

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Olga Šeller

**INGELINVESTORI INVESTEERIMISVALIKUTE JA IDUFIRMA
VÄÄRTUSE HINDAMISMETOODIKA ANALÜÜS EESTIS**

Bakalaureusetöö

Õppekava ärimus, peeriala juhtimine

Juhendaja: Jelena Hartšenko, MSc

Tallinn 2023

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele selle koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.

Töö pikkuseks on 8286 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Olga Šeller 20.12.2023

(kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. TEOREETILINE OSA	8
1.1. Iduettevõtte olemus ja selle arenguetapid.....	8
1.2. Iduettevõtte finanseerimine ja investorite olemus	10
1.3. Ingelinvestori iduinvesteeringisotsus mõjutavad tegurid	13
1.3.1. Valuatsioon.....	15
1.4. Iduettevõtte valuatsiooni arvutuse meetodid	15
1.4.1. Berkuse meetod	16
1.4.2. Riskitegurite summeerimise meetod (Risk Factor Summation Method)	17
1.4.3. Tulemuskaardi meetod (The Scorecard Method)	18
1.4.4. Diskonteeritud Rahavoogude Meetod (Discounted Cash Flows - DCF)	19
1.4.5. Riskikapitali meetod (Venture Capital Method – VCM)	20
1.4.6. Võrreldavate tehingute meetod (Comparable Transactions Method).....	21
2. KVANTITATIIVNE UURINGU METOODIKA.....	23
2.1. Eesti iduinvesteeringismaastik	23
2.2. Uuringu metoodika	24
2.3. Vastajate profiil	26
3. ANALÜÜS JA ARUTELU	28
3.1. Ingelinvestori profiili analüüs.....	28
3.2. Olulised tegurid ingelinvesteeringu tegemisel ja valuatsiooni koht nende seas.....	29
3.2.1. Sisemised tegurid.....	29
3.2.2. Välised tegurid.....	33
3.2.3. Valuatsiooni hindamismeetodite roll ja valik ingelinvestorite seas	34
KOKKUVÕTE	388
SUMMARY	411
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	43
LISAD	45
Lisa 1. Küsimustik.....	46
Lisa 2. Lihtlitsents	50

LÜHIKOKKUVÕTE

Bakalaurusetöö „Ingelinvestori investeerimisvalikute ja idufirma väärtuse hindamismetoodika analüüs Eestis“ keskendub ingelinvestorite investeerimiseelistustel idufirmade väärtuse hindamisel. See hõlmab erinevaid aspekte, sealhulgas idufirma olemust ja arenguetappe, rahastamismeetodeid, inglite investeerimisotsuseid mõjutavaid tegureid ja startupi hinnangute arvutamise metoodikaid. Töös analüüsitakse valuatsiooni mõju investeerimisotsustele, uurides, kuidas ingelinvestorid iduettevõtet hindavad ning erinevate välistegurite mõju nende valikule. Bakalaurusetöö annab põhjaliku ülevaate idufirmade väärtuse hindamise keerukusest ingelinvestori vaatenurgast, pakkudes ülevaadet nende otsustusprotsessidest ja eelistatud investeerimisvahenditest.

Võtmesõnad: Ingelinvestor, idufirma, ingelinvesteering, valuatsioon

SISSEJUHATUS

Viimastel aastatel on iduettevõtlusele suuremat tähelepanu pööratud, kuna selle panus majanduskasvule mängib aina suuremat rolli. Lisaks uute töökohtade loomisele, panustavad iduettevõtted innovatsiooni, luues uusi tooteid/teenuseid, mis omakorda elavdavad majandust läbi konkurentsi (Cassar, 2004, lk 263).

Edumeelse tehnoloogia- ja ärikäsitlesega Eesti on kiiresti muutumas innovaatiliste idufirmade levialaks. Riigi bürokraatiavaba keskkond ja toetav ärimaastik on viinud rahvusvaheliselt tunnustatud startup-ökosüsteemi loomiseni. Seda dünaamilist ärikeskkonda iseloomustab lisaks tugiteenuste kättesaadavusele ja koostööpartnerite vastutulelikkusele vaid ka avalikkuse kasvav teadlikkus idufirmade potentsiaalid. Nendest soodsatest tingimustest hoolimata seisab ökosüsteem silmitsi väljakutsetega. Märkimisväärseks murekohaks on Startup Estonia strateegias 2021–2027 välja toodud erinevused kodumaistes investeringutes, eriti äriinglite tasandil. Eesti iduettevõtluse ökosüsteemi kitsaskohtade loetelus on pööratud tähelepanu investeringute ebahütlasele jaotumisele ökosüsteemis ja kogunud investorite suure investeerimisportfelliga vähesusele, mis võib potentsiaalselt pärssida innovatsiooni ja kasvu (Truu, *et al.*, 2020). Lisaks on mainitud märgatav puudus idusektorit kajastavast meediast ja kvaliteetsest ajakirjandusest, mis suudaks kajastada ja kujundada narratiivi idufirmade ja innovatsiooni ümber.

Olles ise iduinvestor ja iduökosüsteemi aktiive osavõtja autor on tähele pannud, et ingelinvestorid ei pööra erilist tähelepanu iduettevõtte valuatsioonile vaatamata selle fundamentaalsele rollile investeerimisotsuste tegemisel ja läbirääkimistel. See on parameeter, mida sageli ei mainita start-up'i pitchimisel, selle kohta puuduvad artiklid, koolitused, abimaterjalid ja arutelud. Ingelinvestorid, kes edendavad innovatsiooni ja toetavad uusi ettevõtmisi, jätavad sageli idufirmade väärtuse hindamist vahele.

Ettevõtluse rahastamise kiire arengu juures ei ole idufirmade valuatsioon vaid arv paberil; selles väljendub investori usk start-up'i tulevasesse edusse. Ingelinvestorite jaoks on idufirmade täpne väärtuse hindamine ehk ettevõtte valuatsiooni määratlemine suureks väljakutseks.

Hindamisprotsess on kunsti ja teaduse keeruline koosmõju, mis nõuab nüansirikast arusaamist idufirma potentsiaalset, turu dünaamikast ning keerulisest tasakaalust riski ja tasu vahel. Valuatsiooni tähtsus ulatub kaugemale vahetutest finantsmõjudest, kuna see võib oluliselt mõjutada idufirmade kasvutrajektoori ja start-up ökosüsteemi elujõulisust laiemalt. (Olsen, 2019)

Selline lõhe valuatsiooni kaalutluses ja hariduses võib viia ala- või ülehinnatud investeeringuteni, mis mõjutab idufirmade jätkusuutlikkust ja investorite tulu. Mis omakorda mõjutab ingelinvestorite motivatsiooni jätkata aktiivset tegevust ökosüsteemis, mõjutades seeläbi nende pikaajalist elujõulisust ja inglite investeeringutasuvust. See probleem on eriti terav Eesti startup-maastikul, kus on valuatsiooni teemal märkimisväärselt vähe diskursuse, kirjandust ja õppematerjale. Algatuste julgustamine, mis tõstab kohalike investorite ja äriinglite seas teadlikkust ja mõistmist varajases staadiumis investeeringutest, võib olla pöördeline samm tugeva ja mitmekesise startup-ökosüsteemi edendamisel.

Selle bakalaaurusetöö eesmärk on hinnata ingelinvestorite investeerimisvalikuid ja investeerimiseelistusi start-up -ökosüsteemis, keskendudes eelkõige nende väärtuse hindamismetoodikatele ja investeerimisvalikuid mõjutavatele teguritele. Sellest tulenevalt püstitas autor järgmised uurimisküsimused:

- Mis tegurid mõjutavad iduinvestori investeerimisotsust?
- Kas iduinvestorid peavad valuatsiooni oluliseks kriteeriumiks?
- Milliseid valuatsiooni hindamismeetodeid kasutatakse Eestis?

Selleks antud bakalaaurusetöös autor kasutab kvantitatiivset uuringut. Andmete kogumiseks kasutatakse küsitlust, millest saadud andmete põhjal teostatakse analüüsi. Neid aspekte uurides püütakse uuringus leida väärtuslikke tähelepanekuid, et suurendada ingelinvestorite tõhusust idufirmade väärtuse hindamisel ja teadlike investeerimisotsuste tegemisel. Tulemused on mõeldud andma praktilisi soovitusi ettevõtluse ökosüsteemi tõhususe parandamiseks.

Bakalaureusetöö jaguneb kolmeks osaks, mis omakorda jagunevad alapeatükkideks. Töö esimene ehk teoreetiline osa tugineb erinevatele teaduslikele allikatele, mille abil analüüsitakse iduettevõtete olemust ja arenguetappe, nende investeeringute kaasamist ning investorite olemust ja nende iduinvesteerimisotsusi mõjutavaid tegureid. Lisaks vaadatakse läbi kuus levinuvaim valuatsiooni arvutuse meetodid. Töö teine osa keskendub Eesti metoodika kirjeldusele ja investeerimiseeliste uurimisele. Kirjeldatakse Eesti iduinvestitsioonimaastik, konstrueeritakse

küsitluse vastuste põhjal detailne investorprofiil, maalides statistilise pildi tüüpilisest ingelinvestorist, kes on seotud Eesti startup-maastikuga. Seejärel kirjeldatakse uuringus kasutatud uurimismetoodikat, kirjeldades üksikasjalikult küsitluse jaotust, vastamismäära ja osalevate ingelinvestorite omadusi, mis loob tausta uuringutulemuste mõistmiseks. Viimane peatükk keskendub investeerimisotsuste valuatsiooni tähtsuse lahtiharutamisele, selle vastandamisele muudele kriitilistele teguritele ning nende klassifitseerimisele sise- ja väliskategooriatesse. Tuuakse esile valitsevad valuatsiooni hindamistavad ja hindamise olulisus ingelinvestorite investeerimiskalkuluses.

Autor tänab töö juhendajat Jelena Hartšenko sisuka ning operatiivse juhendamise eest, äriinglite võrgustiku EstBan presidenti Lev Dolgatsjov-i küsimustiku koostamise abi eest, Eesti iduinvestoreid küsitluses osalemise eest.

1. TEOREETILINE OSA

Teoreetiline ülevaade loob raamistiku uuringu läbiviimiseks. Esimeses alapeatükis on kirjeldatud idufirma kontseptsiooni ja olemist ja arengu etapid. Teises alapeatükis on toodud välja idufirma finanseerimise etapid ning finantseerimisallikad ja investorite olemus. Kolmandas peatükis on kirjeldatud ingelinvestorite iduinvestitsiooni mõjuvaid tegureid ja erinevaid rolle idufirmasse investeerimisel ning nende mõju ettevõttele. Viimases alapeatükis on koostatud ülevaade valuatsiooni arvutuste meetoditest ja lähenemistest.

1.1. Iduettevõtte olemus ja selle arenguetapid

Startup ehk idufirma kui noor ja innovaatiline ettevõtte mängib kaasaegses majanduses domineerivat ja võtmerolli. Idufirmad on vastsündinud või noored ettevõtted, kes püüavad saavutada oma potentsiaali ja kasvu. (Akkaya, 2019) Esiteks peaksime määratlema start-up-i olemust. Startupi määratlus võib varieeruda ja universaalselt kokkulepitud üksmeelset määratlust pole. Kui tavapärast definitsioonis peituvad ka mõõtmise kriteeriumid, siis iduettevõtte olemus ületab pelgalt määratluse; see sisaldab endas vaimu, eesmärke ja eristavaid jooni, mis idufirmasid üksteisest eristavad. Kuigi erinevad määratlused võivad sisaldada mõõtmiskriteeriume, keerleb start-upi olemus sageli järgmiste põhiaspektide ümber: innovatsioon, skaleeritavus, riski võtmine, ajutine olemus, ettevõtlik vaim, investorite kaasamine. Startup on suurim grupp inimesi, keda saate veenda plaanis ehitada teistsugune tulevik. (Thiel, 2014) Päriselus on startup tegevuste portfelli, kus korraga toimub palju: otsitakse uusi kliente, teenindatakse olemasolevaid, täiusatatakse toodet, turundust ja toiminguid ja ettevõtluse väljakutse on kõiki neid tegevusi tasakaalustada. (Ries, 2011)

Üks laialdaselt tsiteeritud ja mõjukas definitsioon pärineb Steve Blankilt, ettevõtjalt, akadeemikult ja autorilt, kes on tuntud töö eest säästlike startup-metoodikate alal. "Startup on ajutine organisatsioon, mis on loodud otsima korratavat ja skaleeritavat ärimudelit." (Blank, 2013, lk 5). See määratlus toob esile idufirmade eksperimentaalse ja korduvuse olemuse, rõhutades nende keskendumist elujõulise ja skaleeritava ärimudeli avastamisele. Erik Ries määratleb idufirmat kui

organisatsiooni või inimasutust pühendunud millegi uue loomisele äärmiselt ebakindlates tingimustes. Selle määratluse kõige olulisem osa on see, mida see välja jätab. See ei ütle midagi ettevõtte suuruse, tööstuse ega majandussektori kohta. Igaüks, kes tegeleb uue toote või ettevõtte loomisega äärmuslike ebakindluse tingimustes on startup ettevõtja, kas ta teab seda või mitte. Vaatamata müüte looval kirjandusel, kes müüb edulugusi visadusest, loomingulisest geeniusest ja raskest tööst, mis toovad edu sünge tegelikkus on see, et enamik idufirmasid ebaõnnestub. Enamik uusi tooteid ei ole edukad. Enamik uusi ettevõtmisi ei realiseeri oma potentsiaali. Ja see on ka osa start-upi olemusest. (Ries, 2011)

Eestis peetakse iduettevõtteks – tegevust alustav, Eestis registreeritud äriühingule kuuluv kuni 10-aastane k.a majandusüksus, mille eesmärk on töötada välja ja rakendada ellu suure üleilmse kasvupotentsiaaliga innovaatiline (ja/või tehnoloogilist komponenti sisaldav) ning korratav ärimudel, mis aitab suurel määral kaasa Eesti ettevõtluskeskkonna arengule (Truu, *et al.*, 2020).

Startupi arenguetappe saab laias laastus kategoriseerida ja need etapid esindavad sageli idufirma arengut selle loomisest küpsuseni. Idufirma arengut saab jaotada erinevateks arenguetappideks, kuid tüüpiliselt määratakse kolm kuni kaheks iduettevõtte etappi. Ash Maurya (2012) järgi alustavad ettevõtted kogu elutsükli jooksul läbima kolm arenguetappi. Esimene etapp on „probleem/lahenduse sobivus“, mis uurib, kas turul on üldse probleem, mis peab olema lahendatud. Teise etapi “toote/turu sobivus” tulemuseks peaks ole vastus küsimusele, kas ellu viidud idee on tõesti see, mida kasutajatel vaja. Pärast esimest faasi, mille olemasolu on vaja uurida probleemist, probleemi lahendamise eesmärgist ja võimalusest prototüübi või osalise lahenduse ehitamine, järgmises etapis on hädavajalik testida ja analüüsida erinevaid mõõdikuid, et teha kindlaks, mil määral uus toode vastab turule. Kolmas faas on “skaleerimine” ja see hõlmab alustavate ettevõtete laienemist ja kasvu, mis toob kaasa töötajate arvu, turuosa või sissetulekute suurenemise. Marmer *et al.* (2011) järgi on kuus idufirma arenguetappi. Esimene etapp on Avastamine (*Discovery*) ja selle eesmärk on kontrollida, kas turul avastatud probleemi on mõtet lahendada, ja kas leidub huvilisi lahenduste kasutamiseks. Teine faas on Valideerimine (*Validation*), kus idufirmad püüavad saada kinnitust, kas kasutajad on oma tootest huvitatud. Kolmas etapp on Effektiivsus (*Efficiency*), mille käigus alustavad ettevõtted täiustavad oma ärimudeleid ja otsivad kasutajate arvu suurendamiseks. Neljas faas on Skaleerimine (*Scale*) Viies etapp on kasumi maksimeerimine (*Profit Maximization*) ja kuues faas uuendamine või tagasilükkamine (*Renewal or Decline*). (Viires, 2017). Ettevõtte arengut saab kuvada ka vastavalt arengufaasidele. Eristatakse viit faasi, nimelt: 1. katse- või seemnefaasi; 2.käivitamine; 3.

lainemine; 4. rekapitaliseerimine ja 5. väljaostmine – ettevõtte enamusosaluse müümine. (Čalopa *et al.*, 2013)

Start-upi erinevatel etappidel on ettevõttel erinevad võimalused ja väljakutsed ning seetõttu erinevad rollid, mis võiksid paremini sobida. Idufirma rollide määramisel on oluline kindlaks teha idufirma etapp, kuna see mõjutab meeskonna suurust, tehnoloogia/toote küpsust ja ka riskipremia suurust. (Feld & Mendelson, 2016) Need etapid vastavad sageli raha kogumise voorudele; ettevõtte etappi ja kasvu saab jälgida nende rahastamisteedete kaudu. (Y Combinator, 2023).

1.2. Iduettevõtte finantseerimine ja investorite olemus

Dünaamilises ja tempokas ettevõtlusmaailmas on piisava rahastamise tagamine idufirmade sünni ja kasvu keskne element. Iduettevõtted, mida iseloomustab nende uuenduslik olemus ja potentsiaal kiireks kasvuks, nõuavad sageli oma täieliku potentsiaali realiseerimiseks märkimisväärset kapitali. See kapital ei ole pelgalt rahaline sisend; see on elujõud, mis toidab tärkavaid ideid õitsevateks ettevõteteks. Startup rahastamise maastik on mitmetahuline ja pidevalt arenev, peegeldades idufirmade arengu erinevaid vajadusi ja etappe. Vastavalt idufirma arengule on kättesaadavad erinevad finantseerimisallikad, mis aitavad idufirma kasvule kaasa. (Lepik, 2020)

Alates idee algseemnest kuni ettevõtte laiendamiseni nõuab iga etapp erinevat tüüpi ja erinevat rahastamisallikat. Finantseerimise valik on ettevõtjate jaoks ülioluline otsus, kuna see mitte ainult ei taga vajalikke ressursse, vaid kujundab ka ettevõtte edasise trajektoori. Kuigi võib tunduda, et rahastamisel on ainult kaks osalejat – ettevõtja ja riskikapitalist – on olemas sageli teised, sealhulgas ingelinvestorid, juristid ja mentorid. Ükskõik milline ettevõtja, kes on loonud ettevõtte, mis on läbi teinud mitu rahastamist teab, et kaasatud inimeste arv väljub kiiresti kontrolli alt, eriti kui te pole kindel, kes tegelikult teeb otsuseid igal sammul. (Feld & Mendelson, 2016)

Stardifinantseerimisel on mitut tüüpi, millest igaühel on oma investorite olemus. Siin on nende tüüpide põhiloend:

- *Bootstrapping*: ehk töötamine omavahendite arvelt - see hõlmab isiklike vahendite või ettevõtte tulu kasutamist operatsioonide rahastamiseks. See on paljude idufirmade jaoks sageli algetapp.

- Ingliseinvestorid: need on isikud, kes pakuvad kapitali ettevõtte alustamiseks, tavaliselt vahetatava võla või omakapitali eest.
- Riskikapital: riskikapitalistid on professionaalsed investorid, mis haldavad paljude investorite ühisrahasid, et investeerida idufirmadesse ja väikeettevõtetesse.
- Esmane avalik pakkumine (*IPO - initial public offering*): ettevõtte müüb aktsiaid esimest korda avalikkusele. See on viis, kuidas küpsed idufirmad pääsevad juurde olulisele kapitalile, kuid sellega kaasnevad regulatiivsed nõuded ja kontroll.

Sii lisanduvad uued rahastamismudelid:

- Ühisrahastus (*crowdfunding*): see hõlmab väikeste rahasummade kogumist paljudelt inimestelt, tavaliselt Interneti kaudu. Valitsuse toetused ja subiidiumid.
- Kiirendid ja inkubaatorid, mis pakuvad omakapitali eest rahastamist, juhendamist ja ressursse.

Uute rahastamismodelite esilekerkimine peegeldab ka idufirmade rahastamise muutuvat dünaamikat. Need mudelid demokratiseerivad juurdepääsu kapitalile, võimaldades laiemal investoritel osaleda ettevõtluse ökosüsteemis. Lisaks annavad need sageli tunnistust uuenduslike ideede elujõulisusest ja ühiskondlikust toetusest.

Vaatame lähemalt investori olemust. Majanduslikud autorid ja eksperdid määratlevad ingelinvestori kui üksikisiku, kes mängib olulist rolli idufirmade rahastamislünka ületamisel, eriti arengu varases staadiumis ja siis, kui need ettevõtted muutuvad riskikapitalistide jaoks atraktiivseks. Tavaliselt on nad jõukad isikud, kes investeerivad oma kapitali idufirmadesse nende varajases arengufaasis. Nad on sageli kaasatud idufirma elutsükli algstaadiumisse, pakkudes stardirahastust ja tuge varajases faasis olevatele ettevõtetele. See kaasamine võib hõlmata mentorlust ja strateegilist nõustamist, muutes need enamaks kui lihtsalt rahalised toetajad. Ingliseinvesteeringud on kõrge riskiga, kuid võivad pakkuda suurt kasu, mõjutades oluliselt majandust töökohtade loomise ja ettevõtlusaktiivsuse soodustamise kaudu. (Lepik, 2020)

Ingelinvestor, tuntud ka kui äriingel või iduinvestor, on üksikisik, kes annab iduettevõtetele kapitali, tavaliselt vahetatava võla või omakapitali eest. (Viires, 2017) Ingelinvestoreid peetakse sageli alustavate ettevõtete jaoks oluliseks rahastamisallikaks, kes annavad kuni 90% nende ettevõtete kogutud välistest omakapitalidest (välja arvatud sõbrad ja perekond). Nad mitte ainult ei paku rahalist tuge ärikontseptsiooni käivitamiseks, vaid toovad idufirmasse ka oma teadmisi, juhiseid ja võrgustikke. See kaasamine võib olla uue ettevõtte edu ja kasvu jaoks ülioluline.

Ingliinvesteeringuid peetakse erakapitali investeerimise tüübiks, mille puhul suure netoväärtusega inimesed võtavad avalikele turgudele investeerimisega võrreldes rohkem riske, eeldades potentsiaalselt suurt tulu.

Ameerika Ühendriikides see tegevus vajab akrediteerimist. "Akrediteeritud investoriks" olemine väärtpaberi- ja börsikomisjoni (*The Securities and Exchange Commission -SEC*) silmis tähendab, et investor on piisavalt nutikas, et investeerida väga riskantsetesse asjadesse, näiteks idufirmadesse. SEC-i andmetel sinna kuuluvad isikud, kes teenivad sissetulekut, mis ületas 200 000 USD (või 300 000 USD koos abikaasaga) kahel eelneval aastal ja eeldavad seda teenida ka jooksva aastal või kelle netoväärtus on üle 1 miljoni dollari, kas üksi või koos abikaasaga (v.a peamise elukoha väärtus). (Calacanis, 2017)

Ingelinvesteeringud on tavaliselt kõrge riskiga ja võivad tulevaste investeerimisvoorude tõttu lahjeneda. Järelikult otsivad ingelinvestorid tavaliselt väga kõrget investeeringutasuvust. Ingliinvesteeringud kujutavad sageli endast idufirma ametliku rahastamise esimest ringi ja on idufirma esialgse uurimis- ja arendusfaasi jaoks üliolulised. Ingelinvestorid saavad sageli otsuseid teha kiiremini kui muud rahastamisallikad. Ingelinvestori ülesanne on kirjutada tšekk, kui keegi teine ei usu sellesse start-up'i (Calacanis, 2017). Paljud ingelinvestorid toovad kaasa väärtuslikke kogemusi ja võrgustikke, pakkudes idufirmadele juhiseid, nõuandeid ja kontakte. Samas on ohtu et inglid soovivad olla otsustusprotsessis liigselt kaasatud, mis omakorda võib viia konfliktideni start-up'i asutajatega. Inglid võivad olla tehingustruktuuride osas paindlikumad kui institutsionaalsed investorid. Samas üksikutel inglitel ei pruugi olla suuremate institutsionaalsete investorite finantssuutlikkust.

Riskikapital (*Venture Capital -VC*) on erakapitali rahastamise vorm, mida pakuvad riskikapitaliettevõtted või -fondid alustavatele, varajases staadiumis ja tärkavatele ettevõtetele, millel on suur kasvupotentsiaal või mis on juba näidanud märkimisväärset kasvu. Need ettevõtted investeerivad nendesse varajases staadiumis ettevõtetesse vastutasuks omakapitali või osaluse eest. Riskikapitalistid võtavad nende ettevõtmiste rahastamise riski, lootes, et mõned nende toetatud ettevõtted saavad edukaks. Seda tüüpi investeeringud tehakse tavaliselt pärast esialgset "seemnerahastuse" ringi ja on suunatud peamiselt ettevõtetele, kellel ei ole rahavoogusid või intresside või omakapitali dividendide maksmiseks. Selle asemel tehakse investeeringuid kapitali juurdekasvu silmas pidades, eelkõige "väljumise" kaudu, nagu IPO, müük teisele üksusele või aktsiate võõrandamine erakapitali järelturul. (Feld & Mendelson, 2016) Lisaks rahalisele toele

annavad riskikapitalistid ettevõtete juhtidele sageli strateegilist nõu ärimudelite ja turundusstrateegiate osas. Riskikapital on eriti atraktiivne uutele ettevõtetele, kes on avalikel turgudel kapitali kaasamiseks liiga väikesed ega ole jõudnud nii kaugele, et nad saaksid pangalaenu tagada või võlapakkumist lõpule viia. Arvestades nende investeringutega seotud suurt riski, saavad riskikapitalistid tavaliselt märkimisväärse kontrolli ettevõtte otsuste üle ja märkimisväärse osa ettevõtete omandist. Riskikapitalimudelil on ülioluline roll institutsioonide loomisel, mis loovad süstemaatiliselt äriõrgustikke uutele ettevõtetele ja tööstusharudele, aidates neil areneda ja edu saavutada. See mudel aitab tuvastada paljutõotavaid uusi ettevõtteid ja pakub neile rahalisi vahendeid, tehnilisi teadmisi, juhendamist, talentide hankimist, strateegilist partnerlust, turundusteavet ja ärimudeleid. Riskikapitalistid võivad pakkuda märkimisväärses koguses kapitali, eriti hilisemates rahastamisvoorudes. Neil on sageli valdkonnateadmised ja sidemed, mis võivad idufirmadele kasu tuua. Kuna nad investeerivad tavaliselt pikema perspektiiviga, siis nad on võimelised pakkuma pidevat tuge. Samas riskikapital toob endaga rangemad investeerimiskriteeriumid ja mitte kõik idufirmad ei vasta nende nõuetele. Iduettevõtted peavad arvestama ka sellega et riskikapitali rahastamise aktsepteerimine tähendab sageli ettevõtte üle teatud kontrollist loobumist. (Viires, 2017)

1.3. Ingelinvestori iduinvesteerimisotsusi mõjutavad tegurid

Ingelinvesteerimine on raha paigutamine eraettevõtte varaseimasesse investeerimisraundidesse eesmärgiga saada tagasi rohkem raha, kui on sisse pandud – palju rohkem, kui saaks turvalisemas ja kindlamas investeerimiskohas tagasi saada. (Calacanis, 2017). Ingelinvestorite otsustusprotsess on ettevõtlus- ja finantsvaldkonnas märkimisväärset huvi pakkuv teema. Ingelinvestorid, kes pakuvad idufirmadele nende tärkavas staadiumis üliolulist rahastamist ja tuge, põhinevad oma investeerimisotsuste tegemisel sageli tegurite keerulisel koosmõjul. Erinevalt traditsioonilistest investeerimismetoodikatest, mis tuginevad valdavalt kvantitatiivsele analüüsile, mõjutavad ingelinvesteerimist nii subjektiivsed kui ka objektiivsed kriteeriumid. Investeerimisotsused on mõjutatud ingelinvestori olemusest ja rollist, ja täpsemalt sõltuvad idufirma valdkonnast, idufirma geograafilisest asukohast ja ingelinvestori isiklikust panusest ja kaasatusest. Näiteks Eesti ühisrahastamise platformide investorite analüüsil selgus, et 81% vastanutest ei tee eraldi analüüsi investeerimisotsuse langetamiseks, vaid lähtuvad idufirma avalikust infost platvormil ning endi kõhutundest. Ainult viiendik investoritest võtavad aega ning kasutavad otsuse tegemiseks erinevaid meetodeid. (Rosin, 2020)

Investeeringisotsuse tegemisel on oluline meeskonna/asutaja, turu, toote/teenuse, majanduslike tegurite ja muude teguritega seotud aspektid (Lepik, 2020). Kirjanduses (Gonnella & Talarico, 2023; Blank, 2013; Ries, 2011) on käsitletud palju tegureid, mis mõjutavad otsuseid ja on oldud ühisel meelel, et olulisemad nendest on:

- Asutaja/meeskond: idufirma asutajameeskonna kogemused, oskused ja usaldusväärsus
Kriitiline tegur ingelinvestori otsuse juures on idufirma juhtkonna kvaliteet ja koosseis. Ingelinvestorid investeerivad sageli kõigepealt inimestesse ja alles seejärel ideedesse. Asutajameeskonna kogemusi, oskusi, pühendumust ja keemiat kontrollitakse hoolikalt. Investorid otsivad meeskondi, kellel on tasakaal tehniliste teadmiste ja ärivaistuga, aga ka neid, kes näitavad üles vastupidavust ja kohanemisvõimet
- Turupotentsiaal: suurus, kasvutempo ja konkurents turul, kuhu idufirma siseneb
Ingelinvestori otsuste tegemise keskmes on riski ja potentsiaalse tulu hindamine. Alustavatel ettevõtetel on oma olemuselt suur ebakindlus ja risk, mis on tasakaalustatud märkimisväärse tulu potentsiaaliga. Ingelinvestorid otsivad sageli võimalusi, mis lubavad suurt kasvupotentsiaali, mis realiseerumisel võivad tuua märkimisväärset rahalist kasu.
- Toote/teenuse elujõulisus: pakutava toote või teenuse ainulaadsus, nõudlus ja skaleeritavus
Keskse tähtsusega on ka toote või teenuse turu elujõulisus ja idufirma ärimudeli tugevus. Ingelinvestorid hindavad turu suurust, kasvupotentsiaali ja konkurentsi, et hinnata idufirma edu teostatavust. Täpselt määratletud ärimudel, mis näitab selget teed tulude teenimise ja mastaapsuse suunas, meelitab tõenäolisemalt inglilinvesteeringuid
- “Pehmed väärtused”: motivatsioonid ja strateegiline sobivus
Inglite investeeringut ei ajenda üksnes rahaline tulu; isiklik motivatsioon ja strateegiline sobivus mängivad olulist rolli. Paljud ingelinvestorid tõmbavad idufirmade poole, mis vastavad nende isiklikele huvidele, teadmistele või väärtustele. Soov juhendada ja juhendada uusi ettevõtjaid, panustada innovatsiooni ja olla osa millestki potentsiaalselt muutlikust on võimsad motivaatorid.
- Majanduslikud tegurid: idufirma finantsseisund, tulumudelid ja kasumlikkuse potentsiaal
Ingelinvestorid analüüsivad ettevõtte äriplaani, finantsseisundi, õigusaktidele vastavust ja muid asjakohaseid tegureid. See aitab ingelinvestoritel riske maandada ja teha teadlikke otsuseid.
- Sektori/tööstuse suundumused:

Osa ingelinvestoreid tegutseb valdkonna põhiselt, rakendades isikliku teadmisi probleemidest ja reaalsest olukorrast valdkonnas.

1.3.1. Valuatsioon

Üks majanduslikuk tegur väärib eraldi tähelepanu. Startupi väärtuse hindamine ehk valuatsioon on ingelinvestorite jaoks investeerimisotsuste tegemise protsessis kriitilise tähtsusega element, mis mõjutab oluliselt nende otsust idufirmasse investeerida. Startupi valuatsioon viitab ettevõtte praeguse väärtusele. Ingeleinvesteerimise kontekstis paneb see sisuliselt paika investeringu tingimused, dikteerides, kui palju omakapitali investor oma kapitali eest saab.

Ingeleinvestorid kasutavad valuatsiooni investeringu väärtuse hindamise vahendina. Mõistliku ja hästi põhjendatud valuatsiooniga startup meelitat suurema tõenäosusega investeringuid. Ülehindamine võib investoreid heidutada, kuna see viitab madalamale investeringutasuvusele, samas kui alahindamine võib tekitada muret idufirma arusaamise pärast oma turupotentsiaalid. Valuatsioon mõjutab otseselt ingelinvestori osakaalu omakapitalist. Kõrgemad valuatsioonid tähendavad, et investorid saavad sama rahasumma eest väiksema aktsiakapitali, mis ei pruugi olla ahvatlev, kui nad tajuvad riski kõrgena. Ingeleinvestorid kaaluvad idufirma valuatsiooni mõju tulevastele rahakogumisvoorudele ja väljumisstrateegiatele. Liiga kõrge valuatsioon võib tulevasi investeerimisringe keerulisemaks muuta, kuna uued investorid ei pruugi ülepaisutatud valuatsiooniga nõustuda, mis toob kaasa langusvoorud. Vastupidi, hästi tasakaalustatud valuatsioon võib muuta idufirma hilisemates etappides teistele investoritele või omandamiseks atraktiivsemaks. Realistlik ja usaldusväärne valuatsioon võib näidata idufirma arusaamist turutingimustest ja oma ärimudelidest, mis aitab investoritel kaasnevat riski hinnata.

Kokkuvõtteks võib öelda, et ingelinvestorite otsuseid mõjutab keeruline tegurite kogum, mis ühendab finantsteadlikkuse isikliku kogemuse, turu mõistmise ja inimkapitali hinnanguga. Selle dünaamika mõistmine on ülioluline ingliinvesteringuid otsivatele alustavatele ettevõtetele ja neile, kes soovivad ingliinvesteringute maailma seigelda.

1.4. Iduettevõtte valuatsiooni arvutuse meetodid

Start-up kui noor ja innovaatiline ettevõtte mängib kaasaegses majanduses domineerivat ja võtmerolli. Idufirmad on vastündinud või noored ettevõtted, kes püüavad saavutada oma

potentsiaali ja kasvu. Üks keerulisemaid küsimusi korporatiivsetes finansides on ettevõtte valuatsiooni üle otsustamine. Veelgi keerulisem on hinnata ettevõtteid, kes tulu ei tooda. Selles etapis on iduettevõtte väärtuse määramine väga oluline ja selle hindamiseks on vajalik valida spetsiaalselt idufirmade jaoks välja töötatud meetodeid. (Akkaya, 2019). Aja jooksul on selgunud, et traditsioonilised valuatsiooni hindamise meetodid (kulu-, tulu- ja turupõhine lähenemisviis) ei ole iduettevõtte väärtuse hindamiseks piisavad. Seetõttu löid akadeemiline kirjandus ja praktikud alternatiivsed meetodid, mis peaksid olema startup valuatsiooni hindamiseks adekvaatsemad. (Montani *et al.*, 2020)

Nasser (2016) määrab üheksa erinevat väärtust meetodid iduettevõtte valuatsiooni määramiseks; Berkuse meetod (*Berkus Method*), riskitegurite summeerimise meetod (*Risk Factor Summation Method*), tulemuskaardi meetod (*Scorecard Valuation Method*), võrreldavate tehingute meetod (*Comparable Transactions Method*), arvestusliku väärtuse meetod (*Book Value Method*), likvideerimisväärtuse meetod (*Liquidation Value Method*), diskonteeritud rahavoo meetod (*Discounted Cash Flow method*), esimene Chicago meetod (*First Chicago Method*) ja riskikapitali meetod (*Venture Capital Method*). Montani *et al.* (2020) otsisid vastust küsimusele "Millised on paremad meetodid iduettevõtte väärtuse hindamiseks täna?" ja lisavad nimekirja veel Reaaloptiooni meetodi (*ROM või The Real Option Method*); investorite poolt välja töötatud empiirilise meetodi "Kolmandate reegel" (*The „Rule of Thirds“*).

Inglite jaoks, kes investeerivad tulueelsetesse ettevõtmistesse, on parim tava kasutada idufirmade rahaeelse valuatsiooni määramiseks mitut meetodit (Payne W. H., 2006).

1.4.1. Berkuse meetod

Meetodi pakkus välja üle 20 aasta tagasi majandusteadlane Dave Berkus ja seda on hiljuti ajakohastatud, et see vastaks praegusele tegelikkusele. Avaldatud esmaselt raamatus "Winning Angels" (Amis & Stevenson, 2001, viidatud Berkus, 2012). Berkuse arvas, et et parim viis idufirma väärtustamiseks on väärtustada ettevõtja või meeskonna edusamme ja hinnata neid elemente, mis vähendavad edu riski. Meetod määrab numbri- finantshinnangu neljale, tänapäevaks juba viiele ((idee, prototüüp, meeskond, partnerlussuhted, müük) peamisele riskielemendile, millega kõik noored ettevõtted kokku puutuvad. Aja jooksul muutsid seda meetodit nii Berkus kui ka teised äriinglid. (Montani *et al.*, 2020) Igaühele riskielemendile määratakse rahaline hinnang vahemikus 0 kuni pool miljonit dollarit. Meetodi idee seisneb selles, et üldine maksimaalne

punktisumma on võrdne või veidi kõrgem kui valdkonna keskmine ettevõtlusega alustavate ettevõtete jaoks.

Tabel 1. Dave Berkuse väärtuse hindamise mudel

Kui eksisteerib:	Lisada idufirma väärtusele kuni:
Idee (alusväärtus)	500 000 \$
Prototüüp (vähendab tehnoloogilist riski)	500 000 \$
Kvaliteetne juhtimismeeskond (vähendab teostusriski)	500 000 \$
Strateegilised suhted (vähendab tururiski)	500 000 \$
Toote heakskiit või müük (vähendab tootmisriski)	500 000 \$

Allikas: (Berkus, 2012)

Viimast versiooni iseloomustab suurem paindlikkus, mis võimaldab kasutuselevõtjal arvestada paljude konkreetsete riskidega. Lisaks on paljude spetsiifiliste riskide arvestamiseks võimalik anda rahaline väärtus, mis on suurem kui 500 000 dollarit. Veelgi enam, igale riskitegurile on võimalik anda rahaline väärtus, mis on suurem kui 500 000 dollarit, kui iga riskifaktor on selle sektori jaoks piisav. Berkuse meetod on keskendunud USA ettevõtmistele ja sobib tulude-eelses etapis olevale startupile; sobib idufirmadele, mille puhul on kindlaks tehtud, et nad saavad viiendaks äriaastaks tõenäoliselt 20 miljoni dollari suuruse tulu. (Berkus, 2016)

1.4.2. Riskitegurite summeerimise meetod (*Risk Factor Summation Method*)

Ohio TechAngels-i kirjeldatud Riskitegurite summeerimismeetod arvestab tulude-eelsete ettevõtete tehingueelse valuatsiooni määramisel palju laiemat kui Berkuse meetodis tegurite kogumit (Payne, 2011a). Meetodi idee seisneb selles, et määrata idee algväärtus iduettevõtte piirkonna samas sektoris ja geograafilises piirkonnas tegutsevate noorte ettevõtete keskmise väärtuse järgi ja seejärel kohandada seda väärtust 12 riskiteguri järgi. Riskitegurid on modelleeritud 250 000 dollari kordajatena, alates 500 000 dollarist väga madala riski korral kuni -500 000 dollarini väga kõrge riski korral. Iga riski hinnang toimub Tabelis 2 esitatud kujul.

Tabel 2. Riskitegurite summeerimise meetod: sektori keskmise tehingueelse väärtuse korrigeerimine

Hinne:	Tähendus:	Keskmine tehingueelse väärtuse korrigeerimine:
+2	Väga positiivne ettevõtte kasvatamise ja suurepärase väljumise eest	+500 000 \$
+1	Positiivne	+250 000 \$
0	N	Ei korrigeerita
-1	Strateegilised suhted (vähendab tururiski)	-250 000 \$
-2	Toote heakskiit või müük (vähendab tootmisriski)	+500 000 \$

Allikas: (Payne, 2011a)

Ehk algväärtust, mis on piirkonna tulueelsete ettevõtete keskmine korrigeeritakse seejärel positiivselt 250 000 \$ võrra iga +1 kohta (+500 000 \$ +2 kohta) ja negatiivselt 250 000 \$ võrra iga -1 kohta (-500 000 \$ võrra -2) (Nasser, 2016). Teiste sõnadega „tehingueelne väärtus = sektori keskmine tehingueelne väärtus +/- korrigeerimine“. Nimekiri riskidest sisaldab järgmiseid: juhtimisrisk, äritegevuse staadium, seadusandlus/poliitiline risk, tootmisrisk, müügi- ja turundusrisk, rahastamise/kapitali kaasamise risk, konkurentsirisk, tehnoloogiarisk, kohtuvaidluse risk, rahvusvaheline risk, maine risk ja potentsiaalne tulus väljumine. (Payne, 2011a)

Sarnaselt Berkuse meetodile näitab see meetod subjektiivse hinnangu tunnuseid, kuid riskide tajumine on täpsem. Selle peamine puudus on asjaolu, et meetod on turule orienteeritud. Startupi keskmise rahaeelse väärtuse määramine peegeldab olukorda selles sektoris ja samas geograafilises piirkonnas. (Montani *et al.*, 2020).

1.4.3. Tulemuskaardi meetod (*The Scorecard Method*)

Selle meetodi abil võrreldakse sihtettevõtet tüüpiliste inglite rahastatud idufirmadega ja kohandatakse piirkonna hiljuti rahastatud ettevõtete mediaanväärtust, et määrata sihtmärgile tehingueelne väärtus. Selliseid võrdlusi saab teha ainult samas arenguetapis olevate ettevõtete puhul, antud juhul tulude-eelsete startup ettevõtmiste puhul. Esimene samm Tulemuskaardi meetodi kasutamisel on määrata sihtettevõtte regioonis ja ärisektoris tulueelsete ettevõtete keskmine tehingueelne valuatsioon ja seejärel kohandada seda väärtust, võttes arvesse start-up'i tugevaid ja nõrku külgi. Kui kohalikke andmeid ei ole piisavalt, võib viidata hiljutistele riiklikele uuringutele (Payne, 2011b). Teise sammuna võrreldakse hinnatavat idufirmat võrreldavate ettevõtetega võttes arvesse Tabelis 3 toodud järgmisi tegureid, millele on antud erinev kaal konkreetse vahemikuga (Montani *et al.*, 2020).

Tabel 3. Tegurite hindamine tulemuskaardi meetodi järgi

Tegurid:	Kaal
Juhtkonna tugevus	0-30%
Võimaluse suurus	0-25%
Toode/tehnoloogia	0-15%
Konkurentsikeskkond	0-10%
Turundus/müügikanalid	0-10%
Lisainvesteeringu vajadus	0-5%
Muud	0-5%

Allikas: (Payne, 2011b)

Startup'i väärtuse määramiseks on vaja korrutada tegurite summa ja startup ettevõtete mediaanväärtus. Meetodi tulemusena võib lõplik hinnang olla vahemikus 0% kuni 200% võrdlusettevõtte väärtusest (praktiliselt vahemik oluliselt kitsam) (Payne, 2019)

Tulemuskaardi meetodi võti on hea arusaam piirkonna tulude-eelsete ettevõtete tehingueelse valuatsiooni mediaanist (ja vahemikust). Nende andmetega annab meetod inglitele subjektiivseid tehnikaid sarnastes äri sektorites tegutsevate kohalike idufirmade mediaanväärtuse kohandamiseks, et jõuda sihtotstarbelise iduetapis oleva ettevõtte rahalisele eelhinnangule. Tulemuskaardi hindamismetoodika on kasulik investeerimiseks enamikesse idueelsetesse ja stardifaasis olevatesse startupidesse, välja arvatud need, mille kapitalinõuded on enne esimeste tulude saavutamist väga kõrged (nt mõned bioteaduste ja energiatehingud) (Payne, 2011b)

1.4.4. Diskonteeritud Rahavoogude Meetod (*Discounted Cash Flows - DCF*)

Üldiselt peetakse Diskonteeritud Rahavoogude Meetodit kõige populaarsemaks meetodiks idufirmade väärtuse hindamisel. See mudel põhineb kulude kasvul ja nende võimel idufirma asutamisest tulu teenida. (Laitinen, 2019)

Meetodi käigus prognoositakse ettevõtte eeldatavad rahavood teatud aja jooksul ja diskonteeritakse need diskontomäärade abil tagasi olevikku. Diskontomäär peegeldab kapitali alternatiivkulu, rahavoogude riskantsust ja raha ajaväärtust. DCF-analüüsi eesmärk on hinnata raha, mida investor saaks investeringust, kohandatuna raha ajaväärtusega. Raha ajaväärtus eeldab, et täna olev dollar on rohkem väärt kui homme saadud dollar, kuna seda saab investeerida. Sellisena on DCF-analüüs

kasulik igas olukorras, kus inimene maksab praegu raha, lootes saada tulevikus rohkem raha. Sisuliselt koostatakse finantsmudeli, mis sisaldab prognoose ettevõtte rahavoogude ja allahindluste kohta praegusele hetkele. DCF-analüüsi läbiviimiseks peab investor hindama tulevase rahavoogusid ja investeeringu, seadmete või muude varade lõppväärtust. See oleks esimene etapp. Samuti peab investor määrama DCF-mudeli jaoks sobiva diskontomäära, mis varieerub olenevalt vaadeldavast projektist või investeeringust. See oleks teine etapp. Valitud diskontomäära võivad mõjutada sellised tegurid nagu ettevõtte või investori riskiprofiil ja kapitaliturgude tingimused. Kolmanda etappina diskonteeritakse prognoositud rahavood tagasi tänapäeva, kasutades finantskalkulaatorit, arvutustabelit või käsitsi arvutust. (Fernando, 2023)

Diskonteeritud rahavoogude meetod võib olla kasulik kiiresti kasvavate ettevõtete, mis ei ole veel jõudnud tegevusküpsuse tasemele, majandusliku kapitali hindamiseks (Laitinen, 2019).

1.4.5. Riskikapitali meetod (*Venture Capital Method – VCM*)

Riskikapitali meetodit (VC meetod) kirjeldas esmakordselt 1987. aastal Harvardi ärikooli professor Bill Sahlman juhtumiuuringus (Sahlman & Scherlis, 1987, viidatud Montani *et al.*, 2020, lk 34) ja sellest ajast alates on seda muudetud. Riskikapitali meetod on inspireeritud DCF-meetodist. Võrreldes sellega, riskikapitali meetod võtab väärtuse hindamisel arvesse ettevõtte riskantsust. See hindab ettevõtte väärtust tulevaste rahavoogude nüüdispuhasväärtuse põhjal kõige tõenäolisema stsenaariumi (edu stsenaariumi) korral kindla ajahorisondi ja kõrget investeeringuriski kajastava intressimääraga (Montani *et al.*, 2020). VCM arvutab idufirma väärtuse, hinnates tulevase rahavoogusid, kasutades ettevõtte võrreldavaid näitajaid ja turu mitmekülgset lähenemisviisi. Seejärel diskonteeritakse idufirma väärtus investeerimiskuupäeval, kasutades väga kõrget diskontomäära.

See kontsept väljendub valemites nii:

Investeeringutasuvus (ROI) = lõppväärtus (või saagikoristus) ÷ investeerimisjärgne valuatsioon

Seejärel: investeerimisjärgne valuatsioon = lõppväärtus ÷ eeldatav ROI

Kus Lõppväärtus on ettevõtte eeldatav müügihind (või investori saagiväärtus) teatud ajahetkel; (tüüpiline 5–8 aastat pärast investeerimist). Müügihinda saab hinnata, luues mõistliku ootuse müügiaasta tuludele ja hinnates nende tulude põhjal müügiaasta tulusid valdkonnapõhise statistika põhjal. (Payne, 2011c)

Riskikapitali meetod on mõeldud enne ja pärast tulu teenimist alustavatele ettevõtetele (Nasser, 2016).

1.4.6. Võrreldavate tehingute meetod (*Comparable Transactions Method*)

Ettevõtted püüavad omandada teisi ettevõtteid, et kasvatada oma äri, saada juurdepääs väärtuslikele ressurssidele, laiendada oma haaret, kõrvaldada konkurent või kombineerida kõiki neid põhjuseid. Igal juhul võib selle omandamise eest enammaksmine olla katastroofiline. Seega otsivad ettevõtte ja selle investeerimispankurid võrreldavaid tehinguid – mida uuemad, seda parem. Nad vaatlevad ettevõtteid, millel on sihitud ettevõttega sarnane ärimudel. (Tuovila, 2021) Mida rohkem võrreldavaid tehinguandmeid on analüüsimiseks saadaval, seda lihtsam on õiglast valuatsiooni määrata. Start-up'i võrreldakse teiste sarnaste alustavate ettevõtetega proportsionaalsete võtmemõõdikute alusel (näiteks kasutajate arv, patentide arv, kaupluste arv jne). Saab võrrelda nii üksiku ettevõtte kui ka tööstuse võrdlusalusega. Ajaloolises perspektiivis viisid just need lähenemised dot-com-mullini, kui kasutajate arvu põhjal hindamiseks kasutati hinnanguid, kontrollimata positiivset ühikumajandust. Võrreldavate tehingute meetod on mõeldud iduettevõtetele enne ja pärast tulu teenimist (Nasser, 2016).

Analüüsi ja ülevaate tulemused näitasid, et praegu pole ühtegi "täiuslikku" meetodit iduettevõtte väärtuse hindamiseks. Igal analüüsitud mudelil on olulised piirid ja parendusvõimalusi on palju. Lisas praktikas ei suuda need meetodid kunagi hinnata ainulaadsete ettevõtete ainulaadseid väärtusi. (Montani *et al.*, 2020) Ainulaadsust nendes hindamisraamistiketes lihtsalt ei kajastata, mis tähendab, et nende kohaldamine ainulaadsete investeerimisjuhtumite valuatsiooni määramisel on piiratud. Selle asemel sobivad need rohkem "keskmistele" idufirmadele, kes näitusel osalevad väikesed kõrvalekalded üldisest. (Olsen, 2019) Oleme tunnistajaks järkjärgulisele loobumisele juhusliku hindamismudelitest ja kasvab teadvus, et iduettevõtte valuatsiooni paremaks hindamiseks on vaja arvestada kolme aspekti:

- tähelepanu minevikuandmete asemel tulevikuprognosidele,
- erinevate stsenaariumide tõenäosuse kaalumise,
- idufirma konkreetse ärimudeli mõistmine ja sellele tähelepanu pööramine, mitte turul olevate võrreldavate ettevõtete andmed.

Tänapäeval ei integreeri ükski käsitletud meetoditest neid kolme omadust harmooniliselt. Nende tõendite valguses eeldatakse, et lähitulevikus töötatakse akadeemilises kirjanduses välja uued valuatsiooni hindamismeetodid (või täiustatakse olemasolevaid), mis peaksid arvesse võtma kolme eelnevalt mainitud aspekti. Nii oleks võimalik luua sobivam iduettevõtte valuatsiooni hindamise meetod, mis vähendaks ebakindlust, tooks paremini välja startup valuatsiooni, mis

omakorda muudaks startupi väärtuse hindamise usaldusväärsemaks. Kokkuvõtteks võib öelda, et valuatsioon on midagi enamat kui lihtsalt arv; see kujutab endast kõikehõlmavat arusaama idufirma potentsiaalset, turust ja sellega seotud riskidest. See on fundamentaalne tegur, mida ingelinvestorid investeerimisotsuste tegemisel arvesse võtavad, kuna see ei mõjuta mitte ainult potentsiaalset rahalist tulu, vaid ka riski ja kontrolli taset, mis neil ettevõttes on. Seetõttu peavad inglisiinvesteeringuid otsivad idufirmad lähenema väärtuse hindamisele hoolsalt, tasakaalustades optimismi ja realismi, et meelitada ligi õigeid investoreid.

2. KVANTITATIIVNE UURINGU METOODIKA

Käesolevas peatükis tutvustatakse Eesti iduvesteerimismaastiku, uuringu metoodikat, valimi kirjeldust ja andmeanalüüsi protsessi.

2.1. Eesti iduinvesteerimismaastik

Eesti iduinvesteerimismaastik on 2023. aasta seisuga näidanud tugevat ja arenevat iseloomu. Eesti idufirmade käive oli 2023. aasta üheksa kuuga 1,69 miljardit eurot, mis tähendab 11% kasvu võrreldes 2023. aasta sama perioodiga. Kuigi see kasv on varasemate aastatega võrreldes aeglustunud, viitab see küpsele idufirmade ökosüsteemile, millel on suurem stabiilsus ja jätkusuutlikkus isegi rasketel majandusaegadel. Eesti start-up-skeene suurimate tulutoojate hulka kuuluvad teiste seas sellised prominentsed ettevõtted nagu Bolt ja Veriff. Tööhõive poolest andsid Eesti idufirmad 2023. aasta kolmanda kvartali lõpus kohapeal tööd 9600 inimesele. Olulist positiivset mõju on idufirmad näidanud ka kohalikul tööturul, millele viitab tööjõumaksude 21% tõus võrreldes eelmise aastaga. (Mällo & Mikita, 2023)

Eesti start-upide tegevus sektorite lõikes on mitmekülgne, kusjuures Äritarkvaras (*Business IT*) ja Inimressurside juhtimises (*HR*) on aktiivsus teistest suurim. Märkimisväärselt oluline on ka Finanstehnoloogia (*FinTech*) sektor, mis hõlmab 13% kõigist idufirmadest ning avaldab suurt mõju startup-sektori käibe ja tööhõivele. Eelkõige on plokiahel ja krüptoraha Eesti fintech-sektoris kõige levinumad ja arenenumad vertikaalid, mis moodustavad olulise osa fintech-idufirmadest. (Fintechnews Baltic, 2023)

Samuti on arenenud Eesti lähenemine välisinvesteeringutele. Eesti parlament võttis vastu 2023. aasta septembris jõustuva välisinvesteeringute usaldusväärse hindamise seaduse, et sõeluda välja nii otse- kui kaudsed investeeringud, mida Euroopa Liidu välised investorid teevad strateegiliselt olulistesse ja tundlikesse valdkondadesse. Selle seadusega viiakse Eesti vastavusse teiste Euroopa riikidega, kus on kasutusel sarnased investeeringute hindamise protsessid. (Lehtsaar *et al.*, 2023)

Eesti äriinglite võrgustikul (EstBAN) on Eesti investeerimismaastikul oluline roll eelkõige startupide toetamisel ja rahastamisel. Äriinglite ja ingligruppide katusorganisatsioonina on EstBAN keskendunud investeerimisvõimaluste edendamisele Eestis ja selle lähipiirkondades, eesmärgiga tõsta kohalike seemnetapi investeeringute kvantiteeti ja kvaliteeti.

2021. aastal saavutasid EstBANi liikmed märkimisväärse verstaposti, investeerides idufirmadesse 29,9 miljonit eurot, millest 13,5 miljonit eurot olid inglite otseinvesteeringud. See investeeringute maht oli organisatsiooni jaoks kõigi aegade kõrgeim ja kolmekordistas liikmete tehtud investeeringute arvu eelmiste aastatega võrreldes. Selline märkimisväärne investeeringute kasv rõhutab kasvavat huvi ja usaldust EstBANi kui organisatsiooni ja idufirmade kui ahvatleva varaklassi vastu. Sellele kasvule aitasid kaasa liikmete arvu kasv, tihe koostöö kohalike ja rahvusvaheliste organisatsioonidega ning mitmed koolitusprogrammid, mille eesmärk oli suurendada uute ingelinvestorite investeerimisvõimet. Investeeringud tehti otseste või sündikaatsete ingliinvesteeringute ja fondide kaudu. 2022. aasta lõpuks laienes EstBAN 282 liikmeni, kes investeerisid ühiselt 13,36 miljonit eurot enam kui 446 tehingusse. Investeeringud tehti otseste või sündikaatsete ingliinvesteeringute ja fondide kaudu. EstBANi liikmeskonnast 12% on välisinvestorid ja 7% naised. Märkimisväärne osa, 41%, liikmetest eelistab investeerida sündikaatidesse. Alates 2018. aastast on EstBANi juhitud sündikaate kokku 3,1 miljoni euro väärtuses. Populaarseim sektor, kuhu EstBANi liikmed investeerivad, on endiselt fintech, millele järgnevad äri- ja personalilahendused. (EstBan, 2023)

Üldiselt näitab Eesti investeerimismaastik, eriti startup- ja fintech-sektoris, kasvu ja mitmekesisust, mida toetab soodustav valitsuse poliitika ja tugev keskendumine uuenduslikele tehnoloogiatele. See maastik annab tunnistust Eesti positsioonist tehnoloogilise innovatsiooni ja ettevõtluse areneva sõlmpunktina Euroopas.

2.2. Uuringu meetodika

Käesoleva töö raames teostatava kvantitatiivse uuringu eesmärgiks on hinnata ingelinvestorite investeerimisvalikuid ja investeerimiseelistusi startup-ökosüsteemis, keskendudes eelkõige nende valuatsiooni hindamismetoodikatele ja investeerimisvalikuid mõjutavatele teguritele.

Sellest tulenevalt püstitas autor järgmised uurimisküsimused:

- Mis tegurid mõjutavad iduinvestori investeerimisotsust?
- Kas iduinvestorid peavad valuatsiooni oluliseks kriteeriumiks?
- Milliseid valuatsiooni hindamismeetodeid kasutatakse Eestis?

Selle põhjal on koostatud veebipõhine küsimustik (Lisa 1), mis oli koostatud Google Forms'i platformil. Küsimustik koosneb 21-st küsimusest, mille koostamisel toetus töö autor püstitatud uurimisküsimustele, startup ökosüsteemi osavõtjate kogemusele, töös välja toodud teoreetilisele materjalile ning bakalaureusetöö eesmärgile. Küsimustik töötati välja koostöös hr Lev Dolgatsjoviga (Dolgatsjov, 2022) – kes töötas EstBANi presidendina aastatel 2021-2023. Ta on aktiivne turuosaline ning kogenud iduvaldkonna ekspert ja mentor. Tema panused tagasid, et küsitluse sisu oli asjakohane ja kõikehõlmav. Uuring oli suunatud EstBANi liikmetele, mis hõlmab märkimisväärset osa Eesti inglite investeerimiskogukonnast. EstBANi kogukonna kaasamine uuringusse tagab, et kogutud arusaamad põhinevad üksikisikute läbielatud kogemustel, kes ei ole lihtsalt vaatlejad, vaid ka aktiivsed idufirmade rahastamismaastiku kujundajad. Üldkogumiks oli 200 aktiivset ingelinvestorit EstBan-i liikmeid, vastmise määr oli 18%. Järgides kvantitatiivse uurigu eetilisi aspekte säilitati vastajate anonüümsus, mis soodustas vastustes avameelsust. Andmeid koguti 1.-30 aprill 2022 aastal. Saadud andmekogum, ehkki piiratud suurusega, annab väärtusliku läbilõike investorite kogukonnast, mis võib analüüsimisel anda põhjalikke suundumusi ja mustreid.

Küsimustik võimaldas struktureeritud andmete kogumist. Küsimused on grupperitud blokkidesse:

- Investorite profiilid ja käitumine, kus uuritakse ingelinvestorite profiile, sealhulgas nende demograafilisi omadusi, investeerimiskogemust ja portfelli koostist.
- Valuatsiooni hindamismeetodid ja mõjutegurid, kus uuritakse ingelinvestorite kasutatavaid valdavaid idufirmade väärtuse hindamismeetodeid, pannes rõhku nende otsustusprotsessis keskse tähtsusega tegurite mõistmisele.
- Väliste tegurite mõju: kus hinnatakse väliseid tegureid, nagu meedia, arvamusiidrite ja "targa raha" osalemise mõju, starasutajate mõju, FOMO (*Fear For Missing Out*) ehk „hirm ilma jääda“ mõju.
- Eelistatud investeerimisinstrumendid: kus uuritakse ingelinvestorite eelistusi seoses investeerimisinstrumentidega, sealhulgas nende kalduvust konverteeritavate laenude, otseste aktsiate või sündikaatides osalemise poole.

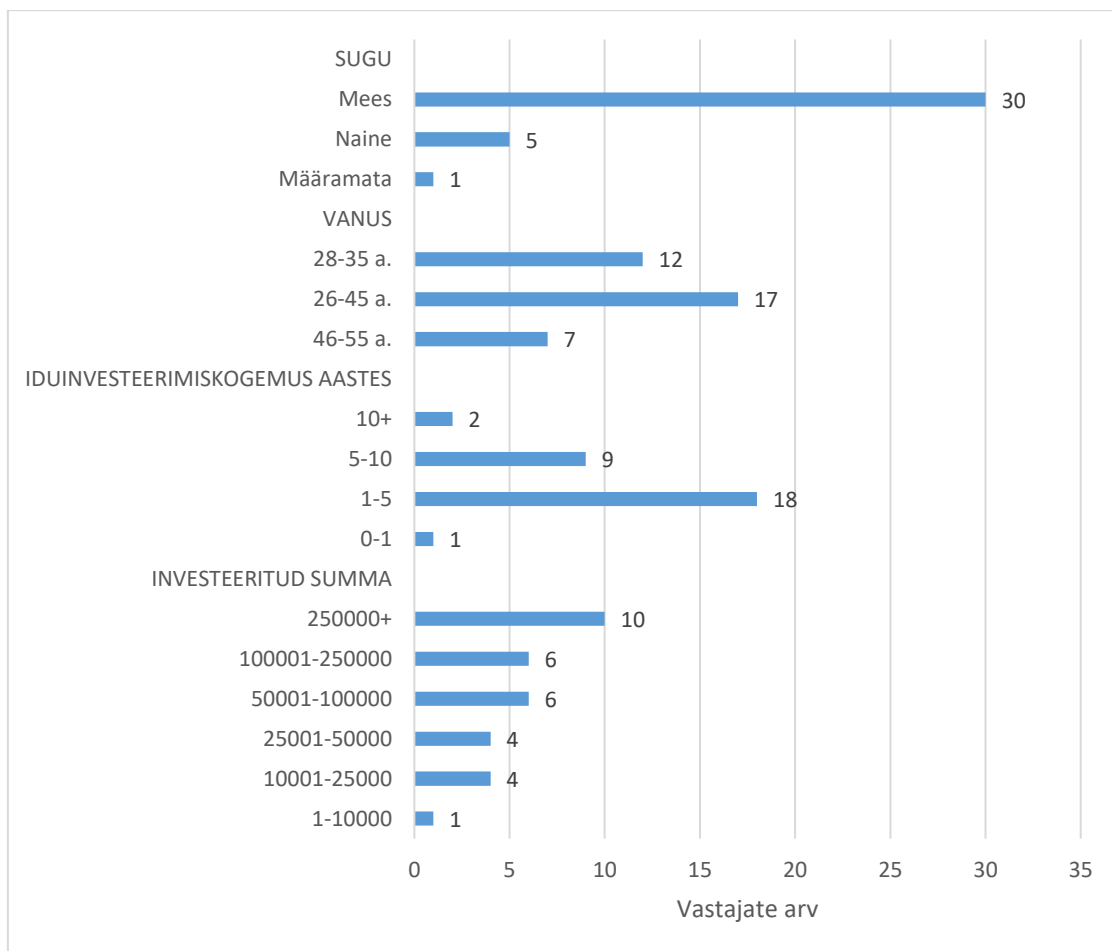
- Valuatsiooni hindamismudelite tundmine ja kasutuselevõtt: siin hinnatakse erinevate idufirmade väärtuse hindamismudelite teadlikkust ja kasutuselevõttu, saades aru, kas investorid kasutavad väljakujunenud meetodeid või töötavad välja oma lähenemisviise.
- Valuatsiooni hindamise mõju investeerimisotsustele: siin uuritakse iduettevõtte valuatsiooni mõju investeerimisotsustele, uurides, kas tajutav kõrge või madal väärtus mõjutab oluliselt investorite valikuid.

Saadud andmeid analüüsitakse kasutades kirjeldava statistikat ja risttabeleid. Erinevate gruppide erinevuse uurimiseks kasutatakse t-test. Kasutati 95%, et hinnata investeerimisotsuseid kujundavaid tegureid Eesti areneva idufirmade kontekstis.

2.3. Vastajate profiil

Andmekogum sisaldab demograafilisi andmeid, nagu vastajate sugu ja vanus. Enamus vastajatest on mehed (30 36-st) vanuserühmas 36-55. Enamik vastajaid kuulub vanusevahemikku 36–45 (17), järgnevad 26–35 (12) ja 46–55 (7).

Vastajad on tuvastanud oma investori staatuse, paljud liigitavad end ingelinvestoriks (28). Enamikul vastajatest on investeerimiskogemus 1-5 aastat (21), millele järgneb 5-10 aastat (11). Märkimisväärne hulk vastajaid on investeerinud 11–20 idufirmasse (17), mis viitab kõrgele aktiivsusele startup-investeeringute areenil. Investeeringute summade lahter registreerib iga vastaja poolt alustavatesse ettevõtetesse investeeritud kogusumma. Vastuste jaotus erinevate investeerimisvahemike lõikes näitab vastajate investeerimisvõimekuse mitmekesisust. Suurim grupp vastajaid (12) kuulub kategooriasse üle 250 000 euro. Järgmine investeerimisvahemik on 101 000 – 250 000 eurot (7).



Joonis 1. Valimi profiil

Allikas: autori koostatud lisa 1 toodud küsimustiku andmete alusel

3. ANALÜÜS JA ARUTELU

Selles osas analüüsitakse küsitlusest kogutud andmed, et teha järeldusi ingelinvestorite profiilide, nende investeerimisotsuseid mõjutavate tegurite ning nende kasutatavate valuatsiooni hindamismeetodite rolli ja tüüpide kohta.

3.1. Ingelinvestori profiili analüüs

Ingelinvestorite profiilide analüüsi käigus on märgatud, et investeerimiskogemust ja portfelli koostist peegeldav vastuste jaotus näitab kogunenud investorite ülekaalu. Liites kokku ingelinvestoreid, kelle kogu iduinvesteeringu summa ületas 250 000 eurot investoritega, kelle kogu iduinvesteeringu summa ületas 100 000 euro, saame kokku 19 inimest, mis moodustab üle poole vastajatest. See tähendab, et selles küsitluses osales palju suuri summasi investeerinud inimesi. Nendel isikutel on tõenäoliselt märkimisväärne kogemus ingelinvesteeringus, mis on sageli korrelatsioonis suuremate investeerimisvõimetega. Selline investeeringutase näitab tugevat pühendumust innovatsiooni ja ettevõtluse edendamisele. See viitab sellele, et need isikud on alustava ökosüsteemi võtmeisikud, kes ei panusta mitte ainult rahaliselt, vaid ka mentorluse ja võrgustiku toe kaudu. Kokkuvõttes näitab kõrgema taseme investorite levimus selles uuringus küpset ja pühendunud ingelinvestorite rühma, kellel on tõenäoliselt võtmeroll idufirmade maastiku toetamisel ja kujundamisel.

Eelistatud investeerimisinstrumentide blokk sisaldab andmeid vastajate eelistatud investeerimisinstrumentide kohta, nagu investeering otse omakapitali, konverteeritavad laenud või sündikaatosalus. Levinuim eelistus on "vastvalt olukorrale" (paindlik või olukorrast sõltuv), mille valis 20 vastajat, mis viitab mitmekülgsele lähenemisele investeerimisinstrumentidele. Märkimisväärne on ka otseinvesteeringud omakapitali (11 vastajat). Enamik vastanutest (29) teeb aeg-ajalt jätkuinvesteeringuid samade idufirmade järgmistes rahastamisvoorudes, mis viitab jätkuvale huvile idufirmade toetamise vastu ka pärast esialgset rahastamist. Oleme uurinud ka kas investorid jälgivad oma portfelli idufirmade väärtust ja kas neil on kogemusi edukate väljumistega. Enamik vastajaid (28) jälgib jooksvalt kuidas muutub portfellis olevate start-up'ide väärtus seoses

uute rahastusvoorudega. Ja enamused (27) ei ole kogenud startup-investeeringust väljumist (müüki või IPO-d), samas kui 9 on kogenud, mis on suhteliselt tüüpiline startup-investeeringu kõrge riski ja tasuga olemuse puhul.

Esitatud uuringuandmete ja selle analüüsi põhjal saab teha mitmeid olulisi järeldusi vastajate ja nende käitumise kohta inglite investeerimismaastikul. Enamik neist on 36–55-aastased meesinvestorid, mis viitab suhteliselt küpsele rühmale, kellel on potentsiaalselt rohkem rikkust ja kogemusi. Asjaolu, et paljud vastajad on investeerinud 11-20 start-upi, viitab kõrgele aktiivsusele ja tugevale pühendumusele start-up-ökosüsteemile. See kaasatuse tase peegeldab tõenäoliselt nii sügavat huvi uute ettevõtete edendamise vastu kui ka investeerimisriskide hajutamise strateegiat. Kuna enam kui pooled vastanutest investeerisid märkimisväärsed summasid (101 000 eurot või rohkem), on ilmne, et küsitlusest said ülevaate investorid, kes pole mitte ainult kogenud, vaid ka palju rahaliselt investeerinud idufirmade ökosüsteemi. Need investorid mängivad ettevõtetes, kuhu nad investeerivad, tõenäoliselt otsustavat rolli, pakkudes mitte ainult kapitali, vaid ka strateegilisi juhiseid ja võrgustike loomise võimalusi. Kokkuvõttes annavad uuringu andmed pildi aktiivsete, pühendunud ja rahaliselt oluliste ingelinvestorite rühmast, kellel on erinevad kogemuste tasemed ja kes tegelevad erinevate investeerimisstrateegiatega.

3.2. Olulised tegurid ingelinvesteeringu tegemisel ja valuatsiooni koht nende seas

3.2.1. Sisemised tegurid

Sisemised tegurid peegeldavad investeerimisotsuste individuaalset motivatsiooni ja põhjendusi. Töös on analüüsitud idufirmade erinevate aspektide tähtsust, nagu idee, meeskond, skaleerimise potentsiaal ja sektorispetsiifilised kaalutlused. On vaadeldud investorite poolt igale tegurile omistatud kaalu ja hinnatud nende eelistuste mõju nende investeerimisstrateegiatele.

Töö autor palus vastajatel hinnata mis on nende jaoks määrav iduinvesteeringul. Vastusevariantideks kasutas autor levinumad kirjanduses tegurid mille juures kasutas skaalat ühest viieni, kus number 1 tähendas väga vähest teguri olulisust. Number 5 tähendas väga olulist tegurit. Tabelis 4 on koondatud kõikide vastuste summeerimisel kujunenud välja järgmine tegurite pingerida.

Tabel 4. Investeerimisotsuseid mõjutavate oluliste tegurite pingerida

Tegurid:	Punktid
Meeskond	153
Skaleeritavus	150
Idee	137
Valuatsioon	99
“Pehmed” väärtused	88
Sektor	60

Allikas: autori arvutused lisa 1 toodud andmete alusel

Idufirma taga olev meeskond on ingelinvestorite jaoks kõige kriitilisem tegur. See rõhutab asutajate kogemuste, oskuste ja äriplaani elluviimise võime tähtsust. Meeskonnale väga lähedane on skaleeritavus. Investorid hindavad kõrgelt idufirma potentsiaali märkimisväärselt ja tõhusalt kasvada. Määrava tähtsusega on ka startupi idee või kontseptsiooni ainulaadsus ja teostatavus. See peegeldab innovatsiooni tähtsust ja potentsiaalset turu vajadust käivitusadresside jaoks. Kuigi valuatsioon on oluline, on see meeskonna, mastaabeerimise ja ideega võrreldes madalam. See viitab sellele, et kuigi hind, millega investorid investeringusse sisenevad, on oluline, ei ole see nii kriitiline kui startup-i kvalitatiivsed aspektid. Selliseid tegureid nagu kultuuriline sobivus, sotsiaalne mõju või vastavus isiklikele väärtustele võetakse arvesse, kuid need ei ole investeerimisotsuste peamised toukejõud. Idufirma konkreetne tööstusharu või sektor on küsitlute seas kõige vähem mõjutav tegur. See viitab investorite üldisemale lähenemisele, keskendudes vähem sektorile ja rohkem idufirma laiemale potentsiaalile.

Meeskond ja teostus on olulisemad kui valuatsioon. Ingelinvestorid eelistavad idufirmade meeskonna kvaliteedi ja võimeid finantsnäitajatele nagu valuatsioon. See ühtib veendumusega, et tugev meeskond suudab muutuda ja kohaneda, suurendades edu tõenäosust. Kasvupotentsiaal on võtmetähtsusega - skaleeritavuse suur tähtsus peegeldab keskendumist idufirmadele, millel on potentsiaali kasvada ja turgu domineerida, mis on inglinvesteeringute ühine eesmärk. Ka innovatsioon on oluline - idee ja sobivus turule on üliolulised, kuna need määravad sageli idufirma potentsiaali turge häirida või uusi luua. Kuigi valuatsioon on oluline tegur, ei ole see peamine prioriteet. See võib viidata tasakaalustatud lähenemisviisile, kus investorid on nõus rohkem maksuma idufirmade eest, millel on erakordsed meeskonnad, mastaapsus ja ideed. Pehmete

väärtuste ja sektori hinded näitavad, et investorid võtavad arvesse paljusid tegureid, mis viitab nüansirikkale ja mitmetahulisele lähenemisele idufirmade väärtuse hindamisel.

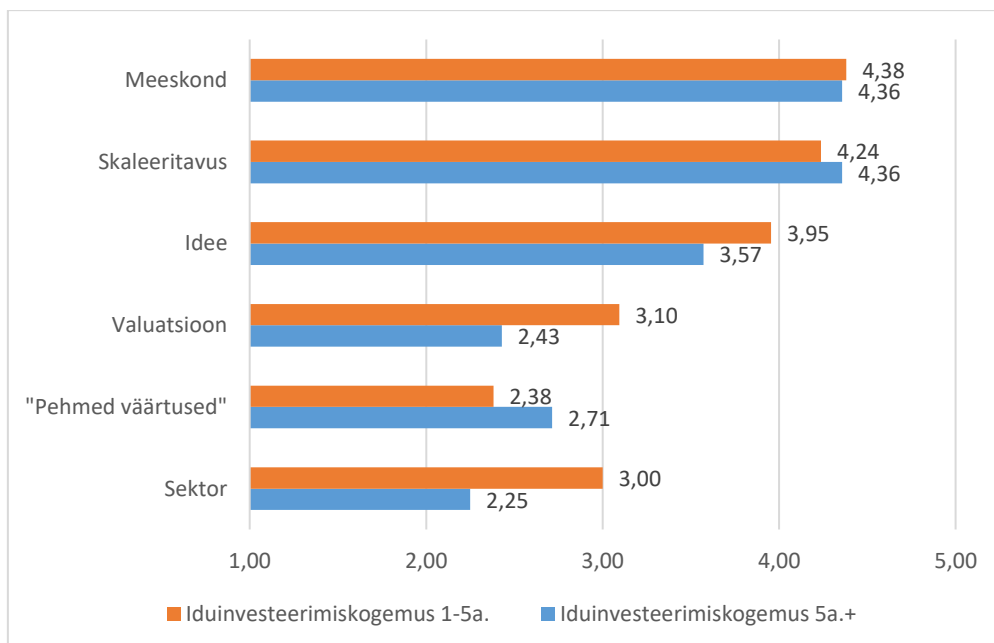
Töö autor soovis ka uurida mis on keskmine hinne, mida vastaja määrab igale tegurile. Tabelis 5 on koondatud keskmised tegurite hinnangud, millest esimesel kohal on meeskond, teisel skaleerivus ja kolmandal idee. Alles siis, neljandal kohal on valuatsioon.

Tabel 5. Investeerimisotsuseid mõjutavate oluliste tegurite keskmine hinne

Tegurid	Keskmine	Standardhälve	Mediaan	Mood	Min	Max	Vastajate arv
Meeskond	4.37	0.88	5	5	1	5	35
Skaleeritavus	4.29	0.75	4	4	2	5	35
Idee	3.81	1.01	4	4	2	5	36
Valuatsioon	2.83	0.98	3	2	1	5	35
"Pehmed väärtused"	2.51	1.09	3	3	1	5	35
Sektor	2.73	1.28	3	3	1	5	22

Allikas: autori arvutatud/koostatud lisas 1 toodud küsimustiku andmete alusel

Töö autor soovis võrrelda, kuidas muutub investeerimisotsuseid mõjutavate tegurite hinnang iduinvesteerimiskogemusega. Võrdluseks on võetud kaks investeerimiskogemuse ajavahemiku: 1-5 aastat ja 5+ aastat. Jooniselt 4.1 on näha, et Meeskonna tähtsus on kõige kõrgem vaatamata vastajate investeerimiskogemusele. Pikaajalise kogemusega iduinvestorid määravad kõrgemat tähtsust sellistele teguritele nagu Skaleeritavus ja "Pehmed väärtused" ja märkimisväärselt madalamat tähtsust Valuatsioonile ja Sektorile.



Joonis 3.1. Erineva iduinvesteerimiskogemusega vastajate investeerimisotsuseid mõjutavate tegurite keskmiste hinnangute võrdlus. Skaala 1-5

Allikas: autori arvutatud/koostatud lisas 1 toodud küsimustiku andmete alusel

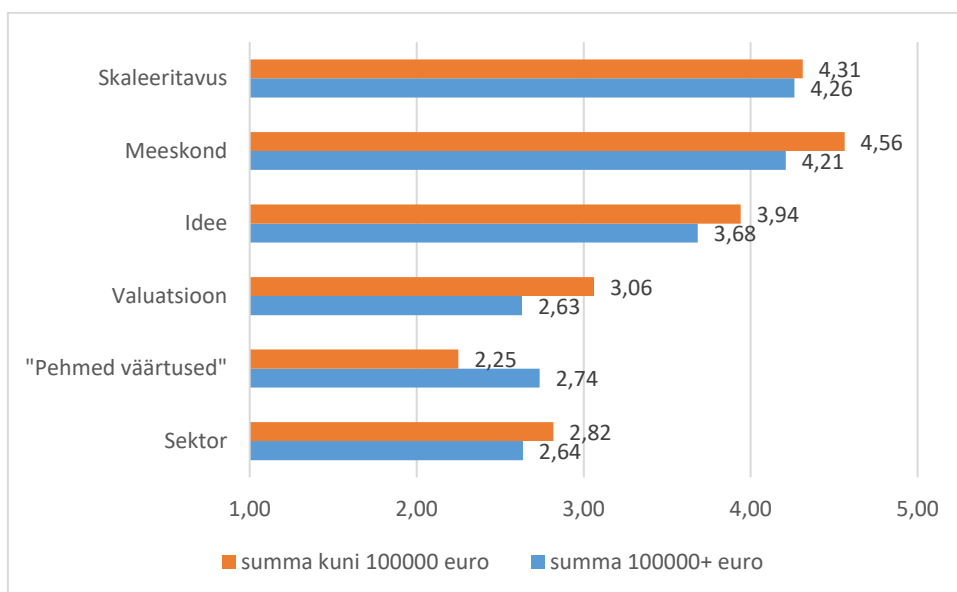
Tabel 6. T-testi tulemused erineva iduinvesteerimiskogemusega

	Olulisustõenäosus
Idee	0.273
Meeskond	0.945
Skaleeritavus	0.652
Valuatsioon	0.048
"Pehmed väärtused"	0.385
Sektor	0.193

Selleks, et võrrelda kahe grupi (iduinvesteerimiskogemus 1-5a ja iduinvesteerimiskogemus 5a+) mõjuvate tegurite keskmisi väärtusi töö autor kasutas T-testi. Valuatsiooni puhul erinevus on statistiliselt olulise usaldatavusega 95%. See tähendab, et erinev kogemus mõjutab valuatsiooni valukuid investeerijate seas.

Töö autor soovis võrrelda, kuidas muutub investeerimisotsuseid mõjutavate tegurite hinnang startup-idesse investeeritud kogusummadega. Võrdluseks on võetud kaks investeerimiskogusumma vahemiku: 0-100 000 eurot ja 100 000+ eurot. Jooniselt 4.2 on näha, et suuremaid summasi investeerinud iduinvestorid peavad märkimisväärselt tähtsamaks tegurit "Pehmed väärtused" ja märkimisväärselt madalamat tähtsust Valuatsioonil. Suuremaid summasi

investeerinud iduinvestorid on üleüldse mõõdukamad oma hinnangute andmisel. Erinevus ei ole statistiõest oluline (t-testi tulemused)



Joonis 3.2. Erineva iduinvesteeringusummat investeerinud vastajate investeeringusotsuseid mõjutavate tegurite keskmiste hinnangute võrdlus. Skaala 1-5

Allikas: autori arvutatud/koostatud lisa 1 toodud küsimustiku andmete alusel

3.2.2. Välised tegurid

Välimate tegurite seas uuriti järgmiste tegurite mõju: FOMO investeeringute mõju, "tähe" asutajate või "targa raha" mõju ja arvamusiidrite või meedia mõju.

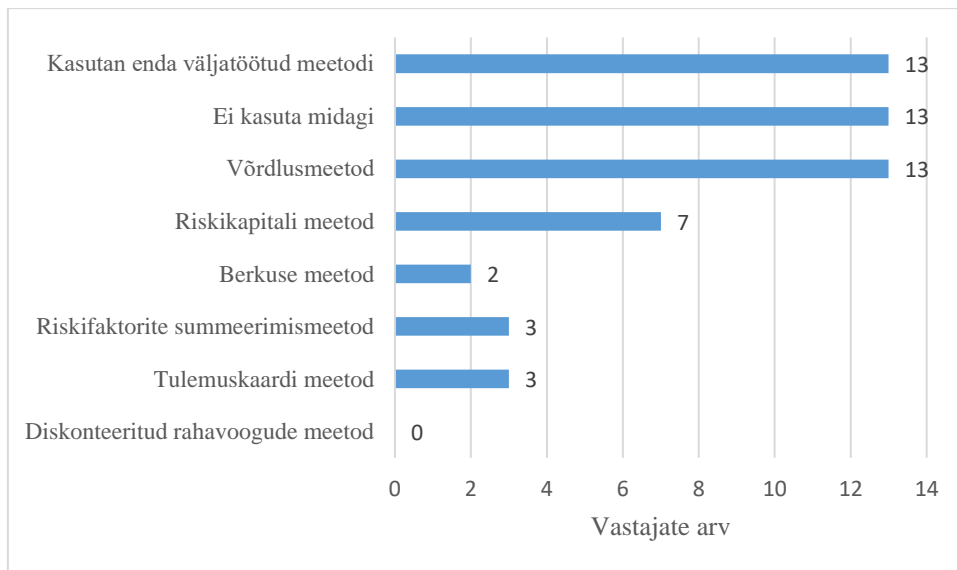
FOMO investeeringud. Andmed näitavad, et osa vastanutest on teinud investeeringusotsuseid FOMO-st ajendatud. See viitab sellele, et hirm potentsiaalselt edukast investeeringust ilma jääda võib mõnikord tühistada traditsioonilisemad ja meetoodilisemad lähenemisviisid investeeringusotsuste tegemisel. FOMO-põhiste otsuste olemasolu võib viidata väga konkurentsitihedale investeeringumaastikule, kus teatud idufirmade ümber käiv ärevus või hirm tulusast tehingust kõrvale jääda võib kutsuda investoreid kohe tegutsema. Siiski märkis märkimisväärne hulk vastajaid, et nad ei tee investeeringuid FOMO alusel, mis võib tähendada distsiplineeritud lähenemist investeeringutele, kus otsused tehakse pigem igakülgse hoolsuskohustuse alusel, kui hirmust ilma jääda.

"Tähe" asutajate või "targa raha" mõju. Uuringu andmed viitavad sellele, et prominentsete asutajate kaasamine või tuntud investorite (tark raha) osalemine rahastamisringis mõjutab paljude investorite otsuseid mõõdukalt. Seda suundumust võib seostada tajutava väärtusega, mida need isikud toovad mitte ainult kapitali, vaid ka asjatundlikkuse, võrgustike loomise ja idufirma valideerimise osas. Samuti on võimalik, et nende "staari" isikute maine toimib investorite jaoks heuristina, mis lihtsustab keerukat otsustusprotsessi, andes märku potentsiaalsest edust.

Arvamusliidrite või meedia mõju. Meedia ja arvamusliidrid näivad olevat vastajate seas erineval tasemel mõju investeerimisotsustele, kusjuures paljud tunnistavad, et neil on vähemalt teatud määral mõju. Meedia ja arvamusliidrite roll võib olla keeruline, kuna nad võivad aidata kujundada idufirma narratiivi, mõjutades avalikkuse ettekujutust ja potentsiaalselt investorite sentimentide. Erinevad vastused võivad kajastada ka mõne investori kriitilist seisukohta, kes eelistavad tugineda oma otsustusvõimele, mitte lasta end mõjutada avalikust arvamusest. See välistegurite analüüs paljastab psühholoogilise ja sotsiaalse dünaamika, mis võib mõjutada investeerimisotsuseid, rõhutades vajadust nende mõjude teadvustamise ja mõistmise järele ingelinvestorite seas. Andmed võivad anda väärtuslikku teavet selle kohta, kuidas välised surved ja sotsiaalsed näpunäited võivad investeerimismaastikku kujundada, mis võib viia karja käitumiseni või võimendada suundumusi startup-ökosüsteemis. Investoritel oleks oluline olla nende teguritega kursis ja püüda saavutada tasakaal väliste sisenditest teavitamise ja investeerimisotsuste objektiivse, analüütilise lähenemise vahel.

3.2.3. Valuatsiooni hindamismeetodite roll ja valik ingelinvestorite seas

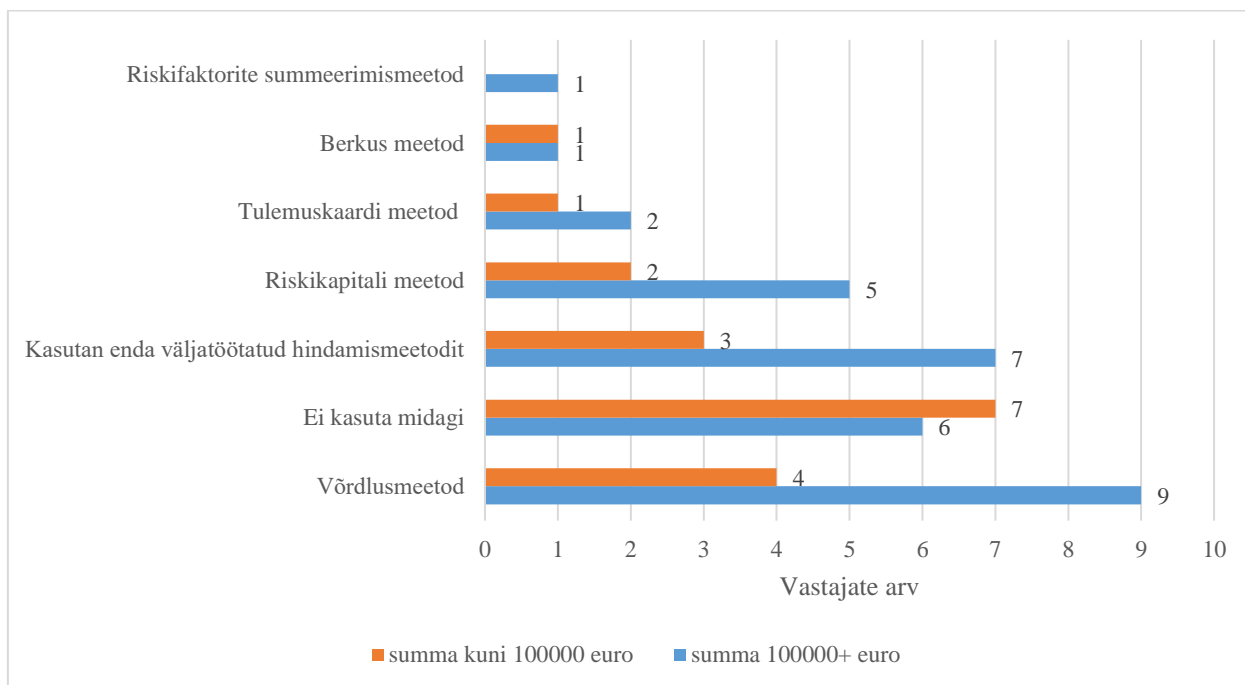
Kasutatavad valuatsiooni hindamismeetodid on väga erinevad. See kajastub allpool toodud joonises (Joonis 4.3)



Joonis 3.3. Erineva valuatsiooni hindamismeetodite kasutus.
Allikas: autori koostatud lisa 1 toodud küsimustiku andmete alusel

Mõned investorid toetuvad väljakujunenud meetodikatele, nagu Võrdlusmeetod (13) ja Riskikapitali Meetod (7), teised aga eelistavad töötada välja oma kohandatud meetodid (13) või kasutada vähem traditsioonilisi lähenemisviise (5). See mitmekesisus võib peegeldada erinevat mugavuse taset ja valuatsiooni hindamistavade tundmist või vastust ainulaadsetele väljakutsetele varajases staadiumis ettevõtete väärtustamisel. Märkimisväärne hulk (13) investoreid on maininud oma väljatöötatud valuatsiooni hindamismeetodite kasutamist. See viitab sellele, et idufirmade puhul võib traditsioonilistes meetodites olla lünk, mis sunnib investoreid looma meetodeid, mis nende arvates sobivad paremini nende investeeringute suure ebakindluse ja kasvupotentsiaaliga. Mõned vastused viitavad tuginemisele kvalitatiivsetele hinnangutele, näiteks meeskonna võimetele või intuitsioonil põhinevatele võrdlustele teiste idufirmadega. See viitab sellele, et mõnede investorite puhul võivad kvalitatiivsed tegurid ületada kvantitatiivsed, eriti varajases staadiumis, kus finantsandmed on piiratud või puuduvad. Matemaatiliste mudelite, nagu diskonteeritud rahavoog (0) kasulikkuse suhtes varajases staadiumis valuatsiooni hindamiste puhul ollakse skeptilised. Põhjus on selles, et paljudel inglite investeerimisfaasis alustavatel ettevõtetel ei ole märkimisväärset tulu ning investorid võivad panna rohkem kaalu ideele ja meeskonnale kui finantsprognosidele. Samuti on ilmne, et mõned investorid kasutavad meetodite kombinatsiooni, võib-olla täpsema valuatsiooni hindamise kolmnurkseks määramiseks, hõlmates idufirma potentsiaalse väärtuse erinevaid aspekte.

Töö autor soovis uurida, mis valuatsiooni hindamismeetodeid kasutavad erinevaid iduinvesteerimissummasid investeerinud iduinvestorid. Võrdluseks on võetud kaks investeerimiskogusumma vahemiku: 0-100 000 eurot ja 100 000+ eurot. Jooniselt 4.4 on näha, ingelinvestorid, kes on investeerinud startupidesse suuremaid summasid (üle 100 000 euro) kalduvad kasutama rohkem erinevaid valuatsiooni hindamismeetodeid kui need, kes on investeerinud väiksemaid summasid (0-100 000 eurot). Täpsemalt üle 100 000 euro sisse pannud investorite seas kasutab kvantitatiivseid meetodeid 18 ja enda väljatöötatud meetodeid veel 7. Seevastu ainult 8 investorit vahemikus 0-100 000 eurot kasutavad kvantitatiivseid meetodeid ja 3 oma meetodeid. See viitab sellele, et kõrgem investeringutase on korrelatsioonis keerukama lähenemisviisiga valuatsiooni hindamismeetoditele.



Joonis 3.4. Erineva iduinvesteerimissummat investeerinud vastajate valuatsiooni hindamismeetodite kasutuse võrdlus

Allikas: autori arvutatud/koostatud lisas 1 toodud küsimustiku andmete alusel

Iduinvestori valuatsiooni hindamismeetodite rolli ja valiku analüüsi põhjal näib, et ingelinvestorid ei järgi rangelt ühte metoodikat, vaid on oma valuatsiooni hindamisel paindlikud ja kohanduvad. See paindlikkus on tõenäoliselt vastus idufirmade keerukale ja dünaamilisele olemusele, kus standardsed hindamismudelid ei pruugi kõiki nüansse hõlmata. Lisaks võib varajases staadiumis investeringutele omane kõrge ebakindluse tase panna investorid kombineerima nii kvantitatiivseid kui ka kvalitatiivseid hinnanguid, et jõuda neile sobiva hinnanguni.

Vastused näitavad, et märkimisväärne hulk investoreid (26) kasutab oma meetodeid või ei kasuta üldse ühtegi meetodit, tõstab esile idufirmade väärtuse hindamise subjektiivse olemuse ja investeerimisprotsessi isikupärastamise inglite investeerimiskogukonnas.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaaurusetöö eesmärgiks oli välja selgitada ja hinnata ingelinvestorite investeerimisvalikuid ja investeerimiseelistusi startup-ökosüsteemis, keskendudes eelkõige nende väärtuse hindamismetoodikatele ja investeerimisvalikuid mõjutavatele teguritele. Bakalaaurusetöö tulemusel said kõik püsitatud uurimisküsimused vastatud.

Esimese uurimisküsimusena uuriti ingelinvestorite jaoks olulisi tegureid enne investeerimisotsuse tegemist. Tegurid olid jaotatud kahte gruppi – sisemised ja välised. Sisemised tegurid peegeldavad investeerimisotsuste individuaalset motivatsiooni ja põhjendusi. Töös on analüüsitud idufirmade erinevate aspektide tähtsust, nagu idee, meeskond, skaleerimise potentsiaal ja sektorispetsiifilised kaalutlused. On vaadeldud investorite poolt igale tegurile omistatud kaalu ja hinnatud nende eelistuste mõju nende investeerimisstrateegiatele. Analüüsi käigus selgus, et idufirma taga olev meeskond on ingelinvestorite jaoks kõige kriitilisem tegur. See rõhutab asutajate kogemuste, oskuste ja äriplaani elluviimise võime tähtsust. Meeskonnale väga lähedane on skaleeritavus. Investorid hindavad kõrgelt idufirma potentsiaali märkimisväärselt ja tõhusalt kasvada. Määrava tähtsusega on ka startupi idee või kontseptsiooni ainulaadsus ja teostatavus. See peegeldab innovatsiooni tähtsust ja potentsiaalset turu vajadust käivitusaadresside jaoks. Selliseid tegureid nagu kultuuriline sobivus, sotsiaalne mõju või vastavus isiklikele väärtustele võetakse arvesse, kuid need ei ole investeerimisotsuste peamised tõukejõud. Idufirma konkreetne tööstusharu või sektor on küsitletute seas kõige vähem mõjutav tegur.

Välimate tegurite seas uuriti FOMO investeeringuid, "tähe" asutajate või "targa raha" mõju ja arvamusiidrite või meedia mõju. Analüüs näitab, et osa vastanutest on teinud investeerimisotsuseid FOMO-st ajendatud, mis viitab sellele, et hirm potentsiaalselt edukast investeeringust ilma jääda võib mõnikord tühistada traditsioonilisemad ja meetoodilisemad lähenemisviisid investeerimisotsuste tegemisel. Prominentsete asutajate kaasamine või tuntud investorite osalemine rahastamisringis mõjutab paljude investorite otsuseid mõõdukalt. Arvamusiidrite või meedia mõju näib olevat vastajate seas erineval tasemel mõju investeerimisotsustele. Nende roll võib olla keeruline, kuna nad võivad aidata kujundada idufirma

narratiivi, mõjutades avalikkuse ettekujutust ja potentsiaalselt investorite sentimentide. Välised surved ja sotsiaalsed näpunäited võivad investeerimismaastikku kujundada, mis võib viia karja käitumiseni või võimendada suundumusi startup-ökosüsteemis. Investoritel oleks oluline olla nende teguritega kursis ja püüda saavutada tasakaal väliste sisenditest teavitamise ja investeerimisotsuste objektiivse.

Teise uurimisküsimusena uuriti, kas ja kui oluliseks peavad iduinvestorid valuatsiooni. Töö analüüsi käigus selgus, et kuigi valuatsioon on oluline, ei ole see peamine prioriteet. Valuatsiooni tähtsus iduinvesteerimisotsuse tegemisel on meeskonna, mastaabeerimise ja ideega võrreldes madalam. See viitab sellele, et kuigi hind, millega investorid investeringusse sisenevad, on oluline, ei ole see nii kriitiline kui startupi kvalitatiivsed aspektid. See võib viidata tasakaalustatud lähenemisviisile, kus investorid on nõus rohkem maksma idufirmade eest, millel on erakordsed meeskonnad, skaleeritavus ja ideed. Analüüs näitas et erinev investeerimiskogemus mõjutab valuatsiooni valukuid investeerijate seas.

Kolmanda uurimisküsimusena uuriti, milliseid valuatsiooni hindamismeetodeid kasutatakse Eestis. Vastused näitasid, et kasutatavad valuatsiooni hindamismeetodid on väga erinevad. Mõned investorid toetuvad väljakujunenud metoodikatele, teised aga eelistavad töötada välja oma kohandatud meetodid või kasutada vähem traditsioonilisi lähenemisviise. Märkimisväärne hulk investoreid on maininud oma väljatöötatud valuatsiooni hindamismeetodite kasutamist. See viitab sellele, et idufirmade puhul võib traditsioonilistes meetodites olla lünk, mis sunnib investoreid looma meetodeid, mis nende arvates sobivad paremini nende investeringute suure ebakindluse ja kasvupotentsiaaliga. Samuti mõned investorid kasutavad meetodite kombinatsiooni. Vastused näitavad, et märkimisväärne hulk investoreid kasutab oma meetodeid või ei kasuta üldse ühtegi meetodit, tõstab esile idufirmade väärtuse hindamise subjektiivse olemuse ja investeerimisprotsessi isikupärastamise inglite investeerimiskogukonnas. Ingelinvestorid ei järgi rangelt ühte metoodikat, vaid on oma valuatsiooni hindamisel paindlikud ja kohanduvad. See paindlikkus on tõenäoliselt vastus idufirmade keerukale ja dünaamilisele olemusele, kus standardsed hindamismudelid ei pruugi kõiki nüansse hõlmata.

Käesoleva töö autor on jõudnud järmiste järeldusteni ja hinnanguteni:

- Lõhe valuatsiooni määramises ja hariduses võib viia ala- või ülehinnatud investeringuteni, mis mõjutab idufirmade jätkusuutlikkust ja investorite tulu. Mis omakorda mõjutab

ingelinvestorite motivatsiooni jätkata aktiivset tegevust ökosüsteemis, mõjutades seeläbi nende pikaajalist elujõulisust ja inglite investeringutasuvust.

- Ingelinvestorite madalat teadlikkust startupi hindamisest kujutab endast kasutamata jäetud võimalust harida ja suhelda laiema kogukonnaga sektori potentsiaali ja saavutuste kohta. See probleem on eriti terav Eesti startup-maastikul. Algatuste julgustamine, mis tõstab kohalike investorite ja äriinglite seas teadlikkust ja mõistmist varajases staadiumis investeringutest, võib olla pöördeline samm tugeva ja mitmekesise startup-ökosüsteemi edendamisel.

Käesoleva töö autor teeb järgmisi ettepanekuid:

- Investeerimisotsuste tegemise tõhustamine. Käsitledes ingelinvestorite madalat teadlikkust startupi hindamisest, saame aidata kaasa investeerimisotsuste tegemise täpsuse ja tõhususe parandamisele.
- Ettevõtluse kasvu stimuleerimine. Ingelinvestorite teadlikum lähenemine alustavate ettevõtete hindamisele võib soodustada ettevõtluse kasvu soodustavat keskkonda, soodustades murranguliste ideede ja tehnoloogiate arendamist.
- Investeerimisriskide vähendamine. Parem teadlikkus idufirmade hindamismetoodikatest võib aidata maandada inglinvesteeringutega seotud riske vähendades seeläbi rahaliste tagasilöökide tõenäosust.
- Investori usalduse suurendamine. Ingelinvestorite teadlikkuse suurendamine alustavate ettevõtete hindamisest aitab kaasa usalduse loomisele mis võib meelitada idufirmade ökosüsteemi rohkem kapitali, pakkudes ettevõtjatele paremat juurdepääsu rahastamisele.
- Teadmussiirde hõlbustamine. Teadlikkuse lünga kõrvaldamine startup hindamisel toimib teadmiste edasiandmise mehhanismina. Selle uurimise käigus saadud teadmisi saab levitada nii investoritele kui ka ettevõtjatele. Omalt poolt autor on kokkulepinud EstBAN äriinglite assotsiatsiooniga selle bakalaurusetöö tulemustega tutvustamisest.

Autor soovib järgmisi tulevaste uurimissuundaid:

- Uurida inglinvesteeringute pikaajalist mõju startupi edule ja kasvule Eestis,
- Uurida inglinvesteeringute ja hindamismetoodikate arengut dünaamilises startup-keskkonnas,
- Uurida tehnoloogia mõju hindamisele: kuidas uued tehnoloogiad, nagu AI ja plokiahel, mõjutavad ingelinvestorite startup valuatsiooni hindamisprotsesse.

SUMMARY

ANALYSIS OF ANGEL INVESTOR INVESTMENT CHOICES AND STARTUP VALUATION METHODOLOGIES IN ESTONIA

Olga Šeller

In recent years, the growing significance of startup entrepreneurship has garnered increasing attention due to its substantial contribution to economic growth. Estonia, with its progressive technology and business approach, has rapidly emerged as a hotspot for innovative startups. The country's bureaucracy-free environment and supportive business landscape have led to the creation of a globally recognized startup ecosystem. However, challenges such as disparities in domestic investments and a lack of experienced investors with substantial portfolios have been noted, potentially hindering innovation and growth.

The author, an angel investor and an active participant in the startup ecosystem, notes a significant gap in valuation considerations within this sector. The issue of startup valuation, a fundamental aspect in investment decisions and negotiations, is often overlooked in pitches and discussions and lacks sufficient coverage in literature and media. This oversight could lead to undervalued or overvalued investments, affecting the sustainability of startups and the returns for investors, and ultimately impacting the motivation of angel investors within the ecosystem.

The primary aim of this bachelor's was to find out and evaluate the investment choices and investment preferences of angel investors in the startup ecosystem, focusing primarily on their value assessment methodologies and factors affecting investment decisions. The research questions posed by the author include:

What factors influence an angel investor's investment decision?

Do angel investors consider valuation a crucial criterion?

What valuation methods are used in Estonia?

The author employs a quantitative research approach, utilizing a survey for data collection. This method allows for a detailed analysis of the factors impacting angel investors' efficiency in valuating startups and making informed investment decisions.

The research revealed that while valuation is important, it is not the primary focus for angel investors compared to other qualitative aspects of startups, such as team, scalability, and innovation. The analysis showed diverse valuation assessment methods used by investors in Estonia, ranging from established methodologies to customized approaches. It highlights the subjective nature of startup valuation and the personalized investment process in the angel investment community.

The author of this work has reached the following conclusions and assessments:

- Gaps in valuation and education can lead to under- or over-valued investments, affecting startup sustainability and investor returns. Which, in turn, affects the motivation of angel investors to continue active activities in the ecosystem, thereby affecting their long-term viability and angel investment profitability.
- Angel investors' low awareness of startup valuation represents a missed opportunity to educate and communicate with the wider community about the sector's potential and achievements. This problem is particularly acute in the Estonian startup scene. Encouraging initiatives that raise awareness and understanding of early-stage investments among local investors and business angels can be a pivotal step in fostering a strong and diverse startup ecosystem.

The author proposes key initiatives to strengthen the startup investment landscape: enhancing decision-making accuracy in investments by educating angel investors on startup valuation, fostering entrepreneurial growth, reducing investment risks through improved valuation knowledge, boosting investor confidence to attract more capital, and facilitating knowledge transfer within the ecosystem. These recommendations aim to improve the efficacy and sustainability of the startup ecosystem, particularly in Estonia.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Akkaya, M. (2019). Startup Valuation: Theories, Models, and Future. *In Valuation Challenges and Solutions in Contemporary Businesses* (lk. 137-156). IGI Global.
- Berkus, D. (2012) *The Berkus Method: Valuing an Early Stage Investment*. Kasutatud 25. märts 2012 <https://berkonomics.com/?p=1214>
- Berkus, D. (2016) *After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation*. Kasutatud 6. november 2016 <https://berkonomics.com/?p=2752>
- Berman, R., Dogrultan, E., Herrmann, B. L., & Marmer, M. (2011) Startup Genome Report Extra on Premature Scaling.
- Blank, S. (2013). Why the Lean Start-Up Changes Everything. *Harvard Business Review*, May 2013.
- Calacanis, J. (2017). *Angel*. HarperCollins Publishers.
- Čalopa M.K., Horvat J., & Lalić M. (2014). Analysis of financing sources for start-up. *Management*, Vol. 19, 2014, 2, 19-44.
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 261–283.
- Dolgatsjov, L. EstBAN President. Autori intervjuu. Intervjueerija märkmed 15. veebruar 2022
- EstBan (2023). *Annual review 2022*. <https://estban.ee/annual-reviews/>
- Fernando, J. (2023) *Discounted Cash Flow (DCF) Explained With Formula and Examples*. Kasutanud 6. november 2023 <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>
- Feld M., & Mendelson J. (2016). *Venture Deals*. John Wiley & Sons, Inc
- Fintech Ecosystem: Estonian Fintech Startup Map 2023*. (2023) Kasutanud 24. august 2023 <https://fintechbaltic.com/7464/fintchestonia/fintech-startup-map-estonia-2023/>
- Gonnella E., Talarico L. (2023). The Reputation Factor in the Valuation of Startups. *International Business Research*; Vol. 16, No. 7, 56-73.
- Laitinen, E. K. (2019). Discounted Cash Flow (DCF) as a Measure of Startup Financial Success. *Theoretical Economics Letters*. <https://www.scirp.org/journal/paperinformation?paperid=97410>

- Lehtsaar P., Leiri V., & Adamson J. (2023). *Estonia will start screening foreign investments from September 2023*. Kasutatud 10. veebruar 2023 <https://www.sorainen.com/estonia-will-start-screening-foreign-investments-from-september-2023/>
- Lepik, H.-S. (2020). Ingelinvestori investeerimisotsust mõjutavad tegurid alustavasse idufirmasse investeerimisel [Magistritöö, Tallinna Tehnikaülikool]. TalTech Raamatukogu Digikogu. <https://digikogu.taltech.ee/et/Item/1ae1f98c-d0a2-4fbc-a9e2-11263681a7f3>
- Maurya, A. (2012). *Running Lean: Iterate from Plan A to a Plan That Works*. O'Reilly Media.
- McGowan, E. (2017) *What Are the Stages of a Startup?* Kasutatud 09. oktoober 2017 <https://www.startups.com/library/expert-advice/startup-stages>
- Mällo M., & Mikita E. (2023). *Estonian Startup Landscape in Q3 2023: The turnover of Estonian startups continues to grow, but the pace has slowed down*. Kasutatud 15. november 2023 <https://startupestonia.ee/statistics-surveys/estonian-startup-landscape-in-q3-2023-the-turnover-of-estonian-startups-continues-to-grow-but-the-pace-has-slowed-down/>
- Montani D., Gervasio D., Pulcini A. (2020). Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends. *International Business Research; Vol. 13, No. 9*, 31-45.
- Nasser, S. (2016) *How to value a startup - 9 methods explained*. Kasutatud 30. mai 2016 <https://www.stephnass.com/blog/how-to-value-a-startup>
- Olsen, M. R. (2019). An empirical study of startup valuation. [Magistritöö, Copenhagen Business School] https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/59798856/644606_Master_thesisVFINAL.pdf
- Payne, W.H. (2006). *Definitive Guide Raising Money From Angels*. Bill Payne
- Payne, B. (2011a) *Valuations 101: The Risk Factor Summation Method*. Kasutatud 15. november 2011 <https://gust.com/blog/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/>
- Payne, B. (2011b) *Valuations 101: Scorecard Valuation Methodology*. Kasutatud 20. oktoober 2011 <https://gust.com/blog/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/>
- Payne, B. (2011c) *Valuations 101: The Venture Capital Method*. Kasutatud 1. november 2011 <https://gust.com/blog/startup-valuations-101-the-venture-capital-method/>
- Payne, B. (2019) *Scorecard Valuation Methodology (Rev 2019): Establishing the Valuation of Pre-revenue, Start-up Companies*. Kasutatud 21. oktoober 2019 <https://www.angelcapitalassociation.org/blog/scorecard-valuation-methodology-rev-2019-establishing-the-valuation-of-pre-revenue-start-up-companies/>
- Ries, E. (2011). *The Lean Startup*. Crown Publishing Group.
- Rosin, K. (2020). Investorite eelistused ja põhjused startupidesse investeerimisel Funderbeam platvormil. [Bakalaurusetöö, Tallinna Tehnikaülikool]. TalTech Raamatukogu Digikogu. <https://digikogu.taltech.ee/et/Item/0a549dcc-6309-41a5-a081-dc332d9c8106>

- Thiel, P. (2014). *Zero to one: notes on startups, or how to build the future*. Crown Business.
- Truu M., Mällo M., Saluveer S.K. (2020). *Startup Estonia strateegia 2021–2027*. Kasutatud 19. märts 2022
<https://kredex.ee/sites/default/files/2020-10/Startup%20Estonia%20strateegia%202021-2027.pdf>
- Tuovila, A. (2021) *Comparable Transaction: What it is, How it Works, Example*. Kasutatud 20 juuli 2021 <https://www.investopedia.com/terms/c/comparable-transaction.asp>
- Viires, I. (2017). Eesti start-up ettevõtete riskikapitali kaasamise tulemuslikkuse mõjurid. [Bakalaurusetöö, Tallinna Tehnikaülikool]. TalTech Raamatukogu Digikogu. <https://digikogu.taltech.ee/et/Item/f600f9c9-000f-4d1b-8325-d6891df88b7f>
- Y Combinator (2023) *Stages of startups* <https://www.ycombinator.com/library/Ek-stages-of-startups>

LISAD

Lisa 1. Küsimustik

1. Sugu *

- N
- M
- ei soovi olla identifitseeritud

2. Vanus *

- 0-25
- 26-35
- 36-45
- 46-55
- 55+

3. Mis iduinvestor Teie olete? *

- VC fondijuht
- Ingelinvestor
- Crowdfunding investor (Funderbeam, Fundwise jms)

4. Iduinvesteeringukogemus aastates *

- 0-1
- 1-5
- 5-10
- 10+

5. Startupide arv, millesse olete investeerinud *

- 0 - olen valimas sobivat
- 1-5
- 6-10
- 11-20
- 21-50
- 50+

6. Start-up'idesse investeeritud kogusumma *

- 0 - olen valimas sobiva start-up'i
- 1-10000 eur
- 10001-25000 eur
- 25001-50000 eur
- 50001-100000 eur

- 100001- 250000 eur
- 250001+ eur

7. Tüüpiline ticket'i suurusjärk *

- 0-2000 eur
- 2000-5000 eur
- 5000-10000 eur
- 10000-25000 eur
- 25000-50000 eur
- 50000+ eur

8. Start-up'ide osakaal investeeringute portfellis *

- alla 5%
- 5-10%
- 11-20%
- 21-33%
- 34-50%
- 51-75%
- 75%+

9. Mis on Teie keskmise aastatootluse ootus 10 aasta perspektiivis? *

- ei mõtle sellele, kuna investeerin start-up'idesse vaimu pärast ja parima tuleviku nimel
- negatiivne tootlus
- nulli lähedane
- maailma indeksitest madalam aga siiski positiivne
- maailma indeksitega umbes võrdne
- maailma indeksitest kõrgem kuni 2 korda
- maailma indeksitest kõrgem 2-3 korda
- maailma indeksitest kõrgem vähemalt 3-10 korda
- maailma indeksitest kõrgem vähemalt rohkem kui 10 korda

10. Mis on teie jaoks oluline iduinvesteeringul *

Palun hinnake, kus 1 on vähe oluline ja 5 on väga oluline

Iduinvesteeringute tegurid

	1- vähe oluline	2-pigem oluline	nii ja naa	4-pigem oluline	5-väga oluline
Idee					
Meeskond					
Skaleeritavus					
Valuatsioon					
“Pehmed väärtused”					
Sektor					

Allikas: autori koostatud

11. Mis start-up valuatsiooni hindamismudelit te kasutate põhiliselt? *
- Berkus-e meetod
 - Riskikapitali meetod (Venture Capital Method)
 - Diskonteeritud rahavoogude meetod(id) (DCF)
 - Tulemuskaardi meetod (Scorecard Valuation Method)
 - Riskifaktorite summeerimismeetod
 - Võrdlusmeetod (Comparables Method)
 - Ei kasuta midagi
 - Kasutan enda väljatöötatud hindamismeetodit
 - Muu:
12. Kas liiga kõrge või madal start-up'i valuatsioon mõjutab teie investeringuotsust? *
- Jah
 - Ei
13. Kas saadav start-up'i protsendilise osaluse suurus on Teile määrav investeerimisotsuse tegemisel? *
- Jah
 - Ei
14. Kas Teie olete teinud FOMO iduinvesteeringuid (fear of missing out)? *
- Jah
 - Ei
15. Kas teie investeerimisotsust mõjutavad "star" asutajad või "smart money" investorite osalemineround'is?*
- Jah
 - Ei
 - Jah, mingil määral
16. Kas teie investeerimisotsust mõjutavad arvamusiidrid või meedia?*
- Jah
 - Ei
 - Mingil määral
17. Kas Teie portfellis on investeringuid, mis on tehtud peamiselt madala valuatsiooni pärast? *
- Jah
 - Ei
18. Kas Teie teete "follow on" investeringuid sama start-up'i järgmises rahastusvoorus? *
- Ei, mitte kunagi
 - Jah, alati
 - Jah, mõnikord
 - Jah, ainult tingimusel, et järgmise vooruga ettevõtte valuatsioon on tõusnud vähemalt 2 korda
 - Muu:

19. Mis investrimisinstrumenti Teie eelistate? *

- Convertible Loan (k.a SAFE, KISS)
- Otse equity'sse
- Osalemine SPV sündikaatis
- Vastavalt olukorrale
- Ei hooli

20. Kas jälgite jooksvalt, kuidas muutub teie portfellis olevate start-up'ide väärtus uuterahastusvoorudega?

- Jah
- Ei

21. Kas Teil on iduinvesteeringust Exit-i kogemust (v.a crowdfunding järelturg)? *

- Jah
- Ei

Allikas: Autori koostatud koostöös Lev Dolgatjov-iga (Dolgatsjov, 2022)

Lisa 2. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Olga Šeller (*autori nimi*)

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

Ingelinvestori investeerimisvalikute ja idufirma väärtuse hindamismetoodika analüüs Eestis,
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on Jelena Hartšenko,
(*juhendaja nimi*)

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

20.12.2023 (kuupäev)

¹ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingu tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtjaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. jq 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.