

Finance Estonia

FinanceEstonia klasteri kapitaliturgude töögrupp



European Union
Regional Development Fund



Investing in your future

KAPITALITURGUDE ARENGU ETTEPANEKUD

Koostaja:

Ülo Kallas

OÜ Basel Financial Group

2 detsember 2012

Sissejuhatus

Käesolevas dokumendis kirjeldatakse olukorda Eesti kapitaliturgudel ja pakutakse välja meetmed turgude elavdamiseks. Ettepanekud on koostatud MTÜ FinanceEstonia juurde loodud kapitaliturgude töögrupi poolt. Selle töögrupi liikmed on pika kapitaliturgude kogemusega spetsialistid enamikest olulistest finantssektorit mõjutavatest asutustest, sealhulgas investeerimispankadest, pensioni- ja riskifondidest, Tallinna börsilt jpt. Täielik nimekiri töögrupi liikmetest on dokumendi lisa 1.

Kapitaliturgude töögrupp on töötanud alates 23. septembrist 2011 eesmärgiga töötada väljat meetmed Eesti kapitalituru arendamiseks.

Muuhulgas on kapitaliturgude töögrupi liikmed ettepanekuteks ettevalmistamise eesmärgil käinud ka kohtumas järgmiste asutuste esindajatega väljastpoolt Eestit:

1. Varma, Soome
2. Solidium, Soome
3. Finanssialan Keskusliitto, Soome
4. AP2, Rootsi
5. Danica Pension, Taani
6. ATP Private Equity Partners, Taani
7. Vaekstfonden, Taani

Lisaks on uuritud ja analüüsitud vastavat kirjandust kapitaliturgude arengu ja majanduse arengu vahel ning on toimunud kümneid mitteametlikke kohtumisi ja ajurünnakuid töögrupi liikmetega.

Dokumendi sisukord

Käesolev dokument on üles ehitatud järgmiselt:

1. Kapitaliturgude kirjeldus
2. Kohaliku kapitalituru olulisus
3. Eesti kapitaliturg on hääbumas
4. Vajalik mitme olulise meetme koosmõju
5. Vahendite võimalused seoses pakkumise toetamisega/parandamisega
6. Pensionifondide mõju kapitaliturgudele
7. Vahendite võimalused seoses nõudluse toetamisega/parandamisega
8. LISAD
 - a. Kapitaliturgude töögrupi liikmed
 - b. Kasutatud kirjandus

Kapitaliturud

Kapitaliturge võib üldjoontes jaotada alljärgnevalt:

1. Aktsiakapitaliturud
 - 1.a. Avalikel börsidel kaubeldavate aktsiate e. reguleeritud turud
Noteeritud aktsiate turud on tavainimesele ehk kõige rohkem märgatavamad – nende hulka kuuluvad muuhulgas, NASDAQ OMX (sealhulgas ka Tallinna börs), NYSE Euronext, LSE, Deutsche Börse, jms. 2010 aasta seisuga oli avalikel börsidel kaubeldavate aktsiate turu kogukapitalisatsioon umbes 55 triljonit dollarit (Allikas: IMF). Sellistel turgudel osalevad investoritena nii finantsinstitutsioonid kui ka eraisikud
 - 1.b. Alternatiivsed e. reguleerimata aktsiaturud
Alternatiivsed aktsiaturgude all peetakse silmas reguleerimata turge, kus tegutsevad valdavalt kutselised investorid. First North, AIM Londonis, aga ka n.n. mitmepoolsed kauplemissüsteemid e. MTFid (multilateral trading facility), nt. Chi-X, BATS, Burgundy, Turquoise jne.
2. Võlakapitaliturud
Võlakapitaliturud moodustavad rahvusvahelistest kapitaliturgudest suurima osa – 63% maailma kapitaliturgudest ja isegi 81% Eurosooni kapitaliturgudest. (Allikas – IMF. Statistika puudulikkuse tõttu ei arvestata siia kapitaliturgude hulka erakapitaliturge – ehk peamiselt private equity ja venture capital turge). [Võlakapitaliturgude alla ei loeta muuhulgas pangalaenusid ja muid bilateraalse krediteerimise turge.]
3. Erakapitaliturud
Erakapitaliturgude all mõeldakse harilikult riskikapitaliturge, kus harilikult ettevõtetesse teevad investeeringuid riski- ja kasvukapitalifondid (private equity ja venture capital fondid).

Kohalik kapitaliturg on majandusele oluline

Kohaliku kapitalituru toimimine on majandusele oluline, kuna see avardab ettevõtete finantseerimisallikate valikuvõimalusi. See omakorda võimaldab kasvatada nii käivitavate äriprojektide arvu, rahastada firmade kapitalinvesteeringuid ja (rahvusvahelist) laienemist ning seeläbi luua töökohti ja suurendada majanduses loodavat lisaväärtust. Lisaks laiendab toimiv kohalik kapitaliturg ka investorite valikuvõimalusi. Kaudsete mõjudena on toimival kapitaliturul oluline mõju ka riskikapitaliturule, kuna loob loomuliku väljumismehhanismi eelnevalt tehtud riski-investeeringutest. Nõrga kohaliku kapitalituru olemasolul tekivad anomaaliad – rahastajatena domineerivad laenuooted (kommertspangad) ning ettevõtte väärtpaperite noteerimine on küll võimalik välisturgudel, aga sel juhul saab Eesti mastaabis selline võimalus olla kättesaadav vaid suurimatele ettevõtetele.

Eeskätt oluline on toimiv kapitaliturg väikese ja keskmise suurusega ettevõtetele (inglise keeles *small and medium size enterprise* e. SME). Erinevate näidete varal võib väita, et SME-d on suurimad töökohtade loojad ja innovaatorid majanduses. OECD riikide SME sektori ettevõtted moodustavad 2/3 kõigist töökohtadest ja üle 50% majanduses loodavast lisandväärtusest. Ajavahemikul 2002 – 2010 löid Euroliidu ligi 23 miljonit SME ettevõtet 85% kõigist uutest töökohtadest. Viimaste aegade regulatiivsete muutuste ja finantskriisi tulemusel on kapitali kaasamise võimalused SME sektori ettevõtete jaoks oluliselt halvenenud. ESMA Securities and Markets Stakeholder Groupi hiljutise raporti kohaselt on Eestis vaid 157 suurettevõtet ligi 48 000-st ettevõttest. Seega võib väita, et 99.9% Eesti firmadest on SME-d. ESMA raporti kohaselt on 2/3 OECD SME firmadest ligipääs kapitalile piiratud. Probleemi üheks parimaks lahenduseks on kohalike kapitaliturgude arendamine ja seeläbi SME-de rahastamisalternatiivide suurendamine.

Erinevad uuringud toetavad kohalike kapitaliturgude arendamise tähtsust, leides järgmist:

Uuring nr. 1: Augusto de la Torre, Sergio L. Schmukler - Emerging Capital Markets and Globalization. The Latin American Experience.

Finantsturgude areng on majandusliku arengu üheks veduriks

Alates 1990-ndatest on erinevad empiirilised uuringud, sealhulgas laiapõhjalised riikide võrdlusena tehtud uuringud, paneeluuringud, riikide eraldiseisvad uuringud, ajaperioodide statistilised uuringud, ettevõtte ja tööstusharu põhised uuringud, andnud tõestust väitele, et finantsturgude areng ei ole lihtsalt korrelatsioonis majanduskasvuga vaid on majanduskasvu üheks veduriks. Selle osa viited: Goldsmith (1969), King and Levine (1993b), Levine and Zervos (1998b) ja Levine, Loayza, ja Beck (2000).

Uuring nr. 2: Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A Howells, Alaa M. Soliman- Stock Market Development and Economic Growth: the Causal Linkage

Hästitoimiv aktsiaturg toetab majanduskasvu läbi kiirema kapitali akumulereerimise võimaldamise ja läbi täpsema ressursside allokeerimise

Lk 1 : “Seitsme riigi näidistel baseeruva uuringu tõendusmaterjal viitab, et hästi välja arendatud aktsiaturg võib toetada majanduse kasvu pikas perspektiivis. Samuti toetavad uuringu tulemused teooriat, et hästitoimiv aktsiaturg võib toetada majanduskasvu läbi kasvumootorite arengu, mis omakorda tuleneb kiiremast kapitali akumulereerimisest ja täpsemast ressursside allokeerimisest”

Uuring nr. 3: Laura Alfaro, Areendam Chanda, Sebnem Kalemlı-Ozcan, Selin Sayek : "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets. November 2000"

Paremini arenenud kohalike kapitaliturgudega riigid võidavad välisinvesteeringutest rohkem

Lk 1.-, „ . . hästi arenenud finantsturgudega riigid võidavad oluliselt välisinvesteeringutest“

Lk 4. "Kuigi välisinvesteeringud tähendavad investeeringuid välismaalt, on oluline ära märkida, et välisinvesteeringute kõrvalmõjud võivad kriitiliselt sõltuda kohaliku finantssektori arengutasemest. Finantsturud mõjuvad mitmet erinevat moodi . Esiteks, välisinvesteeringute kõrvalmõjudest võitmiseks ei piisa kohalikel firmadel harilikult lihtsalt tööjõu kuluvabast ümberkorraldusest, vaid on vaja osta uusi masinaid, palgata uusi juhte ja spetsialiste. Mida suurem on tehnoloogilise oskusteabe erinevus sisse juurdunud tavadega seda suurem on ka välisfinantseerimise vajadus. Enamikel juhtudel piirdub välisfinantseerimine vaid kohalikul saada oleva kapitaliga"

Lk 6 „ . . . Ei piisa vaid laenude heast kättesaadavusest vaid ka hästitoimiv aktsiaturg on oluline. Hästitoimiv aktsiaturg, läbi finantseerimisallikate spektrumi laiendamise, mängib olulist rolli kohalike ja välismaiste investorite vaheliste seoste tekkimisel. . .“

Lk 6: „Kokkuvõtvalt võib öelda, et finantsinstitutsioonide arengutase võib olla teguriks, mis määrab kas kohalikele turule tulnud välisfirmad töötavad isoleeritud enklaavides ilma mingeid sidemeid omamata kohaliku majandusega (lisaks töötajate palkamisele). Või need välisfirmad muutuvad tehnoloogia-alase oskusteabe katalüsaatoriteks lisaks muudele hüvedele, mida majandusteadlaste arvates välisinvesteeringud võiksid kaasa tuua. . .“

Uuring nr. 4: David Weild, Edward Kim: Market structure is causing the IPO crisis — and more“ June 2010

Kapitali kättesaadavus suurendab tööhõivet ja innovatiivsust

Lk 6: „ . . . Kui ettevõtted ei suuda efektiivselt tõsta kapitali – või ei suuda kapitali üldse tõsta – röövitakse neilt võimalus omandada kasvamiseks vajalikke varasid ja inimkapitali. Kui me tahame peatada kasvava töötuse ja sellega USA elanikele kaasneva hävitava mõju nõiaringi, peame võtma ette samme nüüd, et elavdada meie IPO¹-turge.“

Lk 17:“ Mõjud mis kaasnevad kui me ei võta midagi ette [IPO-turgudega]. USA majanduskasv saab olema madalam kuna investorite tootlused jäävad madalale ilma toimiva IPO-turuta ja investorid allokeerivad vähem raha riskikapitali varaklassile. . . . Ettevõtjad saavad kannatada – investorid juba praegu vähendavad ettevõtjatele kättesaadavaid finantseerimisvahendeid. . . .Ameeriklaste motivatsioon loobuda hästi makstud palgatööst [ettevõtte asutamise kasuks] ja riskida kõigega, väheneb.“

Uuring nr. 5: Bernard S. Black; Ronald J. Gilson: „Does Venture Capital Require an Active Stock Market?“

Arenenud aktsia- ja võlakirjaturud on eelduseks riskikapitali investeeringutele alustavates ettevõtetes

Lk. 2: „ . . riskikapitali (venture capital) edukus sõltub – ja see on ehk isegi on edukuse ainuke eeltingimus – võimalusest väljuda edukast investeeringust (milleks on riskikapitalifirma puhul mittenoteeritud ettevõtted), läbi aktsiate börsil noteerimise. Aktsiate börsil noteerimine on omakorda võimalik vaid aktiivse aktsiaturu korral. Selleks, et aru saada seosest aktsiaturu ja riskikapitalituru vahel on vaja mõista lepingulisi seoseid ettevõtte omanike ja riskikapitaliettevõtete vahel – eriti just seda kui tähtsaks peavad investeeringust väljumise võimalust riskikapitalistid – ja võimalusest ettevõtte üle kontrolli osas kokkuleppele jõuda, mis

¹ IPO – Initial Public Offering – aktsiate esmane avalik pakkumine

harilikult tähendab anda ettevõtte omanikule võimalus ettevõtte üle kontroll tagasi saada juhul kui riskikapitali ettevõtte saab kasutada investeringust väljumiseks aktsiate börsil noteerimist. Selline võimalus eksisteerib vaid juhul kui börsil noteerimist saab väljumisvõimalusena realistlikult kaaluda.“

Lk. 17 : „ . . . juhul kui riskikapitaliettevõtte väljub investeringust nii, et müüb ettevõtte teisele ettevõttele, kontroll antakse üle ostvale ettevõttele, ja seda isegi juhul kui algupärane ettevõtte omanik jätkab ettevõtte igapäevategevuste juhtimist. Seega, kui IPO kaudu väljumine ei ole võimalik, ei ole ettevõtte algsele omanikule võimalik anda motivatsioonipaketi osana õigust saada tagasi kontroll juhul kui ettevõttega on läinud kõik edukalt.“

Uuring nr. 6: REPORT TO ESMA. Securities and Markets Stakeholder Group – Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding.

Kapitaliturud on olulised SME²-dele, kes omakorda on olulised tööhõive loojad

Lk. 4 “Kapitaliturgude kasutamise eelised kajastuvad kõrgemas panuses majandusse ja tööhõivesse. Turud pakuvad ettevõtetele suuremat valikuvõimalust investorite näol, ligipääsu lisanduvale omakapitalile ja kõrgemale avalikule kajastusele, sealhulgas brändituntusele. Turud võivad aidata ka andeka juhtkonna värbamisel. ”

Lk.6 “Väikese-ja keskmise suurusega ettevõtted on harilikult sõltuvad omakapitali finantseerimisest. Esialgne kapital leitakse perekonnalt, sõpradelt ja hiljem ka ingel-investoritelt. Hilisemas faasis on vajalik kapitali kaasamine riskikapitali fondidelt selleks, et muutuda professionaalsemaks ja kasvada. Peale seda kui need fondid on kasvatanud ettevõtte järgmisele kasvustaadiumile, otsivad nad võimalusi kapitaliturgudelt ja avalik aktsiaemissioon on üks nende väljumise alternatiividest“

Lk. 8“Ei peaks olema vahet, kas ettevõtte kaasab oma finantseerimise võlakapitalina või omakapitalina, riski ja tulususe suhe peaks jääma võrdseks. Hoolimata sellest on see valik tähtis mitmel põhjusel. Üheks põhjuseks on maksud, kuna enamikes riikides saab intressimaksud maksustatavast tulust maha arvata . . . Teine põhjus on, et dividendid makstakse ettevõtte kasumist, samal ajal kui laenuintressid on vaja maksta hoolimata sellest, kas ettevõtte on kasumlik või ei. Just sellel põhjusel ei soovitata laenukapitali kasutamist alustavatel ettevõtetel, mis harilikult algusaastatel ei ole kasumlikud. Need ettevõtted kasutavad pigem omakapitali, mis oma loomult on kannatlikumad maksete osas.“

Kohaliku kapitaliturgude mõju majanduskeskkonna riskidele

Sügavam kohalik toimiv kapitaliturg vähendab süsteemseid riske, kuna finantseerimine ja seega ka riskid ei ole kontsentreerunud ainult pankadesse vaid jagunevad rohkemate osapoolte vahel.

Ka koalitsioonilepingus on kapitaliturgude toetamine kirjas:

„Lihtsustame reegleid, et sisuliselt käivituks börs alternatiivse heade äriideede rahastamise allikana ka väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele. Eesti elanikest peab saama omanikuühiskond ka ettevõtete omanikeks olemise kaudu“

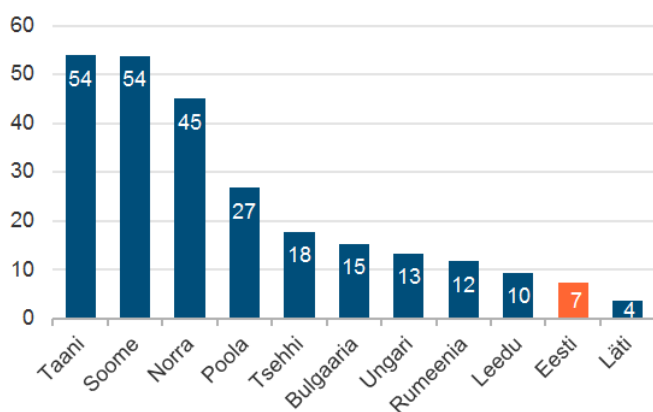
² Uuringus peetakse SME-deks ettevõtteid, mille turuväärtus jääb alla 500 miljoni euro. Selle kriteeriumiga oleksid SME-d enamik Eesti ettevõtteid.

Eesti kapitaliturg on hääbumas

Eesti kapitalituru osakaal majandusest on väga väike ja kapitalituru osakaal on viimase aastakümne jooksul olnud vähenevas trendis.

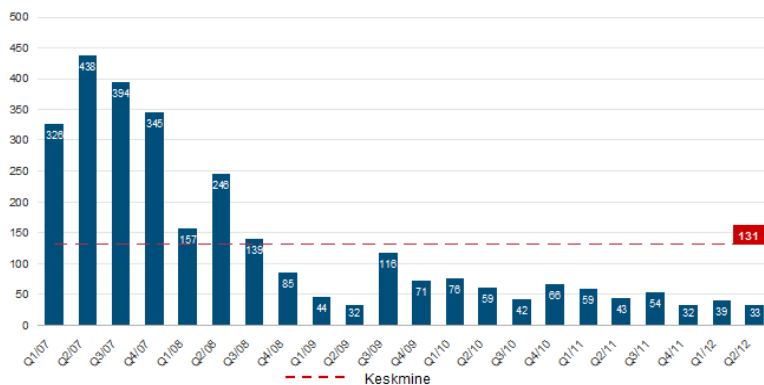
1. Börsi kapitalisatsioon (ehk noteeritud ettevõtete koguväärtus) on vähenenud ca 3 korda võrreldes aastaga 2007 ja seda isegi arvestades Eesti börsikapitalisatsiooni niigi madalat suhtarvu SKP suhtes terve taasiseseisvusaja jooksul.
2. Börsi käive on võrreldes 2007 aasta keskmisega kukkunud üle 11x.
3. Börsi osakaal SKT suhtes nii kapitalisatsiooni kui käibe osas on Eestis võrreldavate riikide lõikes väga madalad
4. Võlakirjaturg on lakanud funktsioneerimast

Börsi kapitalisatsioon suhe SKTsse, valitud riigid (2011)



Allikas: Maailmapanga andmebaas

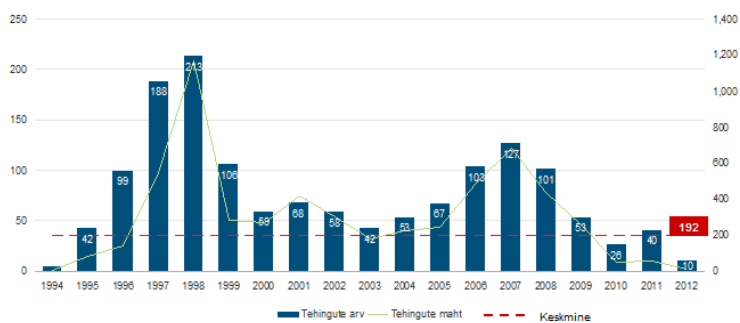
Tallinna börsi kauplemisskäive, 2007 – 30. juuni 2012 (m EUR) ⁽¹⁾



Allikas: Eesti väärtpaperite keskus

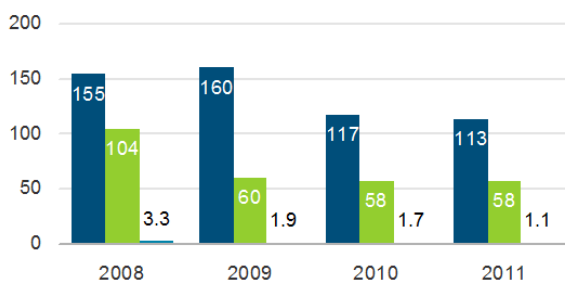
⁽¹⁾ Aktsiate kvartaalne kauplemisskäive

Eestis registreeritud võlakirjaemissioonid, 1994 – sept. 2012 (m EUR)



Allikas: Eesti väärtpaberite keskus

Aktsiaturu käive % SKT-st



Allikas: Maailmapanga andmebaas

■ OECD ■ EL ■ Eesti

Töögrupi ettepanekud

Globaliseerumine ja paljud muud võimsad välisturgude trendid ohustavad oluliselt väikeste riikide kapitaliturge. Finance Estonia kapitaliturgude töögrupp on kokku kogunud mitmeid konkreetseid meetmeid, kuidas Eesti kapitaliturge elavdada.

	<i>Meetmed turu arengu kiirendamiseks</i>	<i>Üldised meetmed/ efekt</i>
<i>PAKKUMISE MEETMED</i>	<i>Erinevates varaklassides instrumentide pakkumise suurendamine ja uute varaklasside loomine</i>	<i>Regulatsioonide muutmine taaselustamiseks pakkumist ja võimaldamaks uusi varaklasse</i>
		<i>Otsene riigipoolne instrumentide pakkumine (riigile kuuluvate äriühingute aktsiad, võlakirjad)</i>
<i>NÕUDLUSE SUURENDAMINE</i>	<i>Turuosaliste arvu ja huvitatuse suurendamine ja takistuste eemaldamine selleks, et kõik osalejad saaksid Eestisse investeerida</i>	<i>Regulatsioonide muutmine taaselustamiseks nõudlust ja võimaldamaks uusi varaklasse</i>
		<i>Kohalike investorite aktiivne osalemine turul suurendab välisraha huvi turu vastu</i>

Vajalik mitme jõulise meetme koostõju

Selleks, et saavutada eesmärgina tuntav kohaliku kapitalituru elavdamine, ei piisa vaid mõnest üksikust isoleeritud nõrgemapoolsest meetmest, vaid on mõõdapääsmatult vaja koordineeritud jõulist tegevust ja edasiminekut mitme meetmega

Palume kasutada käesolevat dokumenti konkreetsete meetmete paketina. Parima võimaliku efekti saavutamiseks **peaksid valitud meetmed olema jõulised, pikaajalise mõjuga ja toetama nii pakkumise kui nõudluse poolt.**

Allpool kirjeldatud meetmetest osad ei too kaasa kohe otseselt kapitali juurdevoolu Eesti ettevõtetele – nagu näiteks riigivõlakirjad või hüpoteekvõlakirjad. Siiski peaksid need sammud oluliselt tõstma Eesti turu aktiivsust, kasvatama välisinvestorite tähelepanu ja sedakaudu lihtsustama Eesti ettevõtetele kapitali kaasamist.

Vahendite võimalused seoses pakkumise toetamisega/parandamisega

KOKKUVÕTE:

Riigiettevõtted börsile

Eesti Vabariigi võlakirjad

Riigiettevõtete võlakirjad kohalikule turule

Munitsipaalrahastu loomine ja võlakirjadega finantseerimine

Hüpoteekvõlakirja turu loomine

Valitud riigiettevõtete aktsiate noteerimine börsil

Riigiettevõtete aktsiate noteerimine, eeskätt just suuremate ettevõtete turuletoomine võimaldab aktsiaturge oluliselt elavdada, kuna selliste ettevõtete aktsiate vastu oleks lisaks kõigile kohalikele turuosalistele huvi ka välisinvestorite poolt.

NB! Ilma korraliku ettevalmistuseta ja kiirustades ei soovita töögrupi liikmed riigiettevõtete aktsiaid börsil noteerida. Korralik ettevalmistus võiks eelkõige sisaldada järgmist:

1. Mitmete ettevõtete puhul tuleb näiteks läbi viia restruktureerimine, et viia varad ja operaator eraldi kehadesse;
2. Enamiku ettevõtete puhul on vaja korrastada ettevõtete juhtimist (ehk korrastada corporate governance'i). See tähendab, et ettevõtte juhtkonna poolt vastavad otsused oleksid tehtud eelkõige ettevõtte ja aktsionäride huvides. Muuhulgas tähendaks see ka näiteks seda, et valitud riigiettevõtete juhtkonnad ja nõukogud valitakse eelkõige selle konkreetse ettevõtte juhtimise jaoks vajalikke oskusi ja kogemusi omavate isikute seast ja valitud juhtorganite liikmed oleksid teavitatud sellest, et nende esmane prioriteet on tagada ettevõtte jaoks tähtsate eesmärkide saavutamine.

Meetme eeldatav otsene mõju:

1. Avardab kapitali kaasamise võimalusi riigiettevõtete jaoks
2. Tõstab nende konkurentsivõimet
3. Kasvule ja efektiivsusele orienteeritus
4. Suurendab kõigi investorite valikuvõimalusi
5. Suurendab turu likviidsust
6. Sõltuvalt emitendist võimalik uue Tallinna Börsi 'juhtaktsia' tekkimine. Peale Hansapanga ja Telekomilahkumist puudub Tallinna Börsil tugev juhtaktsia. Rahvusvahelistele investoritele atraktiivse juhtaktsia hoidmine kohalikul börsil toob lisamõjuna kaasa ka rahvusvaheliste investorite huvi muudesse kohalikesse ettevõtetesse, milledesse eraldi investeerimine oleks liigselt kulukas.
7. Efekt turule oleks suurem vastavalt sellele, mida suurema ja atraktiivsema ettevõtte soovib valitsus börsile tuua
8. Võimaldab rohkem kui 600,000 Eesti pensionikogujal saada riigile kuuluvate kvaliteetsete firmade kaasomanikuks
9. Suurendab Eesti elanike osalust aktsiaturul ja võimaldab seeläbi avardada elanike säästmisalternatiivi

Eeldatav kaudne mõju: suureneb teiste ettevõtete kapitali kaasamise võimalus ja luuakse töökohti

92% kõikidest töökohtadest, mis on loodud Ameerika Ühendriikide börsifirmade poolt peale aastat 1970, on loodud peale nende ettevõtete börsile tulekut³. Börs aitab kasvuettevõttel kasvada ja seega lubab ka kindlust, mis on vajalik töökohtade loomiseks. Eeldatav mõju tugeva juhtaktsia tekkimisest töökohtadele on eeldatavasti mitmekordne, kuna turu tekkimist toetades võimaldab suure ettevõtte noteerimine ka teiste ettevõtete noteerimist.

Valitsuse võlakirjade emiteerimine ja jaepakkumine Eesti turule

Valitsuse võlakirjade emiteerimine viisil, mille raames toimuks ka avalik pakkumine kohalikele turule on väga jõuline samm kohaliku võlakirjaturu taaselustamiseks.

1. Defineerib 'riskivaba' tulumäära

- Riskivaba tulumäära kasutatakse võrdlusena mistahes Eesti finantsvarade hindamisel, kusjuures finantssektori jaoks oluliste varade hindamise valemite (nagu näiteks Capital Asset Pricing Model) kasutamisel on vajalik ka riskivaba tulumäära sisestamine. Juhul kui riskivaba intressimäära pole turu järgi võimalik määrata (kuna riigivõlakirju ei ole), siis rakendavad osapooled oletusi, mis tõenäoliselt vähendab võimalike finantsvarade väärtusi;

2. Võimaldab pikaajalise kohaliku säästuraha, s.h. II samba pensionifondide ja ka eraisikute säästude investeerimist kõrgeima kvaliteediga kodumaisesse varaklassi

- Aitab leevendada sobilike kodumaiste instrumentide vähesust
- Suurendab säästmisalternatiive eraisikute, s.h. investeerimisalaselt vähem haritud investorite jaoks
- Aitab suurendada kohalike pensionifondide läbipaistvust säästjate jaoks

3. Loob eeldused muude võlakirjaklasside (taas)tekkeks Eestis, sh. erinevad korporatiivvõlakirjad

Valitsuse võlakirjade regulaarne emiteerimine toetab finantsinstrumentidega kauplevatel asutustel organisatsiooni ressursside allokeerimist selleks, et võimaldada Eesti väärtpaberitega kauplemist. Peale seda kui need süsteemid on maaklerite ja teiste finantsasutuste sees juba loodud (antud juhul räägiksime mitmete asutuste sees pigem taaselustamisest), saaksid sellest kasu ka muud Eesti investeerimisvarad.

Kohalike võlakirjade emiteerimine kvaliteetsete riigiettevõtete poolt

Eesti ettevõtete võlakirjaturg on olnud aktiivne ja oluline alternatiivne finantseerimisallikas. Perioodil 1995 kuni 2002 toetus selline võlakirjaturg peamiselt madala riskiga suurettevõtetele. Investorite poolt sarnaste võlakirjade ostmise huvi on säilinud.

Kohaliku võlakirjaturu taaselavdamiseks saaks valitsus motiveerida riigiettevõtetel osa oma finantskohustustest finantseerida kohalike võlakirjaemissioonide kaudu. Seda saaks teha kas läbi valitsuse korralduse või ka konkreetse seaduse läbi. Sellistele võlakirjadele oleks ka nõudlust ja emissioonide regulaarne tegemine turule muudaks võlakirjaturu jällegi normaalseks kapitali hankimise kohaks Eesti suurettevõtetele, omakorda muutuks ka investeerivates institutsioonides Eesti ettevõtete võlakirjaklass tavapäraseks. Osalt on tänaseks probleemiks see, et kohaliku ettevõtte võlakiri on ära unustatud, mistõttu on see ebatavaline

³ National Venture Capital Association "Global Insight and Survey of Top 136 VC-Based Companies That Went Public 1970–2005 "

instrument nii ettevõttele finantseerimiseks kui ka investorile investeerimiseks. Seetõttu on turu taaskäivitamisele vaja kaasa aidata, ilma selleta turg uuesti käima ei lähe.

Loomulikult tuleb silmas pidada ka viisi kuidas seda kohustust rakendatakse ja kuidas neid konkreetseid emissioone korraldatakse, kuna sellise protsessi valesti valitud konkreetsete sammudega on kindlasti võimalik kahju teha. Ettevõtted kindlasti ise ei soovi sellist sekkumist nende majandamisse, samas võiks see pikaajaliselt ka nendele samadele ettevõtetele mõttekas olla, kuna võimaldaks ühe mugava lisanduva rahastamisallika tekke.

Suurettevõtete kohaliku võlakirjaturu üles äratamine muudab nii fondidele kui ka eraisikutele Eesti ettevõtete võlakirjadesse investeerimise jällegi loomulikuks tegevuseks ja läbi selle võiks olla võimalik ka täiesti erasektori omanduses olevatel ettevõtetel võlakirjaturult raha hankida. Seeläbi eeldamegi, et meetme asjalik rakendamine aitab kaasa taastootva isetoimiva süsteemi tekkele.

Meetme eeldatav mõju:

1. Suurendab investori valikuvõimalusi
2. Suurendab turu likviidsust
3. Võimaldaks taaskäivitada Eesti ettevõtete võlakirjaturgu
4. Alternatiiv pangadeposiidile
5. Mitmekesistab riigifirmade rahastamisvalikuid

Munitsipaalrahastu

Munitsipaalrahastu all peame silmas kohalike omavalitsuse finantseerimiskeskuse loomist, ehk kohalike omavalitsuste finantseerimise tsentraliseerimist ühte juriidilisse kehasse. Oluline on siinjuures see, et läbi selle juriidilise keha finantseeriksid end eranditult kõik omavalitsused. See on vajalik seetõttu, et kui arvestada vaid vabatahtlike liitujatega, siis võib oletada, et omavalitsused, kes suudavad end piisavalt odavalt finantseerida ka ise, ei liituks. See aga tähendaks, et Munitsipaalrahastuga liituksid vaid omavalitsused, kelle krediidiriskid on kõrgemad ja seetõttu oleksid sellise juriidilise keha võlakirjad vähem atraktiivsemad investorite jaoks. Samuti võivad investorid eeldada ka oletuslikku riigi garantiid juhul kui skeemiga on kõik omavalitsused liitunud, ilma, et riik seda tegelikult kirjalikult andma peaks.

Munitsipaalrahastu on soovitatav luua äriühinguna, kus omavalitsused on vastavalt eelarve suurusele osanikud.

Kapitaliturgude toetamiseks oleks soovitatav, et Munitsipaalrahastu finantseerib end vaid kohalike võlakirjade kaudu. Selline lähenemisviis lubaks Eesti turule väga olulise kaubeldava instrumendi loomist, millel võiks oletuslikult olla riigiga sarnane krediidireiting.

Kuigi see ei puutu kapitaliturgude toetamise hulka, siis tundub mõistlik Munitsipaalrahastusse tsentraliseerida ka mitmed muud omavalitsuste finantsjuhtimisega seotud tegevused, nagu laenuvajaduse prognoosimine, laenuportfelli jälgimine ja analüüsimine, kohalike omavalitsuste finantstegevuse jälgimine ja ennetavate meetmete rakendamine probleemide vältimiseks.

Antud meetme täpsemaks analüüsiks oleks vaja uurida kuidas oleks antud skeem võimalik sobitada omavalitsuste iseseisvuse põhimõttega.

Meetme eeldatav mõju:

1. Potentsiaalis suuremahuline võlakirjaturg. 2011 aasta 30.septembri seisuga oli kohalike omavalitsuste võlakoormus kokku üle 560 miljonit euro.
2. Võimaldab alandada raha hinda väiksemate omavalitsuste jaoks

3. Võimaldab paremat kontrolli KOV-ide finantseerimise üle

Hüpoteekvõlakirjad

Hüpoteekvõlakirjad (covered bonds) on populaarsed ja pikalt olnud kasutusel Skandinaavias. Eelkõige võiks Eestile sobida võlakirjad, mida saaksid emiteerida kohalikud pangad konkreetse eluasemelaenuportfelli tagatisel ja mis ei arvataks vastava panga pankrotivara hulka. Ehk võlakirju ei emiteeriks eraldi juriidilised kehad – nn. hüpoteekpangad nagu seda tehakse näiteks Taanis, vaid kohalikud kommertspangad. Seega oleks sellise võlakirja puhul investoril topelttagatis – esiteks konkreetne eluasemelaenude portfelli ja teiseks tagaks võlakirja ka emiteeriv pank. Pankadele annaks see võimaluse kaasata olulist kapitali kohalikult turult ja alandada finantseerimise kulusid. Arvestades, et eluasemelaenude jääk vastavalt Eesti Panga statistikale (juuli 2012) oli natuke üle 5.8 miljardi euro, siis võiks hüpoteekvõlakirjade emiteerimise võimaldamine oluliselt elavdada kapitaliturgu.

Hüpoteekvõlakirja turu loomine nõuab mõnede seaduste täiendamist. Näiteks on vajalik, et tagatisvaraks olevad laenud välistataks panga pankrotivarast, samuti oleks vaja reguleerida tagatisvaraga seotud tingimused ja luua tõenäoliselt ka tagatisvara register.

Meetme eeldatav mõju:

Eluasemelaenude maht juulis 2012 oli ca 6 miljardit eurot, seega hüpoteekvõlakirjade kaudu võib võlakirjaturule tulla olulises mahus instrumente ja seeläbi on võimalik kogu turu elavdamine.

Pensionifondide mõju kapitaliturgudele

Pensionifondid on kõige olulisem pikaajaline kohaliku kapitali allikas. Mujal maailmas mängib pensioniraha peamist rolli institutsionaalse kapitali formeerumisel, olles sageli ankurinvestoriks nii kapitalituru tehingutes kui erinevates sektoritele- või varaklassidele põhinenud fondides (nt. riskikapitalifondides, kinnisvarafondides, aktsiafondides, jne).

2012 septembri seisuga on Eesti pensionifondide maht ca 1.4 miljardit eurot, samas on sellest Eestisse tänaseks tagasi investeeritud väga vähe - hinnanguliselt vähem kui 8%⁴. Osaliselt on selle põhjuseks sobilike instrumentide vähesus. Samas on tänaste seaduste järgi võimalik kogu investeringute juhtimise Eestist välja viia, mida vähemalt osad Eesti pensionifondi halduritest on ka kasutanud.

Kui me saaksime tagada, et investeerimisotsused võetaks vastu Eestis, siis rahvusvahelise kogemuse põhjal võib oletada, et ka rohkem investeringuid tuleks Eestisse. Investeerimisotsuste tegemise koht mõjutab investeringute sihtkoha valikut, millest on tulenev ülemaailmne koduturu eelistamine. Eesti pensionifondi haldurid on enamikus Skandinaavia ettevõtted ja juhul kui mõni neist otsustab kulude kokkuhoiu eesmärgil tsentraliseerida investeerimisotsuste tegemise töö väljapoole Eestit (kuna vastava finantsasutuse ülejäänud investeerimistegevus juba on paigutatud näiteks Stockholmi), siis toob see kaasa automaatse Eesti investeringute vähenemise. Ka Eesti tänase pensionituru kogemus viitab, et Eestist juhitavate fondide puhul on koduturu allokatsioon märgatavalt suurem kui Põhjalast juhitavate fondide puhul.

Enamik maailmaturge on ajalooliselt rakendanud oma pensionifondidele välismaale investeerimise piiranguid. Nende piirangute osaliseks eesmärgiks ja tulemuseks on olnud muuhulgas kohaliku majanduse toetamine. Viimase 10 aasta jooksul on selliseid piiranguid Euroopa Liidu riikides vähendatud seoses kapitali vaba liikumise tagamisega, kuid vaatamata liberaliseerimisele on pensionirahadel tugev koduturu fookus (vt. allpool).

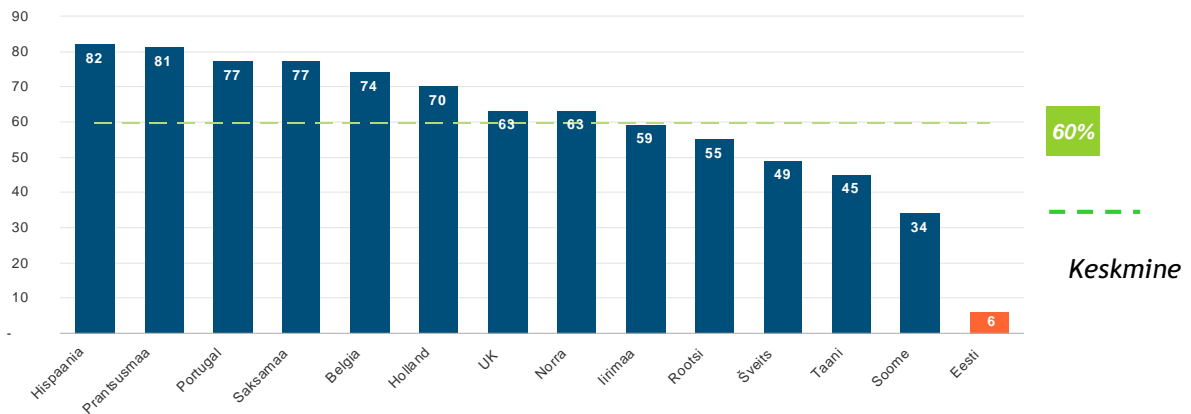
Toetudes rahvusvahelistele uuringutele ja ka kohtumistele, mida töögrupi liikmed viisid läbi Soomes, Rootsis ja Taanis, võib kokkuvõtlikult välja tuua, et pensionifondide reguleerimist majanduse elavdamise eesmärgil on peetud tähtsaks. Mõned tsiteeringud kohtumistelt:

1. Kohalik institutsionaalne investorite baas on olnud peamiseks põhjuseks Rootsi ekspordile suunatud majanduse edulool (Niklas Johansson, AP2, Rootsi)
2. Kui investeerimisallokatsiooni otsused tehakse väljaspool Eestit, siis tehakse need muude turgude kasuks (Niklas Johansson, AP2, Rootsi)
3. Juhul kui Varma (üks suurimaid Soome pensionivarade haldureid-FE) vähendaks oluliselt oma Soome varade allokatsiooni, järgneks tugev avalik hukkamõist (Risto Murto, Varma, Soome);
4. Kohaliku majanduse jaoks on oluline, et pensionifondid investeerivad Soome (Risto Murto, Varma, Soome);
5. Investoritel on alati koduturu kohta rohkem informatsiooni, mis on loogiliseks koduturu eelistamise põhjuseks (Kari Järvinen, Solidium, Soome)
6. Kohaliku turu investeringute kohta on informatsioon odavamalt kätte saadav (Jens Dalskov, Danica Pension, Taani)

⁴ Redgate analüüs 31.oktoober 2012

Arenenud riikide kogemuse järgi on kodumaa investeeringute osakaal kogu portfelist ligikaudu 60% kandis. Eesti eesmärk võiks lähitulevikuks olla pensionifondide kohalike investeeringute osakaalu tõstmine 20%-30% peale ja pikemas perspektiivis enamgi veel.

Strateegiline pensionivarade allokatsioon, koduturu osakaal, mai 2011 (%)

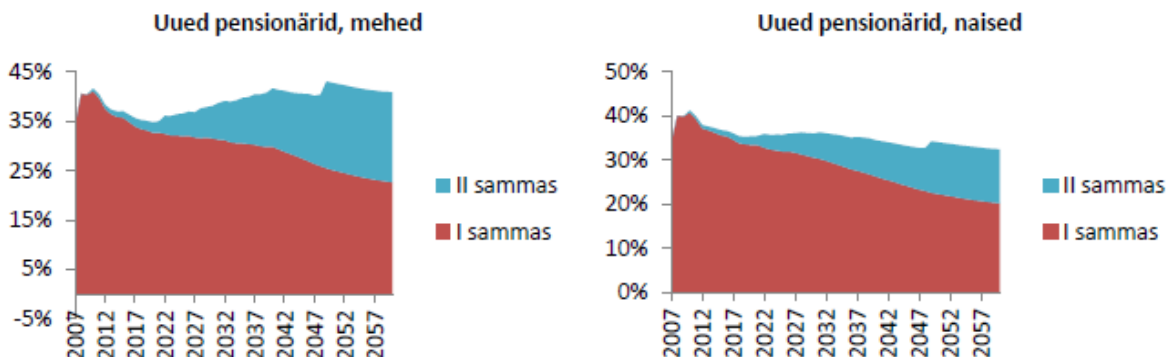


Allikas: Asset Allocation Survey, Mercer, May 2011; Finnish Centre for Pensions; Eesti Pensionikeskus, SEB Enskilda
Muu: v.a. sularaha; Soome 2010 seisuga, Eesti puhul vaid II samba fondid; Eesti fonde puudutav statistika seisuga 30.09.2011

Kõrge pensionivarade kontsentratsioon on vägagi põhjendatud, sest pensionivarade reaaltootlust mõõdetakse kohalike inflatsiooninäitajate taustal ja raha kogutakse kokku koduturul töötavate inimeste poolt tehtud maksete arvelt. Seda tagasi koduturile investeerides aitavad pensionifondid kaasa koduturul loodava lisandväärtuse suurendamisele, mis omakorda aitab kaasa majanduskasvule, inimeste sissetulekute ja maksubaasi suurenemisele. Lisaks peaks kohalikud varad pikas perspektiivis pakkuma kohalikku inflatsiooni ületavat tootlust ja seda on näiteks Tallinna börs oma tegutsemisajal ka suutnud pakkuda.

Kogumispensioniga seotud ettepanekute puhul tuleb arvestada, et riiklik pension jääb siiski olulisemaks Eesti pensionite finantseerimisel – aastal 2060 moodustab riiklik pension, ehk 1. pensionisammas umbes 55% meeste pensionist ja 62% naiste pensionist vastavalt Praxise uuringule.

Joonis 3.2.11. Keskmise brutoasendismäär pensionikindlustussüsteemist uutel vanaduspensionäridel pensionile jäämise hetkel vanaduspensionieas.



Märkus: brutoasendismäär on leitud sotsiaalmaksuga maksustatava keskmise tulu suhtes

Allikas: Praxise sotsiaaleelarvumudel, autorite arvutused

Selleks, et riik suudaks maksta 1.samba pensioneid on vaja tagada majanduskasv, mis võimaldaks piisavaid maksutuluseid. Majanduskasvu saab osaliselt toetada läbi 2.sambasse kogutava raha ümbersuunamise Eesti majandusse.

Vahendite võimalused seoses nõudluse toetamisega/parandamisega

KOKKUVÕTE:

Pensioniraha aktiivsem osalemine koduturul

Maksusoodustused

Otseinvesteeringute kohustus

Usaldussuhte komponent pensionifondide teenustasudes

Eesti varade analüüsi kohustus

Keeld investeerimisotsuste sisse ostmisele

Investeerimis-piirangute lõdvendamine

II samba struktuuri mitmekesistamine

Eesti Fond

Pensioniraha aktiivsem osalemine koduturul

Mitmete nõudluse poole meetmete vahe-eesmärgiks on pensionifondide Eesti investeeringute tõstmine.

Allolevalt oleme kirjeldanud mitmeid seaduslikke ja rangeid meetmeid, mida valitsus saaks kaaluda, et aidata kaasa pensioniraha osalisele Eesti majandusse suunamisele.

Usume, et oleme kirjeldanud allpool mitmeid häid võimalikke vahendeid, kuid me ei pretendeeri väitele, et kõik meetmed oleksid kirjas.

Lühikokkuvõttena soovime valitsusel kaaluda kombinatsiooni erinevatest meetmetest selleks, et saada kõik pensionifondi haldurid aktiivselt osalema kohalikul kapitaliturul.

Meetme eeldatav mõju:

1. Pensioniraha kui Eesti ainsa pikaajalise institutsionaalse kapitali aktiivsem osalemine turul aitab suurendada ka privaatpankade ja jaeinvestorite huvi ja usaldust kohaliku turu suhtes
2. Ostupoole suurenenud huvi suurendab ka müügipoole aktiivsust
3. Suurenenud kohalike turuosaliste aktiivsus suurendab välisraha huvi siinsel turul osaleda

Maksusoodustused

Õigesti kujundatud maksusoodustused võivad alandada turutakistusi ja tõsta kapitalituru likviidsust. Eesti puhul oleks mõju tulumaksu erisusest Tallinna börsil noteeritud ettevõtete dividendidelt (ka siis, kui see oleks ajaliselt piiratud 3-5 aastaga alates ettevõtte noteerimisest).

Võib kaaluda pangahoiustele tulumaksu rakendamist, mis võiks soodustada muudesse võlapaberitesse investeerimist. Samas ei oleks see meede piisavalt jõuline, et oluliselt aidata kaasa pikaajalise turu tekkele.

Sama meetme teine külg oleks maksuvabastuse rakendamine Eesti võlakirjadelt saadavatele intressituludele.

Otseinvesteeringute kohustus

Tänane pensionifondide regulatsioon soosib kaudset investeerimist, ehk investeerimist läbi kolmanda osapoole finantstoote (fond, ETF, derivatiivid). Selline investeerimistegevus on küll fondihalduri seisukohast kuluefektiivne, kuid pole tõestatud, et kaudsete toodete kaudu saavutatav laiem investeeringute hajutus kompenseerib kõrgemaid kulusid, mida pensionifondi osakuomanik maksab kaudsete fondide halduritele või tagaks säästjatele kõrgema tootluse, kui otseinvesteering. Suureks probleemiks on sellise portfelli puhul ka selle transparentsus ja arusaadavus pensionisäästjate jaoks. Riik on loonud võimaluse fondisäästjatel fonde aastas mitu korda vahetada, kuid ei ole loonud raamistikku, mis aitaks säästjal teha informeeritud otsuseid.

Kolmandate toodete finantstoodetel on harilikult teenustasud veel lisaks pensionifondi tasudele, mistõttu selliste topelt-tasude kaudu võib osakuomanikule kaduma minna märkimisväärne osa sissemaksjate säästudest.

Lisaks ei jõua kaudsetesse toodetesse investeeritud raha tagasi Eesti majandusse, seega soovitame ühe võimaliku meetmena kaaluda II samba fondidele kehtestada kohustus hoida osa aktsia- ja intressitoodete allokatsioonist otsepositsioonidena (ehk mitte läbi fondide, ETF-ide, derivatiivide).

Meetme eeldatav mõju:

1. Suurendab osade, eeskätt fondifondi struktuuriga, fondide võimalust Eestisse investeerida ja seeläbi suurendada siinsel kapitaliturul osalejate arvu
2. Vähendab passiivse investeerimise osakaalu
3. Fondijuhtide kulud kasvavad

Usaldussuhte komponent pensionifondide teenustasudes

Eesti pensionifondide varad on investeeritud enamasti teistesse fondidesse, samas tasud selliste varade juhtimise eest on kõrged – enamik vahemikus 1% - 2% (Pensionikeskus – Fondijuhtimise tasud alates 1. jaanuar 2011) lisaks nende fondide tasudele, millesse Eesti pensionifondid on investeerinud (nagu ETF-id ja teised fondid).

Eesti kapitaliturgude jaoks oleks soovitatav otseinvesteeringute motiveerimine. Selleks võib kaaluda fonditasudele maksimumpiiri seadmist kaudsetele investeeringutele. Ehk kuutasu see osa, mis vastab fondis keskmiselt vastaval kuul omatud kaudsete investeeringute osakaalule, oleks piiratud kokku lepitud maksimummääraga.

Siinkohal on oluline, et piirang rakendataks vaid kaudsetele investeeringutele, eesmärgiga et see motiveeriks otseinvesteeringuid tegema. Juhul kui otsustatakse piirata kõiki fondi tasusid, siis tõenäoliselt see soovitud mõju kapitaliturgudele ei oma.

Selleks, et antud fonditasude piiramise meede omaks mõju Eesti kapitaliturgudele oleks soovitatav seda rakendada koos allpoolkirjeldatud Eesti varade analüüsi kohustusega.

Meetme eeldatav mõju:

1. Eesmärk motiveerida pensionifonde tegema otseinvesteeringuid, mis motiveerib fonde muuhulgas ka rohkem vaatama kohalikke finantsinstrumente (nt. võlakirjad, aktsiad).

Eesti varade analüüsi kohustus

Ühe võimaliku meetmena selleks, et toetada kohalikke investeeringuid, on soovitatav kaaluda Eesti kaubeldavate varade analüüsimise kohustusena sissekirjutamist regulatsioonidesse. Seega tähendaks see, et pensionifondid oleksid vajadusel kohustatud tõestama dokumenteeritud analüüse nii Eesti varade kohta hoolimata sellest kas analüüs soovitas osta või müüa antud vara.

Seda piirangut võiks kombineerida keeluga investeerimise analüüsi ja investeerimisotsuste tegemise väljast sisse ostmisele.

Meetme eeldatav mõju:

1. Selline kohustus õigustaks Eestis fonde juhtivatel rahvusvahelistel struktuuridel Eesti meeskondade säilitamist, ilma milleta Eesti-suunalisi investeerimisotsuseid ei sünni

Keeld investeerimisotsuste sisseostmisele

Täna kehtivate seaduste järgi on pensionifondi halduril lubatud investeerimistegevuse teenus väljast sisse osta. Mitmete spetsialistidega kohtumistel on saanud selgeks, et koht, kust tehakse investeeringuid, on väga olulise tähendusega varade allokatsiooni osas:

1. Kui investeerimisallokatsiooni otsused tehakse väljaspool Eestit, siis tehakse need muude turgude kasuks (Niklas Johansson, AP2, Rootsi)
2. Investoritel on alati koduturu kohta rohkem informatsiooni, mis on loogiliseks koduturu eelistamise põhjuseks (Kari Järvinen, Solidium, Soome)
3. Kohaliku turu investeeringute kohta on informatsioon odavamalt kätte saadav (Jens Dalskov, Danica Pension, Taani)

Antud ettepaneku järgi keelatakse ära pensionifondidel investeeringute üle otsustamise teenuse sisse ostmine.

Meetme eeldatav mõju

1. Pensionifondide investeeringud Eesti majandusse kasvaksid.
2. Kaitseksime korralikult tasustatud töökohtade säilitamist Tallinnas baseeruvate fondihaldurite juures.

Investeerimispiirangute lõdvendamine

Soodustamaks pensionifondide poolt Eesti emitentidesse omakapitaliinvesteeringute tegemist oleks vaja liberaliseerida pensionifondide riski- ja likviidsusprofiile ning kohustuslikke investeerimispiiranguid. Konkreetsed ettepanekud oleksid järgmised:

1. Võimalus investeerida kuni 20% ulatuses noteerimata instrumentidesse, sealhulgas ka ettevõtete laenudesse, kinnisvarasse ja riskikapitalifondidesse, kusjuures võib eraldi piirangud võla- ja omakapitaliinvesteeringute osas. Näiteks võlakirjade puhul on tänaste seaduste järgi nõutud noteerimine, samas Eesti ettevõtete võlakirjaturu tipp-perioodil aastatel 1995 kuni 2002 olid peaaegu kõik emissioonid noteerimata, mis kinnitab, et noteering ei ole vajalik investori jaoks ja pigem takistab turupakkumist.
2. Võimalus omandada kuni 100% konkreetsesse projekti/kinnisvara SPV'st. See on vajalik, et võimaldada fondidel investeeringuid kinnisvarasse. Kinnisvara on üks olulisemaid varaklasse mitme Skandinaavia riigi pensionifondide investeeringute hulgas.

Meetme eeldatav mõju:

1. Anda osaliselt rohkem vabadust investeerimisfondidele teha investeeringuid Eesti varadesse, mis harilikult on ebalikviidsed ning nõuavad suurt juhtimisressurssi (mis on limiteeritud)

II samba struktuuri mitmekesistamine

Kaaluda võib osa II samba haldamist riikliku struktuuri poolt, mille investeerimisstrateegia nurgakivi oleks Eesti majandusse ja ettevõtlusse investeerimine, aga mitte ainult.

Pensionivara haldamine ning selle teenuse eest tasumise põhimõtted võiksid kopeerida erahaldurite vastavaid põhimõtteid.

Kombinatsioon era- ja riiklikest pensionivara halduritest on Euroopas laialt levinud. Muuhulgas on riiklikud pensionifondid kasutusel Rootsis, Norras ja Soomes.

Meetme eeldatav mõju:

1. Kohalikule turule keskendunud pensionivarade halduri teke
2. Konkurentsi suurendamine tänaste varahaldurite hulgas

Eesmärgiga toetada Eesti-suunaliste investeerimisfondide loomist soovitame kaaluda fondifondi loomist, mis investeeriks allfondidesse, millede varadeks omakorda oleksid kas Tallinna Börsil kaubeldavad väärtpaberid või riskiinvesteeringud (private equity) Eesti noteerimata ettevõtetesse. Fondifondi loomine aitaks tõsta Eesti-suunaliste investeerimisfondide loomise atraktiivsust. Allfondid kaasaksid ka ise muudelt finantseerijatelt kapitali ja seega võib loota, et aitaksime kaasa taastootva investeerimise ökosüsteemi loomisele.

Soovitame justnimelt fondifondi struktuuri tavapärase investeerimisfondi asemel, kuna tavapärase investeerimisfondi puhul oleks tegemist vaid lühiajalise eeldatava mõjuga projektiga, fondifondi puhul on mõju aga eeldatavasti korduva iseloomuga ja pikaajaline.

Kõne all olev fondifond kapitaliseeritakse otse pensionifondide sissemaksetega.

Võib lisaks kasutada ka Taanis käiku läinud ideed, kus 75% rahast võeti laenuna riiklikku asutusse (madala krediidiriskiga), mis laenas otse edasi vastavasse fondi (Taani puhul Danish Growth Fund).

Meetme eeldatav mõju:

1. Fondifondi loomine ja sinna olulise kapitali suunamine võiks aidata luua kohalike investeeringute pikaajalist ökosüsteemi;
2. Selline skeem ei oleks ühekordne, vaid võimaldaks tagada pikaajalise kapitali sissevoolu turule;
3. Fondifondi kaudu tekiks ka võimenduse efekt, kuna fondid, milledesse investeeritakse, suudavad ka muudest allikatest finantseerimist kaasata.

Lisa 1.a. Töögrupi liikmed

Tähestikulises järjekorras:

Aare Tammemäe - Redgate Capital

Andrus Alber – Nasdaq OMX Tallinn

Ege Metsandi – ERGO Funds*

Erkki Raasuke – Majandusministeerium

Henrik Igasta – SEB Enskilda

Loit Linnupõld – Swedbank Investment Funds*

Peeter Saks - Baltcap

Priit Põldoja - Cofi

Reimo Hammerberg – Sorainen

Robert Kitt – Swedbank

Ülo Kallas – Colonna Capital

* Töögrupis osalevad pensionifondi haldurid ei poolda kõiki dokumendis väljapakutud ettepanekuid, mis puudutavad pensionifonde

Käesolevas dokumendis esitatut ei saa vaikumisi käsitleda töögrupi liikmete tööandjate või ametiasutuste seisukohtadena.

Lisa 1b. Kasutatud kirjandus

1. Augusto de la Torre, Sergio L. Schmukler - *Emerging Capital Markets and Globalization. The Latin American Experience.*

“... Since the beginning of the 1990s, a growing body of empirical work, including broad cross-country and panel studies, time series analyses, individual country case studies, and firm- and industry-level analyses, has provided evidence supporting the view that financial development is not just correlated with economic growth, it is actually one of its drivers...” Selle osa viited: Goldsmith (1969), King and Levine (1993b), Levine and Zervos (1998b) ja Levine, Loayza, ja Beck (2000).

2. Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A Howells, Alaa M. Soliman- *Stock Market Development and Economic Growth: the Causal Linkage*

The evidence obtained from a sample of seven countries suggests that a well-developed stock market can foster economic growth in the long run. It also provides support to theories according to which well-functioning stock markets can promote economic development by fuelling the engine of growth through faster capital accumulation, and by tuning it through better resource allocation.”

3. Laura Alfaro, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan, Selin Sayek : *“FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets. November 2000*

Lk 1.-... countries with well-developed financial markets gain significantly from FDI. “

Lk 4. “Although most FDI by its very nature relies on capital from abroad, it is important to recognize that the spillovers for the host economy might crucially depend on the extent of the development of domestic financial markets. There are different ways in which financial markets matter. First, it is unlikely that spillovers are restricted to only costless improvements in the organization of the workforce. In particular, to take advantage of the new knowledge, local firms need to alter everyday activities and, more generally, reorganize their structure, buy new machines, and hire new managers and skilled labor. Although some local firms might be able to finance new requirements with internal financing, the greater the technological-knowledge gap between their current practices and new technologies, the greater the need for external finance. In most cases, external finance is restricted to domestic sources.”

4. *Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives. Grant Thornton. September 2010*

Value of fiscal incentives

Fiscal incentives including Venture Capital Trusts (VCTs), the Enterprise Investment Scheme (EIS) and Business Property Relief (BPR) for Inheritance (IHT) Tax underpin the economic contribution of AIM, as they:

- *address persistent market failures and barriers which restrict access to capital, such as asymmetric and imperfect information, illiquidity of assets and transaction costs*
- *encourage new investment in the primary market (ie new share issues) to address the ‘equity gap’ where SMEs and growth businesses can struggle to attract equity investment of up to £10 million*
- *improve liquidity in the secondary market (ie the trading of AIM shares) which supports investor appetite in the primary market, as increasing liquidity lowers the cost of capital, permitting greater levels of investment which in turn enhances productivity*
- *have a ‘leverage effect’ whereby amounts invested significantly exceed cost to the Exchequer (eg VCT ratio of funds raised to cost is 2.3).*

The fiscal incentives act as a package of measures to address market failure in both the primary and secondary markets. Without a well functioning secondary market, incentives to address the equity gap alone will be inefficient. The fiscal incentives have led to funds raised of over £4.6 billion over the past five years and are eligible to investors in 35% of AIM companies. Without such incentives, many AIM companies would suffer reduced investment or would not have been able to raise capital on AIM in the first place. In the absence of the incentives, liquidity would be lower, and delivery of the economic benefits would be put at risk.

5. *David Weild, Edward Kim June 2010 "Market structure is causing the IPO crisis — and more"*
6. *Bernard S. Black; Ronald J. Gilson 1998 "Does Venture Capital Require an Active Stock Market?"*
The United States has both an active venture capital industry and well-developed stock markets. Japan and Germany have neither. We argue here that this is no accident -- that venture capital can flourish especially -- and perhaps only -- if the venture capitalist can exit from a successful portfolio company through an initial public offering (IPO), which requires an active stock market. Understanding the link between the stock market and the venture capital market requires understanding the contractual arrangements between entrepreneurs and venture capital providers especially the importance of exit by venture capitalists and the opportunity, present only if IPO exit is possible, for the venture capitalist and the entrepreneur to enter into an implicit contract over control, in which a successful entrepreneur can reacquire control from the venture capitalist by using an IPO as the means of exit.
7. *ESMA Securities and Markets Stakeholder Group. Date: 12 October 2012. ESMA/2012/SMSG/59. REPORT TO ESMA. Securities and Markets Stakeholder Group – Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding.*
 - p. 4 "The advantages to companies of using the capital markets translate to higher economic contribution and employment. The markets provide businesses with a high degree of diversification of potential investors, the access to additional equity capital and the higher public profile and brand recognition that a listing can provide a company with. This can also help to attract talented senior management.."*
 - p.5 "The 23 million EU SMEs are crucial for economic growth, job creation and exports. They currently account for two out of three jobs in the private sector and are responsible for more than half of the total value added by EU enterprises. In the period 2002 to 2010, they were responsible for 85% of net new jobs in the EU. As dynamic enterprises, they are significant contributors to innovation and breakthrough technologies. For example, UK SMEs account for 40% of live patents and are twice as likely to be in high technology sectors as their Chinese rivals."*
 - p.6 "Even if in most countries as we have seen debt remains the predominant form of SME financing before companies are able to generate profits and a positive cash flow, it is difficult to obtain loan financing from banks. In the early stages of their development, SMEs are typically dependent on equity financing. Initially capital may be provided by family, friends and eventually business angels. At a later stage, in order to professionalise and scale-up, growing and innovative companies will typically seek funding from venture capital and private equity funds. Once these funds have taken the SME on to its next level of development, they will look to the capital market and an Initial Public Offer (IPO) as one of their exit options."*
 - p. 8 "it should not matter whether a company obtains its funding by equity or debt; the relationship between risk and reward should be equal. Nevertheless, it does matter for a wide variety of reasons. One reason is tax, because most jurisdictions allow interest on debt to be subtracted from the financial results of a company before taxation, whereas dividends are paid out of profits that have been taxed. This asymmetry may distort the funding decisions of companies. Another reason is based on the fact that dividends are only payable from profits and retained earnings, whereas interest on debt must be served irrespective of whether the company is profitable or not. For this very reason, start-ups which often have little or no profits in the first years are usually ill advised using debt as funding and should prefer to attract equity that is more patient in the sense that dividends are only payable once the company becomes profitable."*