni teel ei ole väikeettevõtete seas levinud, kuid AS-i Gemhill korraldatud võlakirjaemissioon näitas, et seda saab kasutada alternatiivina traditsioonilistele laenudele. Tööst selgus, et sellise finantseerimismeetodi kasutamisega võivad kaasneda teatud probleemid, kuid võttes arvesse töös esitatud soovitusi, ei takista need emissiooni korraldamist. Seega juhib käesolev töö tähelepanu teguritele, mis võivad mõjutada võlakirjaemissiooni korraldamist ning emissiooni tulemusi, mistõttu on töö võlakirjaemissiooni korraldamisest huvitatud väikeettevõtete juhtidele praktilise väärtusega. Töö aluseks oleva situatsiooni uudsuse tõttu ei ole võlakirjaemissioonide korraldamist väikeettevõtete lähtepunktist uuritud ning seega on töö edasiarendamise võimalused laiad. Autori arvates oleks tulevikus vajalik võrrelda erinevate väikeettevõtete korraldatud võlakirjaemissioone, sest selle tulemusena võivad avalduda probleemid, millele seni ei ole tähelepanu pööratud. Käesolevat tööd oleks võimalik sügavuti edasi arendada veel võlakirjaemissiooni korraldamisele kuluva aja ja korralduskulude vähendamise eesmärgil, mida saab pidada võlakirjaemissioonide korraldamisega seotud üldisemateks probleemideks.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Anderson, E. W., Mansi, S. A.** Does Customer Satisfaction Matter to Investors? Findings from the Bond Market. – *Journal of Marketing Research*, 2009, Vol. 46, Issue 5, pp. 703-714.
2. AS Balti Investeeringute Grupp võlakirjade noteerimisprospekt. AS Balti Investeeringute Grupp, 2005, 46 lk. [http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/big2/big_prospekt_17112005.pdf]. 16.04.2012
3. AS Gemhill võlakirjade avaliku pakkumise prospekt. AS Gemhill, 2011, 112 lk. [<http://bon.ee/userfiles/Emissiooniprosppekt.pdf>]. 16.04.2012
4. **Balakrishnan, S., Fox, I.** Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. – *Strategic Management Journal*, 1993, Vol. 14, pp. 3-16.
5. **Berceanu, D.** The Financing of the Firm by Bonds. – *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 2008, Vol. 17, Issue 3, pp. 90-96.
6. **Butterworth, V.** Municipal Bonds. – *The Bottom Line: Managing Library Finances*, 1989, Vol. 2, No. 2, pp. 37-38.
7. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington: World Bank Publications, 2001, 413 p.
8. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ. Vastu võetud Euroopa Parlamendis ja Euroopa Liidu Nõukogus 4. novembril 2003. aastal. – *Euroopa Liidu Teataja*, 31.12.2003, Vol. 46, L345, pp. 356-381. [<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:06:06:32003L0071:ET:PDF>]. 16.04.2012
9. Finantsinspektsiooni juhendid. Finantsinspektsioon. [<http://www.fi.ee/index.php?id=2897>]. 16.04.2012
10. Finantsinspektsiooni märgukiri AS-le Gemhill, 01.11.2011. a. (käsikiri)

11. Finantsinspektsiooni seadus. Vastu võetud Riigikogus 9. mail 2001. aastal. – Riigi Teataja I osa, 2001, nr. 48, art. 267. [https://www.riigiteataja.ee/akt/129032012004]. 16.04.2012
12. Finantsstabiilsuse ülevaade 1/2012. Eesti Pank. 46 lk. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/finantsvahendus/_2012/fsy_112.pdf?ok=1]. 16.04.2012
13. **Hale, G., Santos, J. A. C.** The Decision to First Enter the Public Bond Market: The Role of Firm Reputation, Funding Choices, and Bank Relationships. – Journal of Banking & Finance, 2008, Vol. 32, Issue 9, pp. 1928-1940.
14. **Hashemian, R. V.** Financial Markets for the Rest of Us: An Easy Guide to Money, Bonds, Futures, Stocks, Options, and Mutual Funds. San Jose: Writers Club Press, 2001, 418 p.
15. Investeerimislaen. Tartu Hoiu-laenuühistu. [http://yhistupank.ee/arikliendile/investeerimislaen]. 16.04.2012
16. **Jeszeck, C.** 401 (K) Plans: Certain Investment Options and Practices That May Restrict Withdrawals Not Widely Understood. Darby: Diane Publishing Co., 2011, 73 p.
17. **Kaptan, S. S.** Innovative Concepts In Finance. 1st ed. New Delhi: Sarup & Sons, 2002, 164 p.
18. **Masson, D. J.** Definitions and Applications of Basic Investment Mathematics. – Journal of Corporate Treasury Management, 2009, Vol. 2, Issue 4, pp. 356-364.
19. **Myers, S.** The Capital Structure Puzzle. – Journal of Finance, 1984, Vol. 39, Issue 3, pp. 575-592.
20. NASDAQ OMX Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus. NASDAQ OMX Tallinn. [http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/bors/ettevotest/nasdaq-omx/nasdaq-omx-tallinn/]. 16.04.2012
21. NASDAQ OMX Tallinna börsi hinnakiri. NASDAQ OMX Tallinn, 2012, 16 lk. [http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/hinnakiri-25-01-2012-est.pdf]. 16.04.2012
22. NASDAQ OMX Tallinna börsi reeglistik. NASDAQ OMX Tallinn. [http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/bors/reegliid-ja-oigusaktid/]. 16.04.2012

23. Nõuded väärtpaberite avaliku pakkumise, kauplemis- ja noteerimisprospektile. Rahandusministri määrus 4 9. jaanuarist 2006. a. – Riigi Teataja IV osa, 2006, nr. 10, art. 189. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/985983>]. 16.04.2012
24. **Ocnean, M., Sirbulescu, C.** The Bond Issuing Process. – *Lucrari Stiintifice Seria I*, 2009, Vol. 11, Issue 3, pp. 1-7.
25. **Oglesby, D. W.** Bonds. – *Concise Encyclopedia of Investing*. New York: Haworth Press Inc., 2007a, pp. 5-6.
26. **Oglesby, D. W.** Municipal Bonds. – *Concise Encyclopedia of Investing*. New York: Haworth Press Inc., 2007b, pp. 43-44.
27. **Oglesby, D. W.** Zero-Coupon Bonds. – *Concise Encyclopedia of Investing*. New York: Haworth Press Inc., 2007c, pp. 80-80.
28. Pisuke, Erki. (Tartu Hoiu-laenuühistu peajurist). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. *s.l.*, 13. aprill 2012.
29. Prospectus For The Public Offering Of Securities In Europe: European and National Legislation in the Member States of the European Economic Area. Vol. 1. General Editor D. V. Gerven. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, 503 p.
30. **Raudvere, Harry.** (AS Gemhill nõukogu liige). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. *s.l.*, 10. aprill 2012.
31. Registreeritud prospektid. Finantsinspektsioon. [<http://www.fi.ee/index.php?id=2371>]. 16.04.2012
32. **Sarkar, S., Zapatero, F.** The Trade-Off Model With Mean Reverting Earnings: Theory and Empirical Tests. – *Economic Journal*, 2003, Vol. 113, Issue 490, pp. 834-860.
33. Tartu Ülikooli õigusteaduskonna väärtpaberituruõiguse õppeaine III loengu läbiviija Gerd Laub-i loengulaidid, 2011. a. (loengumaterjal)
34. **Tawatnuntchai, O., Yaman, D.** Why Do Frims Issue Global Bonds? – *Managerial Finance*, 2008, Vol. 38, No. 1, pp. 23-40.
35. Tehingustatistika. Eesti Väärtpaberikeskus. [http://statistics.e-register.ee/et/trading-statistics?tab=type&type=D&security=&date_from=01.01.2007&date_to=01.01.2012&groupby=year¤cy=EUR]. 12.04.2012

36. **Thau, A.** The Bond Book: Everything Investors Need to Know About Treasuries, Municipals, GNMA's, Corporates, Zeros, Bond Funds, Money Market Funds, and More. 3rd ed. *s.l.* The McGraw-Hill Companies Inc, 2010, 400p.
37. Turukapitalisatsioon. Eesti Väärtpaberikeskus. [http://statistics.e-register.ee/et/capitalization/1/?date_from=01.01.2007&date_to=02.05.2012¤cy=EUR]. 12.04.2012
38. **Vàradi, K.** Relationship Between Industry and Capital Structure From an Asymmetric Information Perspective. – International Journal of Management Cases, 2011, Vol. 13, Issue 3, pp. 304-314.
39. **Williamson, O.** Corporate Finance and Corporate Governance. – Journal of Finance, 1988, Vol. 43, No. 3, pp. 567-591.
40. Võlaõigusseadus. Vastu võetud Riigikogus 26. septembril 2001. aastal. – Riigi Teataja I osa, 2001, nr. 81, art. 487. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/108072011021>]. 16.04.2012
41. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtja (VKE) definitsiooni selgitus vastavalt Euroopa Komisjoni määruse 800/2008/EÜ lisa 1-le. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus, 6 lk. [<http://www.eas.ee/images/doc/ettevotjale/vke-definitsiooni-selgitus.pdf>]. 09.03.2011.
42. Väärtpaberite pakkumine ja nendega kauplemine. Finantsinspektsioon. [<http://www.fi.ee/index.php?id=2982>]. 28.03.2012
43. Väärtpaberituru seadus. Vastu võetud Riigikogus 17. oktoobril 2001. aastal. – Riigi Teataja I osa, 2001, nr. 89, art. 532. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/129032012026>]. 16.04.2012

LISAD

Lisa 1. Eesti võlakirjaturu tehingustatistika perioodil 2007-2011

Kuupäev	Börsitehingud			Börsivälised tehingud		
	Tehingute arv	Väärtpaberite arv	Käive (EUR)	Tehingute arv	Väärtpaberite arv	Käive (EUR)
2007	1	10 000	10 571	3 482	385 030 939	160 365 258
2008	0	0	0	3 209	1 665 151 073	260 348 236
2009	0	0	0	1 396	863 231 789	47 619 462
2010	0	0	0	948	275 898 473	15 689 602
2011	0	0	0	511	174 185 336	39 810 521

Allikas: (Tehingustatistika 2012); autori koostatud

Lisa 2. AS Gemhill emissiooniprospekti sisukord

KOKKUVÕTE 2

Sisukord 6

1. Andmete õigsuse kinnitused 8
 - 1.1. Emitendi andmete õigsuse kinnitus 8
 - 1.2. Andmed audiitori ning auditi tulemuste kohta 9
 - 1.3. Pank ja õigusabi 9
 - 1.4. Emissiooni korraldaja 9
2. Emissiooni riskitegurid 11
 - 2.1. Riskitegurid 11
3. Emissiooni tingimused 18
 - 3.1. Emissiooni tingimused 18

Lisa 2 järg

3.2.	Emissiooni korraldus	22
3.3.	Investori õigused	24
3.4.	Emitendi vastutus ja vaidluste lahendamine	26
4.	Emitent ja emitendi aktsiakapital	28
4.1.	Üldinformatsioon emitendi kohta	28
4.2.	Investorile kättesaadavad dokumendid	28
4.3.	Emitendi aktsiakapital	28
5.	Emitendi äritegevus	30
5.1.	Ajalugu ja üldinfo	30
5.2.	Müük	30
5.3.	Käive	33
5.4.	Tootmine	35
5.5.	BonBon Lingerie kaubamärk	37
5.6.	Olulised mõjud ettevõtte äritegevusele	39
5.7.	Kinnisvara- ja rendipinnad	39
5.8.	Arbitraaži- ja kohtuvaidlused	40
5.9.	Emitendi investeerimispoliitika	40
6.	Emitendi finantsandmed	43
6.1.	Bilanss ja audiitori järeldusotsus	43
6.2.	Emitendi 2009 ja 2010 majandusaasta andmete võrdlusandmed	43
6.3.	Muutused majanduslikus seisundis pärast viimase majandusaasta lõppu	45
6.4.	Laenukohustused	51
6.5.	Käibekapital	53
6.6.	Toetused	53
6.7.	Müügikate	54
7.	Informatsioon emitendi omanike, juhtimisstruktuuri ja töötajate kohta	55
7.1.	Omanikud	55
7.2.	Juhtkond	56
7.3.	Juhtimisstruktuur	58
7.4.	Töötajaskond	59

Lisa 2 järg

- 8. Emitendi arengusuunad ja perspektiivid 60
- 8.1. Arengusuunad alates Emitendi asutamisest 60
- 8.2. Finantsprognoos 62
- 9. Kontaktandmed 65
- 10. Lisa 1. Gemhill OÜ 2010 majandusaasta aruanne 66
- 11. Lisa 2. OÜ Adepte 2010 konsolideeritud majandusaasta aruanne 85
- 12. Lisa 3. Gemhill AS nõukogu otsus 112

Allikas: (AS Gemhill... 2011: 6-7)

SUMMARY

BOND ISSUE BY GEMHILL LTD

Martin Loimet

It is usual for companies, that existing resources can not provide enough output for demand and therefore they can use bigger demand for expansion. It can happen by company rising capital, which can be done by common bank loan or for example, by bond issue. Bond issue is mostly used by large companies, but Gemhill's bond issue showed that bond issue is also an option for small companies, even without using any help from others institutions. In this work, the author will explain issue process and give suggestions for issue, which are made in consideration of Gemhill's bond issue. Financing small company through a bond issue is rare in Estonia, which makes this work actual. The aim of this paper is to examine, what problem situations can occur with the bond issue and to and give suggestions to forestall and resolve these problem situations. The results of this work could be used by small companies, who are interested in bond issue. To achieve the purpose the author brought four main research assignments are:

- 1) clarification of the bonds and the bond issue;
- 2) clarification of the legislation and its influence, which regulates the bond issue;
- 3) giving an overview of Gemhill's bond issue;
- 4) clarification of the problem situations, that can occur with the bond issue and giving suggestions for forestalling and resolving these problem situations.

This paper consists of two main chapters, which are theoretical and empirical. In the first chapter, the author wrote about nature of bonds, types of bonds and bond issue. The main types of bonds are fixed rate bond, perpetual bond, zero-coupon bond, floating rate bond and subordinated bond. All these bonds can be issued by companies, governments

or municipalities. It is common that the issuer use help from several institutions for organising the issue. Bonds can be issued and sold through an organising group that may consist of participants like issuer, lead manager, co-managers, underwriters, selling group and investors. However it is unlikely that Estonian companies use so many participants for the issue, because some processes can be brought together, which allow to save costs. Before the company has decided to issue bonds, it have to analyze various determinants that may affect the issue. One of the most important determinants are the company size, its demand for external funds, its credit risk, its prior funding choices and its relationships with investment banks. Thus the bond issue requires a thorough analysis of the company's financial position.

The second part of the first chapter examine, what laws and regulations are related with the process of issuing bonds. There are several regulations that affect the process of issuing bonds. For example, some laws regulate rather arrangement of the issue and some regulate the process of compiling issue prospectus. It is possible for the issuer to offer bonds on the secondary market which is known as the stock exchange. There are many rules and regulations for joining the stock exchange and offering bonds through this. It is strictly suggested that companies must comply with the regulations, otherwise it is impossible to issue bonds.

In the second chapter, the author described Gemhill's business and bond issue terms. Gemhill Ltd is established in 2009 and its main activity is producing and selling women's underwear under trademark BonBon Lingerie. The purpose of the issue was to raise capital for increasing production, creating additional jobs and marketing. The company issued 5000 unsecured fixed rate bonds and each bond nominal value was 100 euros. The annual interest rate that the issuer paid to the bond holders was eight percent. The issuer decided to issue bonds because it allows to borrow money without signing surety. Issuing bonds is not risk-free method for raising capital. The issuer presented three reasons why the issue may not be sold out entirely. The reasons were unsecured bonds, passive Estonian bond market and difficulty to set interest rate. The author was generally agree with these arguments, but in the author's opinion the first argument was not completely reasoned by the issuer.

The second part of the second chapter contained problem situations that may appear during organizing the bond issue. After finding several situations, the author made suggestions that could prevent or resolve these problem situations. Possible problem situations that could appear were lack of time, slow information movement, low-qualified organisers, companies hiding information about themselves, passive bond market and additional cost of using specialised institutions help. Presented suggestions according to problem situations were ordering organization of the issue, reducing bureaucracy, studying regulations and other prospectuses of bonds issued, creating accurate prospectus, marketing the bond issue and using specialised institutions help if needed. In addition to the author, the persons related to the issuer added their own suggestions for organizing the bond issue.

As a source of information, the author used English literature, Estonian regulations, prospectuses of bonds issued in Estonia, Gemhill's documents and interviews with the persons related to the issuer. According to information of author's, there has been no research made on the bond issues of Estonian small companies. This research has been made on the basis of Gemhill's bond issue, which is one of the few bond issuance that are organised by small company, without any help from institutions that specialise in organising issues. Thus it can be considered as an actual research that can be used in practice. Since this subject have not been studied in depth, there are lot of opportunities for further research, like for example, related to aspects of costs.