

RIIGI ROLL RISKIKAPITALITURUL EESTI NÄITEL

Tiina Liblik

Sissejuhatus

Üha tihenev konkurents globaliseerivas maailmas sunnib otsima erinevaid lahendusi majanduse jätkusuutliku arengu ja mõõduka kasvu tagamiseks. Üheks võimalikuks lahendiks on ettevõtluse toetamine, mis on sattunud kõrgendatud tähelepanu alla seoses 2000. aastal Euroopa Liidus Lissaboni strateegia raames algatatud majandusreformidega. Kuivõrd ettevõtluskliima oluliseks soodustajaks on riskikapitaliturg, sai reformide üheks oluliseks osaks juba 1998. aastal alguse saanud riskikapitali tegevusplaani („*Risk Capital Action Plan*”) elluviimine. Riskikapitali tegevusplaani eesmärgiks oli eelkõige ühtse toimiva riskikapitalituru väljaarendamine Euroopas vähendamaks mahajäämust võrreldes riskikapitalituru arenguga USAs. Riskikapitalisektori olulisuse teadvustamisest ja teema aktuaalsusest eriti Euroopas annavad tunnistust ka EL tasemel riskikapitali tühimiku probleemiga tegelevad organisatsioonid, nagu Euroopa Investeerimispank (EIB – *European Investment Bank*), Euroopa Investeerimisfond (EIF – *European Investment Fund*) ja Euroopa Riskikapitali Assotsiatsioon (EVCA – *European Venture Capital Association*).

Arvestades eeltoodut, on riskikapitali temaatika käsitlemine igati põhjendatud ka Eesti kontekstis. Paraku on kohalik arutelu laiemal avalikkuse jaoks keskendunud põhiliselt riskikapitali valdkonna ühele spetsiifilisele segmendile – riigi sekkumisele riski-

kapitalifondi vormis ilma taustsüsteemi analüüsimate. Käesoleva artikli eesmärgiks ongi käsitleda riskikapitalituru ja selle arenguga seotud probleeme laiemas spektris, mis lõppkokkuvõttes võimaldaks paremini hinnata riiklike riskikapitalifondide rakendatavust ja sobivust, arvestades Eestile iseloomulike tunnustega. Seega, käesoleva artikliga soovib autor laiendada riskikapitalialase diskussiooni kandepinda. Eelnevalt tulenevalt on artiklis leidnud põhjalikumalt käsitlust riigi sekkumisega kaasnevad võimalikud negatiivsed efektid, millele fondi asutamise üle otsustamisel peaks pöörama rohkem tähelepanu, kui on tänaseni tehtud.

Käesolevas töös käsitletakse riskikapitali kui professionaalsete investorite poolt pikaks perioodiks omakapitali vormis tehtud investeeringut mittenoteeritud ja uutesse ettevõtetesse, kusjuures peamine tasu on lõpuks saadav kapitalikasu, mis on toetatud vahepealsete dividendimaksetega. Riskikapitalifondi puhul on tegemist formaalse riskikapitalistiga, mis investeerib nii avalikku kui ka erasektori päritolu kapitali eelkõige äri alustavasse riskantsemasse ettevõttesse (Manigart *et al* 2000).

Mõistmaks riskikapitaliturule omast mittefunktsioneerimist loomulike arengute tulemusena, peab autor esmalt vajalikuks tutvustada lühidalt probleemi majandusteoreetilist tausta ja seni rahvusvahelise praktika näitel kinnitust leidnud põhjuseid. Seejärel hinnatakse kohalikku majanduskeskkonda riskikapitalisti seisukohast, välja selgitamaks just Eesti riskikapitalituru arengut mõjutavad ja takistavad tegurid ning alles seejärel asutakse konkreetsete lahenduste analüüsile, mis on praeguseks pakutud. Seega on autori eesmärgiks hinnata ja võrrelda kahe riskikapitalifondi vormi – Riikliku Riskikapitali Fondi ja Arengufondi sobivust, arvestades lõpptulemuse edukuse kujunemisel fondi vormi valiku olulisuse kõrval võrdselt ka tänase Eesti vajaduste ja võimalustega. Viimasele aspektile on seni vähem tähelepanu pööratud. Sama oluline on mõista, miks pole kumbki fond siiani rakendunud ning millised oleksid nende fondide loomise tagajärjed ning kui-

das need haakuksid riskikapitalisektori, sealt edasi ettevõtluse ning lõpuks majanduse kui terviku soovitatavate arengutega Eestis.

1. Riigi riskikapitaliturgu sekkumise alus

1.1. Riskikapitali puudulikkus ja tagajärjed

Riigi sekkumist riskikapitaliturgu põhjendatakse teaduslikus plaanis turutõrkega, mille korral turu iseeneslikud protsessid ei taga Pareto-optimaalset tasakaalulahendit, luues nii riigi sekkumise ajendi. Turutõrgete üheks vormiks on puudulikud turud (*incomplete markets*), mille korral erasektor ei tule toodete või teenuste pakkumisega toime isegi olukorras, kus nende tootmiseks tehtavad kulud on tarbijate maksevalmidusest väiksemad. Riskikapitalituru olulisimaks puudulikkuse põhjuseks innovatsiooni, tehingu jõustamis- ja transaktsioonikulude kõrval peetakse informatsiooni asümmeetriat, mis iseloomustab olukorda, kus tehinguosalistel on erinev informeeritus (Stiglitz 2000).

Informatsiooni asümmeetria põhiteesid riskikapitalirahanduses väidavad, et asümmeetrilist informatsiooni esineb kahes vormis.

1. Varjatud info (*hidden information*), mille puhul ühel tehinguosalistest on oluline informatsioon, mida teine ei tea, ning mis viib negatiivse valikuni (*adverse selection*) ehk antud juhul halbade äriprojektide valimiseni (Amit *et al* 1998).

2. Varjatud tegevus (*hidden action*) seisneb aga osaliste jõupingutuste mittejälgitavuses, mis viib moraaliriskini (*moral hazard*) ehk antud juhul pärast ettevõttesse sisenemist ei anta investorile piisavalt infot selle kohta, kuidas tema raha kasutatakse (Bergemann, Hedge 1998).

Mõlemal juhul on tegemist infovaegust iseloomustava situatsiooniga, mis esimesel juhul osaliste erinevate huvide ning asümmeetrilise informatsiooni korral viib oportunistliku käitumiseni, teisel juhul aga võivad tagajärjeks olla valed investeerimisotsused ettevõtte minevikku kajastava operatiivinfo puudumise tõttu,

andes nii tunnistust esindamiskontseptsiooni ehk printsiipaali ja agendi suhte (*principal-agent problem*) olemasolust riskikapitaliturul (Christofidis, Debande 2001). Seega võib öelda, et riskikapitaliturule on sissekodeeritud turutõrge selle ülesehituse tõttu, mis tuleneb infovaegusest.

Analüüsides riskikapitaliturul liikuvat infovoogu, saab väita, et nõrgemas positsioonis on riskikapitali pakkuja, kuivõrd riskikapitali saavat ettevõtet iseloomustavad traditsiooniliselt tunnused, nagu noor iga, kõrgetehnoloogiaalane tegevusvaldkond ja börsil mittenoteeritus. Nimetatud tunnused määravad riskikapitalistidele pakutava informatsiooni olemuse, hulga, kättesaadavuse ja jaotuse turuosaliste vahel. Väidetakse, et riskikapitaliturgu iseloomustava asümmeetrilise informatsiooni probleem on tekitanud niši riskikapitalistidele, kuivõrd neid peetakse pädevaks orienteeruma infovaeguse oludes ja on empiirilisel tõestatud, et riskikapitalistid saavutavad siiski oma suurema nõutava tulunormi tänu ettevõtete nõustamisele ja investeringu aktiivsele juhtimisele. Tegelikkus aga näitab, et riskikapitalistide tegevuse tagajärjel oodatavat tulemust majanduse elavdamise, tööpuuduse vähendamise ning regionaalse arengu ühtlustamise näol pole suudetud saavutada. Asümmeetrilise informatsiooni olemasolu on viinud hoopis valedeesse projektidesse investeerimiseni, projektide üle- või alahindamiseni, investeringutest loobumiseni, investeringu lükkamiseni hilisemasse tegutsemisfaasi või vähem tehnoloogiaintensiivsetesse ettevõtetesse panustamiseni, vähendamaks investorite riski. Kõiki neid infovaegusega seotud probleeme süvendab veelgi riskikapitali leviku puhul oluline vahemaa ehk geograafilise distantse olemasolu, sest riskikapitali investering nõuab spetsiifilise informatsiooni olemasolu. Teisiti väljendudes eeldab see riskikapitalisti poolt oluliselt sügavamaid teadmisi riskikapitali saaja tulevase äritegevuse ja tegutsemiskeskonna kohta ning vahetut kontakti.

Riskikapitali tühimiku suurust hinnates (USA riskikapitalituru uuringute põhjal, kuivõrd ELs vastavad andmed puuduvad) võib

öelda, et aastas jääb turu puudulikkuse tõttu u 120 tuhande ettevõtte nõudlus riskikapitali järele rahuldamata, igauks potentsiaalse töötajaskonnaga 10–250 inimest. Investeeringu tühimiku suurus on u 60 miljardit dollarit, 250 tuhandest kuni 5 miljoni dollarini projekti kohta (Innovative instruments... 2001). EL probleem on aga veelgi suurem, kuivõrd USA finantssektor suudab pakkuda ettevõtetele laiemat valikut finantsinstrumente; ajalooliselt on äriinglite – üksikindiviididest ehk informaalsete riskikapitalistide (*business angels*) osa olnud suurem ning ligipääs ettevõtetele lihtsam, samuti on ettevõtted ELs ise varasemate kogemuste puudumise tõttu riskikapitalile vähem vastuvõtlikud .

1.2. Riskikapitalituru olulisus kui riigi sekkumise ajend

Riskikapitalituru tähtsus seisneb selle olulisuses kogu majanduse toimimiseks tervikuna ning väljendub kasus, mis turuosaliste jaoks avaldub. Riskikapitali pakkujatel on võimalik osa saada ettevõtete kasvust nende kõige kõrgema IRRi (*internal rate of return* – sisemine tulusus ehk rentaablus) perioodil, diversifitseerides alg- ehk *start-up*-faasis tegutsevatest ettevõtetest koosnevat portfelli erisuguste projektide lülitamisega ühte investeerimistsükklisse. Riskikapitali saajate jaoks seisnevad eelised eelkõige ettevõtja väiksemas omapoolses alginvesteeringus, suuremas sõltumatuses pangandussektorist, riski vähenemises selle jagamise tõttu investoriga ning riskikapitalisti pakutavas nõus ja infos. Kokkuvõttes väljenduvad eespool kirjeldatud eelised ettevõtte efektiivsemas majandamises, kiiremas kasvus ning seega ka kiiremas väärtusloomes (Kõomägi 2003).

Rääkides eespool mainitud turuosaliste kasudest, tuleb kindlasti eraldi vaadelda ka majanduse kasu tervikuna, kuivõrd empiiriliselt on tõestust leidnud fakt, et riskikapitalisektor on väga suur töökohtade looja ja innovatsioonile kaasaaitaja, mis seletab riigi huvi selle sektori tegusa toimimise vastu (Leleux, Surlemont 2003). Ka viimased arengud ELi riskikapitaliturul annavad tunnistust just valitsuse osatähtsuse suurenemisest selles vallas, kui-

võrd 1997. aastal moodustas avalik sektor 33% riskikapitali pakkumisturust, mis viimaste andmete kohaselt 2002. aastaks oli kasvanud 44%le (Risk Capital Action ... 2003).

Veendunud riskikapitalituru olulisuses kogu majandusarengu seisukohalt ning olles teadlik seal valitsevast turu puudulikkusest, on leitud ajend riigi sekkumiseks. Riik kui majanduspoliitika eluviija saab riskikapitaliturgu mõjutada oma aktsioonide kaudu riskikapitali pakkumise poolel nii otseselt kui kaudselt, mis väljendub turuosaliste tegevuste suunamises soovitud tulemuste poole. Otsese mõjutusvahendi puhul eksisteerib riigi ja riskikapitalituru osalise vahetu kontakt, kaudsete mõjutusvahendite puhul stimuleeritakse aga teisi institutsioone või struktuure, mis omakorda avaldavad mõju riskikapitalituru osalistele. Otsese sekkumise puhul mängib olulist rolli sekkumise objekt ehk millist riskikapitalituru osalist mõjutatakse – kas keskendutakse otse riskikapitali saajale või tehakse seda riskikapitali pakkuja motiveerimise kaudu, kelle ülesandeks jääb ise leida potentsiaalsed riskikapitali saavad ettevõtted.

Kõige laiemal tasandil mõjutab riik riskikapitali pakkumist kehtestatud majandussüsteemi ja seal kehtivate majandusagentide tegevust reguleerivate seaduste kaudu, mille tagajärjel kujuneb ettevõtluskeskkonna kliima. Olulist osa mängib siin kapitali liikumist, kaitset, omandust ja maksustamist puudutav õiguslik regulatsioon, mille puhul võib öelda, et ettevõtjakesksem Anglo-Ameerika süsteem soodustab oluliselt riskikapitalituru arengut (Leleux, Surlemont 2003).

Riigi sekkumist pooldavaks argumendiks on empiirilisel tõestatud fakt, et riiklik riskikapitalifond on oma tegevusega turgu elavdanud signaliseerimise kaudu, mis omakorda on juurde toonud ka erariskikapitali. Signaliseerimisele osutatakse siin erilist tähelepanu, kuivõrd on levinud arvamus, et riik, valides välja ettevõtteid, toimib ühtlasi ka sertifitseerijana ning seega vähendab asümmeetrilisest informatsioonist tulenevat infovaeguse probleemi. Teise sekkumise põhjusena väidetakse just sotsiaalseid

kasusid, mis lisanduvad puhtale erasektori tulude kasvule (Lerner 1999). Seda tänu avaliku sektori olemusele, mis võimaldab projektide hindamisel ja elluviimisel pöörata tähelepanu rohkem ühiskonna üldisele heaolu kasvule ning arvestada projektide tulu- suse hulka näiteks ka positiivseid välismõjusid.

1.3. Riigi sekkumise võimalikud negatiivsed mõjud

Riikliku riskikapitali pakkumise puhul tuleb arvestada peale eel- arveliselt ettemääratud ressursside piiratuse ka erinevate huvi- gruppide paljususe, nende nõudmiste ja vajadustega. Siin on olu- line, et turule sekkumisega ehk iseeneslike protsesside regulee- rimise või suunamisega ei tekitataks olukorda, kus tulemus on algeisundist kehvem. Ressursside ebaefektiivse ümberjagamise tulemusena erisuguste prioriteetide vahel võib valedel valikutel puhul olla tagajärjeks riiklike vahendite vähenemine ning veelgi ebaefektiivsemalt toimiv turg. Sellise probleemipüstituse taustal on aktuaalne küsimus, kuidas riigi sekkumine on puuduliku turu tagajärg või on põhjuslikkus hoopis vastupidine, ehk riigi sek- kumine on tekitanud olulisi häireid ning moonutanud turgu suu- nas, kus erasektor polegi enam võimeline toime tulema. Turuhäi- rete negatiivseimad põhiefektid on seotud erainvestorite ehk üle- jäänud finantsturu jaoks investeringute väljatõrjumise efektiga. Ettevõtete jaoks avaldub aga turuhäire finantsturul toimunud moonutuste tõttu potentsiaalsest riskikapitalist ilmajäämisest. Vaadeldes esiteks häiret erasektori investorite jaoks, on väljatõr- jumise efekti aluseks eelkõige riikliku riskikapitali pakkumine tu- rul kehtivast madalama intressimääraga, mida võimaldab sot- siaalse diskontomäära kasutamine projektide hindamisel.

Era-riskikapitali väljatõrjumise tagajärjel võib turuintresside moonutamine viia kapitali mitteoptimaalse allokatsioonini ja kaasa tuua ka turu tasakaaluseisundile mittevastava võõrkapitali hinna, kuidas see võib osutada osadele investoritele, kes riski- kapitaliturul madalamate intressimääradega toime ei tule, ainsaks teenimisvõimaluseks. (Leleux, Surlemont 2003) Erainvestorite

väljatõrjumine võib viia riskikapitalituru kogumahu vähenemisele, mis omakorda jätab ettevõtjad, kes tegutsevad sektorites, mis riiklike riskikapitalifondide prioriteetide hulka ei kuulu, või sektorites, kus nõudlus ületab oluliselt riiklike ressursside olemasolu, kapitalist ilma. Samuti võib esineda sektorites, kus riigi valmidus on riskikapitalinõudlusest suurem, ettevõtjate aktiivsuse langust ning orienteeritust just riiklikele programmidele, mis investeringute jada katkemisel võib põhjustada ettevõtete jätkusuutliku arengu olulisi häireid. Lisaks võib innovatsiooni oluline riiklik toetamine, mis väljendub teadus- ja arenduskulude kasvatamises ettevõtete tasandil, vähendada akadeemilise teaduse rahastamist (Lerner 1999).

Samuti ilmnevad paljud häired otseselt valitsuse enda tegevuse tulemusena, mis on põhjustatud ametnike käitumisest ning tegutsemismotiividest. Esiteks on küsitav valitsuse sekkumist põhjendav argument, mis seostub erasektori investorite signaaliseerimisega asümmeetrilise informatsiooni vähendamiseks (Lerner 1999). Signaaliseerimine ehk riskikapitali väärivate sektorite ja projektide väljavalimine eeldab ametnike täielikku kompetentsust, millele lisandub ka võime pakkuda professionaalset mitterahalist abi ehk infot ja nõu, mis on riskikapitali mõiste kohaselt oluliseks eeliseks võõrkapitali ees. Praktika on aga näidanud, et just mitterahalise panuse poolest jäävad ametnike teadmised puudulikuks. Eelmine väide ei pruugi kehtida riskikapitalituru faasis, kus erasektori riskikapitalistid üldse puuduvad ja turu arendamisega alustavatel riigistruktuuridel on tähtis roll ametnikest investorite väljakoolitamisel, kes hiljem võivad suunduda erasektori riskikapitalistideks.

Tänapäeval on aga riskikapitalituru üldise arengu ja rahvusvahelistumise tagajärjel erasektor valdavalt kompetentsem riiklikest riskikapitalistidest, mille tõttu on võimalik, et riigipoolne signaaliseerimine toob kaasa hoopis vastupidise efekti, mis on põhjustatud valitsuse valedest valikutest ning ebaõnnestunud investeringutest (Lerner 1999). Signaaliseerimine, mis toimiks ühtlasi serti-

fitseerimisena, võib aga samuti tekitada ettevõtjatele lisabarjääre riskikapitali hankimisel, mis tuleneb nii bürokraatlike takistuste ületamisest kui ka tingliku sertifikaadi vajalikkusest atraktiivsuse tõstmiseks erainvestorite jaoks.

Sama oluline on arvestada ametnike käitumismotiive ja tagamaid, kuna siingi mängib oportunism ning riskide minimeerimine oma osa. Ametnike investeerimisotsuste mõjutegureid võib vaadelda nii võimu kui ka tulu saamise aspektist. Võimu kasutamise seisukohalt võib ametnikel olla kalduvus investeerida poliitiliselt seotud või jõuetutesse ettevõtetesse (Leleux, Surlemont 2003). Esimesel juhul on põhjuseks kindlate ettevõtjatest huvigruppide toetamine, teisel juhul eelkõige regionaalse arengu tagamine, mille kaugem eesmärk on ikkagi sama – valijate häälte maksimeerimine.

Tulude seisukohalt võib investeerimisotsuseid vaadelda nii riigi kui terviku kui ka ametniku positsioonilt. Ülalkirjeldatud ametnike kompetentsuse küsimus võimaldab ka selgitada, miks riiklike riskikapitalifondide puhul räägitakse nn koore riisumise efektist, kuivõrd kalduakse investeerima ettevõtetesse, mille riskitase on madalam ning mis suudaksid hankida kapitali ka era-riskikapitaliturult. Samuti on empiirilisel tõestatud, et investeerima kiputakse vähem tehnoloogiaintensiivsetesse sektoritesse ja hilisemasse tegutsemisfaasi kui stardifaas, sest nende tingimuste puhul on eksimise tõenäosus ning seega võimalik riigi raha kaotus väiksem. Ebaõnnestumise korral ähvardab poliitikuid aga oht mitte saada tagasivalituks (Lerner 1999). Ühtlasi on loomulik, et riskikapitalituru efektiivsus võib tekitada valitsusele sekkumissoovi, kuivõrd selles nähakse lisatulu teenimise ja võimu laiendamise võimalust, mis omakorda võib käivitada kapitali väljatõrjumise efekti.

Tagasivalimiskriteeriumiga arvestamine viitab omakasu eesmärgil tegutsemisele. Ametnike tasandil on oluline juhtida tähelepanu võimalikele erinevustele tasustamissüsteemides, võrreldes erasektoriga, kuivõrd riiklike riskikapitalifondide puhul on enam

levinud kindlasummalise tasu vorm, mitte tulemustasu sõltuvalt projektist (Leleux, Surlemont 2003). Seetõttu ei pruugi ametnikud lähtuda alati projektide tegelikust kvaliteedist ning riigi prioriteetidest, vaid pigem lasevad mõjutada ennast teistest eespoolkirjeldatud võimuga seotud aspektidest omakasu eesmärgil.

Ülalkirjeldatud riiklike riskikapitalifondide tegevuse tulemusena võidakse aga jõuda olukorrani, kus algne sihtturg riskikapitali investeringutele ehk kõrgetehnoloogiasektori ettevõtted, kes vajavad riskikapitali tegevuse algfaasis, jäävad ikkagi kapitalipuudusesse ning eesmärgid, mille saavutamiseks on peetud parimaks vahendiks riskikapitalisektorit, jäävadki saavutamata.

Kokkuvõttes on aga senine praktika vähemalt EL tasandil näidanud, et olulist väljatõrjumisefekti aset pole leidnud ning signaalseerimine on mingil määral toimunud, kuivõrd riskikapitalituru kogumaht on absoluutsuurustes kasvanud (Leleux, Surlemont 2003). Seetõttu on riigi sekkumine leidnud hulga toetavaid argumente, arvestades ühtlasi riskikapitalituru tõrke tugevust, mis on ELis loomulike protsesside tulemusena tekkinud. Seega, arvestades riigi sekkumise olulisust riskikapitaliturule, analüüsitasegi järgnevalt sekkumise võimalusi Eestis, pöörates tähelepanu kohaliku keskkonna eripärale, omadustele ja vajadustele eelkõige riskikapitali pakkuja silmade läbi, kelle tegevust riskikapitaliturul valitsev turutõrge just kõige enam pärsib.

2. Riskikapitaliturg Eestis

Riskikapitali temaatika põhirõhk on Eestis praeguseni keskendunud eelkõige debatile erinevate riskikapitalifondi vormide valiku ja seega otsest riigi sekkumist praktiseerivate instrumentide üle, milles nähakse lahendust riskikapitali tühimiku täitmiseks kohalikul turul. Just keskendumine eelkõige akuutse kapitalivajaduse rahuldamisele on antud valdkonna probleemide lahendamisel lükanud väljapakutud variandid ja arutelu liiga kitsasse spektrisse ning teadvustamata on jäänud riigi sekkumise lõppeesmärk: ta-

gada riskikapitalituru tegus toimimine. Teisisõnu, peaks jõudma riskikapitalituru sellise arengutasemeni, kus riigi katalüseeriva rolli tulemusena on tekkinud olukord, mille puhul erasektor suudab ise tagada efektiivse riskikapitalituru ning annab seega riigile võimaluse taanduda jõulisest sekkumisest ja vähendada võimalike riigitõrgete avaldumist.

Eelnevalt tulenevalt uuritakse esmalt Eesti majanduskeskkonna kliimat riskikapitalisti seisukohalt. Seejärel antakse lühiülevaade algatustest sekkuda riskikapitaliturule nii kaudsete kui ka otsete riiklike meetmetega. Põhitähelepanu osutatakse riiklikele riskikapitalifondi vormidele, andmaks hinnangut nende potentsiaalsele sobivusele, arvestades riskikapitalituru arengutaset ja Eestile iseloomulikke majanduskeskkonna tingimusi. Artikli viimases osas esitab autor oma arusaama sobivaimast riiklikust riskikapitalifondist.

Riigi sekkumise vajalikkuse ja intensiivsuse analüüsil tuleb keskenduda nii asukohaspetsiifilistele, ajalistele kui ka sekkumist võimaldava majanduspoliitilist instrumenti puudutavatele faktoritele, kus tulemuste sünteesil on oluline sobitamine sekkumise lõplike eesmärkidega. Leidmaks sobivaimat varianti antud juhul riikliku riskikapitalifondi rajamiseks Eestisse, tuleks seega esmalt läbi viia situatsioonianalüüs, mis laias osas koosneb kahest etapist.

Esmalt tuleks analüüsida ettevõtluskliimat riskikapitalistidele olulistest aspektidest, mis sisuliselt tähendab keskendumist kaudsete riigi sekkumisvahendite olemasolule ja eripärale, mille põhjal oleks võimalik teha kindlaks nii riskikapitalituru arengut soodustavad kui ka takistavad tegurid. Teiseks oluliseks osaks on kindlaks määrata riskikapitalituru arengutase, mis sisuliselt annab vastuse fondi rakendamise seotud ajalisele aspektile. Viimane on omakorda fondi elujõulisuse edukuse osas üks määravatest faktoritest. Alles seejärel saab teha sobivaima fondivormi valiku ehk leida viis, kuidas riik saaks sekkuda riskikapitaliturgu

kujul, mis võimaldab saavutada püstitatud eesmärged kogu majanduse tasandil.

2.1. Majanduskeskkond kui riskikapitalituru arengu mõjutaja

Enne riskikapitalituru arengutaseme määramist peab autor vajalikuks käsitleda Eesti majanduskeskkonda iseloomustavaid aspekte, mis on siinse turu arengut enim mõjutanud. Kõige laiemas plaanis on ettevõtluskliima mõjutatud kehtivast majandussüsteemist ning seal toimivast õiguslikust raamistikust. Eesti positsioneerib ennast kui vabaturumajandusega avatud ja väikese majandusega riiki, mis on panustanud ettevõtlust soodustava liberaalse maailmavaate rakendamisele, eriti taasiseseisvumise algusaastatel, saavutamaks kiiremat majandusarengut nii ettevõtliku sisekapitali kui ka kiiret kasvu otsiva väliskapitali abiga.

Taasiseseisvumisperioodi valitsuste valdavalt ettevõtjaid soosiv poliitika on olnud heaks eelduseks riskikapitalituru väljakujundamiseks ja riiklikuks algatuseks selles vallas. Konkreetsete tegudeni pole aga jõutud, kuivõrd ka ettevõtjate toetamisel on lahkarvamused: liberaalsema vaatega erakonnad ei pea otstarbekaks nõrkade ettevõtjate toetamist, sotsiaalseid väärtusi enam rõhutavad erakonnad lähtuvad aga regionaalsetest ja sotsiaalsetest vajadustest. Nii ollaksegi praeguses Eestis seisus, kus ettevõtjate toetamises omakapitali kujul, mis määrab paljuski selle sektori vitaalsuse, pole jõutud poliitilise kokkuleppeni. Probleemi võimendab veelgi ühiskonna vastuseis toetada ettevõtlussektorit riigi vahenditega, jättes tähelepanuta tavakodaniku huvile lähedased valdkonnad, nagu sotsiaalsfäär, haridus jne.

Õigusliku regulatsiooni poolest võib Eesti asetada Mandri-Euroopa õigussüsteemi, mis seob selle kiirema majandusarengu tugevalt pangandussektoriga. Seega võib öelda, et ühelt poolt on Eesti riik teinud palju kapitali ligimeelitamiseks ja vaba liikumise soodustamiseks, kuid teisalt on kehtiv Mandri-Euroopa õigus-

süsteem, mis tagab pangandussektori huvide parema esindatuse erinevalt investorite huvidele keskendunud Anglo-Ameerika õigussüsteemist, vähem soodne riskikapitalistide jaoks.

Kuivõrd üleminekumaades on kapitalivoogude suunajateks ja majandusarengu võimendajateks pangad, on õigussüsteemi toetatav mõju veelgi tugevdanud pangandussektori eelisarengut. Selle tulemusena on pangad tänaseks omandanud ülevaatliku pildi kohalikust ettevõtlusmaastikust ning kohalikud ettevõtjad on kasutanud kapitalivajaduse küsimustes eelkõige traditsioonilisi finantsteenuseid nii kapitalituru puuduliku arengu kui ka pankade üha kasvava usaldusväärse tõttu.

Eelnevas avaldubki üks riskikapitalituru arengut senini takistav tegur, kuivõrd tugeva positsiooniga pangad tegelevad eelistatult oma toodete arenguga ning riskikapitali valdkonnas neil kogemusi ning tihti ka huvi pole. Ettevõtjatel puudub koostöökogemus riskikapitalistidega ning tihtipeale ei olda riskikapitali olemasolust või kasutamise võimalustest üldse teadlikud ehk kokkuvõttes puudub nii riskikapitali pakkumine pankade eelisseisundi tõttu kui ka nõudlus kapitalituru alternatiivsete toodete järel traditsiooniliste laenuinstrumentide kõrval.

Eesti riskikapitaliturgu iseloomustab fondide väike arv ning välistamine päritolu, mille põhjuseks on kohaliku turu puudulikkus: riskikapitalituru arengutase on madal ning puuduvad toimivad infovõrgustikud, tagamaks riskikapitali kriitilise massi ning riskikapitali vajajate ja pakkujate kokkuviiimist. Kohalike riskikapitalifondide arv on marginaalne ning traditsioonilisi riskikapitalifonde selle definitsiooni kohaselt on Eestis ainult üks – *Martinson Trigon Venture Partners*.

Enamiku fondide suunitlus on regionaalselt laiem kui Eesti, keskendudes kogu Baltimaadele või kaasates investeerimissihtidena ka potentsiaalseid ettevõtteid teistest endistest Nõukogude liiduvabariikidest. Fondide laiema geograafilise orientatsiooni põhjuseks on üks oluline Eesti riskikapitalituru arengut pärssiv asjaolu

– Eesti turg on liiga väike projektide kriitilise massi saavutamiseks ja fondi investeerimisportfelli riski diversifitseerimiseks, mis koosneks tehnoloogiamahukatest innovaatilistest ettevõtetest.

Era-riskikapitalituru arengut pakkumise poolel on pärssinud veel Eesti ettevõtetega seotud probleemid, mis vähendavad oluliselt fondide tegevuse atraktiivsust ja kasumlikkust. Potentsiaalsed riskikapitali vajavad Eesti ettevõtted on nii väikesed, et nende investeringuvajadus on rahvusvaheliste standardite jaoks liiga väike. Kohalike erainvestorite jaoks on omavahenditest optimaalselt diversifitseeritud portfelli osutunud aga liiga mahukaks investeringuks. Seega jäävad era-riskikapitali vähese pakkumise tõttu paljud uued ettevõtted loomata, sest neil endil puudub vajalik algkapital ning tihti ka piisavad finantsteoreetilised teadmised, mis aga riskikapitali pakkumisega samuti kaasneksid.

Seega võib öelda, et ehkki üldised majandustingimused on ettevõtluse arenguks pigem soodsad, pole need osutunud piisavaks, käivitamaks efektiivset erasektori initsiatiivil toimivat riskikapitaliturgu, mille põhjus peitub osaliselt ka Eesti turu väiksuses. Selle taustal tundub riigi sekkumine vältimatu ning seetõttu vaadeldakse järgnevalt era-riskikapitalistide tegevust mõjutavaid kaudseid sekkumisvahendeid, kindlaks tegemaks nende olemasolu ja rakendamise võimalikkuse Eesti hetke riskikapitalituru arengutaseme juures.

2.2. Kaudsete sekkumisvahendite olemasolu ja rakendatavus

Kaudsed meetmed riigi sekkumiseks riskikapitaliturule on Euroopa Investeerimispanka EIB soovitatavate strateegiate kohaselt järgmised:

- 1) väljumisstrateegiate lihtsustamine;
- 2) maksusoodustused;
- 3) tegutsevad riskikapitaliturud;

- 4) turgude likviidsuse tagamine;
- 5) äriinglite soodustused;
- 6) seadusloome (Christofidis, Debande 2001).

Eesti puhul need enamikus ei toimi. Eelnevalt toodud mõjutusvahenditest 3), 4) ja 6) kirjeldavadki riskikapitalituru reguleeritust ja arengu soodustamist kõige üldisemal tasemel. Need meetmed on seotud üldise majandusarengu taseme ja poliitilise stabiilsusega, luues nii riskikapitalituru tegevuse raamistiku, mis on oluline just välisinvestoreid silmas pidades. Likviidsuse all võib veel eraldi märkida investeringute piiranguid, mis mõjutavad peale puhaste riskikapitalifondide tegevuse ka näiteks alternatiivseid investoreid, nagu kindlustuskompaniid ja pensionifondid, kes riskikapitalituru arengu seisukohalt mängivad olulist rolli. Ülejäänud kolme võib aga pidada juba teatud mõttes suunatud mõjutusvahenditeks just riskikapitaliturule. Väljumisstrateegiate lihtsustamine on oluline nii investoritele kui ka ettevõtjatele, kuivõrd süsteemi ebatäiuslikkus sobivate väljumisvõimaluste puudumisel ning keerukus lisakulude allikana võib osutada riskikapitali investeerimisotsuste tegemisel oluliseks piduriks. Süsteemi ebatäiuslikkus võib riskikapitalistide jaoks avalduda nii investeringu väljumisvõimaluste algelises seaduslikus regulatsioonis kui ka seotuses turgude üldise likviidsusega, kus eriti tähtis on teiste väärtipaberiturgude olemasolu edukate esmaemissioonide ehk IPOde (*initial public offering*) rakendamiseks, mille kasutamise võimaluse olemasolu on riskikapitaliturgude puhul määrava tähtsusega (Christofidis, Debande 2001).

Maksusoodustusi ja soodustusi äriinglitele võib vaadelda ühes komplektis, kuivõrd äriinglitele tehtavad soodustused seisnevadki peamiselt tulumaksuvabastuse võimalustes tehtavate investeringute arvelt. Äriinglid aga väärivad eraldi väljatoomist seetõttu, et neil on väga tähtis roll eelkõige väiksemate ettevõtete rahastamisel ehk ettevõtliku algatuse madalaimal tasemel, mis riskikapitalifondide ja korporatiivsete riskikapitalistide huvifääri tihthi ei mahu (Christofidis, Debande 2001). Sageli on äriinglite ris-

kikapitali investeringuga kaasnev mitterahaline panus suurem kontakti vahetu iseloomu tõttu, mis omakorda avaldab positiivset mõju kogu projekti edukusele.

Ühe olulisema takistusena kohalike investorite silmis tuuakse välja riskikapitalialase seadustiku puudumist – mõistet „riskikapital“ seadustes defineeritud ei ole. Praegu reguleerib seda valdkonda investeerimisfondide seadus, mille kohaselt riskikapitalifondi on võimalik Eestis rajada lepingulise või aktsiaseltsina asutatud kinnise fondina, millel pole investeerimispiiranguid väärt-paberibörsil mittenoteeritud ettevõtetesse (Investeerimisfondide seadus 2004). Seaduses puuduvad konkreetselt riskikapitalisektori tegevusspetsiifikaga arvestavad klauslid, mistõttu fondide tegutsemine on nii maksustamisküsimuste, sobiva juriidilise vormi puudumise, konverteeritavate võlakohustuste kasutamise piirangu jne tõttu ebaefektiivsem.

Tegutsevaid riskikapitaliturge tuleks antud juhul vaadelda kui strateegiat kaudseks sekkumiseks, mis tuleb kõne alla keskkonnas, kus on tegemist riskikapitalituru teatud arengutasemega, mis võimaldab riigil otsesest sekkumisest loobuda ning keskenduda rohkem turu reguleerimisele, Eesti selles faasis veel kindlasti ei ole. Samuti puuduvad spetsiaalselt riskikapitalisektorile ette nähtud maksusoodustused, mille põhjuseks võib pidada Eesti majanduse noort iga ning riskikapitalituru madalat arengutaset, mille tõttu äriinglite kui oluliste investorite kultuur on alles kujunemisejärgus ning seetõttu ei ole neile erilist tähelepanu pööratud. Siinkohal väärib märkimist asjaolu, et mida vähem on äriingleid ning mida raskem on ettevõtetel nendega kontakti astuda just väljaku-junemata või väheste võrgustike tõttu, seda suurem peaks olema ülejäänud riskikapitalistide panus.

Tugevaima kaudse sekkumisinstrumendina võib vaadelda Eesti suurimaks eeliseks peetavat soodsat maksukeskkonda, mis avaldub 0% tulumaksumäära kehtestamises reinvesteeritud kasumile ning samuti Eesti Vabariigi Valitsuse kava alandada tulumaksumäära, mida kavatsetakse ellu viia ka järgnevate aastate jooksul,

ehkki aeglustatud tempos. Samuti võib positiivsena märkida maksusüsteemi proportsionaalsust (küll teatud mööndusega seoses tulumaksuvaba miinimumi olemasoluga), mille eelis seisneb selguses ja lihtsuses nii maksude administreerimisel kui ka majandusagentide võrdsel kohtlemisel ning motiveerimisel.

Toodud näidete puhul on tegemist kogu maksukeskkonda iseloomustavate tunnustega, mis kehtivad kõigile ning seega ei saa neid vaadelda ühegi sektori ning seega ka riskikapitalisektori eelisena eraldi. Küll aga võidab riskikapitalisektor üldise ettevõtluse arenguga potentsiaalse klientuuri kujunemise näol.

Väga oluline eelis riskikapitalituru arengus on turgude likviidsus, mis mängib tähtsat rolli võimaluses valida erinevate väljumisstrateegiate vahel. Eelkõige peab autor siin silmas toimivat väärtpaberiturgu. Eesti väärtpaberituru suurema likviidsuse tagamiseks on ette võetud ühinemisi nii Põhjamaade kui ka teiste Balti riikide börsidega, kuivõrd see on kohaliku turu väiksuse tõttu ainuke jätkusuutliku arengu võimalus.

Hindamaks riskikapitalifondi loomise ajalist faktorit ehk Eesti hetke riskikapitalituru arenguetappi võib öelda, et ollakse päris algetapis ning turg on välja kujunemata. Sellise hinnangu aluseks on riskikapitalisektori osatähtsus kogu kapitaliturul ning eelkõige erasektori initsiatiivikus selles vallas, millest oli juttu juba eespool. Ka riskikapitalisektoris tegutsevate eraettevõtjate koguefekt majandusele tervikuna on marginaalne ning seega ei ole Eesti riskikapitalituru elavdamiseks muud võimalust kui valitsuse kõrgendatud tähelepanu ning selle sektori eelisarendamine.

Kogu eelneva põhjal võib öelda, et ettevõtluskliima Eestis isenesest on positiivne, samas pidurdavad arengut Eestile iseloomulikust väiksusest tingitud probleemid, mille tõttu erasektori huvi riskikapitaliäri vastu on olnud seni võrdlemisi väike. Riigi sekkumise poole pealt on Eestile iseloomulik toetamine pigem mitmesuguste subsideerimisprogrammide kaudu, mille põhivahendajaks on Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus ehk EAS,

samuti on märgatav garantii-instrumentide suurem osakaal, võrreldes teiste riikidega, mis on omakorda selgitatav Kredexi tegevusega. Samas on oluline märkida, et võrreldes teiste riikidega on alternatiivsete finantseerimismehhanismide koguhulk oluliselt väiksem, mistõttu riskikapitalituru puudulikkuse probleem on veelgi võimendatud. Samuti ei ole ette võetud otseseid riiklike meetmeid omakapitaliinstrumentide kättesaadavuse parandamiseks, mis on tekitanud olukorra, kus riskikapitalituru tegusa toimimise tagamiseks on vajalik riigi otsene sekkumine.

3. Potentsiaalsete riiklike riskikapitalifondide rakendatavus Eestis

3.1. Riskikapitaliturgu otsese sekkumise alused

Elmistes peatükkides jõuti järeldusele, et Eesti riskikapitaliturg on madalal arengutasemel ning hoolimata soodsatest keskkonnamuutustest oleks vajalik riigi sekkumine. Eestis ei toimi kaudsed riskikapitaliturgu sekkumise instrumendid ning erasektor pole tänapäeval küllalt motiveeritud võtmaks riske. Seega on otsene sekkumine autori arvates paratamatu parandamiseks uute ettevõtete finantseerimise võimalusi, mis oli ühe prioriteedina kirjas ka valitsuse programmdokumendis „Ettevõtlik Eesti 2002–2006” ning on jätkuvalt oluline ka tulevikus „Eesti Edu 2014” kohaselt, mis kujutab endast Euroopa Liidu Lissaboni strateegiale toetuvat Vabariigi Valitsuse eesmärgistatud arengukava Eesti ühiskonnale (Eesti Edu 2014 2004). EL tasandil koordineerib riskikapitaliturgude arengukava Lissaboni strateegia uuendus – konkurentsivõime ja innovatsiooni raamprogramm (CIP – *Competitiveness and Innovation Framework Programme*) aastateks 2007–2013 (Konkurentsivõime ja uuendustegevuse ... 2005), mis hetkel on kogu EL jaoks võrdlemisi aktuaalne, kuivõrd otsitakse alternatiivse stagneerunud Vana-Euroopa majanduse käivitamiseks.

Eelneva taustal on Eestis tänaseks välja töötatud ka kaks ettepanekut riikliku riskikapitalifondi loomiseks, millest kumbagi ei ole tänapäevaks ellu rakendatud. Uue valitsuskoalitsiooni loomisega 2005. aasta kevadel muutus riikliku riskikapitalifondi loomise teema taas aktiivsemaks seoses majandus- ja kommunikatsiooniministri Edgar Savisaare ettepanekuga rakendada see arengufondi vormis.

Järgnevalt analüüsitaksegi kahe fondivormi projekti – Strateegiliste Algatuste Keskuse ehk SAKi Arengufondi / Tark Raha (edaspidi Arengufond) ning Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi Riikliku Riskikapitali Fondi (edaspidi RRF) – kavasad, nende sobivust Eesti konteksti ning rakendamist takistanud tegureid. Võrdlusest jäetakse välja kolmas variant – garantiiskeem riskikapitalifondide jaoks, kuivõrd rahandusministeeriumi selleteemalise algatuse sisu seisnes eelkõige alternatiivse ettepaneku pakkumises ning konkreetse projekti väljatöötamiseni ei jõutud. Samuti oleks sellise garantiiskeemi puhul tegemist olnud juba toimivate struktuuride (Kredexi) kasutamisega uue meetme rakendamiseks, mitte riikliku riskikapitalifondi loomisega. Samuti oleks sekkumine riskikapitaliturule sel juhul pigem kaudne ning seega mitte võrreldav teiste variantidega.

Riiklike riskikapitalifondide arengukavade koostamise tõukeks võib pidada 4. märtsil 2004. aastal Vabariigi Valitsuse kabinetistungil vastuvõetud otsust, millega kiideti heaks idee luua riigi osalusega riskikapitalifond, stimuleerimaks era-riskikapitali investeringuid innovaatiliste ettevõtete algfaasis. Valitsuse algatusel loodava riskikapitaliprogrammi väljatöötamisega alustati juba 2003. aasta veebruarist ning programmi juhtgrupi tugevuseks võib pidada laiapõhjalist esindatust nii avalikust kui ka erasektorist (Riiklik riskikapitali ... 2004). Alternatiivse fondivormi loojaks oli SAK, mis tänaseks on oma tegevuse lõpetanud. SAKi juhtgrupi eripära avaldus peale avaliku ja erasektori koostöö ka akadeemilise ringkonna esindatuses, tehes nii algust kolmnurga „ettevõtlus, valitsus, akadeemia” ühendamiseks, mille omavahe-

line koordineerimine Eestis on praegu üsna nõrk, kuid mille olemasolu oleks samas väga oluliseks teguriks Eesti majanduse edasise konkurentsivõimelise arengu tagamisel. SAKi pakutud Arengufondi puhul on oluline märkida, et sõltuvalt SAKi akadeemilisemast taustast, võrreldes Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi Riikliku Riskikapitali Fondi projektiga, olid ka fondi eesmärgid ning sisu laiemad kui ainult riskikapitali teematikat hõlmavad.

3.2. RRFi ja Arengufondi võrdlev analüüs

Võrdlemaks kokkuvõtlikult kahte fondivarianti, on koostatud tabel 1, mis iseloomustab riskikapitalifonde erinevate näitajate põhjal. Tabeli viimases veerus on toodud autori variant, mille põhjendus ning võrdlus esitatakse järgnevas analüüsis. Arvuliste näitajate puhul on autori variandis lähtutud rahvusvahelises praktikas enim kasutatust leidnud riiklikest riskikapitalifondi vormidest, mis on kohandatud Eesti oludele, arvestades ka turuosaliste arvamustega (Liblik 2005).

Fonde iseloomustavad näitajad võib jagada nelja gruppi: fondi asutamisega seotud üldinformatsioon; fondi investeerimisstrateegia; fondi detailsemalt iseloomustavad arvulised parameetrid ja fondi tegevuse mõju. Ehkki mõlema fondi missioon oli pea identne, varieerusid fondid mõningate näitajate lõikes oluliselt, mille tõttu oli ka autori hinnatud mõju fondide rakendamisest erinev.

Kuigi fondide omanik oleks mõlemal juhul olnud riik, oleks seotus avaliku sektoriga erinenud. Fondide tegevusele püstitatud eesmärkide ja avalikust sektorist sõltuvuse vahel võib täheldada vastuolu: ehkki Arengufond oleks plaanide kohaselt olnud poliitikast, eriti täidesaatvast võimust sõltumatum, asetati sellele fondile kogu ühiskonda laiemalt mõjutav eesmärkide kogum, mille täitmise kontroll ja suunamise võimalus oleks aga eeldanud suuremat poliitilist mõjutatavust.

Tabel 1. Riiklike riskikapitalifondide võrdlev analüüs

Fond Näitaja	Arengufond (Tark Raha)	Riiklik Riskikapitali Fond	Riskikapitali fondide fond
Fondi idee päritolu	SAK	Majandus- ja Kommunikatsiooni- ministeerium	Töö autor
Fondi tüüp	<i>endowment</i> -tüüpi* projekti- põhist finantseeringut raken- dav fond, tegutseb oma sea- duse alusel	Projektipõhine ühisfinantseeringu fond, hiljem osaliselt <i>fund of funds</i> rakendav	Grupeeritud ühisfinantseeringu fond
Missioon	Eesti konkurentsivõime suu- rendamine, üleminek tead- mispõhisele majandusele (Lissaboni protsessi toetav)	Eesti konkurentsivõime suuren- damine, üleminek teadmispõhi- sele majandusele, majanduse pi- kaajaline kasv	Luuu toimiv era-riskikapitaliturg
Vahetu eesmärk	Eesti finantsüsteemi regio- naalne areng: innovatsiooni stimuleerimine ettevõtetes ja kogu ühiskonnas, väliskapi- tali ja kompetentsuse kaasa- mine	Kasvupotentsiaaliga innovaatis- te ettevõtete käivitamine, kasvu kiirendamine, turutõrke vähen- damine riskikapitaliturul, teadlas- te kaasamine	Välis- ja kohalike investorite kaa- samine riskikapitaliturule, ideede ja raha kokkuviiimine
Funktsioon	Riskikapitali pakkumine, uurimuste, konverentside, seminaride, koolituste kor- raldamine	Riskikapitali pakkumine koos se- da toetavate finantsinstrumenti- dega	Riskikapitali pakkumine erasektori riskikapitalistide kaudu

Tabel 1 järg

Omanik	100% riik	100% riik	100% riik
Fondi vahendite päritolu	Stabiliseerimisreserv, Eesti Telekomi aktsiad, EAS vahendid, riigieelarveline eraldis, EL struktuurifondid, erasektori annetused, arenenud riikide investeeringud	Riigi vahendid, EIF, EBRD, Skandinaavia institutsioonide kaasamine, võimalik fondi erastamine	Riigi vahendid, EIF, EBRD
Sõltuvus	Sõltumatu avalik-õiguslik organisatsioon	Iseseisev?	Sõltumatu
Alluvus	Riigikogule	Valitsusele	Riigikogule
Poliitiline risk	Väiksem	Suurem	Väiksem
Fondijuht	Investeeringukogemustega juhatus/fond	Avaliku konkursiga palgatud spetsialistid / Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium	Fond / riskikapitalifondide juhtimine erasektori kompetentsis
Varade haldur	Fond	Riskikapitalifond / Rahandusministeerium (Riigikassa)	Riik
Regioon	Eesti	Eesti	Eesti / (Baltikum, KIE, Venemaa)

Tabel 1 järg

Investeeringisobjekt	Innovaatilised VKSE** ^{-d} , kel on kogu majandusarengule oluline mõju, kontaktid välisinvestoritega	Kõrge arengu- ja ekspordiperspektiiviga uued innovaatilised ja tehnoloogiantensiivsed VKSE** ^{-d}	Innovaatilised tehnoloogia-mahukad VKSEd
Ettevõtete arengufaas	Alg- ja kasvufaas	Algfaas	Algfaas
Investeeringisviis	Projektipõhine ühisfinantseering, algul suurettevõtete kaudu	Projektipõhine ühisfinantseering <i>pari passu</i> *** põhimõttel	Riiklik fond investeerib erariskikapitali fondidesse
Osaluse omandamine	Vähemusosalus	Vähemusosalus (min 10%)	Vähemusosalus (kuni 40%)
Juhtimisstiil	Nõustav ja toetav funktsioon	Aktiivne osalemine ettevõtete juhtimises	Passiivne investor
Kasumi orientatsioon	Kommertstingimustel tegutsev / kasumit taotlev	Kommertstingimustel tegutsev / kasumit taotlev 5%	Kasumit taotlev / min 0%
Eelistatud väljumisstrateegiad	Müük strateegilisele erainvestorile	Pole konkreetseid eelistusi	Müük strateegilisele erainvestorile, IPO
Fondi iga (aastat)	Tähtajatu	Tähtajatu	7
Fondi maht (mln kr)	2000–4000/800	500	500

Tabel 1 järg

Investeeringiring (a)	10–12 (projekt 5–6)	10 (projekt 4–6)	7
Investeeringisaeg	5	5	3
<i>Deal flow</i> ****	ca 10	Andmed puuduvad	2–4
Projektide arv portfel- lis	15–20	15	7–8
Investeering projektid aastas	3–5	15	1–2
Investeering projekti kohta	10–30 mln	15 mln, 3osaline	60–70
Projekti oodatav tulu- norm	20–30%	25%	20–30%
Fondi juhtimiskulud	3% ehk 24 miljonit aastas	1–1,5% aastas ehk 7,5 miljonit + tehingutasu 5% + motivatsiooni- preemia (20:80)	0,5% aastas
Häire ettevõtjatele	Tugev	Keskmine	Nõrk
Häire erariskikapitalis- tidele	Tugev	Tugev	Puudub
Mõju riskikapitali- turule	Väike	Keskmine	Suur

**endowment* – vara, mis on sissetulekute genereerimise allikaks ehk antud juhul eeldab puutumatu põhikapitaliga fondi-
skeemi, millest investeeritakse kapitalikasvik, ** VKSE – väike- ja keskmise suurusega ettevõtte, ****pari passu* – võrdse-
tel tingimustel, alustel, **** *deal flow* – potentsiaalsete tehingute vool.

Allikas: Riiklik Riskikapitali ..., Eesti Arengufond, autori koostatud.

RRFi puhul oli aga olukord vastupidine. RRFi strateegiadokumendis toodud fondi iseseisvuses on põhjust kahelda, kuivõrd fondi tegevus on jaotatud kahe ministeeriumi haldusala vahel, mille tõttu peaks ka poliitiline risk olema suurem, püstitatud vahetud eesmärgid on aga poliitiliselt vähem ambitsioonikad. Samuti vähendab riski kindel plaan usaldada fondijuhtimine erasektori kompetentsi, kuivõrd riskikapitalialane *know-how* on tänapäeva Eestis kindlasti valdavalt erasektoris. Arengufondi puhul oleks aga juhtimine tihedamalt seotud avaliku sektoriga või pigem akadeemilise taustaga, mis koos laiemahaardeliste eesmärkidega genereerivad suurema riski riikliku riskikapitalifondi loomiseks kaasnevate negatiivsete ilmingute tekkimiseks.

Fonde üldiselt iseloomustava informatsiooni puhul tuleks pöörata tähelepanu veel vahetute eesmärkide erinevusele. RRFi tegevus oleks olnud suunatud ettevõtluse arendamisele, eelkõige just uute VKSEde tegevuse käivitamisele, mille jätkusuutlikkuse tagamiseks oleks iga riiklik investeering eeldanud vähemalt samaväärset erasektori panust (projektipõhine ühisfinantseering). Arengufondi puhul olid tegevuse eesmärgid aga laiemad ning uute ettevõtete loomisest olulisemaks peeti innovatsiooniteadlikkuse kasvu ning stimuleerimist kogu ühiskonnas. Teatud mõttes võib seda erinevust vaadelda kui kvantiteedi vastandamist kvaliteedile, mis avaldub ka prognoositud projektide arvus, mis peaksid saama fondist riskikapitali ühe aasta jooksul – RRFi plaanide kohaselt õnnestub neil leida keskmiselt 3–5 korda rohkem riskikapitali vääri vaid projekte. Samas tundub see võrdlemisi ebatõenäoline, sest erinevalt Arengufondist, kes laiendab investeeritavate projektide arvu nii suurettevõtetesse investeerimise kui ka kasvufaasis olevate ettevõtete arvelt, oli RRFi plaan investeerida ainult uutesse VKSEdesse nende tegevuse alfaasis.

Seega annab Arengufondi suurem tegevusvabadus võimaluse maandada riske nii riiklike riskikapitalifondide puhul vähe kasutatava sünditsemise kui ka investeeringu lükkamisega ettevõtete hilisemasse tegevusfaasi. Niisugune käitumine genereerib

aga riigi sekkumise negatiivseid efekte, kuivõrd jätab tähelepanuta suurima probleemi uute VKSEde jaoks – riskikapitali puuduse just nende tegevuse stardifaasis, mida võimendab veelgi esialgne investeerimine suurettevõtete kaudu. Suurettevõtete toetamisega kitsendatakse oluliselt potentsiaalsete projektide arvu, sest välistatakse uute tundmatute ja kontakte mitteomavate ettevõtjate rahastamine ning seega tegelikkuses ei toetata innovatsiooni stimuleerimist kogu ühiskonnas.

Eelnevaga on teatud mõttes vastuolus Arengufondi madalamal riskitasemel investeerimise korral ka odavama kapitali pakkumine ettevõtjatele, mis esialgu toetaks suurettevõtjaid, jättes nii VKSEd tähelepanuta. Selgelt kasumile orienteeritud RRFi puhul on aga autori arvates suurimaks ohuks era-riskikapitalistide väljatõrjumise efekt, millest oli detailsemalt juttu ka eelnevalt. RRF tegutseb kui traditsiooniline era-riskikapitalifond ning arvestades nende plaane investeerida Eesti regioonis igal aastal 15 uude projekti, on tõenäoline, et efektiivse konkurentsi saavutamiseks era-riskikapitalistidel tegevuseks ruumi ei jää ja avaldub “koore riisumise” efekt.

RRFi puhul oleks olnud tegemist väga laiahaardelise projektiga just ettevõtluse soodustamise aspektist ning tegelikkuses oleks olnud oht luua riskikapitaliturule monopolistist riiklik riskikapitalifond, mis oleks muutnud riskikapitalituru edasise arengu, eriti era-riskikapitalistide seisukohalt problemaatiliseks. Iseküsimus on muidugi selliste prognooside täitumises. Kuivõrd RRF oleks jälginud investeringutel samu kriteeriume kui era-riskikapitalistid, jääb selgusetuks, mis alustel riiklikult juhitud fond peaks olema edukam kui erainvestorid, kes praegu riskikapitaliturul asümmeetrilise informatsiooni tingimustes olulises mahus tegevad ei ole.

Fondi eesmärkidega saab seostada ka fondi tähtajalisuse, mis omakorda on seotud tihedalt fondi vahendite päritolu ja mahuga. Mõlemad fondid oleksid loodud tähtajatuna. Arvestades Arengufondi pikemaajalisemaid eesmärke ja suunitlust, pakuti ka sellele

fondile jätkusuutlikumat rahastamist, mis seisneb põhikapitali puutumatuses, ehk *endowment*-tüüpi fondi ülesehitust. Sellise fondi rahastamise skeemi suurimaks puuduseks on aga fondi varade suur maht, millele lisanduvad veel suuremad tegevuskulud, kuivõrd fondile antakse rohkem funktsioone. Seega on selle fondi puhul üheks suuremaks probleemiks kulukus.

Fondi vahendite päritolu hindamisel võib öelda, et osa nendest on pigem ebarealistlikud: stabiliseerimisreservi vahendeid ei ole otstarbekas kaasata perioodikuludesse, EASi ning struktuurifondide vahendid kattuvad osaliselt, täiendava eelarvelise eraldise moodustamine jääks tõenäoliselt poliitilise konsensuse saavutamata taha, arvestades ühtlasi rahulolematust pakutavate avalike teenuste kättesaadavuse ja kvaliteediga, põhjuseks sobimatud süsteemid või alafinantseeritus.

RRFi tähtajatus ja jätkusuutlikkus on aga sellise investeerimisstrateegia skeemi puhul küsitav, sest kogu investeerimisaeg ja esimeste projektide tasuvusaeg ei pruugi ühtida, mille tõttu suhteliselt suurte juhtimiskuludega fondi võib olla raske juhtida. Samuti on oht nii suure summa (500 miljonit krooni) vaba raha investeerimisel kalduda kulutamisele, kuivõrd kogu investeeringu maht esimeses ringis fondijuhtide tegevuse tulemustest ei sõltu. Fondi rahastamiseks täiendavaid riiklikke investeeringuid ette ei olnud nähtud ning seetõttu on jätkusuutlikkuse tagamise üheks variandiks võimalik ka fondi erastamine. Erastamise positiivne mõju seisneks turujõudude vahetuses avalikust erasektoris, samas on oht tekitada nii mastaapse riskikapitalifondi erastamisel eramonopol, mis omakorda pärsiks efektiivse konkurentsi tekkimist.

Fondi tähtajalisus sõltub tõenäoliselt ka tulemuslikkusest. Fondi tulemuslikkus ja seega ka tulevaste investeeringute maht oleneb oluliselt investeeritud projektide edukusest. Projektide edukuses mängib peale finantskapitali kaasamise olulist rolli riskikapitali investeeringuga kaasnev mitterahaline panus, mis jääb uuringutele tuginedes riiklike riskikapitalifondide puhul tihti nõrgaks. Sa-

ma efekti oht on ka Arengufondi puhul, kuivõrd sekkumine ettevõtetesse on passiivsem kui RRFi puhul, mis oma tegevuses rakendab aktiivset juhtimisstiili. Fondide suhtumise erinevuse põhjused peituvad ka juba eespool mainitud juhtimispersonaliga seotud erinevuses. Paradoks seisneb aga järgnevas: ettevõtete edukusest projektidesse investeerimise esimeses faasis, mis on kogu riskikapitalituru arengusse esmase sekkumise seisukohalt ülioluline, andes ühtlasi aluse fondi tegevuse edukuse mõõtmiseks, sõltub Arengufond suuremal määral.

Kokkuvõtvalt võib öelda, et mõlema fondi eesmärk on erasektori motiveerimine ettevõtluse tasemel ning riskikapitalituru arengut selle eeldusena nähakse pigem vahendina, mitte eesmärgina omaette. Sellest tulenevalt on riskikapitalituru kujundamisele vähe tähelepanu pööratud ning mõlema fondi rakendumisel oleks tekitatud monopoolne riskikapitali pakkuja.

3.3. Riiklike riskikapitalifondide loomise tagajärjed ja võimalikud alternatiivid

Fondi tegevuse mõju hindamiseks on autor hinnanud võimalike häirete avaldumist riskikapitalituru osalistele. Tugev turuhäire ettevõtjatele seisneb Arengufondi puhul eelkõige ligipääsu piiratuses riskikapitalile. Häire finantsturu jaoks seisneb odavama raha pakkumises projektidele, mille riskiaste oleks ka erasektorile vastuvõetav ehk võib ilmnedagi „koore riisumise“ efekt. Mõju riskikapitaliturule tervikuna on aga väike, kuivõrd täiendavat kapitali tuleb turule võrdlemisi väikeses mahus ning sedagi alguses suurettevõtete kaudu, samuti ei pöörata tähelepanu erariskikapitalistide motiveerimisele.

RRFi puhul oleks oodatav kogumõju riskikapitalituru osalistele suurem. Häire ettevõtjate jaoks oleks väiksem, kuivõrd investeeritakse otse ja paljudesse uutesse VKSEdesse. Samas on küsitav esitatud prognooside realiseerumine, kuivõrd tegutsetakse turutingimustes ning seega jäävad riskantseimad projektid ikkagi ra-

hastamata, nagu senini võib täheldada erasektori riskikapitalistide tegevuse puhul.

Finantsturu häire on tugev, kuivõrd nii suures koguses kapitali paiskamine riskikapitaliturule tekitab riiklikule fondile eelseid just kontaktide võrgustiku loomisel ning olulise info omamisel, suurendades nii veel era-riskikapitalistide väljatõrjumise efekti. Mõju riskikapitaliturule on keskmine, kuivõrd riskikapitali pakkujaks jääks suures osas ainult riiklik fond. Siiski on RRF jätnud ka erasektori riskikapitalistide motiveerimise võimaluse, pakku- des fondi tegevuse hilisemas järgus investeringuid era-riski- kapitalifondidesse, mille mõju kogu riskikapitalituru arengu aja- list faktorit silmas pidades oleks aga väiksem.

Mõlemat fondi iseloomustavad suur kulu riigi jaoks, tugev seotus avaliku sektoriga, riskikapitalituru riiklik monopoliseerimine, millele lisanduvad kohati ebarealistlikud prognoosid fonditege- vuse tulemustega seotud näitajate kohta ning negatiivsete efekti- de avaldumise oht. Positiivsetest efektidest võiks realiseeruda osaline välismõjude tekitamine makromajanduslikul tasandil, mis seostub ettevõtlikkuse kasvuga ning riskikapitalisektori olulisuse teadvustamisega.

Hinnates mõlema fondi sobilikkust Eesti konteksti, võib öelda, et autori arvates Arengufond kui Soome Sitra koopia Eestis ei toi- miks – selline fond toimiks keskkonnas, mis eeldab oluliselt rik- kamat riiki avaliku sektori mõistes. Samuti tähendaks see Eestile omasest liberaalsest maailmavaatest loobumist ning veendumust, et riskikapitalialane kompetentsus kuulub valdavas osas avaliku sektori ning akadeemilisse ringkonda.

RRF eeldaks aga lisaks juba toimivat era-riskikapitaliturgu ning tugevalt väljakujunenud kultuuri ettevõtjate seas, kasutamaks riskikapitali oma tegevuse algaasis, mis tagaks piisava uute po- tentsiaalsete tehingute voolu (*deal flow*) ja investeerimist vääri- vate projektide arvu. Eesti puhul väljenduks sellise fondi loomine aga riiklikus monopolis, mille juhtimine oleks küll erasektori

kompetentsis, kuid poliitiliselt väga mõjutatav. Arvestades projekti mastaape Eesti kontekstis, tekitaks see tõenäoliselt hulga fonditegevust häirivaid sisemisi probleeme. Mastaapsus eraldi probleemina kerkib üles Eesti väiksuse tõttu, mistõttu nii suure hulga kvaliteetsete portfelliide piisav riskide hajutatuse tagamine võib osutuda keeruliseks.

Autori arvates tuleks riigi otsese sekkumise puhul pöörata aga rohkem tähelepanu just efektiivse riskikapitalituru väljakujundamisele, mis eeldaks riigi algatust ning hilisemat passiivset rolli ehk riigi ülesanne oleks esmajärgus era-riskikapitalistide motiveerimine. Sellisel juhul tagataks turu jätkusuutlikkus riigi sekkumise intensiivsuse vähenemisel ning konkurents riskikapitali pakkujate poolel. Era-riskikapitalistide motiveerimine otsese sekkumise vormis tähendab *fund of fundsi* ehk riskikapitalifondi loomist erariskikapitalistidele, mille mõju kogu riskikapitalituru jaoks oleks tugevaim. Eeldades riigi vähemusosalust (40%) asutatavates riskikapitalifondides, genereeritaks 500 miljonit riskikapitalituru üksnes riikliku investeeringuga 200 miljonit krooni ning analoogiliselt RRFi fondi vahendite mahtu arvestades tekitataks turule 1,25 miljardit krooni, kusjuures enamik vahendeid on pärit erasektorist.

Samuti oleks sellist tüüpi fondide puhul aktsepteeritav odavama kapitali pakkumine era-riskikapitalistide motiveerimiseks, andes neile fondi eduka tegevuse tagajärjel võimaluse riigi osalus välja osta. Seega välistatakse häire tekkimise võimalus era-riskikapitalistidele ning ettevõtjatele, sest riiklikku päritolu kapitali odavuse tõttu on võimalik riskikapitalifondidel lülitada investimisportfelli varem kapitalist ilma jäänud riskantsemaid projekte.

Sellise skeemi positiivseks pooleks võib pidada seega võimaliku väiksemat kulu, mis tuleneb nii erakapitali otsesest kaasamisest riskikapitalituru kui ka selliste projektide tähtajalisusest, mille kindlustab edu korral riigiosaluse väljaostmise optsioon või riigi väljumine fondist kindla aja möödudes. Samuti välistatakse

nii riigi- kui ka eramonopoli tekkimise oht riskikapitali pakkumise pooltel, kuivõrd riik ise otseselt ettevõtetesse ei investeri ning ka riikliku fondi puhul leiab aset investeeringuriski hajutamine erinevatesse era-riskikapitalifondidesse investeerimise näol. Ouline on ka riigi passiivne roll, mis võimaldab kompetentsematel erafondide investoritel tegutseda efektiivsemalt, vähendades seega avaliku sektori tugeva seotusega kaasnevaid negatiivseid efekte, kuid jättes riigipoolse esindaja tegelema bürokraatlike küsimustega.

Funds of funds puhul võib aga tekkida küsimus, mil määral tagatakse riigi eesmärkide saavutamine ning kontroll era-riskikapitalifondide tegevuse üle. Siin oleks üheks võimaluseks lisada era-riskikapitalistidele fondis osalemiseks tingimusi, näiteks välisinvestorite kaasamise kohustus, teatud piirkondadesse või sektoritesse investeerimine, millest kahe viimase kasutamist tuleks aga tõsiselt kaaluda, kuivõrd riskikapitalituru arengu algstaadiumis on soovitatav piiranguid mitte seada ning võtta pigem neutraalne positsioon.

Samuti võib tekkida probleem kohaliku turu väiksusest, mille teravust käsitleti juba RRFi puhul. Korraliku investeeringu hajutatuse saavutamine nii riikliku fondi kui ka era-riskikapitali fondide tasemel eeldaks laiemat regionaalset orienteeritust kui Eesti. Potentsiaalse investeerimispiirkonnana võiks vaadelda algul näiteks Baltikumi ning hiljem ka teisi KIE-riike. See eeldab aga tugevat rahvusvahelist koostööd riskikapitaliga seotud temaatika vallas ning tahet tegutseda ühtselt toimiva turu nimel, mis on ka EL riskikapitalialaste raamprogrammide üks sõlmküsimusi. Toodud näitajad tabelis on autori hinnang, arvestades teiste (eelkõige Iisraeli) kogemusi ning sünteesides seda nii Eesti kui ka Baltikumi piirkonda. Lähtutud on pigem konservatiivsuse printsiibist.

Funds of funds eelised Eesti jaoks tulevad esile kõige enam sarnasuste tõttu tingimustes, mis kirjeldavad Eesti praegust olukorda, võrreldes taustsüsteemiga, kus seda fondi kõige edukamalt on rakendatud. Üheks oluliseks tingimuseks on avaliku sektori väik-

semad võimalused fondi rahastamisel, mis tingivad ka riigi passiivsema rolli ning panustamise eelkõige erasektori enda toimetulemisele antud vallas. Teisena mängib rolli oluline side potentsiaalsete välisinvestoritega, mis Eesti puhul võiks realiseeruda eelkõige Skandinaavia maade toel, millele viitavad ka Arengufond ja RRF, märkides seda piirkonda kui võimalikku vahendite päritolu allikat.

Enne konkreetsete fondide loomist kas riigi või rahvusvahelisel tasandil on aga hulk riskikapitalituru arengut mõjutavaid faktoreid, mille korrastamise eest saab vastutada ainult riik. Autor peab silmas vajaliku seadustiku ja toimiva riskikapitalituru osalisi kokkuviiva struktuuri loomist, kas siis konkreetsete organisatsiooniliste võrgustike, seminaride vms näol, mis on eriti oluline välisinvestoritele, olenemata sellest, kas tegemist on äriingli või institutsionaalse investoriga. Riikliku riskikapitalifondi loomist oleks seega mõistlik toetada kaudsete sekkumismehhanismidega ning paralleelse koostööga riskikapitaliturgude rahvusvahelistumiseks, mis edu korral annaks riigile võimaluse jääda edaspidi tegelema strateegiliste ja visionäärlike ülesannetega.

Kokkuvõte

Riigi sekkumise vajalikkust riskikapitaliturule on võimalik põhjendada turutõrkega, mis riskikapitaliturul avaldub heas asümmeetrilises informatsioonis. Riigi sekkumine riskikapitaliturule võib aset leida erinevatel meetoditel. Kõige üldisemalt on riskikapitaliturg mõjutatud riigi poliitilisest, majanduslikust, kultuurilisest ning õiguskorrast. Konkreetselt riskikapitalituru mõjutamiseks võib riik valida otsese või kaudsete meetmetega sekkumise. Esimesel juhul asub riik ise aktiivselt riskikapitali pakkujaks, teisel juhul on olulisem eelkõige erasektori ettevõtlikkuse tõusu stimuleerimine riskide vähendamise kaudu või kindla tulususe garanteerimine.

Käesoleva artikli eesmärgiks oli uurida eelkõige erinevaid riikliku riskikapitali pakkumise vorme otsese sekkumise vajalikkuse aspektist riikliku riskikapitalifondi näol ning konkreetsemalt Eesti kontekstis, leidmaks sobivaima variandi.

Otsese riikliku riskikapitali pakkumisel põhineva fondi näol on tegemist jõuliseima turgu sekkumise vahendiga, mis paradoksaalsel kujul võib vastupidi eesmärgile vähendada turutõrget, olla hoopis ise lisahäirete tekitajaks. Võimalikud negatiivsed efektid avalduvad nii erasektori riskikapitalistide kui ka ettevõtjate jaoks. Samas võib aga riiklikku riskikapitali pakkumist vaadelda võimsa majanduspoliitilise instrumendina riigi eesmärkide saavutamiseks, mis on olnud oluliseks toetavaks argumendiks riiklike riskikapitalifondide loomisel.

Rahvusvahelises praktikas on elujõulisust ja edukust tõestanud erinevad variatsioonid riiklikest riskikapitalifondidest ning seega võib väita, et ühte parimat varianti ei eksisteeri. Ükskõik millise riikliku riskikapitalifondi rakendamise edukus lisaks valitud ülesehituslikule vormile sõltub eelkõige rakendamiskohast, -ajast ja rakendajatest endist ning teoreetiliste eelduste poolest edukaim fondivorm ei pruugi olla seda praktikas.

Fondi edukuse seisukohast on võtmekriteeriumideks ka ettenägelikkus ehk potentsiaalsete riskide teadvustamine ning võimalike negatiivsete efektide vältimine. Oluline on suuta ühtaegu minimeerida nii võimalikke negatiivseid aspekte, näiteks erasektori kapitali väljatõrjumine, ning samas saavutada ka riigi tasandil makromajanduslikud eesmärgid, nagu tööhõive ja ettevõtlikkuse kasv.

Rääkides edukast riikliku riskikapitalifondi vormist Eesti kontekstis, võib kohalike tingimuste kohta öelda, et olenemata tugevatest eelistest riskikapitalituru edukaks arenguks ja ettevõtlikkuse soodustamiseks, iseloomustab Eestit puudulik riskikapitaliturg, mis on tugevasti pärssinud ka uute ettevõtete rajamist kõrgtehnoloogia-sektoris, mis oleks oluliseks mootoriks üleminekuks

teadmispõhisele majandusele. Seega oleks avaliku sektori osa riskikapitalituru arengu suunamisel ja aktiivsuse tõstmisel soovitatav ka Eestis. Riigi sekkumisel peaks keskenduma aga rohkem toimiva ja efektiivse riskikapitalituru kujundamisele, mitte niivõrd rõhutama riigi jõulist rolli ja pikaajalist turul tegutsemist. Käesoleva konverentsikogumiku temaatika kohaselt, mis käsitleb Eesti majandusarengu seisukohalt olulisi institutsioone, on autor seega seisukohal, et riskikapitalituru kui institutsiooni väljaehitamine peaks olema prioriteetne riikliku riskikapitalifondi kui eesmärgi saavutamiseks kasutatava vahendi suhtes. Samuti on oluline pöörata tähelepanu informaalsetele institutsioonidele, nagu kontaktide võrgustik turuosaliste vahel.

Andes hinnangu seni Eestis pakutud fondivormidele, saab öelda, et kumbki nendest seda eesmärki ei täida ning pigem on oht riigi sekkumise negatiivsete efektide võimendumises positiivsete üle. Arengufondi ja RRFi suurimateks puudusteks võib pidada Eestile iseloomulike tingimuste mitteametust, näiteks majanduse väiksus ja orienteeritus atraktiivsuse suurendamisele välisinvestorite silmis, avaliku sektori suhteliselt piiratud võimalused, eelistatum riigi passiivne roll ning liberaalne maailmavaade, mistõttu sellisel kujul fondide rakendamine ei pruugi anda soovitud tulemusi. Seega võiks enne tõsiselt kaaluda alternatiive nii fondivormi sees kui ka vormide vahel. Rohkem potentsiaali oleks Eesti oludes *funds of funds*il, mis teatud mõttes on kompromiss otseste ja kaudsete sekkumisinstrumentide vahel. Rakendamise alguses kujutab see endast otsest sekkumist, mida viiakse ellu professionaalide tegevuse kaudu. Professionaalsus suudab tagada aga parema edu, mis omakorda võimaldab riigil taanduda ning sujuvalt üle minna pigem toetavate meetmete praktiseerimisele, jättes riskikapitalituru toimimise valdavas enamuses erasektori käsutusse.

Kasutatud kirjandus

Amit, R.; Brander, J.; Zott, C. Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. – Journal of Business Venturing, 1998, Vol 13, pp 441–466.

Bergemann, D.; Hedge, U. Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning. – Journal of Banking and Finance, Vol 22, 1998, pp 703–735.

Christofidis, C.; Debande, O. Financing innovative firms through Venture Capital. – European Investment Bank, EIB Sector Papers, 2001, 81p,
[<http://www.eib.org/Attachments/pj/vencap.pdf>] 10.01.2005

Eesti Arengufond / Tark Raha, Strateegiliste Algatuste Keskus. Tallinn, 2004, 58 lk.
[http://www.sak.ee/failid/EESTI_ARENGUFOND.pdf] 11.10.2004

Eesti Edu 2014. Vabariigi Valitsuse strateegiadokument. Tallinn, 2004.
[<http://www.riigikantselei.ee/failid/EE2014.doc.pdf>] 10.04.2005.

Ettevõtlik Eesti 2002–2006. Majandusministeeriumi programmdokument. Tallinn, 2002.

Innovative instruments for raising equity for SMES in Europe, Study Contract ETD/00/503116, European Commission, 2001,
[http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/publications_documents.htm] 11.01.2005.

Investeerimisfondide seadus, vastu võetud Riigikogus 14. aprillil 2004. a.– Riigi Teataja I osa, 2004, nr 36, art 251.

Konkurentsivõime ja uuendustegevuse raamprogramm (2007–2013), vastu võetud Euroopa Parlamendi ja Nõukogu poolt 6. aprillil 2005. a. Brüssel, KOM, 2005, 121,
[http://europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/cip/docs/com121_et.pdf] 01.05.2005.

Kõomägi, M. Riskikapital – kellele, miks ja kuidas. – VI international scientific conference. Finance in EU accession countries: experiences

and solutions. Proceedings, Vol 1. Panel A: Corporate Finance and Managerial Accounting. Tartu: TÜ Kirjastus, 2003, lk 114–127.

Liblik, T. Riiklik riskikapital, selle vajalikkus ja pakkumise vormid ning rakendatavus Eestis. Bakalaureusetöö. Tartu, 2005, 75 lk.

Leleux, B; Surlemont, B. Public Versus Private Venture Capital: Seeding or Crowding Out? A Pan-European Analyses. – Journal of Business Venturing, 2003, Vol 18, pp 81–104.

Lerner, J. The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. – Journal of Business, 1999, Vol 72, No 3, pp 285–318.

Manigart, S.; De Waele, K.; Wright M.; Robbie K.; Desbrieres, P.; Sapienza, H.; Beekman, A. Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: a Comparative Study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. – European Financial Management, 2000, Vol 6, No 3, pp 389–403.

Riiklik riskikapitali programm,
[<http://www.mkm.ee/index.php?id=7200>] 31.10.2004

Risk Capital Action Plan (RCAP), Commission of The European Communities. Brussels, 4th November 2003, Com 654 final report.
[<http://europa.eu.int/geninfo/query/engine/search/query.pl>] 21.01.2005

Stiglitz, J. E. Economics of the Public Sector. 3rd ed, London: Norton, 2000, 828 p.

Strateegiliste Algatuste Keskus, Üldinfo
[<http://www.sak.ee/?lng=est&id=23>] 01.02.2005