

TARTU ÜLIKOOL  
Majandusteaduskond

Liis Arusoo ja Kätrin Liebert

**KINNISPANDI VÄÄRTUS KUI ALTERNATIIV  
KINNISVARA TURUVÄÄRTUSE HINDAMISELE  
LAENUPÕHISEL FINANTSEERIMISEL**

Magistritöö ärijuhtimise magistrikraadi taotlemiseks finantsjuhtimise erialal

Juhendaja: rahanduse teadur Kaia Kask

Tartu 2019

Suunan kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

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

.....

(töö autori allkiri)

.....

(töö autori allkiri)

## SISUKORD

Sissejuhatus .....	4
1. Kinnisvara väärtuse hindamise teoreetiline raamistik.....	9
1.1. Kinnisvara väärtuse hindamise alused .....	9
1.2. Ärikinnisvara väärtuse hindamise meetodid laenu põhistes tehingutes .....	15
1.3. Kinnispandi väärtuse hindamise metoodilised alused – varasemate uuringute tulemused .....	22
2. Kinnispandi väärtuse kui alternatiivse hindamise aluse kasutussobivus Eestis – empiiriline analüüs .....	32
2.1. Andmed ja metoodika .....	32
2.2. Intervjuude tulemused .....	38
2.2.1. Hindamismeetodite ja hindamise aluste kasutamine Eestis .....	38
2.2.2. Eestis kasutatavate hindamismeetodite ja aluste tugevused ja kitsaskohad ..	41
2.2.3. Kinnispandi väärtuse rakendamise Eestis .....	47
2.3. Kinnispandi väärtuse rakendamise perspektiivid Eestis .....	51
Kokkuvõte .....	54
Viidatud allikad .....	58
Lisad .....	64
Lisa 1. EMF-ECBC poolt läbiviidud uuringu tulemused ärikinnisvara hindamise aluste ja meetodite kohta .....	64
Lisa 2. Traditsioonilised ja täiendatud hindamismeetodid .....	65
Lisa 3. Kolmetasandiline hindamise hierarhia .....	66
Lisa 4. Kinnispandi väärtuse hindamise arvuline näide .....	67
Lisa 5. Esialgne valim .....	68
Lisa 6. Lõplik valim .....	69
Lisa 7. Täpsem ülevaade intervjuueeritavatest, intervjuude toimumisaegadest ja kestustest .....	70
Lisa 8. Kirjalikult vastanud ekspertide nimekiri .....	70
Lisa 9. Analüüsi raamistik .....	71
Summary .....	72

## SISSEJUHATUS

Finantssektor on ärikinnisvara turuga tihedalt seotud, kuna suurt osa ärikinnisvaraga toimuvatest tehingutest finantseeritakse laenude abil (Augustyniak *et al.* 2018: 11). Kuigi euroalal on ärikinnisvaraga tagatud laenude maht 20–50% finantseerimisasutuste laenude kogumahust, mis on oluliselt väiksem võrrelduna mitteäriotstarbeliste laenude mahuga (40-90%), on ärikinnisvarasektoris toimuvatel muutustel oluline mõju nii majandustsüklitele kui ka finantsstabiilsusele (Dierick *et al.* 2017: 3). Eeltoodust lähtuvalt mõjutavad ärikinnisvara turutsükleid majanduslikud ja rahvusvahelised tegurid ning hüpoteeklaene väljastavad krediidasutused puutuvad kokku kinnisvaraturu tsüklitest tulenevate riskidega (Augustyniak *et al.* 2018: 11).

Globaliseerumine ja sellega seotud finantssektori rahvusvaheliseks muutumine on toonud kaasa uue olukorra – kontrollimatute nõudlusšokkide tekkimise võimalus nii riiklikel kui ka kohalikel turgudel on mitmekordistunud (Augustyniak *et al.* 2018: 4). Ärikinnisvara turgudel toimunud hinnakrahhil oli oluline roll hiljutistes finantskriisides (Praet 2019), kuna ärikinnisvaraga seotud riskipositsioonide kahjumid on suuremad ja ärikinnisvara on vähem likviidne (Dierick *et al.* 2017: 3). Esimesed kriisile viitavad signaalid tulid Aasiast, kriis kulmineerus Ameerika Ühendriikides ja levis üle maailma (Augustyniak *et al.* 2018: 4).

Pangad vajavad kinnisvaraturu tsüklilisusest tulenevate krediidiriskidega toimetulemiseks usaldusväärseid ja mõistlikke kinnisvara väärtuse hindamise meetodeid, mis põhinevad laialdasel andmekogumil ja väärtusmeetoditel, mis võimaldavad arvesse võtta kinnisvara väärtust pikemas perspektiivis (Augustyniak *et al.* 2018: 4). Seda seisukohta toetavad ka Bienert ja Brunauer (2007: 542), kelle arvates pikaajaliste laenude tagatiseks oleva kinnisvara väärtuse hindamine on alati olnud probleem. Nad toovad välja, et pangad vajavad tagatise hindamisel töövahendeid, usaldusväärseid instrumente ja tugevaid teoreetilisi aluseid. Viimase ülemaailmse finantskriisi järgsel perioodil on reguleerivad asutused ja muud sidusrühmad pööranud kõrgendatud tähelepanu

kinnisvarale ja selle väärtuse hindamise kvaliteedile. Finantsturgude ebastabiilsuse peamiseks põhjuseks on peetud kinnisvaraturgudel toimunud ülelaenamist, mis sai võimalikuks kasutusel olnud kinnisvara väärtuse hindamise meetodika tõttu. Pärast finantskriisi on hakatud otsima alternatiivseid ärikinnisvara väärtuse hindamise aluseid (Crosby, Hughes 2011: 225). Viimased arengud selles valdkonnas hõlmavad Euroopa algatust pikaajalise jätkusuutliku väärtuse hindamise arendamiseks (RICS 2018). Selle aluseks on võetud Saksamaal kasutusel olev kinnispandi väärtuse (*mortgage lending value*, edaspidi MLV) kontseptsioon. Eesti Keele Instituut (2016) on selle termini ametlikuks tõlkeks pakkunud hüpoteekimisväärtus, kuid käesoleva töö autorid on kasutanud töös läbivalt terminit kinnispandi väärtus, mis on kasutusel Eesti varahindamise standardisarjas EVS 875 ning mis võeti standardi koostajate poolt esmakordselt kasutusele 2015. aastal. MLV idee pärineb 1900. aastal jõustunud Saksa hüpoteegipanganduse seadusest ning seda on pidevalt täiustatud (*Verband Deutscher Pfandbriefbanken*, edaspidi VDP).

Voigtländer (2014: 592) ja Lea *et al.* (1997: 24) on seisukohal, et Saksamaa kinnisvaraturu stabiilsuse üks peamisi põhjuseid ongi tõenäoliselt see, et hüpoteeklaenu väljastades seovad Saksa pangad hüpoteegi MLV, mitte turuväärtusega (*market value*, edaspidi MV). Selle tulemusel hoitakse maksejõuetuse riskid madalad.

Käesoleva magistr töö autorid keskenduvad MLV kontseptsioonile eelkõige seetõttu, et Eesti Kinnisvara Hindajate Ühing (edaspidi EKHÜ) on käsitluse sisse toonud Eesti varahindamise standardisse (edaspidi EVS), kuid täiendavat eestikeelset kirjandust selle mõiste ega üldise kontseptsiooni kohta ei ole. Tegemist on samas valdkonnaga, mis mõjutab oluliselt majanduse käekäiku, mistõttu võimaldaks tagatisvara hindamise aluste parendamine tagada kvaliteetsema eelinfo otsuse langetamiseks ja suurema kindluse tehtud otsuste suhtes.

Eeltoodust lähtuvalt on käesoleva töö eesmärk hinnata kinnispandi väärtuse kui alternatiivse hindamise aluse sobivust ärikinnisvara väärtuse hindamisel Eesti laenupõhiselt finantseeritud tehingute kontekstis. Ärikinnisvara väärtuse hindamisele keskendutakse käesolevas magistr töös eelkõige seetõttu, et ärikinnisvara väärtuse hindamine on keerukam ja vajab Eestis veel hetkel ekspertide poolt teostatud hindamist

vastupidiselt mitteäriilise otstarbega varale, kus see protsess on juba paljuski automatiseeritud. Eesmärgi täitmiseks on püstitatud järgnevad uurimisülesanded:

- anda ülevaade kinnisvara väärtuse hindamise alustest;
- anda ülevaade laenu tagamiseks esitatava ärikinnisvara väärtuse hindamise meetoditest;
- avada kinnispandi väärtuse kontseptsiooni sisu ning selle erisusi, eeliseid ja puuduseid;
- koguda kinnisvaraturu ekspertidelt andmeid hetkel Eestis kasutusel olevate kinnisvara väärtuse hindamise aluste ja meetodite kohta, sh-s hinnata nende tugevusi ja kitsaskohti;
- analüüsida ekspertide abiga kinnispandi väärtuse kasutust ja selle sobivust Eesti konteksti;
- esitada teostatud uuringu tulemused, järeldused ja edasised ettepanekud.

Uurimisülesannete täitmiseks analüüsivad autorid erialast teaduskirjandust ja teevad poolstruktureeritud intervjuud peamiselt Eesti kinnisvaraturu ja hindamise valdkonna ekspertidega. Käesoleva magistritöö autoritele teadaolevalt ei ole seda teemat varem Eestis uuritud ning seetõttu on kasutatava eestikeelse kirjanduse osakaal väike.

Magistritöö koosneb teoreetilisest ja empiirilisest osast. Magistritöö teoreetilises osas käsitlevad autorid kinnisvara väärtuse hindamise teoreetilist raamistikku. See osa on omakorda jagatud kolmeks alapeatükiks. Neist esimeses käsitletakse kinnisvara väärtuse hindamise alustele, teises alapeatükis keskendutakse kinnisvara väärtuse hindamise meetoditele ning nende tugevustele ja nõrkustele. Teooria osa kolmandas alapeatükis käsitletakse kinnispandi väärtuse hindamise meetodilisi aluseid. Autorid avavad selle mõiste sisu, arvutamise loogika ning käsitlevad selle tugevusi ja kitsaskohti.

Teoreetiline osa tugineb peamiselt välismaisele teaduskirjandusele ja -raamatutele ning rahvusvahelistele standarditele ja Eesti varahindamise standardile. Seejuures seati materjali kaasamise eeltingimuseks kontrollitult kõrge tase ehk kaasati mainekates teadusajakirjades avaldatud eelretsenseeritud tööd. Olulisemate autoritena MLV kontekstis toovad magistritöö autorid välja Neil Crosby, Sven Bienerti ja Wolfgang Brunaueri, Francesco Tajani ja Pierluigi Morano ning standardite väljaandjatena Eesti

Standardikeskuse, Rahvusvahelise Varade Hindamisstandardite Komitee, Euroopa Kinnisvarahindajate Organisatsiooni ja Vannutatud Ekspertide Kuningliku Ühingu.

Teine ehk empiiriline osa magistritööst on samuti jagatud kolmeks alapeatükiks. Neist esimene annab ülevaate uurimisprotsessist ja valimi kirjeldusest. Teises alapeatükis analüüsitakse intervjuude käigus kogutud andmeid. Seejärel sünteesitakse andmeid teooria osas käsitletud kontseptsioonide ja varasemate uuringutega. Kolmandas peatükis esitavad autorid eelnevas alapeatükis teostatud analüüsi ja sünteesi põhjal järeldused ning toovad välja võimalikud edasised arengud MLV rakendamiseks Eesti kontekstis.

Magistritöö empiirilise osa jaoks vajalik informatsioon on kogutud poolstruktureeritud intervjuude kaudu ning sama intervjuu kava järgivate kirjalikult saadud vastuste põhjal. Intervjuud tehti Eesti ärikinnisvara väärtuse hindamisega tihedalt seotud ekspertidega ning väliseksperdina kaasati uuringusse Suurbritannia Readingi Ülikooli õppejõud, kes on spetsialiseerunud just ärikinnisvara väärtuse hindamisele. Esialgsesse valimisse kuulus 30 kinnisvarahindamise eksperti, kellest lõpuks üheksa andsid vastuse kirjalikult ning kaheksaga viidi läbi intervjuu. Vestlused salvestati, transkribeeriti, kodeeriti ning jaotati kategooriatesse, mida töö autorid hiljem analüüsisid.

Autorite hinnangul loob töö väärtust, kuna vaatamata olulisusele ja vajalikkusele, on teema Eestis seni veel uurimata. Autorid usuvad, et käesolev magistritöö pakub huvi vähemalt neljale sihtgrupile. Esiteks loob magistritöö esimese MLV teemalise uuringuna Eestis teadlastele ja teistele akadeemiliste uurimistööde tegijatele nii esmase baasi kui ka raamistiku edasisteks uuringuteks valdkonnas. Teiseks, uuring on huvipakkuv kõikidele turul tegutsevatele kutselistele kinnisvarahindajatele, kes pakuvad oma hindamisteenust nii kinnisvarabüroodes kui ka kommertspankades. Kolmandaks pakub magistritöö raames läbi viidud uurimus huvi turul tegutsevatele institutsioonidele, sh kommertspankadele ja kinnisvara ühisrahastusettevõtetele, kuna pikaajalise jätkusuutliku kinnisvara väärtuse kasutuselevõtt annaks neile võimaluse oma riske paremini maandada. Neljandaks on kinnispandi väärtuse hindamise temaatika huvipakkuv kindlasti ka Eestis tegutsevatele reguleerivatele asutustele, et paremini mõista tänase hindamismaastiku kitsaskohti ja võimalikke tulevikusuundasid, et kaasajastada kehtivaid juhendeid, seadusi ja regulatsioone.

Magistritöö autorid tänavad kõiki osalenud eksperte uurimusse panustatud aja ja avatud arutelude eest ning enda juhendajat Kaia Kaske igakülgse abi ja toetuse eest magistritöö valmimisele kaasaaitamisel.

Märksõnad: kinnispandi väärtus, MLV, hindamine, kinnisvara, hüpoteek



# 1. KINNISVARA VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILINE RAAMISTIK

## 1.1. Kinnisvara väärtuse hindamise alused

Majandusteadus keskendub selles osalevate agentide (omanike, tarbivate omanike, üürilevõtjate, vahendajate, arendajate ja renoveerijate) poolt otsuste tegemisele piiratud ressursside olukorras. Kuigi see ei ole alati ilmne, tugineb ka kinnisvara väärtuse hindamine majandusteooriale ja nüüdisajal lähenetakse sellele tavaliselt neoklassikalise majandusteooria prisma kaudu (Mooya 2016: 5). Neoklassikaline koolkond eristab kinnisvara väärtust ja hinda. Kui kinnisvara hinna on määranud turg nõudluse ja pakkumise tulemusena, siis kinnisvara väärtus on seotud iga konkreetse indiviidiga. See tähendab, et väärtus sõltub kasutusotstarbest ja kättesaadavast informatsioonist. Sama kinnisvara väärtus võib erineda tulenevalt näiteks sellest, millist perspektiivi erinevad investorid ärikinnisvaras näevad. Selle tulemusena on kujunevad tulevased rahavood kahe indiviidi jaoks erinevad ning seega on erinev ka selle ärikinnisvara väärtus. Kui aga ligipääs samale informatsioonile on kõigile ühtemoodi kättesaadav, peaks vara väärtus olema võrdne vara hinnaga. (Adair *et al.* 2013, 16–17)

Kui täieliku konkurentsiga turul leitakse nõudluse ja pakkumise sobiv suhe, on tegemist turutasakaaluga. Täieliku konkurentsiga turu eeldused on seejuures piiramatu hulga ostjate ja müüjate tegutsemine turul ning üksteise kavatsustest teadlik olemine; samuti see, et toode või teenus on ühetaoline ja viivituseeta kättesaadav. Kinnisvaraturu näol on aga tegemist ebaefektiivse turuga, kuna turuosaliste informeerituse tase on erinev ja turul eksisteerivad pikaajalised liigse nõudluse või pakkumise perioodid (Jowsey 2011: 46). Liigse nõudluse perioodiga on tegemist siis, kui kinnisvara pakkumine on „lühike“ – turul on ostjaid rohkem kui müüjaid ja hinnad liiguvad üles. Kinnisvara ülejäägiga ehk liigse pakkumisega on tegemist siis, kui turul on rohkem müüjaid kui ostjaid, mis viib kinnisvara hindade ühtlustumiseni või sootuks languseni (Kahr, Thomsett 2005: 37-38).

Nagu juba eestpoolt nähtub, on kinnisvara väärtuse hindamise kontekstis kasutusel erinevad terminid (hind, väärtus), mistõttu keelelised ebatäpsused võivad tekitada arusaamatusi eelkõige just neis situatsioonides, kus ligikaudu samatähenduslikel sõnadel on kitsamas erialases kontekstis spetsiifilised tähendused. Seetõttu on autorite arvates oluline siinkohal välja tuua maksumuse, hinna ja väärtuse definitsioonid edasiste väärtõlgenduste vältimiseks. „Vara maksumus on vara eest tasutav hind või rahasumma, mis on vajalik vara tootmiseks või teenuse osutamiseks.“ (EVS 875-1 2015: 11) „Vara hind on vara eest küsitud, pakutud või tasutud summa. See on kindel hoolimata sellest, kas see tehakse avalikuks või hoitakse salajas. Konkreetse ostja ja müüja rahaliste võimaluste, motiivide ja erihuvide tõttu võib vara eest tasutav hind olla või ka mitte olla seotud väärtusega, mida teised sellele varale annavad. Hind väljendab teatud konkreetsetes tingimustes konkreetse ostja ja/või müüja varale antavat suhtelist väärtust.“ (EVS 875-1 2015: 8) EKHÜ (2015: 36) toob välja, et „kinnisvara hindamise kontekstis ütleb majandusteooria pakkumise ja nõudluse põhimõtte, et kinnisvara hind oleneb otseselt (ent mitte tingimata proportsionaalselt) nõudlusest ja kaudselt (ent mitte tingimata proportsionaalselt) pakkumisest“.

„Vara väärtus on majandusteaduslik mõiste, mis viitab suhtele, mis eksisteerib ostmiseks saada oleva vara ning selle ostjate ja müüjate vahel. Väärtus ei ole fakt, vaid vara kasulikkusele mingil konkreetsel ajal kooskõlas konkreetse väärtuse definitsiooniga antav hinnang.“ (EVS 875-1 2015: 9) Tulenevalt sellest, et kinnisvaraturu kui terviku nõudlus ja pakkumine on pidevas muutumises, on kinnisvara väärtuse hinnang selle vara vahetushind konkreetsel ajahetkel (Wyatt 2013: 50) ning sellest tulenevalt võib väärtus olla eri ajahetkedel erinev. Muutused kinnisvara väärtust mõjutavates tegurites toovad kaasa muutused nii hinnas kui ka väärtuses (EVS 875 2015-1: 10). Seega hinnatakse hindamistoimingu käigus erinevaid väärtusi (olgu selleks siis turuväärtus või mõni muu väärtus), mis on mingil konkreetselt ajahetkel vara vahetushind ning millega tehakse kinnisvaraturul tehinguid.

„Hindamistoiming on loogilises järjestuses olevad tegevused, mille eesmärk on jõuda hindamistulemuseni. Hindamistoiming algab hindamistellimuse saamisest ja lähteülesande määratlemisest, hõlmab andmete kogumist, analüüsi ja hindamismeetodite rakendust ning mis lõpeb hindamistulemuse esitamisega tellijale“ (EVS 875-1 2015: 8).

Wyatt (2013: 49) defineerib kinnisvara väärtuse hindamist protsessina, mille käigus kujundatakse teatud eelduste alusel vahetusväärtuse arvamus. Fanning et al. (1994: 6) on välja toonud neli tegurit, mille vastastikusel koostoimel kinnisvara väärtust luuakse ja hoitakse. Nendeks teguriteks on kinnisvara kasulikkus (*utility*), nappus (*scarcity*), soov (*desire*) ja ostujõud (*purchasing power*). EVS-is 875-3 (2015: 16) on loetletud needsamad eelpool toodud kinnisvara väärtust mõjutavad tegurid, liigitades neid seejuures kas pakkumise (kasulikkus ja nappus) või nõudlusega seonduvateks (soov ja ostujõud).

Seega on kinnisvara väärtuse hindamine protsess, mis hõlmab endas üksteisest sõltuvaid tegevusi, ning mille tulemusena annab hindaja kinnisvarale hinnangu eelnevalt määratud eesmärgile. Seejuures võivad kinnisvara väärtuse hindamise eesmärgid olla väga erinevad. Nii võibki hindamine olla seotud kinnisvara arendamise ning edasise kasutamise ja omandiõigusega. Hindamise eesmärk ja hinnatava kinnisvara liik määravad hindamisjuhise olemuse, sealhulgas selle, millist väärtust hinnatakse ning millist hindamismeetodit kasutatakse. (Wyatt 2013: 50) Kinnisvara väärtust võib hinnata näiteks laenamise, finantsaruandluse, hüvitamise (EVS 875-1 2015: 11), kinnisvara üürimise ja liisimise, müügi või ostu (Scarrett, Osborn 2014: 22) eesmärgil.

Tabelis 1.1 on välja toodud peamised kinnisvara väärtuse hindamise eesmärgid. Seejuures tuleb arvestada, et nimetatud tabel ei kajasta kõiki võimalikke hindamise põhjuseid.

**Tabel 1.1.** Kinnisvara väärtuse hindamise eesmärgid

Hindamise vajadus	Selgitus
Omandi üleminek	Pakkumis- või müügihinna määramine, vahetustehingu aluse kehtestamine, müügitingimuste määramine jne.
Rahastamine ja krediit	Väärtuse hinnang hüpoteeklaenude tagatise kohta, alus laenu või kinnisvara kindlustamiseks jne.
Kohtumenetlus	Sundvõõrandamise, kinnisvara jaotamise, keskkonna- või maksuasjadega seotud kohtumenetlused.
Investeeringisnõustamine, otsustamine, raamatupidamine	Rendigraafiku või -eraldise määramine, ehitus- või renoveerimiskava tasuvus, põhivarade hindamine jne.

Allikas: (EKHÜ 2008: 12-13), autorite koostatud.

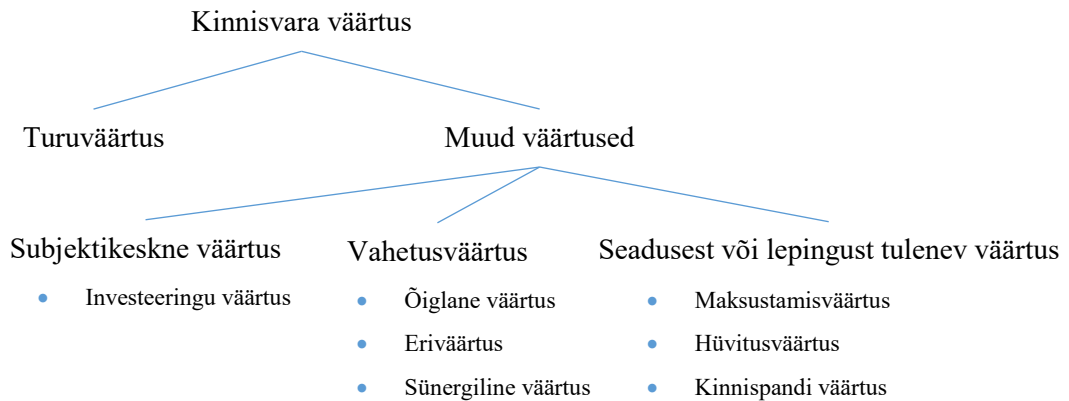
Nagu ka tabelist näha, eksisteerib erinevaid vara väärtuse hindamise eesmärke. Hindamise vajadus võib tekkida näiteks omandi üleminekul pakkumis- ja müügihinna määramiseks või raamatupidamises põhivarade väärtuse hindamiseks. Käesolevas töös

keskenduvad autorid kinnisvara väärtuse hindamisele rahastamise eesmärgil ja seda hüpoteeklaenude tagatiseks oleva ärikinnisvara väärtuse hindamise kontekstis, kuna selle hindamine on keerukas ja vajab hetkel veel ekspertide poolt teostatud hindamist.

Hüpoteek on pandiõigus, mille alusel „kinnisasja võib koormata selliselt, et isikul, kelle kasuks hüpoteek on seatud (hüpoteegipidajal), on õigus hüpoteegiga tagatud nõude rahuldamisele panditud kinnisasja arvel“ (Asjaõigusseadus § 325). Teisisõnu on hüpoteegi näol tegemist tagatisega, millega saab tagada ükskõik millise nõude. Eelkõige seatakse hüpoteek kinnisasja omaniku laenu tagatiseks. „Hüpoteeklaen on õiguslik instrument, mille abil panditakse kinnisasi laenu tagasimaksmise tagatisena kindlaksmääratud tingimustel“ (EKHÜ 2015: 91).

Peale hindamise eesmärgi kehtestamist (Scarrett, Osborn 2014: 22) tuleb hindajal valida sobiv väärtuse hindamise alus ja järgida kõigi selle väärtuse alusega seotud nõudeid (IVS 2017: 16). Vastavalt IVS-i definitsioonile kirjeldavad väärtuse alused põhimõttelisi eeldusi, millel väärtused põhinevad. Kuna hindamise tulemuse määravad hindamise alused, mitte hindamismeetodid, on äärmiselt oluline, et need vastavad hindamisülesande tingimustele ja eesmärkidele (IVS 2017: 18) ning peavad olema seega meetodite asemel tähelepanu keskpunktis (Crosby, Huges 2011: 229). EVS 875-1 (2015: 20) sätestab, et väärtuse mõiste peab olema hindamistulemustes selgelt esile toodud ja sobima konkreetse hindamisjuhtumiga. Seejuures tuleb vältida termini „väärtus“ kasutamist eraldiseisvana ja tuleb selgelt viidata, millist väärtuse liiki hinnati (EVS 875-1 2015: 20).

Kuigi MV hindamine on kõige enam levinud hindamise eesmärk (EVS 875-3 2015: 17), ei ole see ainuke väärtus, mida on võimalik hinnata. Erinevates varahindamise standardites on hindamise alused jagatud kaheks: turuväärtus ja muud väärtused. Muud väärtuse liigid jagunevad oma olemuse põhjal (EVS 875-3 2015): subjektikeskne, vahetus- ja seadusest või lepingust tulenev väärtus. Joonis 1 võtab kokku erinevates varahindamise standardites käsitletud kinnisvara väärtuse liigid.



### Joonis 1. Väärtuse liigid

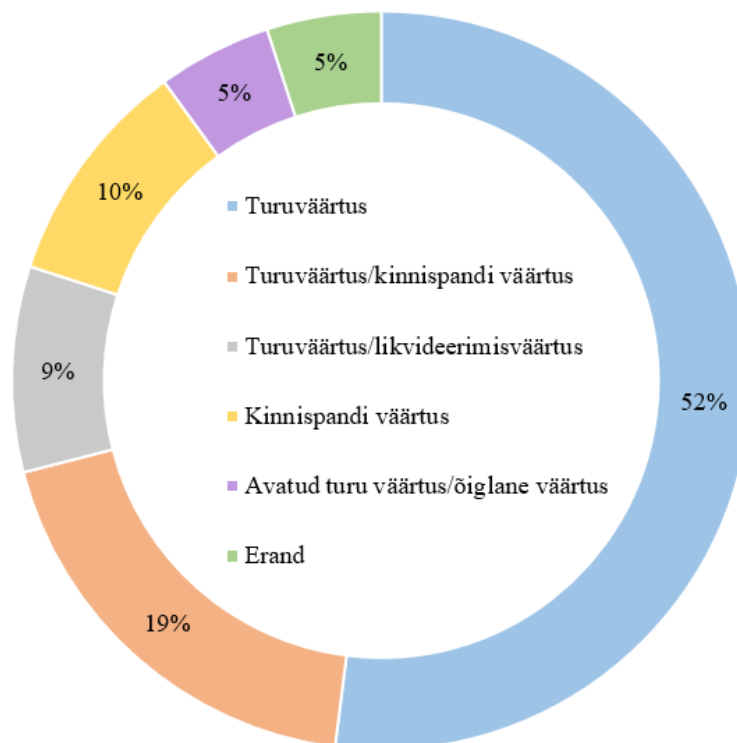
Allikas: (EVS 875-3 2015; IVS 2017; EVS 2016; RICS „Punane Raamat“<sup>1</sup> 2017), autorite koostatud.

Tuleb aga märkida, et mitte kõik loetletud alused ei sobi hüpoteeklaenu tagatiseks oleva ärikinnisvara väärtuse hindamise aluseks. Erialases kirjanduses ollakse seisukohal, et turuväärtus on hüpoteeklaenu jaoks kõige laialdasemalt kasutatav hindamise alus (IVS 2017: 98; RICS Punane Raamat 2017: 86; EVS 875-3 2015: 11) ja seda nii äri- kui ka mitteärilise kinnisvara hindamisel. Kuigi MV kontseptsioon ja määratlus on laialdaselt kasutusel kogu maailmas ning on seotud ka käesoleva töö keskmes oleva MLV hindamisega, ei ava töö autorid siinkohal selle erinevaid definitsioone ja laiemat sisu ega ka muude hindamise aluste kontseptsioone, kuna see ei ole käesoleva magistr töö fookus. Edasise segaduse vältimiseks peavad autorid samas vajalikuks välja tuua turuväärtuse definitsiooni, mis EVS 875-1 (2015: 9) kohaselt on „hinnangul põhinev summa, mille eest vara peaks väärtuse kuupäeval üle minema tehingut sooritada soovivalt müüjalt tehingut sooritada soovivale ostjale sõltumatus ja võrdsetel alustel toimivas tehingus pärast kõikidele nõuetele vastavat müügitegevust, kusjuures pooled on tegutsenud teadlikult, kaalutletult ja ilma sunduseta“.

MV kui enim kasutusel oleva hindamise aluse seisukohta kinnitab ka 2017. aastal Euroopa Hüpoteegi Föderatsiooni (*European Mortgage Federation*, edaspidi EMF) ja Euroopa Pandikirja Nõukogu (*European Covered Bond Council*, edaspidi ECBC) poolt

<sup>1</sup> RICS „Punane Raamat“: Hindamine – Ülemaailmne standard 2017, mis sisaldab vara väärtuse hindamise kohustuslikke eeskirju ja juhiseid.

läbi viidud uuring hindamispraktikate kohta Euroopa Liidu (edaspidi EL) liikmesriikides ja mitmes riigis väljaspool EL-i, kus uuringus osalenud 21 riigist kasutas ärikinnisvara väärtuse hindamisel üksnes turuväärtust 11 riiki ja turuväärtust paralleelselt mõne teise hindamise alusega 6 riiki. Selle uuringu tulemuste kokkuvõte, mis puudutab ärikinnisvara väärtuse hindamise aluseid, on visualiseeritud alljärgneval joonisel 2. Täpsem teave selle kohta, millised riigid uuringus osalesid ning millistel alustel toimub seal ärikinnisvara väärtuse hindamine, on toodud lisas 1.



**Joonis 2.** Ärikinnisvara väärtuse hindamise alused

Allikas: (EMF-ECBC 2017), autorite koostatud.

Jooniselt 2 nähtub, et kogu valimist kasutab 10% ärikinnisvara väärtuse hindamisel üksnes kinnispandi väärtust ja 19% uuringus osalenud riikidest kasutab seda paralleelselt koos turuväärtusega. Nähtub ka see, et turuväärtus on ärikinnisvara väärtuse hindamisel kõige laialdasemalt kasutuses olev hindamise alus. Teistest erineb Iirimaa, kus on kasutusel avatud turu väärtus (*open market value*) ja väga harvadel juhtudel õiglane väärtus (*fair value*). Täiesti erandlik on aga Belgia, kus ei ole kasutusel ühtegi konkreetset väärtust, vaid kõik laenuandjad kasutavad oma arvutusmeetodeid ja kinnisvara väärtuse hindamine toimub välise teabe (müügilepingu, pakkumise dokumendi jne) alusel (EMF-

ECBC 2017: 12). RICS-i (2018: 4) poolt välja antud juhises on märgitud veel kolm riiki (Austria, Luksemburg ja Sloveenia), kus kohalikud eeskirjad viitavad pikemaajalisele väärtusele, täpsemalt MLV hindamisele.

Autorid on teadlikud, et EMF-ECBC (2017) uuring ei ole kontrollitud sõltumatute vaatlejate poolt, mistõttu tuleb uuringus sisalduvat informatsiooni käsitleda mõningase ettevaatlikkusega. Samas on autorite arvamus kohaselt uuringu väljaandjate näol tegemist tunnustatud institutsioonidega, mis on enda töös olnud täpsed ja korrektsed, ning seetõttu on alust liigitada ka kõnealune uuring usaldusväärsete hulka.

Kokkuvõtvalt võib öelda, et ka kinnisvara väärtuse hindamise kontekstis on oluline mõista pakkumise ja nõudluse seaduspärasusi ning ka seda, et kinnisvaraturg on mõnevõrra eripärane – kinnisvara näol on tegemist mittelikviidse ja ainulaadse ehk heterogeense varaga ning lisaks on kinnisvaraturu kohta kättesaadav vaid piiratud hulk teavet (Tiwari, White 2010: 1; Isaac, O’Leary 2013: 6). Sellest tulenevalt on kinnisvarahindamine keerukas, kuid äärmiselt vajalik tegevusvaldkond. Selleks, et kinnisvara väärtust teatud ajahetkel õiglaselt kajastada, on töötatud välja meetodid kinnisvara väärtuse hindamiseks, mida käsitletakse peatükis 1.2.

## **1.2. Ärikinnisvara väärtuse hindamise meetodid laenuühistes tehingutes**

Peale eesmärgi ja hindamise aluseks oleva väärtuse määratlemist peavad hindajad valima kinnisvara väärtuse hindamise meetodi laiemas kontekstis. Alles seejärel valitakse konkreetsed meetodid, mida rakendatakse hindamine käigus. Seejuures on oluline meeles pidada, et just hindamise alused dikteerivad lähenemisviiside ja meetodite valiku.

Mooya (2016: 43) toob välja, et „kinnisvara väärtuse hindamise meetodid on kogum formaalsetest põhimõtetest ja protseduuridest, mis pakuvad hindajatele juhiseid turuväärtuse hindamiseks“. Kuna tehtud otsused mõjutavad majandust veel aastakümneid, on vaja kindlust, et otsuste oluliseks aluseks oleva kinnisvara väärtuse hinnang on koostatud pikka perspektiivi arvestades. Et pangad saaksid oma riske maksimaalselt maandada, peab kasutusel olev meetodika võimaldama pikaajaliselt ja jätkusuutlikult hinnata kinnisvara väärtust, võttes arvesse väärtuse võimalikku

vähennemist või suurenemist majandustsüklite eri faasides. Cardozo *et al.* (2017) katsetasid oma uuringus kolme alternatiivset meetodikat, mis olid mõeldud pikaajalise tsüklitest sõltumatu väärtuse andmiseks. Nad katsetasid ning hindasid korrigeeritud turuväärtust, investeringu väärtust ja kinnispandi väärtust (Cardozo *et al.* 2017: 2).

Nii teorias kui ka praktikas on kasutusel mitmeid kinnisvara väärtuse hindamise meetodeid. Seejuures on kolm rahvusvaheliselt enim kasutatud lähenemist kinnisvara väärtuse hindamisele turu-, tulu- ja kulupõhine lähenemine. (Wyatt 2013: 101). Riigis tegutsevate hindajate poolt kasutatavad hindamismeetodid sõltuvad paljudest teguritest, nagu kultuur, kogemused (Pagourtzi *et al.* 2003: 385), hariduslik taust, kokkupuude (Mackmin 1999: 356) ning hindamise eesmärk ja hinnatava kinnisvara väärtus (Wyatt 2013: 102). Lisaks on olulised seadusandlusest ja standarditest tulenevad nõuded.

Kõik eelpool nimetatud hindamismeetodid hõlmavad omakorda üksikasjalikke rakendamismeetodeid (IVS 2017: 29). Lisas 2 on võimalik tutvuda ühe võimaliku hindamismeetodite jaotusega, kus need on jagatud traditsioonilisteks ja täiendatud hindamismeetoditeks. Nagu ka lisas 2 olevalt jooniselt näha, ei kuulu residuaalmeetod ühegi konkreetse meetodi alla, kuna tegemist on iseseisva hindamise meetodiga (EVS 875-8 2018: 24), milles kasutatakse kõigi kolme lähenemisviisi elemente (IVS 2017: 90). Autorid tuginesid joonise koostamisel standardisarjale EVS 875, mis soovitab kahekihilist hindamise hierarhiat (hindamise lähenemisviisid ja meetodid) ning lisasid sellele French ja Gabrielli (2018: 6) pakutud kolmanda taseme, milleks on hindamismeetodite alamkategoria ehk hindamise mudelid/tehnikad. Sellise jaotuse eesmärk on panna hindajaid mõistma, kui tähtis on esmalt valida õige lähenemisviis (mis omakorda sõltub hindamise eesmärgist), seejärel meetod ja lõpuks konkreetne mudel või tehnika. French ja Gabrielli (2018: 6) koostatud kolmetasandiline hindamise hierarhiaga on võimalik tutvuda lisas 3.

Hindajad peavad hindamisaktis täpsustama, milline meetod on nende hinnangul sobivaim hindamise läbiviimiseks. Kui on võimalik kasutada rohkem kui ühte meetodit, peab hindaja täpsustama ja põhjendama, milline on peamine kasutatav meetod ja millist meetodit kasutatakse kontrolliks. Samuti on hindajad kohustatud põhjendama oma otsust muud hindamismeetodid, mis võiksid teoreetiliselt sobida ülesande täitmiseks, välja jätta (Fazzini 2018: 17). Samal seisukohal ei ole aga Bienert ja Brunauer (2007: 555), kes



väidavad, et võimalike vasturääkivuste tuvastamiseks on küll kasulik rakendada erinevaid hindamismeetodeid, kuid seda ei pea praktikas selgelt välja tooma. Iga hindaja kasutab kahtluse korral väärtushinnangute võrdlemiseks erinevaid meetodeid, olenemata sellest, kas hindamise eesmärk on MLV, MV (Bienert, Brunauer 2007: 555) või mõni muu väärtus.

Kuna töö mahtu arvestades ei ole võimalik käsitleda kõiki hindamismeetodeid, tutvustatakse käesoleva magistr töö autorid lühidalt traditsioonilisi hindamismeetodeid, kuna need on praktikas laiemalt kasutuses, neid rakendatakse ärikinnisvara väärtuse hindamisel ja need on reguleeritud nii Eesti kui ka rahvusvaheliste varahindamise standarditega. Meetodite pikka ja üksikasjalikku kirjeldust pakuvad paljud erinevad erialaraamatud, sh Peter Wyatti raamat „Property valuation“, Manya M. Mooya raamat „Real Estate Valuation Theory: A Critical Appraisal“ ja mitmed teised. Edasise huvi korral on nimetatud teave toodud ka EKHÜ poolt eesti keelde tõlgitud raamatus „Kinnisvara hindamine“.

Enim levinud lähenemine on müügitehingute võrdlus ehk turumeetod (*sales comparison approach*). Seda kasutatakse enamiku hindamiste läbiviimisel enamasti koos teiste meetoditega, kuid vahel harva ka eraldiseisvalt (Scarrett, Osborn 2014: 53). EVS 875-11 (2014: 10) defineerib võrdlusmeetodi järgmiselt.

„Võrdlusmeetod põhineb analüüsil, mille alus on hinnatava kinnisvara võrdlus sarnaste müüdnud kinnisvaradega. Võrdluse käigus korrigeeritakse müüdnud kinnisvarade hindu, pidades silmas tehingust ja kinnisvarast tulevaid erisusi ning leitakse hinnatava kinnisvara väärtus“. Seega seisneb selle meetodi põhiidee hiljutiste tehingute leidmisel ja analüüsil ning saadud tulemuste sidumisel hinnatava kinnisvaraga. Seejuures tuleb arvesse võtta tuvastatud erinevusi (Scarrett, Osborn 2014: 53; Augustyniak *et al.* 2018: 6). Samuti tuleb silmas pidada seda, et kuigi teatud andmed võivad riigiti olla registritest kättesaadavad, on turg tervikuna siiski halvasti informeeritud, sest tehingute tegelik sisu ei ole teada (Isaac, O’Leary 2013: 6; Scarlett, Osborn 2014: 9). See tähendab, et turul ei ole info kõigile osapooltele kättesaadav, mistõttu on kinnisvara väärtuse hindamisel sageli vajalik lihtsustamine, eelduste loomine ja leidlikkus. Oluline on meeles pidada, et hindaja vastutab eksperthinnangu koostamise eest ja automaatsed hindamislahendused ei pruugi paljudel juhtudel – eriti ärikinnisvara kontekstis – sobida, mistõttu kaasnevad

ekspert hinnangutega alati subjektiivsed teadmised ja tõlgendused. „Professionaalne hindaja suudab kindlal turul pääseda lisaks formaalsele infole ligi ka mitteformaalsele teabele ning andmeid omavahel sobitada. Mistahes teavet, mida ei ole võimalik kontrollida, tuleks samas hinnata ettevaatlikkusega, (Scarrett, Osborn 2014: 9).

„Võrdlusmeetod lähtub ootuste ja muutuste põhimõtetest, mis on aluseks pakkumise ja nõudluse, asenduse, tasakaalu ning väliskeskonna tegurite printsiipidele“ (EKHÜ 2015: 298). Kinnisvara puhul on pakkumise pooleks turul olev teatud liiki kinnisvara, mida teatud ajahetkel eri hindadega müügi- või rentimiseks pakutakse. Tavaliselt pakutakse vara pigem kõrgema kui madalama hinnaga ning seetõttu näitab kinnisvara pakkumine kindla hinnaga konkreetset ajahetket ja kindlas kohas selle asja suhtelist nappust, mis on peamine väärtustegur. (EKHÜ 2015: 37) Kinnisvaraturu nõudluspooleks on potentsiaalsed ostjad või rentnikud, kellel on erinevad hinnasoovid ning kes otsivad kindlat tüüpi müügi- või rendiobjekti (EVS 875-1 2015: 15). Asendatavuse põhimõtte kohaselt ei maksa ratsionaalne ostja kinnisvara eest rohkem, kui tuleb maksta samaväärse kinnisvara eest samas turusituatsioonis (EVS 875-11 2015: 11). Nõudluse hindamiseks analüüsitakse hinnatava kinnisvara potentsiaalsete kasutajate arvu, ostujõudu, maitset ja eelistusi ning pakkumise analüüsimiseks keskendutakse müümata ja vakantsetele kinnisvaradele. (EKHÜ 2015: 298)

Selleks, et saada õiglane peegeldus turust, on hindajad kohustatud kaasama nii palju võrdlusi kui vähegi võimalik. Üldiselt on kokku lepitud, et statistilise järelduse tegemiseks on vaja 30 või enam võrdlust (Wyatt 2013: 230). EVS 875-11 (2014: 13) sätestab võrdluse optimaalseks hulgaks kolm kuni viis tehingut ning sõltuvalt turusituatsioonist võib analüüsiv ajaperiood olla üks kuni kaks aastat.

Võrdlusmeetodit eelistatakse eelkõige elamukinnisvara väärtuse hindamisel, kus toimunud tehingute kohta on tavaliselt palju informatsiooni (Scarrett, Osborn 2014: 73) ja ostu eesmärk ei ole tuleviku rahavoogude genereerimine (EVS 875-11 2014: 11). Ärikinnisvara puhul on sarnasused vähem nähtavad. Sellisel juhul muutub usaldusväärsemaks viimaste renditasude kindlakstegemine ja hiljutiste müükide analüüsist kasumivahemike tuletamine (Scarrett, Osborn 2014: 73).

Tulupõhine lähenemine ehk tulumeetod koosneb meetoditest, võtetest ja matemaatilistest protseduuridest (EKHÜ 2015: 445) ning seda rakendatakse tulutootva kinnisvara väärtuse (näiteks büroopinnad, kaubanduspinnad, üürielamud, tootmishooned, hotellid jne) hindamiseks (EVS 875-9 2018: 10; Augustyniak *et al.* 2018: 6). Selle meetodi eesmärk on analüüsida kinnisvara võimet genereerida tulevasi rahavooge (tulud sissetulekult ja kinnisvara müügist) (EKHÜ 2015: 445) ja väärtusena käsitletakse oodatava vaba rahavoo nüüdisväärtust (EVS 875-9 2018: 10). Ootus on tulumeetodi aluspõhimõte, s.t et „ostja ei ole nõus kinnisvara eest maksma rohkem, kui on kinnisvara oodatavate rahavoogude nüüdisväärtus kogu kinnisvara kasutusea või hoidmisperioodi jooksul“ (EVS 875-9 2018: 10).

Tulude meetodit kasutatakse, et kirjeldada kõiki hindamismeetodeid, mille puhul kinnisvara väärtust hinnatakse hinnanguliste tulevaste tulude kapitaliseerimise või diskonteerimise teel (EVS 2014: 311). Tulude lähenemisviisi rakendamine põhineb erinevatel teoreetilistel hindamismudelitel, mis põhinevad finantsmatemaatikal (D'Amato, Kauko 2017: 27). Sellest tulenevalt on tulupõhise käsitluse kaks peamist meetodit (EVS 875 2018:11; IVS 2017: 37): diskonteeritud rahavoo analüüs ja tulude kapitaliseerimine.

Tulude kapitaliseerimise meetodi (investeeringumeetodi) puhul põhineb väärtus tegelikul või eeldataval sissetulekul, mida huvitatud omanik teenib või võiks teenida. Kinnisvarainvesteeringute puhul võib see tulu olla rent (French, Gabrielle 2018: 6). Tulude kapitaliseerimisel kasutatakse üksnes ühe aasta tulusid. Esmalt leitakse või määratakse kapitalisatsioonimäär, misjärel teisendatakse oodatav tulu (turu)väärtuseks. (EKHÜ 2015: 499; D'Amato, Kauko 2017: 27).

Diskonteeritud rahavoogude analüüs (nimetatud ka kasumimeetodiks) seisneb kinnisvara kasutusea või hoidmisperioodi jooksul laekuvate rahavoogude nüüdisväärtuse kindlaksmääramises (EVS 875-9 2018: 27; D'Amato, Kauko 2017: 27), diskonteerides tulevase tulu sobiva diskontomääraga (EKHÜ 2015: 519). Diskonteeritud rahavoogude analüüs on kasutusel eelkõige selleks, et luua viis, kuidas hinnata monopoli või ainulaadsete omadustega ettevõtteid või nende varade väärtust (Scarrett, Osborn 2014: 144).

Eripärade hindamiseks on vaja alternatiivset meetodit ja selle tarbeks on välja arendatud kulupõhine meetod. Nimetatud meetod seob hoone väärtuse asukoha väärtuse ja ehituskuludega. (Augustyniak *et al.* 2018: 6; Scarrett, Osborn 2014: 159) Teisisõnu, kulupõhine meetod „lähtub põhimõttest, et potentsiaalne ostja ei ole valmis vara eest maksma rohkem, kui tuleks kulutada sarnase kasulikkusega vara ostmiseks või loomiseks, arvestades ka kaasnevaid riske ja ebamugavust“ (EVS 875-8 2018: 12).

EVS 875-8 (2018: 12) kohaselt on hinnangu andmiseks kaks kulumeetodi rakendust: jääkasendus- ja jääktaastamiskulude meetod. Kuigi nende kahe rakenduse kasutamise loogika ja alused on üsna sarnased, seisneb erinevus selles, kas kogukulud lahutatakse ehitise asendus- (jääkasenduskulude meetod) või taastamiskuludest (jääktaastamiskulude meetod), misjärel liidetakse saadud tulemus mõlema meetodi puhul maa väärtusele (EVS 875-8 2018:10).

Kuna kulupõhine meetod kasutab kulusid või korrigeeritud kulusid väärtushinnanguna, millel on väga piiratud viide turutõenditele, on ehituskulud hindajate jaoks võtmetähtsusega (Scarrett, Osborn 2014: 160). Kulumeetodit kasutatakse eelkõige aruandluse (Scarrett, Osborn 2014: 159), kindlustamise, hüvitamise, maksustamise jms (EVS 875-8 2018: 14) eesmärgil ning seda meetodit ei saa kasutada hüpoteekide seadmisel (Augustyniak *et al.* 2018: 6).

Nagu eespool kirjutatust nähtub, on hindajatel kasutada kolm põhimeetodit, mis hõlmavad endas täpsemaid rakendusmeetodeid. Lisaks sellele on kehtivas EVS 875-9 (2018: 24) standardis põhjalikumalt käsitletud residuaalmeetodit kui alternatiivi näiteks maa hindamiseks. Meetodi valik sõltub seejuures eesmärgist ja valitud hindamise alusest.

Et paremini illustreerida erinevate hindamismeetodite tugevusi ja nõrkusi, koostasid autorid eri allikaid kasutades alljärgneva tabeli 1.2, millest nähtub, et ühe meetodi nõrkus võib olla teise meetodi tugevus, ning praktikas ei eksisteeri probleemivaba kinnisvara väärtuse hindamise meetodit. Seega vastutab hindaja klientide huvidest mittelähtuvate sisendite määramise eest vähendamaks subjektiivsust ning valides meetodi, mis hindaja arvamuse kohaselt kõige paremini peegeldab turu käitumist ja mida seetõttu võib pidada kõige ratsionaalsemaks (Baum *et al.* 2011: 3).

**Tabel 1.2.** Kokkuvõtte hindamismeetodite tugevustest ja nõrkustest

Meetod	Tugevused	Kitsaskohad
Turumeetod	Reaalsed tehinguhinnad on võrdluse aluseks; Arvestab tegelikku nõudluse ja pakkumise suhet; Saadud hinnang on kõigile osapooltele kergesti mõistetav; Hindamist on võimalik teostada väga kiiresti.	Tõepärasus võib olla puudulik; Keeruline rakendada vanade ja unikaalsete objektide puhul; Hinnangu andmine põhineb mineviku infole; Kuna hindaja valib võrdlusbaasi, on hinnangu tulemus mõjutatud hindajast.
Tulumeetod	Peegeldab hästi turu hetkeseisu; Hinnangu andmine ei põhine mineviku infole; Annab ostjale/investorile hea ettekujutuse sellest, mida ostab;	Kapitalisatsioonimäära määramine keeruline, mistõttu analüüs väga tundlik; Tulunõue investoritel erinev; Makromajanduslike tegurite, kinnisvaraturu arengut ja halduskulude muutumist raske hinnata; Subjektiiivne (sõltuv hindajast).
Kulumeetod	Sobib uute varade hindamiseks; Aitab kontrollida teiste meetoditega saadud tulemusi; Sobib kahjude ja nende tagajärgede hindamiseks; Ärikinnisvara hindamiseks, kui kinnisvara ei tooda tulu.	Ei arvesta kinnisvara lokaalse iseloomuga; Keeruline hinnata, kuidas jooksvad parendused mõjutavad amortisatsiooni; Väga subjektiiivne meetod; Piiratud kasutusvõimalus (ei saa kasutada tagatisvara hindamiseks); Väga töömahukas.

Allikas: (Augustyniak *et al.* 2018: 7-10; Kaing 2011: 86-89), autorite koostatud.

Eeltoodust lähtuvalt on hindajatel kinnisvara väärtuse hindamise protsessis võimalik kasutada erinevaid hindamise aluseid, meetodeid ja tehnikaid ning nende valik sõltub sellest, millist kinnisvara ja millise eesmärgiga hinnatakse. Praegu on MV kõige laialdasemalt kasutuses olev hindamise alus laenu tagatiseks oleva kinnisvara väärtuse hindamisel, kuigi seda on kritiseeritud suutmatuse tõttu võtta arvesse turu volatiilsust. Samas mistahes kinnisvara väärtuse hindamise alused mõjutavad selle tagatisel väljastatava laenu suurust ja seetõttu on kogu majanduse seisukohalt oluline, et laenude tagamiseks kasutatavad kinnisvara väärtuse hindamise alused võimaldaksid pikaajaliselt ja jätkusuutlikult hinnata kinnisvara väärtust majandustsükli eri faasides, võttes arvesse kinnisvara hinda ja selle väärtuse muutumisi.

Käesolev magistritöö keskendub sellele, kas Eestis oleks võimalik laiemalt rakendada alternatiivseid hindamise aluseid, täpsemalt MLV-d, mille eesmärk on anda kinnisvarale pikaajaline jätkusuutlik hinnang ning mille on edukalt hindamisse rakendanud näiteks Saksamaa, ning hinnata, millist hindamismeetodit rakendades oleks seda kõige mõistlikum teha. EKHÜ astus esimesed sammud MLV rakendamise suunas, kui tõi varahindamise standardisse sisse kinnispandi väärtuse mõiste ning selle hindamise metoodika, kuid praegu puudub teema osas laiem eestikeelne käsitlus. Seetõttu annavad töö autorid alapeatükis 1.3 ülevaate MLV kontseptsioonist.

### **1.3. Kinnispandi väärtuse hindamise metoodilised alused – varasemate uuringute tulemused**

Kinnispandi väärtuse ehk MLV hindamise üks peamisi põhjusi on pankade soov saada kinnisvaraga tagatud laenudele privilegieeritud staatust neis EL-i liikmesriikides, mis on MLV hindamiseks sellise kriteeriumi paika pannud. See on ka peamine tõukejõud, miks Euroopa Pangandusjärelevalve Asutus (*European Banking Authority*, edaspidi EBA) on hakanud välja töötama MLV regulatiivsete tehniliste standardite kavasad nende EL liikmesriikide jaoks, kus MLV on kasutusele võetud. (RICS 2018: 1) MLV mõiste on kapitalinõuete määruses<sup>2</sup> (*The Capital Requirements Regulation*, edaspidi CRR) viidatud krediidiriski maandamise ja suurte riskipositsioonide raamistikus ning on seotud kapitalinõuetega tagatud võlakirjadega. Samas on EBA (2015: 6) seisukohal, et CRR ei anna piisavat selgust MLV rakendamise kohta EL liikmesriikides, ning seega peavad EL liikmesriigid täpsustama MLV põhimõtteid ja protseduurilisi aspekte, mida tuleb järgida.

MLV kontseptsioon võtab arvesse kinnisvaralaenu pikaajalist olemust, mille puhul tuleb muu hulgas silmas pidada, et hinnatud MLV kehtib kogu laenu eluea jooksul – enamikul juhtudel seega aastaid. Seda ei saa aga öelda MV kohta, mida saab seostada üksnes kindla ajahetkega (VDP 2015; Quentin 2009: 313), ning pigem järgib MV kinnisvaramulle, mitte ei tegutse nende vastu (Crosby, Hughes 2011: 238). Borio *et al.* (2001: 36) kirjelduse kohaselt on MLV eesmärk pakkuda stabiilsemat hindamistulemust, kuna see kasutab pikaajalisi suundumusi ja diskontomäärasid. Alljärgnevasse tabelisse 1.3

---

<sup>2</sup> Kapitalinõuete määruse (määrus (EL) nr 575/2013) näol on tegemist EL-i regulatsiooniga, millega kehtestatakse finantsteenuste sektori ettevõtetele järelevalvenõuded ning see kajastab Basel II ja Basel III eeskirju kapitali mõõtmise ja kapitali standardite kohta.

koondasid käesoleva magistritöö autorid erinevate regulatsioonide definitsioonid kinnispandi väärtuse termini kohta. Antud definitsioonide loetelu ei ole lõplik, kuid autorite hinnangul piisav selleks, et anda ülevaade MLV mõiste sisust.

**Tabel 1.3.** Kinnispandi väärtuse definitsioonid

Allikas	Definitsioon
Eesti varahindamise standard 875-3 2015	Kinnispandi väärtus on mõistlik hinnang vara väärtusele, arvestades vara tulevast turustamisvõimalust, turutingimusi, pikaajalist kestlikkust, olemasolevat ja võimalikke alternatiivseid kasutusi.
Euroopa hindamisstandard 2016: 42 ja kapitalinõuete määrus artikkel 4 lõige 74	Kinnisvara väärtus, mis määratakse kindlaks vara tulevase turustatavuse mõistliku hinnangu alusel, võttes arvesse vara pikaajalisi jätkusuutlikke aspekte, tavapäraseid ja kohalikke turutingimusi, vara praegust kasutust ja sobivaid alternatiivseid kasutusviise.
Kinnispandi väärtuse määramise regulatsioon (BelWertV) § 3	Laenamise aluseks olev väärtus (kinnispandi väärtus) on kinnisvara väärtus, mida kogemuste põhjal võib eeldatavalt kogu laenu eluea jooksul müügi olukorras vara eest saada, mis ei ole seotud ajutiste, nt majandusest mõjutatud, väärtuste kõikumisega asjaomasel kinnisvaraturul ja arvestades välja spekulatiivsed elemendid.
Saksa Pandikirjapankade Liit	Kinnispandi väärtus on vara mõistlikult arvatud väärtus. See esindab väärtust, mida kogu laenu eluea jooksul tõenäoliselt saadakse vabaturul müüdava vara puhul - olenemata ajutistest (näiteks majandusest mõjutatud) väärtuse kõikumisest asjaomasel kinnisvaraturul. See nõue on mõeldud spekulatiivsete mõjude kõrvaldamiseks.

Allikas: Autorite koostatud.

MLV mõiste ei ole hetkel defineeritud kehtivas IVS-is (jõustunud 2016. aastal) ega ka Punases Raamatus, kuigi IVS-i varasemad redaktsioonid seda sisaldasid. Selle eemaldamise põhjused ei ole autoritele teada.

Tulenevalt eelpool toodud definitsioonidest, on autorite arvates kinnispandi väärtus hindamise alus, mis võimaldab pikaajaliselt ja jätkusuutlikult hinnata kinnisvara väärtust, võttes arvesse turuhinda, väärtuse vähenemist ja erinevaid majandustsükli faase.

MLV määratlus peegeldab hindamisel suuremat konservatiivsust kui MV määratlus. (Just, Maennig 2017: 135) Seega ei ole MLV eesmärk luua konservatiivset turuväärtust või turuväärtust piiravatel turutingimustel. MLV väärtust tuleb mõista kui iseseisvat väärtust, mis ei ole MV-ga identne, hoolimata sellest, et mõlema väärtuse hindamisel saab

kasutada mõningaid sarnaseid sisendeid ja hindamismeetodeid (tulu- ja jääkasendusmaksumuse meetodit). (RICS 2018: 3)

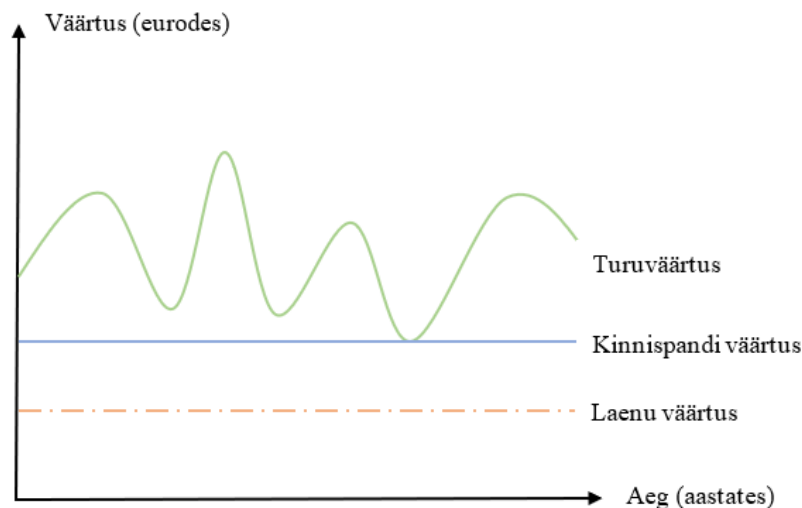
CRR artikli 4 lõikes 74 määratletud MLV eesmärk on pakkuda pikaajalist ja jätkusuutlikku väärtust stabiilse alusena kinnisvara sobivuse hindamiseks hüpoteegi tagatiseks, mis on jätkusuutlik ka potentsiaalsete turukõikumiste ajal. Sellest tulenevalt ongi peamine erinevus MLV ja MV vahel see, et MLV on mõeldud hinnangu andmiseks kinnisvara väärtusele pika aja vältel (VDP 2015). MV on hindamine hindamispäeval (CRR artikkel 4 lõige 74; JLL 2008; VDP 2015) ning seega volatiilne ja äriotsustest sõltuv (Spangler, Werner 2014: 11). MV soodustab laenude andmist ülehinnatud turgudel ja hoiab ära laenamise langenu turul (RICS 2018: 5). MLV kasutamine on seevastu tõhus MV tõusude ja mõõnade tasakaalustamiseks (Quentin 2009: 315-316).

MLV määratlust ja rakendamist on kritiseerinud Crosby *et al.* (2000: 78), kes väidavad, et sellel puudub majanduslik alus (see ei ole vahetuse või kasutuse väärtus) ja seda ei ole võimalik objektiivselt analüüsida, kuna esineb hulk erinevaid tõlgendusi, mida saab kasutada definitsiooni iga elemendi suhtes. Lind (2005: 144) lisab veel, et MLV on liiga subjektiivne. Veelgi enam, kuna see takistab laenude tsüklilisust, on näiteks majaomanikel keerulisem uut hüpoteeklaenu võtta, isegi kui MV-d on ujuvad ja seda seetõttu, et MLV väärtus jääb aja jooksul fikseerituks. (Voigtländer 2014: 590) MLV väärtuse püsivat loomust on kritiseerinud RICS (2018: 8), kuna nende hinnangul MLV hinnang ei oma kehtivust pärast hindamiskuupäeva, kuna turusisendid, mida kasutatakse väärtuse hindamisel, on muutuvad ning seega on ka kinnisvara väärtus ajas muutuv. Samas nõustuvad nad seisukohaga, et MLV võib piirata laenamist, andes laenude suurema kindlustatuse järgnevatel majandustsüklitel. (RICS 2018: 8).

MLV piirab laenamist ülehinnatud turul, kuna selle väärtus on väiksem kui MV, mis vähendab „õhku“ hindades. Mõned leiavad, et see toimib vastupidiselt, kui esineb vajadus stimuleerida majanduse taastumist, piirates laenamist kukkunud turgudel, kus hinnad võivad tegelikult olla alahinnatud. MLV lähenemise toetajad eitavad seda, tuues välja, et MLV ja MV on alahinnatud turul palju sarnasemad, mis julgustaks nii laenajaid kui ka reguleerijaid. (RICS 2018: 9)



Reeglina jääb MLV tugevalt MV-le alla (Bienert, Brunauer 2007: 545; VDP; Crosby, Hughes 2011: 238). Saksa Pandikirjade Liit (Verband deutscher Pfandbriefbanken) on seisukohal, et isegi kinnisvaraturu pikaajalise langusfaasi korral ei tohi muutused MLV-d mõjutada, kuna see peegeldab kinnisvara minimaalset väärtust, st väärtust, millest madalamale ei langeks see isegi suure languse korral (Voigtländer 2014: 590). Samas on tekkinud diskussioon selle üle, kas MLV üldse tohib kunagi ületada MV väärtust. Kuigi Saksa jurisdiktsioonis ei ole see lubatud, on RICS (2018: 5) seisukohal, et mõni pikaajaline hindamine on mõeldud nii ala- kui ka ülehindamise kindlakstegemiseks, mistõttu nendel juhtudel võib MLV tsüklilistel turgudel ületada MV väärtust. MLV on üldjuhul disainitud riskijuhtimise vahendiks ja seetõttu eeldatakse, et see ületab MV-d väga harva. (RICS 2018: 5) Alljärgneval joonisel 3 on kujutatud kahe väärtuse muutusi ajas ning lisatud on laenuväärtus, mis jääb omakorda alla mõlemale hinnatavale väärtusele.



**Joonis 3.** Kinnispandi väärtus vs turuväärtus Saksa jurisdiktsioonis  
Allikas: (Bienert, Brunauer 2007: 546).

Nagu jooniselt nähtub, on MV väärtus volatiilne ja võib laenuperioodi jooksul väga oluliselt tõusta või langeda, samas kui MLV väärtus on püsiv terve laenu eluea vältel.

MLV-d rakendatakse eri riikides erinevalt, samuti rakendatakse erinevalt mõningaid konkreetseid rakendusi ja peamisi põhimõtteid, mis toetavad MLV pakkumist (RICS 2018: 8). MLV määratlemist ja rakendamist on raskem hinnata selles osas, mis puudutab

seada, kuidas hindamisele peaks lähenema. Põhiidee on jätkusuutlike sisendite kindlakstegemine (Crosby, Hughes 2011: 233)

Tavalised rahvusvaheliselt tunnustatud hindamise meetodid kehtivad ka MLV-le (EVS 875-6 2016: 13). MLV hindamisel kasutatakse sageli mitut lähenemist, kui tegemist on mitte äriotstarbelise varaga; ärikinnisvara väärtuse hindamisel hõlmab see tavaliselt tulupõhise hindamismeetodi kasutamist või väärtust, mis põhineb jääkasenduskulude meetodil (RICS 2018: 6). EVS 875-6 (2016: 13) soovib MLV hindamiseks valida sellele kinnisvara liigile enim sobiv meetod, mille kohta vajalikud andmed on kättesaadavad. Kui hindamisel on kasutusel mitu meetodit, võivad nende tulemused erineda ja seetõttu on lõpptulemuste põhjendamise vajalik. (EVS 875-6 2016: 13)

MLV kindlaksmääramine on üksikasjalikult kaetud Saksa võlakirjade seaduses. Saksa ja Austria praktika kohaselt on MLV tuletamiseks teoreetiliselt kaks erinevat viisi. Esimesel juhul tehakse täielikult sõltumatute ja eriti MLV jaoks oluliste tõestatud ja üle võetud sisendfaktoritega arvutus. Pärast Saksa PfandBG reformimist on see ka ainus sobiv viis selleks, et välja töötada „sõltumatu väärtus“. Teine võimalus on arvutada MV ja seejärel MLV, mis tuletatakse arvutatud MV-st asjakohase ja turvalise allahindlusprotsendi abil. (Bienert, Brunauer 2007: 547)

Esimese lähenemise korral tuleb MLV kindlaksmääramiseks alati arvutada eraldi nii kinnisvara tulu- (*Ertragswert*) kui ka jääkasenduskulu väärtus (*Sachwert*) (BelWertV jagu 4; Just, Maennig 2017: 135) ning sellist lähenemist on erialases kirjanduses nimetatud „kahe samba kontseptsiooniks“ (Just, Maennig 2017: 135; VDP 2015; Bienert, Brunauer 2007: 547), mis on kujutatud joonisel 4. Kui jääkasenduskulude meetodil saadud väärtus on enam kui 20% madalam tuluväärtusest, peavad hindajad andma selgitusi selle konkreetse kõrvalekalde kohta ja vähendama tulumeetodil saadud väärtust (VDP 2015). Selleks, et paremini illustreerida MVL kujunemist läbi „kahe samba“ arvutamise loogika, on lisas 4 ära toodud üks konkreetne numbriline näide, kus on hinnatud maa kinnispandi väärtust.



**Joonis 4.** MLV arvutamine vastavalt Saksa võlakirjade seadusele  
Allikas: (Bienert, Brunauer 2007: 548), autorite kohandused.

Nagu nähtub eelpool toodud jooniselt 4, sisaldab sissetulekumeetod jätkusuutlikku suhteliselt madalat sissetulekut, kõrget ja jätkusuutlikku ülempiiri määra, jätkusuutlikku ja küllaltki kõrget tegevuskulu ja sellel puudub ülemäärane kapitaliseerimine. Samas sisaldab kulumeetod maksimumpiiri ehitusega seotud juhuslike kulude kohta, kus ehitamiskulust lahutatakse tagatisraha ja sellega kontrollitakse tulude väärtuse suhet.

Tulupõhise lähenemise korral tuleb MLV hindamisel lähtuda kinnisvara hõivatus määra (EVS 875-6 2016: 14) ning pikaajalisest ja jätkusuutlikust tulust (VDP 2015). Ärikinnisvara korral, kus võrreldavate tehingute leidmine on võimatu, võib kestliku tulu hindamisel aluseks võtta mõistliku kasumimäära. Kinnisvara kestlikku tulu tuleb vähendada nende tegevuskuludega, mis tekivad pikaajaliselt (VDP 2015) ja tootlikkuse säilitamiseks tuleb lisada piisavad reservid. Kapitalisatsiooni- või diskontomäära hindamisel tuleb arvesse võtta pikaajalisi turuandmeid ja trende ning suuruse hindamisel

peab arvestama kinnisvara järelejäänud eluiga (EVS 875-6 2016: 14). *BelWertV* sätestab kapitaliseerimise määra, mis on ärikinnisvara puhul vähemalt 6%.

Kulumeetodi kasutamisel hinnatakse esmalt maa väärtus, mis tuletatakse kas asjakohastest pikaajalistest turuandmetest või põhineb kestlikel sisendparameetritel. Seejärel liidetakse ehitise asenduskulud, mis sisaldavad üksnes neid kulusid, mis tekivad mõistlikult efektiivsel arendajal. Kõige viimases etapis vähendatakse asenduskulusid arvestatud kogukulumi ulatuses. (EVS 875-6 2016: 15) *BelWertV* sätestab erilised jätkusuutlikkuse ja turvalisuse nõuded MLV arvutamiseks nii tulupõhise kui ka kulupõhise lähenemisviisi korral, mis on kokkuvõtvalt esitatud tabelis 1.4.

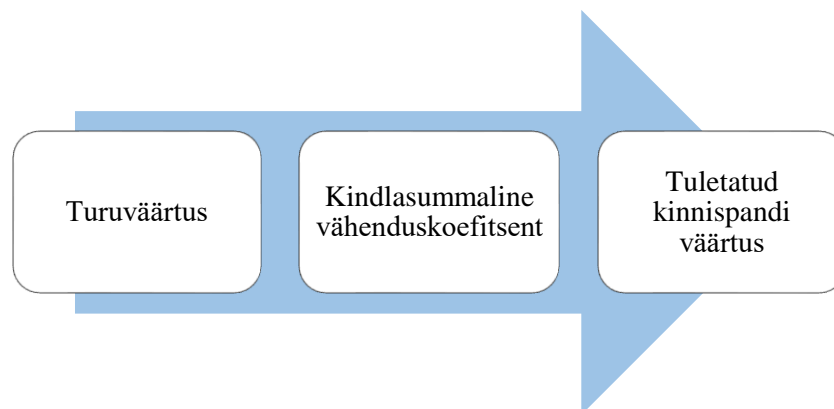
**Tabel 1.4.** Jätkusuutlikkuse ja turvalisuse nõuded MLV arvutamiseks

Tulupõhine lähenemine
1. Puudub ülemäärane kapitaliseerimine.
2. Tegevuskulud peavad olema esitatud jaotatud (agregeerimata) kujul ja iga osa peab olema ridade kaupa tasakaalustatud nii nagu juhendis selgitatud ja kokku peab moodustama minimaalselt 15% tegelikust tulust.
3. Kapitalisatsioonimäär ridade kaupa vastavalt juhendis toodule ja minimaalse lähenemisega.
4. Kohustus rakendada tulude kapitaliseerimise meetodit kui hoone majanduslik eluiga on väiksem kui 30 aastat.
Kulupõhine lähenemine
1. Väliste rajatiste maksimaalne määr kogukuludest on 5%.
2. Tagatisraha hoone kuludest minimaalselt 10%.
3. Maksimaalne ehitusega seotud juhuslike kulude määr on 20% ehitise kogukulust.

Allikas: (*BelWertV*), autorite koostatud.

Neid nõudeid on aga tugevalt kritiseeritud mitmete operatiivsete piirangute (mõned sisendandmete read ei sobi igale turule) ja kontseptuaalsete nõrkuste tõttu (MLV hindamiseks kasutatavate kaudsete meetodite etapid ei erine MV hindamise etappidest), mis on neile protseduuridele omased. Veelgi enam, Saksamaa kriteeriumi üks olulisemaid tingimusi, mille kohaselt MLV ei tohiks ületada hinnangulise kinnisvara MV-d, nõuab MV hindamist, isegi kui MLV ei ole tuletatud MV-st. (Tajani, Morano 2018: 47)

Teist lähenemist (MLV tuletamine MV-st) kasutati varem sageli väiksemate pankade arvestusviisina, kuid see ei ole enam uute Saksa õigusaktide kohaselt vastuvõetav. MV kasutamist MLV hindamise alusena on nimetatud ka „tuletatud MLV-ks“ (Bienert, Brunauer 2007: 547), mille arvutamine loogika on kujutatud joonisel 5.



### Joonis 5. Tuletatud kinnispandi väärtuse arvutamine

Allikas: (Bienert, Brunauer 2007: 547), autorite kohandused.

MV diskonteerimine peab olema orienteeritud kinnisvara riskile – mida suurem on kinnisvara väärtuse muutumise risk, seda suurem on allahindlus (Kullig, Walburg 2003: 26). Üldreeglina on MLV 80% kinnisvara MV-st. MLV kajastab seega usaldatavusnõudeid laenude andmisel Saksamaal (VDP 2015). Samas tuleks kriitiliselt vaadelda kindlasummalise vähenduskoeffitsendi integreerimist hindamisse, kuna selle praktika näol võivad tekkida mitmed vead – ei arvestata riskide tuvastamist ega ka nende kvantifitseerimist sõltuvalt sisendist. (Bienert, Brunauer 2007: 556)

Bienert ja Brunauer (2007: 542) on oma uuringu tulemusena jõudnud järeldusele, et Saksamaa MLV hindamise süsteemi tuleks parandada ning nende hinnangul riskiväärtuse (*value at risk*, edaspidi VaR<sup>3</sup>) lähenemine ning simulatsioonide rakendamine aitaks mõista MLV kontseptsiooni. Riskide tuvastamist, analüüsi ja hindamist tuleks vaadelda pikema ajaperioodi jooksul, mitte MLV arvutamise ajahetkel, mis aga nende hinnangul muudab selle tuletamise keerulisemaks (Bienert, Brunauer 2007: 560). Nende poolt teostatud uurimustöö pakub „kanoonilist“ lähenemisviisi kui parimat tulemust MLV hindamisele, kus esiteks arvutatakse MV ja seejärel tuletatakse sellest MLV asjakohase tagatise mahaarvamise kaudu, kus tavapraktika kohane kindlasummaline vähenduskoeffitsent asendatakse turu ja kinnisvara riski adekvaatse hinnanguga. Bienert ja Brunauer (2007) poolt välja pakutud lähenemist on lähemalt uurinud Tajani ja Morano (2018) ning nad pakuvad oma uurimuses välja empiirilise-deduktiivse meetodika, mis üritab kanoonilise ja tuletusliku lähenemisviisi raames parandada MV suhtes kohaldatava

<sup>3</sup> VaR on potentsiaalsete kahjude statistiline riskimõõt, mis väljendab suurimat oodatavat kahju sihttasemel, mida kindlal usalduse tasemel ei ületata (Jorion 2007: 15,17)

vähenduskoefitsendi hindamist. Alljärgnevalt on esitatud Tajani ja Morano (2018: 52) poolt välja pakutud MLV hindamise mudeli üldkuju:

$$(1) MLV_i = MV_{min(n)} = MV_i * (1 - \sigma_i * \alpha),$$

kus,  $MLV_i$  – kinnispandi väärtus  $i$ -ndal aastal,

$MV_{min(n)}$  – minimaalne turuväärtus hinnataval perioodil,

$MV_i$  – turuväärtus  $i$ -ndal aastal,

$\sigma_i$  – volatiilsus  $i$ -ndal aastal,

$\alpha$  – riskikoefitsient.

Empiirilise-deduktiivse meetodika põhimõtte läbib MLV hindamiseks välja töötatud tööfaasid (Tajani, Morano 2018: 60):

- eksponentsiaalse kaalutud libiseva keskmise (*exponentially weighted moving average*, edaspidi EWMA<sup>4</sup>) rakendamine selleks, et määrata kinnisvara ümberhindluse määrade volatiilsus, mis võimaldab kaaluda hindamisajale lähemal olevat teavet;
- hinnangulise MLV kehtivusaja valimine, mis on võrdne kinnisvaratsükli tavalise kestusega (seitse aastat);
- empiirilise lähenemisviisi kasutamine riskikoefitsiendi  $\alpha$  hindamisel ning mis leitakse järgneva valemi abil, mis on avaldatud eelnevast valemist (1):

$$(2) \alpha = \frac{\left(1 - \frac{MV_{min(n)}}{MV_i}\right)}{\sigma_i}$$

Tajani ja Morano (2018: 62–64) on seisukohal, et vastavalt tingimuste püsivusele ei ole parameeter  $\sigma$  ja  $\alpha$  fikseeritud ning neid ajakohastatakse igal aastal järgnevate aastate jooksul saadaval olevate ajalooliste andmete põhjal. Samamoodi võib hindade edasine areng vihjata vajadusele teha muudatusi kinnisvaratsükli tavapärase kestuses ja seeläbi ka mudelis eeldatud kehtivusajas. Tajani ja Morano (2018) usuvad, et antud mudel aitab vähendada vahemaad hindamisteooria ja hindamispraktika vahel, kuna see võimaldab

---

<sup>4</sup> EWMA on volatiilsuse arvutamise mudel, mis määrab volatiilsuse arvutamiseks kõikidele ajahetkedele võrdse kaalu, määrates (tavaliselt) suurema kaalu viimastele vaatlustele, kasutades eksponentsiaalset skeemi. (Korkmaz, Aydın 2002: 6)

ratsionaliseerida MLV hindamist „range“ menetluse abil, mis on kooskõlas kapitalinõuete määrusega (EL) nr 575/2013.

Tajani ja Morano (2018) testisid eelpool kirjeldatud lähenemist 93 suurema Itaalia linna kinnisvaraväärtuste (nii elamu- kui ka ärikinnisvara) aegriidade põhjal. Tulemusena on oluline välja tuua, et arvutatud MLV vähenduskoefitsent, mis arvestab konkreetse turu- ja varariskiga, erineb tavapraktikas kasutusel olevast vähenduskoefitsendist. Kui kindlasummaline vähenduskoefitsent järgib enamasti reeglit, kus MLV on 20% MV-st, siis arvestuslik MV vähendusvahemik Itaalia erinevates piirkondades paiknevate ärikinnisvarade puhul on 5–10% (harvadel juhtudel ületab see 25%) (Tajani, Morano 2018: 58-59). Seega Saksa „tuletatud MLV“ hindamise mudel annab ärikinnisvarale oluliselt madalama hinnangu, mistõttu võib laenude saamine olla seal raskendatud.

Eriti olulised on määratletud mudeli praktilised väljundid – seda metoodikat võivad kasutada krediitiasutuste jaoks töötavad hindajad, et täita objektiivsuse, läbipaistvuse ja usaldusväarsuse nõudeid, mida EBA oma kutsetegevuses nõuab. Lisaks sellele on protsessi tugevate külgede hulgas võime rakendada seda mistahes territoriaalses kontekstis (Tajani, Morano 2018: 65–66).

Eeltoodust lähtuvalt on MLV puhul tegemist konservatiivsema lähenemisega hindamisele, mis võeti kasutusele, andmaks hinnangut kinnisvara väärtusele laenuperioodi kestel. Meetodi tugevusteks peetakse selle võimet arvestada kinnisvaraturu volatiilsuse ja kinnisvara enda riskidega ning kitsaskohtadena toovad kriitikud välja majandusliku aluse puudumise, subjektiivsuse ning ajalise muutumatuse, kuna väärtus ei ole aja jooksul staatiline. MLV hindamiseks on välja pakutud kahte võimalikku lähenemist („kahe samba kontseptsioon“ ja „tuletatud MLV“), millel on omakorda tugevad ja nõrgad küljed. Lähenemisviisi valik sõltub riigist, kus seda rakendatakse, mis omakorda on sõltuv vastava riigi regulatsioonidest ja seadustest.

## 2. KINNISPANDI VÄÄRTUSE KUI HINDAMISE ALUSE KASUTUSSOBIVUS EESTIS – EMPIIRILINE ANALÜÜS

### 2.1. Andmed ja meetodika

Käesolevas peatükis keskenduvad autorid Eesti kinnisvara väärtuse hindamise maastiku kaardistamisele ja kinnispandi väärtuse kui alternatiivse hindamise aluse senisele praktikale Eestis. Järgnev alapeatükk annab ülevaate magistritöö empiirilise osa koostamiseks kasutatud uurimisprotsessi kirjeldusest, meetodika valikust ja intervjuu struktuurist. Lisaks avavad autorid käesolevas alapeatükis valimi koostamise strateegia ning uuringus osalenud ekspertide nimekirja. Autorid koostasid empiirilise osa läbiviimiseks esmalt uurimisplaani, millest annab ülevaate tabel 2.1.

**Tabel 2.1.** Magistritöö uurimisplaani

	Tegevus	Teostamise aeg
1.	Teoreetiliste materjalide läbitöötamine	Jaauar – märts 2019
2.	Intervjuude kava koostamine	10 – 17. märts 2019
3.	Valimi koostamine	18 – 22. märts 2019
4.	Intervjuude läbiviimine ja transkribeerimine	21. märts – 15. aprill 2019
5.	Transkriptsioonide kodeerimine	1 – 15. aprill 2019
6.	Intervjuude tulemuste analüüs ja süntees teooriaga	15. aprill – 15. mai 2019
7.	Järelduste tegemine ja soovitude koostamine	20. aprill – 19. mai 2019

Allikas: Autorite koostatud.

Nagu tabelist 2.1. nähtub, koosneb uurimisplaani seitsmest järjestikusest või paralleelselt kulgenud tegevusest. Kõige rohkem aega planeerisid autorid teoreetilise materjali läbitöötamiseks. Seda ühest küljest seetõttu, et teemat käsitlev kirjandus on enamasti võõrkeelne, ja teisalt on autorite hinnangul magistritöö teooria põhjalik avamine oluline empiirilise uuringu kvaliteetseks läbiviimiseks.



Eesmärgi täitmiseks ja sisendinfo hankimiseks valisid autorid kvalitatiivse sisuanalüüsi meetodi. Eelpool nimetatud lähenemise kasuks otsustasid autorid eelkõige seetõttu, et nimetatud meetod sobib eelnevalt uurimata või kirjanduses vähe käsitletud teemade uurimiseks (Creswell 2012: 16). MLV kontseptsioon on seda Eesti kontekstis kindlasti. Kuna käesolev magistritöö on oma olemuselt uuriva iseloomuga (*exploratory*), otsustasid magistritöö autorid vajaliku teabe saamiseks läbi viia poolstruktureeritud intervjuud valdkonna ekspertidega, mida kirjanduses (Saunders *et al.* 2016: 176) peetakse uuriva töö puhul sobivaimaks andmete kogumise meetodiks. Intervjuude läbiviimine võimaldas autoritel saada ekspertidelt sõltumatud arvamused, piiramata seejuures vastuseid teoreetilistes käsitlustes toodud seisukohtade või autorite endi subjektiivsete hinnangutega. Samas tuleb siinkohal märkida, et tulenevalt kiirest elutempost ja ajanappusest, on mõned valimisse kaasatud eksperdid oma vastused andnud kirjalikus vormis, järgides samas identset intervjuukava.

Kvalitatiivse sisuanalüüsi tehnikana on kasutatud juhtumiülest ehk horisontaalset analüüsi (*cross-case analysis*). Autorid kogusid esmalt läbiviidud intervjuudest kokku kõik konkreetset teemaplokki puudutavad tekstiosad ja võrdlesid seejärel konkreetse teema käsitlemist kõikidelt ekspertidelt saadud teabe lõikes. Kuna mõned valimisse kuuluvad eksperdid soovisid seisukohtade anonüümsust, siis on käesoleva magistritöö empiirilises osas tsitaatide või mõtete kajastamisel viidatud konkreetsete nimede asemel isikule kodeerimisel antud koodile. Eeltoodust lähtuvalt on magistritöö autorid anonüümsuse tagamiseks andnud igale eksperdile juhuslikus järjekorras unikaalse koodi, mis jääb vahemikku V1–V17, ning koodi taga oleva eksperdi nimed on teada üksnes uurijatele ja juhendajale. Tulenevalt kodeerimisel antud tunnuse juhuslikkusest, ei ole ekspertide nimede tuletamine koodist võimalik.

Magistritöö autorid töötasid intervjuude läbiviimiseks esimese sammuna läbi laiemalt ärikinnisvara väärtuse hindamist ja kitsamalt MLV-d puudutava teoreetilise ja empiirilise materjali, kusjuures materjali kaasamise eeltingimuseks seati kontrollitult kõrge tase ehk kaasati mainekates teadusajakirjades avaldatud eelretsenseeritud tööd. Materjali läbitöötamise tulemusena koostasid magistritöö autorid intervjuukava, mis on toodud tabelis 2.2. Kuna tegemist on poolstruktureeritud intervjuudega, siis on küll paika pandud

teemad ja küsimused, kuid intervjuude käigus (olenevalt intervjuueeritavast eksperdist) on mõned küsimused ära jäetud või on küsitud täiendavaid küsimusi.

**Tabel 2.2.** Intervjuukava Eesti ekspertidele

<b>Kinnispandi väärtus kui alternatiivne hindamise alus</b>	I teema: Eestis kasutatavad kinnisvara hindamise alused	1)	Millist hindamise alust (väärtust) enda töös kõige enam hindate?
		2)	Millised on selle plussid?
		3)	Millised on selle miinused?
	II teema: Eestis kasutatavad kinnisvara hindamise meetodid	4)	Milliseid kinnisvara hindamise meetodeid kasutate töös enim?
		5)	Millised on Teie hinnangul nende meetodite suurimad plussid?
		6)	Kas nendel meetoditel on Teie hinnangul nende kitsaskohti (kui, siis millised)?
	III teema: MLV kontseptsioon ja kasutamine Eestis	7)	Mil määral on 2015. aastal Eesti Varahindamise Standardisarja (EVS 875) toodud kinnispandi väärtus mõjutanud Teie igapäevast tööd?
		8)	Mida näete suurimaks takistuseks, et kinnispandi kontseptsiooni ei saa praktikasse rakendada?
	Lõpetav küsimus	9)	Kas Teil on antud teemaga seoses midagi veel lisada?

Allikas: Autorite koostatud.

Tabelist 2.2. nähtub, et intervjuukava koosnes kolmest teemaplokist, milles on kokku kaheksa küsimust, ja üks lõpetav lisaküsimus. Esimene teemaplokk hõlmab esmalt Eestis kasutatavaid kinnisvara väärtuse hindamise aluseid, teiseks Eestis kasutatavaid väärtuse hindamise meetodeid ja kolmandaks MLV kontseptsiooni ja selle kasutamist Eestis. Väliseksperdi jaoks koostatud intervjuukava on toodud alljärgnevas tabelis 2.3.

Tabelist 2.3. nähtub, et väliseksperdile koostatud intervjuukava koosnes kahest teemaplokist, milles on kokku neli küsimust. Esimene teemaplokk puudutab MLV kontseptsiooni ja teine Tajani ja Morano (2018) uuringut.

**Tabel 2.3.** Intervjuukava välisekspertidele

MLV concept	1)	In your papers, you have criticized the concept of mortgage lending value (MLV). Could you please indicate shortly the most problematic aspects regarding MLV?
	2)	Could you please bring out any positive aspects regarding MLV concept?
	3)	You mentioned that long term value as a concept is our future. Could you please elaborate this idea further for us, including the part of its methodological assessment?
Study of Tahani and Morano	4)	Are you familiar with the study by Tahani and Morano, published in 2018, based on the case of Italy? In their study, they proposed at first to assess the market value and then adjust it with the value at risk (VAR) component, to assess thereafter the value of the property for lending purposes.

Allikas: Autorite koostatud.

Pärast intervjuukava kokkupanekut koostasid autorid uurimuse valimi. Kuna käesolevale magistritööle on seatud mahulised ja ajalised piirangud, ei olnud autorite hinnangul kõiki eksperte töösse võimalik kaasata, mistõttu kitsendasid töö autorid uurimusse kaasatavate ekspertide hulka. Ekspertide hulka on arvatud tegevhindajad, riiklikult tunnustatud eksperdid, riskianalüütikud, pangas töötavad eksperdid kui ka standardi töögrupi liikmed.

Valim on moodustatud selektiivselt – nimetatud uurimusse kaasatud eksperdid valiti strateegilise valimi põhimõtete alusel ehk magistritöö autorid valisid tunnustatud ja kontrollitavate pädevuste alusel eksperdid, kes oleksid erineva taustaga, pädevad ja koostööaltid. Seetõttu on kõikide ekspertide ühine joon pikaajaline seotus ärikinnisvara hindamisega ja eristav joon konkreetne organisatsiooniline taust ning füüsiline paiknemine erinevates Eesti piirkondades. Autorite hinnangul rikastab selline lähenemine valimit, sest võimaldab anda laiemapõhjalise ülevaate teema käsitlesest. Valimisse kuuluvad EKHÜ standardite töörühma liikmed (EVS-875 koostajad), riiklikult tunnustatud kinnisvarahindamise eksperdid ja tegevhindajad, kes magistritöö kirjutamise ajal omavad hindaja VII taset, ning Eestis tegutsevate pankade hindajad või hindamisteavet omavad eksperdid. Töösse kaasatud pangaekspertid ei ole kaasatud pankade vaadete esindamiseks, vaid tegemist on nende kui oma ala ekspertide isikliku arvamusega. Lisaks avanes töö autoritel võimalus läbi viia intervjuu uurimisteemat valdava välisekspertiga Readingi Ülikoolist Inglismaal (Skype'i vahendusel), kelle varasematele teadustöödele on autorid tuginenud töö teooriaosa kirjutamisel.

Magistritöö autorid võtsid uurimuses osalemise osas ühendust 29 Eestis tegutseva kinnisvarahindamise eksperdiga ja ühe väliseksperdiga. Nendest kaheksaga viidi läbi intervjuu ja üheksalt eksperdilt laekusid vastused kirjalikult, kellest kaks (Alan Insler ja Kersti Soomuste) andsid ühise vastuse, mille sisu ei ole võimalik personaliseerida ühele või teisele. Seega on nende antud vastust käsitletud ühe vastusena.

Ülejäänud esialgsesse valimisse kuulunud isikud keeldusid intervjuudest eri põhjustel. Täpsem ülevaade üldkogumist on toodud lisas 5 ning lisas 6 on toodud lõpliku valimi andmed. Samas on autorid seisukohal, et sellise suurusega valim on planeeritud analüüsi läbiviimiseks piisav, kuna intervjuude edenedes saavutati küllastumispunkt (Guest *et al.* 2006: 59; Saunders *et al.* 2016: 297), mil selgub, et iga järgnev intervjuu ei anna enam magistritöö tarbeks juurde uut ja olulist teavet. Saunders *et al.* (2016: 297) pakuvad üldise kvalitatiivse uuringu puhul, mis viiakse läbi poolstruktureeritult, piisavaks intervjuude arvuks 5–25. Seevastu Guest *et al.* (2006: 78) on seisukohal, et 12 põhjalikku intervjuud on piisav.

Uurimuse aluseks olnud poolstruktureeritud intervjuud viidi läbi seitsme eksperdiga, kellel on ülevaade Eestis kasutusel olevatest ärikinnisvara väärtuse hindamise praktikatest, ning ühe väliseksperdiga, kellel on väga laialdane ülevaade töö keskmises oleva mõiste (MLV) kohta. Intervjuud toimusid valdavalt silmast-silma kohtumistena ekspertide töökohtadel, kahel juhul leidis kohtumine aset Skype'i vahendusel. Intervjuude pikkused jäid vahemikku 17–87 minutit ning kõik vestlused on intervjuueeritavate nõusolekul salvestatud ja hiljem transkribeeritud. Kokku loodi intervjuude tulemusena 5 tundi, 26 minutit ja 41 sekundit audiofaile, mis seejärel transkribeeriti ja moodustasid koondina 70 lehekülge teksti. Vaatamata intervjuukava jaoks ettevalmistatud küsimustele, mis edastati kõigile osalistele enne intervjuud e-postiga, toimusid kõik intervjuud poolstruktureeritud vormis, võimaldades intervjuueeritaval pakkuda täiendavat infot käsitletud teemade kohta. Täpsem ülevaade intervjuueeritavatest, intervjuude toimumise aegadest ja kestustest on toodud lisas 7 ning täpsem teave kirjalikult vastanud ekspertide kohta on toodud lisas 8.

Pärast intervjuude läbiviimist transkribeerisid käesoleva töö autorid esmalt salvestatud helifailid intervjuueeritavate lõikes. Siinkohal on oluline märkida, et transkriptsioonid ei kuulu käesoleva magistritöö lisade hulka tulenevalt konfidentsiaalsusnõudest, mida

mõned osalejad soovisid. Vajadusel on magistritöö autorid valmis esitama intervjuude transkriptsioonid anonüümseks muudetud kujul. Pärast transkribeerimist ja kirjalike vastuste laekumist kodeerisid autorid saadud info süsteemselt. Sel viisil tuvastasid magistritöö autorid teemade lõikes olulised mõtted ja märksõnad ning märgistasid need koodiga, mis hiljem uurimiskavas olevate indikaatorite abil kategoriseeriti. Enne andmete sünteesi kirjandusega asendasid autorid intervjuueeritavate nimed koodidega, et tagada nende seisukohtade anonüümsus. Ekspertide koodid on esitatud alljärgnevas tabelis 2.4.

**Tabel 2.4.** Ekspertide grupid ja koodid

Grupp	Kood
P	V2, V6, V9
RA	V4, V10
RTE	V13, V15
TH	V1, V3, V7, V8, V12, V17
TR	V5, V11, V16
VE	V14

Allikas: Autorite koostatud.

Seejärel viisid autorid läbi tulemuste analüüsi, tuvastamaks ühis- ja eriosi, mida on käsitletud käesoleva magistritöö alapeatükis 2.2. Samas alapeatükis on välja toodud ka tulemuste süntees kirjandusega. Analüüsi läbiviimine koosnes järgnevatest etappidest:

- intervjuude transkribeerimine;
- teksti kodeerimine;
- teksti koodidega varustamine;
- koodide kategoriseerimine;
- intervjuueeritavate kodeerimine;
- süntees kirjandusega.

Informatsiooni analüüsi teostamine koosneb kuuest etapist ning need kehtivad nii intervjuude kui ka kirjalikult saadud vastuste analüüsimisel selle erisusega, et esimene etapp oli vajalik üksnes intervjuude puhul.

Magistritöö autorid toovad välja, et empiirilises osas kasutatud kvalitatiivsel sisuanalüüsil ja valimil on ka piirangud. Esiteks esindab käesoleva magistritöö valim üksnes teatud osa Eesti kinnisvarahindajaid, mis tähendab, et kõigi Eesti ekspertide arvamused ei ole esindatud. Teiseks keskenduvad töö autorid suures osas kinnisvarahindajate

seisukohtadele, mistõttu MLV kontseptsiooni puudutavad tulemused võivad olla kajastatud negatiivsemas võtmes, kui näiteks suurema hulga riskianalüütikute või riskijuhtide kaasamisel. Vaatamata eeltoodud piirangutele, on magistr töö autorid seisukohal, et töö tulemusena on võimalik mõista MLV kui ärikinnisvara väärtuse hindamise aluse kasutamise hetkeseisu Eestis. Tehtud uurimustöö tulemusena pakutud MLV rakendamise ettepanekud võivad olla olulised sisendid MLV kasutamise uurimise hoogustamiseks edasistes teadustöodes.

## **2.2. Intervjuude tulemused**

Käesoleva peatüki eesmärk on analüüsida uuringu raames läbi viidud intervjuude tulemusi, et selgitada välja Eestis levinud kinnisvara väärtuse hindamise meetodid ja hindamise alused, analüüsida nende tugevusi ja kitsaskohti ning kaardistada MLV praegune kasutus Eestis ja leida üles need põhjused, miks ei ole see hindamise alus leidnud hindajate rakendamist igapäevases töös.

Vastavalt eelnevas alapeatükis kirjeldatule, on analüüsi aluseks algse kaardistamise käigus loodud teemaplokid, nende lõikes kodeerimise käigus intervjuudest selgunud märksõnad ning kokkuvõtavad kategooriad, mis aitavad teksti süstematiseerida, analüüsida ja tulemusi tõlgendada. Analüüsi aluseks olev raamistik ehk uurimisülesanded koos indikaatoritega, mille kohta autorid infot otsisid, on toodud lisas 9. Autorid kasutasid töövahendina enda välja töötatud raamistikku, mille abil teostasid analüüsi andmetöötlusprogrammis Excel. Nimetatud Exceli fail on juhendajale ja retsensendile esitatud, ent ei kuulu suure mahu tõttu täielikul kujul antud magistr töö lisadesse.

### **2.2.1. Hindamise meetodite ja hindamise aluste kasutamine Eestis**

Esmalt analüüsisid autorid teavet Eestis praegu kasutusel olevate ärikinnisvara väärtuse hindamise aluste ja meetodite kohta. Esimese uurimisülesande analüüsiraamistik koos indikaatoritega on toodud alljärgnevas tabelis 2.5.

**Tabel 2.5.** Esimese uurimisülesande analüüsiraamistik koos indikaatoritega

I uurimisülesanne	Indikaatorid, millega seonduvat infot autorid intervjuudest otsisid
Koguda andmeid hetkel Eestis kasutusel olevate kinnisvara hindamise aluste ja meetodite kohta.	Eesti hindajatele olulised hindamise alused;
Uurimisküsimused	
Millist hindamise alust (väärtust) enda töös kõige enam hindate?	Eesti hindajatele olulised hindamise meetodid.
Milliseid kinnisvara hindamise meetodeid kasutate töös enim?	

Allikas: Autorite koostatud

Uuringust selgus, et kõik uuringus osalenud eksperdid on seisukohal, et laenuühise finantseerimise korral on turuväärtus enim levinud ja kasutusel olev kinnisvara väärtuse hindamise alus ning sama seisukohta toetab ka erialane kirjandus, kus on öeldud, et turuväärtus on laenuühisel finantseerimisel kõige laialdasemalt hinnatav väärtus (IVS 2017: 98; RICS 2017: 86; EVS 875-3 2015: 11). Pangas töötav ekspert V2 leiab, et: „Töö käigus tuleb siiski valdavalt hinnata turuväärtust“ ja ka tegevhindaja V1 selgitab: „Kõige rohkem hindan töös turuväärtust (ca 95% ulatuses) ja lisab samas: „Muus osas olen hinnanud hüvitusväärtust ja õiglast väärtust“. Pangas töötav ekspert V2 täiendab, et töös võib ta kokku juhtuda olukorraga, kus turuväärtust ei ole võimalik määrata, samuti on V2-l kokkupuude taastamisväärtuse/hüvitamisväärtusega, kuid seda pigem kontrollarvutusena. Riiklikult tunnustatud ekspert V15 lisab, et varaliste vaidluste puhul kohtumenetluses on valdaval osal juhtudest siiski tegemist seadusest (TsÜS §65) tuleneva vara hariliku väärtuse hindamisega.

Eeltoodust lähtuvalt selgus, et praegu on Eestis kõige laialdasemalt kasutusel turuväärtus vara väärtuse hindamise alusena ja see ühtib varasemas teaduskirjanduses tooduga, kuna nii äri- kui ka elamukinnisvara hindamisel on peamine hinnatav väärtus turuväärtus. Seda väidet kinnitab ka Euroopa Hüpoteeegi Föderatsiooni ja Euroopa Pandikirja Nõukogu (2017) teostatud uuring, kus uuringus osalenud 21 riigist kasutas 11 riiki (ehk 52% valimist) ärikinnisvara väärtuse hindamisel üksnes turuväärtust.

Varasemas kirjanduses on välja toodud kolm enim kasutusel olevat lähenemist kinnisvara väärtuse hindamisele (Wyatt 2013: 101; IVS 2017: 29). Samu lähenemisviise kasutavad

ka Eesti eksperdid selle erinevusega, et kõiki kolme meetodit kasutatakse ka ärikinnisvara väärtuse hindamisel, kuid valdavalt leiavad kasutust siiski tulu- ja võrdlusmeetod.

Nii tegevhindajad V1 ja V8 kui riiklikult tunnustatud ekspert V13 tõid välja, et valdavalt leiab kasutust siiski tulu- ja võrdlusmeetod, tegevhindaja V17 lisas, et võrdlusmeetod leiab kasutust pigem elukondliku kinnisvara hindamisel. Tegevhindaja V8 lisas, et valik tulu- ja võrdlusmeetodi kasutamise vahel tehakse selle alusel, kuidas varaga turul peamiselt kaubeldakse ning kas on olemas piisavalt turuandmeid. Samas leidub ka teistsuguse kogemusega eksperte, näiteks tegevhindaja V3 toob välja, et kasutab töös peamiselt tulumeetodit ning standardi väljatöötamise töörühma liige V11 toetab seda väidet arvamusega, et ärikinnisvara puhul on kõige klassikalisem ikkagi tulumeetod. Pangas töötav ekspert V6 selgitas, et viimase 10 aasta jooksul on oluliseks muutunud rahavood ning neid tahetakse näha. V6 selgitas täiendavalt: "Kui me räägime kinnisvarast, siis me kogu aeg tahame näha rahavoolist väärtust" ning V13 lisab, et "ärikinnisvara väärtus tekib ainult sellest rahavoost." Sellest erineb tegevhindaja V7 praktika, kellelt saadud info kohaselt kasutab ta 60–65% juhtudel ärikinnisvara väärtuse hindamiseks võrdlusmeetodit ja tulumeetodi roll on tagasihoidlikum, jäädes 35% juurde. Viimast seisukohta ei toeta aga eelnev kirjandus, kus on välja toodud, et ärikinnisvara puhul on võrdlused vähem nähtavad, ning sel juhul osutub usaldusväärsemaks meetodiks tulevaste rahavoogude kindlakstegemine (Scarrett, Osborn 2014: 73).

Samas tõid nii standardi väljatöötamise töögrupi liige V11 kui ka pangas töötav ekspert V6 välja selle, et praktikas kasutatakse puhtal kujul meetodeid harva. Standardi väljatöötamise töörühma liige V11 selgitas: "Puhtakujulisi meetodeid on üleüldse haruharva. Enamikel puhkudel ühe hindamise käigus tehtava analüüsi siseselt, kas otseselt või kaudselt, kasutatakse alati kolme meetodit." V11 väidet toetab ka pangas töötav ekspert V6, kelle selgitustest tulu- ja võrdlusmeetodi puhul selgus, et "vargi kasutatakse tegelikult mõlemaid ikkagi kogu aeg käsikäes," samas selgitab ta täiendavalt, et kinnisvaraturu analüüsimisel on võimalik lähtuda eelkõige sellest, millist infot on võimalik kätte saada ja kui usaldusväärne on see teave.

Kuigi kulumeetodit kasutatakse pigem aruandluse (Scarrett, Osborn 2014: 159), kindlustamise, hüvitamise, maksustamise jms (EVS 875-8 2018: 14) eesmärgil ning seda meetodit ei saa kasutada hüpoteekide seadmisel (Augustyniak *et al.* 2018: 6), tõi pangas



töötav ekspert V6 välja, et kulumeetod on pangas kasutusel kontrollarvutuste tegemiseks. Kulumeetodi ebasobivuse seisukohta toetab ka töörühma liige V16, kelle arvamuse kohaselt on kulumeetodi kasutamine turuväärtuse kindlakstegemiseks nonsenss.

Kokkuvõtteks koostasid autorid alljärgneva tabeli 2.6, mis võtab kokku empiirilise uuringu esimese teemaploki koos erialase kirjanduse sünteesiga.

**Tabel 2.6.** Empiirilise uuringu esimese teemaploki süntees teoreetilise käsitlusega.

I teemaplokk	Teoreetiline käsitlus	Empiirilise uuringu tulem
Eestis kasutatavad hindamise alused	Laenupõhisel finantseerimisel on kõige laialdasemalt hinnatav väärtus turuväärtus (IVS 2017: 98; RICS 2017: 86; EVS 875-3 2015: 11).	Laenupõhise finantseerimise korral on turuväärtus enim levinud ja kasutusel olev kinnisvara väärtuse hindamise alus.
Eestis kasutatavad hindamise meetodid	Enim kasutusel olevad lähenemised kinnisvara väärtuse hindamisele on tulu-, kulu- ja turupõhine (võrdlusmeetod) lähenemine, seejuures ärikinnisvara väärtuse hindamiseks peetakse sobivaimaks tulupõhist lähenemist (Wyatt 2013: 101; IVS 2017: 29).	Ärikinnisvara väärtuse hindamiseks on kasutusel tulu-, kulu- ja võrdlusmeetod, kuid valdavalt leiab kasutust siiski tulumeetod. Eestis leidub aga ka eksperte, kes kasutavad ärikinnisvara hindamiseks ka võrdlus- või kulumeetodit, mis teaduskirjandusele tuginedes ei pruugi anda kinnisvarale õiglast väärtust.

Allikas: Autorite koostatud.

Uuringust selgus, et kõik Eesti eksperdid peavad enim levinud ja kasutusel olevaks hindamise aluseks turuväärtust, mis ühtib ka teoreetilise käsitlusega. Eestis kasutatavate hindamismeetodite osas selgus, et kasutatakse tulu-, kulu- ja võrdlusmeetodit, millest levinuim on tulumeetod, mis on ka teoreetilisest lähtepunktist vaadates kõige korrektsem. Samas leidub ka eksperte, kes kasutavad ärikinnisvara hindamiseks võrdlus- või kulumeetodit, mis teoreetilisele kirjandusele tuginedes ei pruugi anda kinnisvarale õiglast väärtust.

### 2.2.2. Eestis kasutatavate hindamismeetodite ja aluste tugevused ja kitsaskohad

Järgnevalt toovad magistritöö autorid välja erinevate kinnisvara väärtuse hindamise meetodite olulisemad tugevused ja kitsaskohad. Teise uurimisülesande analüüsiraamistik koos indikaatoritega on toodud tabelis 2.7.

**Tabel 2.7.** Teise uurimisülesande analüüsiraamistik koos indikaatoritega

II uurimisülesanne	Indikaatorid, millega seonduvat infot autorid intervjuudest otsisid
Analüüsida Eestis kasutatavate kinnisvara väärtuse hindamise aluste ja meetodikate tugevusi ja kitsaskohti.	Eestis oluliste väärtuse hindamise aluste plussid ja miinused; Eestis oluliste väärtuse hindamise meetodite plussid ja kitsaskohad.
Uurimisküsimused	
Millised on selle plussid?	
Millised on selle miinused?	
Kas Teil on antud teemaga seoses midagi veel lisada?	
Millised on Teie hinnangul nende meetodite suurimad plussid?	
Kas nendel meetoditel on Teie hinnangul nende kitsaskohti (kui, siis millised)?	

Allikas: Autorite koostatud.

Riskide hindamise valdkonnas töötav V4 toob Eestis kasutatavate meetodite üldiste plussidena välja selle, et mudelid on olemas ja turul kasutusel aastakümneid ning parim praktika on välja töötatud. Samuti on kasutusel olevad mudelid kergesti arusaadavad, neid õpetatakse ülikoolis, kliendi seisukohast on oluline, et ta saab nendest aru. Lisaks on need mingil kujul elanud üle kriisi, neid võib üldiselt pidada läbipaistvateks ja testituteks.

V4 hinnangul on üldiseks kitsaskohaks asjaolu, et „kõik sisendid on väga subjektiivsed Eesti turu puhul, sest tegelikult meil puudub efektiivne turg ja efektiivne või läbipaistev info sisendite kohta“. Ta selgitas täiendavalt, et kinnisvarabüroo võtab turu rendimäärad sageli enda näidete või tehingute baasil, kuid kuna see ei ole info kogu turu kohta, siis tekib oht, et see informatsioon ei ole täielik, mis muudab hinnangu subjektiivseks. Samuti on V4 hinnangul põhjust muretseda kliendi rolli pärast, kuna klient dikteerib sageli selle väärtuse juba hinnangule ette. Kui kliendile ei sobi see hinnang, siis klient läheb otsib hindaja, kes talle selle väärtuse annab. Samuti toob ta välja, et kuna reeglina on mudelid Excelis modelleeritavad, siis on lihtne sisenditega mängida ja leida kliendi ootustele vastav väärtus. See on ka põhjus, miks pangad teevad eksperthinnangu lahti ja vaatavad väärtuse üle. Kontroll ei tähenda ilmtingimata väärtuse ümberhindamist, kuid võib tähendada väiksemat laenusummat, kui seatud eeldused on liiga subjektiivsed või kumab läbi kliendi soovist lähtuva väärtuse andmine hindaja poolt.

Alljärgnev tabel 2.8 võtab kokku Eesti ekspertide arvamused kõigi kolme kinnisvara väärtuse hindamise meetodite tugevuste ja kitsaskohtade kohta.

**Tabel 2.8.** Hindamismeetodite tugevused ja nõrkused Eesti ekspertide arvamuse kohaselt

Meetod	Tugevused	Kitsaskohad
Turumeetod	Annab täpseima tulemuse, kui sisendid korrektsed; Lihtsus ja usaldusväärsus.	Ei leidu piisaval hulgal võrdlusi; Kohandused subjektiivsed; Tulemus sõltub võrdlustehingute kvaliteedist; Turuandmete vähesus.
Tulumeetod	Arvestab vara tulupotentsiaaliga; Hea võrdlus investorile; Võtab arvesse vara erisuste mõju väärtuse kujunemisel.	Turuandmete vähesus; Nõuab analüüsioskust; Turuandmeid keeruline hankida; Kapitalisatsioonimäära tuletamine keeruline.
Kulumeetod	Sobilik kasutada kui turu- või tulumeetodiga ei saa hinnata (nt. terminalide, lennujaamade hindamine); Sobib kontrollarvutuste tegemiseks.	Keeruline hinnata; Turuandmeid kulude kohta väga keeruline saada; Subjektiivsus; Ajamahukas.

Allikas: Autorite koostatud.

Kui võrrelda eelpool esitatud tabelit teooriaosas esitatud tabeliga (vt tabel 1.2) siis nähtub, et laias laastus kattuvad teooriaosas käsitletud tugevused ja kitsaskohad ekspertide ütlustega. Suurimaks vastuoluks teooria ja praktika vahel on see, et eksperdid peavad võrdlusmeetodit lihtsasti rakendatavaks ja usaldusväärseks, kuigi teoreetilises kirjanduses peetakse selle meetodi kitsaskohaks seda, et hinnangu tõepärasus võib olla puudulik, kuna väärtuse hindamiseks kasutatav turuinfo põhineb minevikutehingutel.

Tuginedes teooriale ja käesoleva magistritöö fookusele, on pikemalt käsitletud üksnes tulumeetodi kui usaldusväärseima ärikinnisvara väärtuse hindamise meetodi tugevusi ja nõrkusi. Kuigi autorid on teadlikud, et Eesti kinnisvara hindamise eksperdid kasutavad ka võrdlusmeetodit ärikinnisvara hindamiseks, ei peeta seda erialases kirjanduses parimaks valikuks. Siinkohal nõustuvad töö autorid eksperdiga V13, kelle arvamuse kohaselt tekib ärikinnisvara väärtus üksnes selle rahavoost ning seetõttu tuleks autorite arvates väärtus leida tulumeetodit kasutades. Teiste meetodite kasutamine võiks olla lubatud üksnes juhtudel, kui tegemist on kinnisvaraga, mis ei genereeri rahavoogusid.

Pangas töötav ekspert V2 toob tulumeetodi alla kuuluva diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul välja olulisemad tugevused, mille kohaselt meetod: „näitab vara väärtust tulupotentsiaali silmas pidades, hea võrdlus investoritele; piisavalt täpse turuinfo (sisendid) korral annab täpseima tulemuse ja ei ole sõltuv kohanduste subjektiivsusest“.

Tegevhindaja V1 täiendab: „Tulumeetod annab võimaluse hinnata selliseid äriotsusteliseid varasid, mis toodavad reaalselt rahavoogu ja millistega madala turuaktiivsusega piirkondades tehinguid ei toimu või siis vahetab vara omanikku läbi ettevõtte, nii et reaalselt kinnisvara tehingut ei toimu.“ Riskide hindamise valdkonnas töötava V10 arvamusel on tulumeetod suhteliselt lihtne isikutele, kes selles kasutatavaid andmeid turult tuletada suudavad ja oskavad ning annab hinnatava vara turuväärtusest või vähemalt selle indikatsioonist suhteliselt kiire ülevaate. Riiklikult tunnustatud eksperdi V15 hinnangul on tulumeetodi rakendamisel hindamiskäik ja –loogika hästi mõistetav ärikinnisvara soetamisest huvitatud investoritele, kuna investeringu tasuvuse hindamine ning sellest tuleneva võimaliku soetushinna kujunemise loogika pole neile võõras teema.

Pangas töötava eksperdi V2 hinnangul on diskonteeritud rahavoogude meetodi miinusteks, et sisendite valik vajaks tugevat analüüsi, ent tihti ei tehta seda piisava hoolsusega. Ekspertide V15, V8 ja V1 hinnangul on tulumeetodi puhul kõige teravam probleem võrreldava turuinfo (peaasjalikult üüriandmed – üür, lepingute tähtajad/eritingimused jm) hankimine, kuna tegemist on konfidentsiaalse infoga, mille avaldamine kolmandatele isikutele ei ole formaalselt lubatud. Riiklikult tunnustatud ekspert Erinev on aga V9 arvamus, kes lisas: "Otseselt selles meetodis endas ei ole probleemi olnud, pigem ebaõiges rakendamises, kus on need puudujäägid tekkinud. (nt. diskontomäärade valikul on olnud liiga optimistlikud)".

Töö autorite hinnangul võib tulumeetodi kasutamise mitteaktiivsus ärikinnisvara hindamisel olla seotud nii andmete vähese kättesaadavuse kui ka hindajate puuduliku kvalifikatsiooniga, millele viitavad ka mõlemad riskide valdkonnas tegutsevad eksperdid, kellest üks, täpsemalt V4, on öelnud: „Mulle tundub, et ikkagi väga tihti lihtsalt pannakse need sisendid, mis kätte saadakse, pannakse sinna mudelisse ja tuleb see väärtus, mis tuleb ja kui ei tule selline väärtus, mida klient soovis, siis küll me välja mõtleme midagi, korrigeerime seda ühte sisendit ja põhjendame ära ka siin ja loodame, et läheb läbi või et keegi ei loe seda.“ V10 lisas: „Isikud, kes on riiklikult tunnustatud eksperdid või lihtsalt VII taseme hindajad, ei oska keerulisemaid varasid hinnata (nt tulumeetod, mis juba hõlmab nt arendaja kasumit, ehituskulusid, detailplaneerimisega seotud asjaolusid jne, jne ning eeldab reaalselt arendusalast kogemust või vähemalt piisavat mõtlemisvõimet,

kuidas kasumile orienteeritud arendustegevus praktikas toimub) või on tegemist nii juurdunud praktikaga, mille muutmine nõuab suuremat tööd ja tähelepanu.“

Edasi analüüsisid autorid Eestis rakendatava hindamise aluste tugevusi ja kitsaskohti. Tegevhindaja V8 võtab turuväärtuse tugevused hindamise alusena kokku järgmiselt: „Selle väärtuse plussid võtab kenasti kokku turuväärtuse mõiste definitsioon ehk hinnang peegeldab väärtuse kuupäeva turusituatsiooni, kummagi poole teadlikku ja kaalutletud tegevust ja välistab sundolukorrad (võimalikud alla- ja juurdehindlused).“ Sama seisukohta toetasid ka eksperdid V1, V2, V7 ja V15, kes peavad turuväärtuse suurimaks plussiks hindamistulemuseni jõudmiseks turupõhise andmestiku kasutamise, mistõttu peaks see andma piisavate võrdlusandmete olemasolul tõepäraseima tulemuse.

Turuväärtuse kui hindamise aluse kitsaskohana toob riiklikult tunnustatud ekspert V15 välja, et „sõltuvalt vara tüübist ja/või turupiirkonnast on suurimaks miinuseks turuinfo vähesus/puudulikkus, mille puhul tehakse hindajate poolt kas järeleandmisi hindamistäpsuse osas või paljudel juhtudel ka loobutakse tellimuse täitmisest“. Samas leiab tegevhindaja V7, et turuväärtuse hindamisel olulisi miinuseid ei ole, v.a osades mitteaktiivse turuga piirkondades, kus turutehingute arv on väike (samas ei oleks nendes piirkondades ka muu väärtuse hindamine täpsem/parem), ning tegevhindaja V1 toob turuväärtuse miinusena välja, et: „see, et kasutatakse realselt toimunud tehinguid, tähendab seda, et kasutada saab möödunud perioodi tehinguid, ei saa arvesse võtta jooksvaid turumuutusi ja perspektiive“. See tähendab, et kui näiteks piirkonnas ei ole toimunud ühtegi uue korterelamu korteritehingut, aga soovitakse hinnata korterit uues korterelamus, ei ole sobivaid võrdlusandmeid. Sama on probleem eripäraste varadega, millega tehingud on haruharvad. See tähendab, et murekohaks on sobi võrdlusandmete ja info nappimine nend kohta. Uuringu tulemuste kokkuvõtmiseks koostasid autorid alljärgneva tabeli 2.9.

**Tabel 2.9.** Empiirilise uuringu teise teemaploki süntees teoreetilise käsitlusega.

II teemaplokk	Teoreetiline käsitlus	Empiirilise uuringu tulem
Eestis kasutatavate hindamise aluste tugevused - turuväärtus	Vara kõige tõenäolisem müügihind; turuväärtus arvestab keskmiste turutingimustega s.t ei arvesta eritingimusi (erihuviseid) (Ilsjan 2003: 21).	Hinnang peegeldab piisava hulga võrdlusandmete olemasolul väärtuse kuupäeva turusituatsiooni, sest lähtutakse reaalselt toimunud tehingutest ja vara parimast kasutusest, kummagi poole teadlikku ja kaalutletud tegevust ja välistab sundolukorrad. Hindamistulemus on võimalikult täpne.
Eestis kasutatavate hindamise aluste nõrkused - turuväärtus	Praegu on MV kõige laialdasemalt kasutuses olev hindamise alus laenu tagatiseks oleva kinnisvara väärtuse hindamisel, kuigi seda on kritiseeritud suutmatuse tõttu võtta arvesse turu volatiilsust. Seega on turuväärtus volatiilne ja äritsüklilist sõltuv (Spangler, Werner 2014: 11)	Sõltuvalt vara tüübist ja/või turupiirkonnast on suurimaks miinuseks turuinfo vähesus/puudulikkus ja sisendid on seega väga subjektiivsed, sest puudub efektiivne turg ja läbipaistev info sisendite kohta. Kasutatakse reaalselt toimunud tehinguid ehk minevikuandmeid, arvesse ei saa võtta jooksvaid turumuutusi ja perspektiive. Küsitava väärtusega on spetsiifiliste/eriotstarbeliste varade hindamine.
Eestis kasutatavate hindamise meetodite tugevused - tulumeetod	Pegeldab hästi turu hetkeseisu; hinnangu andmine ei põhine mineviku infol; annab ostjale/investorile hea ettekujutuse sellest, mida ta ostab (Augustyniak et al. 2018: 7-10; Kaing 2011: 86-89).	Tulumeetod annab võimaluse hinnata selliseid äriotstarbelisi varasid, mis toodavad reaalselt rahavoogu ja millistega madala turuaktiivsusega piirkondades tehinguid ei toimu. Alamliik diskonteeritud rahavoogude meetod näitab vara väärtust tulupotentsiaali silmas pidades, hea võrdlus investoritele; piisavalt täpse turuinfo (sisendid) korral annab täpseima tulemuse ja ei ole sõltuv kohanduste subjektiivsusest.
Eestis kasutatavate hindamise meetodite nõrkused - tulumeetod	Kapitalisatsioonimäära määramine keeruline, mistõttu analüüs väga tundlik; investoritel erinev tulunõue; makromajanduslike tegurite, kinnisvaraturu arengut ja halduskulude muutumist raske hinnata; subjektiivne (sõltuv hindajast) (Augustyniak et al. 2018: 7-10; Kaing 2011: 86-89).	Tulumeetodi probleem on võrreldava turuinfo hankimine; ajalooliste tehingute puhul tehinguaja lepinguliste suhete sisu ja iseloomu tuvastamine. Alamliigi diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul sisendite valik vajab tugevat analüüsi, ent tihti ei tehta seda piisava hoolsusega.

Allikas: Autorite koostatud

Tulumeetodi tugevusena töid eksperdid välja võimaluse hinnata selliseid äriotsustelisi varasid, mis toodavad rahavoogu ja millega madala tehinguaktiivsusega piirkondades tehinguid ei toimu. Diskonteeritud rahavoogude meetod näitab vara väärtust tulupotentsiaali silmas pidades. See on hea võrdlus investoritele ja annab piisavalt täpse turuinfo korral täpseima tulemuse ega ole sõltuv kohanduste subjektiivsusest, mis kattub suures osas teoreetilise käsitlusega. Tulumeetodi nõrkusena töid eksperdid välja turuinfo hankimise keerukuse ja samuti selle, et diskonteeritud rahavoogude puhul peavad sisendid olema hoolikalt valitud, kuid praktikas ei tehta seda piisava hoolsusega. Ka teoreetilises käsitluses on välja toodud analüüsi tundlikkus ja subjektiivsus. Täiendavalt on teoreetilises käsitluses välja toodud investorite erinevad tulunõuded, makromajanduslike tegurite ja kinnisvaraturu areng ja halduskulude prognoosimise keerukus.

### 2.2.3. Kinnispandi väärtuse rakendamise Eestis

Magistritöö autorid analüüsisid kolmandaks MLV standardisse lisamise mõju igapäevatööle. Seejuures õnnestus standardi töögruppi kuulunud ekspertidelt välja selgitada taustainfot ka kinnispandi väärtuse mõiste standardisse lisamise kohta ja saada ekspertidelt arvamusi kinnispandi väärtuse rakendamise kitsaskohtade kohta. Kolmanda uurimisülesande analüüsiraamistik koos indikaatoritega on toodud tabelis 2.10.

**Tabel 2.10.** Kolmanda uurimisülesande analüüsiraamistik koos indikaatoritega

III uurimisülesanne	Indikaatorid, millega seonduvat infot autorid intervjuudest otsisid
Analüüsida kinnispandi väärtuse sobivust Eesti konteksti.	Kinnispandi väärtuse mõiste tundmine; Kinnispandi väärtuse standardisse lisamisega kaasnenud mõju igapäevatööle; Kinnispandi väärtuse kasutamine ärikinnisvara hindamise alusena Eestis.
Uurimisküsimused	
Mil määral on 2015. aastal Eesti Varahindamise Standardisarja (EVS 875) toodud kinnispandi väärtus mõjutanud Teie igapäevast tööd?	
Mida näete suurimaks takistuseks, et kinnispandi kontseptsiooni ei saa praktikasse rakendada?	

Allikas: autorite koostatud.

Seoses standardisse lisamisega selgitasid standardi töögrupi liikmed V5 ja V11, et kinnispandi väärtuse mõiste kirjutati standardisse kaalutlusel, et Euroopa standardis on see olemas ja selle kasutamise võimalus teoreetiliselt eksisteerib ka Eestis, kuid oli juba algusest peale selge, et lähiaastatel see Eestis tõenäoliselt kasutust ei leia. Ekspert V11 lisas: „Mitte, et asi halb oleks, aga esiteks ta on uus ja võõras meile ja teiseks see praktiline kasutus just selle poole pealt, et kuidas seda leida, ega siin sellist suurt tausta ei ole.“ Magistritöö autorid järeldavad, et peamiselt oli standardisse kirjutamise eesmärk seega informatiivse loomuga.

Kui standardi töörühma kuuluvad eksperdid on kinnispandi väärtuse mõistega kursis, siis riskidega tegelev ekspert V4 ütles: „Mulle tundub et siin on ikkagi rahvusvahelisest standardist lihtsalt kopeeritud mingisugune mõiste.“ Sarnaselt arvab ka Eestis tegutsevas pangas töötav V6, kes sõnas: „Minule kinnispandi mõiste kui selline on täitsa võõras, ma pidin seda guugeldama.“ Mõiste enda kohta arvab aga riiklikult tunnustatud ekspert V15, et mõiste kinnispandi väärtus on semantiliselt täielikult ebaõnnestunud termin, kuna Eesti pandiõiguses käsitlust leidev kinnispant jaguneb kehtivate õigusaktide kohaselt (AÕS) hüpoteegiks ja kohtulikuks hüpoteegiks. Seega tekib tahtmatult mõistmine, et kinnispandi (ehk ka hüpoteegi ja/või kohtuliku hüpoteegi) hindamine on pigem seotud õigus(t)e kui vara väärtuse hindamisega. Magistritöö autorid järeldavad vestlustest ekspertidega, et tihti kaasneb MLV termini endaga üksjagu teadmatust ja segadust ning juba see on hetkel ebakorrektn, et Eesti varahindamise standardis kasutatakse MLV terminina kinnispandi väärtust, kuid EKI annab ametlikuks tõlkeks hüpoteekimisväärtuse.

Magistritöö autorid uurisid veel, mil määral on ekspertide igapäevast tööd mõjutanud kinnispandi väärtuse mõiste lisamine standardisse. Kõikide ekspertide ühine seisukoht on, et igapäevast tööd ei ole see kuidagi mõjutanud, sest praktikas ei ole kinnispandi väärtus Eestis praegu kasutusel, seetõttu puudub kõigil intervjuueeritud Eesti ekspertidel praktiline kokkupuude kinnispandi väärtusega ja mitte keegi ei ole seda siiani hindamise aluseks võtnud.

Järgnevalt uurisid magistritöö autorid põhjuseid, miks kinnispandi väärtust kasutusele ei ole võetud. Standardi koostamise töörühma liige V5 selgitas, et hetkel on konkreetse metoodika puudumine põhjuseks, miks Eestis ei ole kinnispandi väärtus juurdunud. Välisekspert V14 toob välja, et Saksamaal on väga täpselt ette kirjutatud, milliseid



numbreid kuskil kasutada ehk valuatsioonimeetod on ette kirjutatud, mistõttu tegemist ei ole enam väärtuse hindamisega vaid protseduuri järgimisega: „Saksa süsteem on tsentraalselt seadusega paika pandud.“ V11 lisas, et kui kinnispandi väärtus võetakse üle, aga meetodika ei kattu, siis on tegemist teise meetodikaga. Lisaks toovad tegevhindajad V3 ja V5 välja, et kinnispandi väärtuse kasutuselevõtmine hindamise alusena muudaks finantseerimistingimusi halvemaks. Sama meelt on ka riiklikult tunnustatud ekspert V15, kelle hinnangul kinnispandi kontseptsiooni rakendamine päädiks kinnisvaraturul osaleva krediitkõlbliku klientuuri alla surumisega. Ta märkis: „Kinnispandi väärtuse rakendamisel laenu tagatise suhtarvu määramisel väheneks nõutava omafinantseeringu puudumise tõttu aktiivsete turuosaliste arv nullilähedaseks. Selline stsenaarium ei ole aga kindlasti Eestis tegutsevate krediitiasutuste suurimate soovunelmate nimekirjas.“

Riiklikult tunnustatud eksperdid V2, V5, V11 ja V13 lisasid, et esmalt peab tekkima kommertsbankade huvi ja algatus, sest hetkel ei nõua pangad muud väärtust peale turuväärtuse. Ka standardi töörühma kuuluv ekspert V5 pole kindel, kas kinnispandi väärtust on Eestile vaja: „Kui väga pragmaatiliselt läheneda, siis ütleks, et pigem ei ole, sest pigem on pangad ja nende riskid nii või naa igatpidi ära maandatud tegelikult.“ Tegevhindaja V8 oletab, et kinnispandi väärtuse kontseptsioon töötab paremini stabiilsematel turgudel kui kiiresti kasvavatel või volatiilsetel turgudel. Tegevhindajad V1 ja V7 arvavad ühtlasi, et kinnispandi väärtuse kasutusele võtmise takistuseks on vähene koolitatus ja madala aktiivsusega piirkondades ka ebapiisav andmete hulk. Välisekspert V14 toob välja tema hinnangul suurima puuduse: „MLV suurim probleem on kontseptuaalne, kuna see ei ole tõeline väärtus.“

Eriarvamusel on eksperdid V10 ja V4, kellest viimane arvab, et „*mortgage lending value*“ oleks väga hea asi, aga ma ütlen, et see kompetents peab olema väga-väga kõrge ja just see, et hindajad ei karda seda reaalselt turuväärtust siin anda või sellist konservatiivsemat või ikkagi realistlikumat“. V4 hinnangul algab kõik hindajate kvalifikatsiooni tõstmisest. Lisaks on tema soovitus alustada turuväärtuse hindamispraktika ühtlustamisest ja hindajate hindamisvõimekuse tõstmisest, seejärel tuleks üle vaadata kinnispandi mõiste kontseptsiooni sobivus Eesti konteksti ja vajalike andmete olemasolu.

Vaatamata sellele, et ekspertidega läbiviidud intervjuude tulemusena ei ole võimalik välja tuua ühte konkreetset põhjust, miks MLV ei ole rakendust leidnud, oli autoritel võimalik järeldada järgmist:

- MLV hindamiseks puudub vajadus ja nõudlus, kuna tänapäeval nõuavad finantsasutused hüpoteegi hindamisel turuväärtust vaatamata sellele, et panga siseselt kasutatakse eksperthinnangute korrigeerimisel „konservatiivsema tsükliülese turuväärtuse“ kontseptsiooni.
- Hindajad suhtuvad MLV kontseptsiooni pigem skeptiliselt ja nende subjektiivne arvamus on, et selle hindamise aluse kasutamine muudab hindamise keerukaks, kuid seejuures ei ole eksperdid valdavalt hinnangu andmisel süvenenud kontseptsiooni sisusse ega sellesse, kuidas tulemuseni jõutakse.
- Tulenevalt MLV kontseptsiooni keerukusest vajaksid hindajate tänased oskused arendamist.
- Puudub MLV hindamise metodika, sest kuigi standardis EVS 875-6 antakse mõningad lühikesed selgitused hindamiseks, puudub laiem eestikeelne käsitlus ja konkreetsed juhised.

Kuigi ülaltoodud loetelust nähtub, et MLV rakendamiseks on praktikute arvates mitmeid piiranguid, ei nõustu käesoleva töö autorid seisukohaga, et seda ei ole vaja ning üksnes turuväärtuse hindamine annab kinnisvarale tõepäraseima ja pikaajalise õiglase hinnangu, kuna turuväärtus on väärtus mingil kindlal ajahetkel ega peegelda võimalikku hinda tulevikus.

Kokk võtvalt võib väita, et enamik Eesti kinnisvara hindamise eksperte on seisukohal, et tänane hindamine ei vaja alternatiivset hindamise alust turuväärtuse kõrvale. Samuti leidis kinnitust, et Saksamaa MLV hindamise metodika ei sobi muutmata kujul Eestis ülevõtmiseks. Selle põhjus on ühest küljest liigne keerukus ja kulumeetodi kasutamine hindamisel, teisest küljest ei ole Saksamaa mudeli kujul tegemist majanduslikult põhjendatud väärtusega, kuna sisendid ei tugine turuinfole, vaid on seadusandlikult paika pandud suurused ega muutu ajas.

### 2.3. Kinnispandi väärtuse rakendamise perspektiivid Eestis

Kuigi uuringust selgus, et MLV ei ole tänasel päeval alternatiiv turuväärtuse hindamisele laenu põhisel hindamisel, kuna selle rakendamiseks on täitmata mitmesugused eeldused, mis on ära toodud eelnevas alapeatükis, tahavad autorid siinkohal diskuteerida MLV rakendamise perspektiivide üle Eestis. Autorite hinnangul kiireid lahendusi MLV rakendamiseks Eestis ei ole, kuid tuginedes autorite poolt tehtud järeldustele, ekspertidelt saadud informatsioonile ja MLV rakendamise praktikale teistes riikides, saavad autorid MLV kasutusele võtmiseks teha mitmeid ettepanekuid, mille võtab kokku tabel 2.11.

**Tabel 2.11.** MLV rakendamise kitsaskohad ja nende lahendusettepanekud

Kitsaskoht	Lahendusettepanek
MLV hindamiseks puudub nõudlus	Kommertspankade ja EKHÜ koostöö tulemusena sõlmitakse kõigile arusaadavad kokkulepped
Hindamine keeruline	Teavitustöö ja selgitamine
Puudulik kvalifikatsioon	Täiendkoolitused ja konkreetset näitekaasused
Konkreetsed meetodika puudumine	Eesti konteksti sobiva pikaajalise väärtuse arvutamise meetodika väljatöötamine ja hindajatele mõeldud metoodilise juhendi koostamine

Allikas: Autorite koostatud.

Autorid järeldavad intervjuudest praktikutega, et hetkel puudub vajadus ja nõudlus MLV kasutamiseks hindamisel, kuna laenu tagatiseks seatava kinnisvara puhul tuleb hinnata turuväärtust, kuid juba täna on mõned eksperdid seisukohal, et MLV või vähemalt pikaajalise väärtuse hindamine tõuseb lähitulevikus päevakorda. Kuigi pole päris selge, kas see on siis MLV või mõni muu pikaajaline väärtus. Samuti selgus pangas töötavate ekspertide intervjuudest seisukoht, et MLV näol ei ole tegemist nende jaoks millegi uuega, vaid panga sees nad juba arvutavad turuväärtust ümber kestlikumaks turu kõikumisi arvestavaks väärtuseks. See ei ole küll standarditega reguleeritud ja nad ei nimeta seda MLV-ks, kuid selle sisu on üsna sarnane. Seega peaksid kommertspangad reaalse ärikinnisvara kestliku hindamise nõude sisse tooma ka välistele eksperthinnangutele. Üks võimalus oleks koostöös EKHÜ-ga välja töötada ja kättesaadavaks teha konkreetne metoodiline juhend, mis on läbipaistev ja kõigile kasutamiseks kättesaadav.

Eelnevas tabelis toodud kitsaskohad on omavahel väga tugevas seoses. Esiteks on eksperdid seisukohal, et MLV hindamine on keeruline, mis nii mõne eksperdi kui ka magistr töö autorite hinnangul on seotud ebapiisava kvalifikatsiooniga ja MLV meetodilise juhendi puudumisega. Standardis EVS 875-6 on küll sätestatud mõned juhised, kuid välja tuleks töötada konkreetne Eesti konteksti sobiv pikaajalise väärtuse arvutamise meetodika. Autorite arvates ei oleks ekspertide arvamus MLV osas nii skeptilised, kui toimiks piisav teavitustöö ja selgitamine ning välja oleks töötatud konkreetne meetodiline juhend ärikinnisvara kestlikuks hindamiseks.

Erinevates teadustöodes on diskuteeritud selle üle, milline oleks parim lähenemine MLV hindamisele. Saksamaal kasutusel olev MLV meetodika näeb ette tulu- ja kuluväärtuse hindamist, mille tulemusena tekib MLV (vt joonis 4). Siinkohal näevad autorid kitsaskohta, kuna Eesti kontekstis kulupõhist lähenemist ärikinnisvara väärtuse hindamisel enamasti ei kasutata ning selle rakendamise hakkamine oleks seetõttu keeruline ja väga ajamahukas protsess, mida eksperdid ei pruugi aktsepteerida. Samuti ei ole Eestis ühtset andmebaasi kulude kohta ja seetõttu ei pruugi turupõhised kuluandmed olla hindajatele kättesaadavad, mis suurendab määramatust ja subjektiivsust, kuna turuandmete puudumisel võivad hindajad vajalikud sisendid ise seada, tuginedes oma varasemale praktikale. Teoreetiline kirjandus pakub välja ka nn „tuletatud MLV“ arvutamise kontseptsiooni (vt joonis 5), kus esmalt arvutatakse turuväärtus ning seejärel läbi asjakohase tagatise tuletatakse MLV. „Tuletatud MLV“ lähenemine tundub autoritele mõistlik, kuigi vähenduskoefitsiendi määramisel tuleb olla ettevaatlik. Lisaks sellele, et see peaks olema kohandatud konkreetsele turule, võib tekkida olukord, kus MLV hindamine toimub turu madalseisu ajal. Sellises olukorras võib autorite hinnangul tekkida hoopis vajadus MV ülespoole hindamiseks, mis aga läheb vastuollu teooriaga, kuna teoreetilisest kirjandusest ollakse seisukohal, et MLV ei tohiks olla kõrgem MV-st.

Samuti ei reguleeri teoorias käsitletud „tuletatud MLV“ arvutamise loogika turuväärtuse hindamise meetodeid ega ka konkreetseid tehnikaid, mida võib kasutada. Seetõttu oleks vaja meetodilises juhendis ära märkida ka see meetod, mida ärikinnisvara turuväärtuse hindamisel tuleb kasutada. Ekspertidelt saadud tagasiside tulemusena vajaks ülevaatamist ja parendamist ka MV hindamine. Hetkel kajastub seal samuti olulisel määral subjektiivsust ja kliendi ootuste poole kallutatust, mis rikub eksperthinnangu

tulemuse ja tekitab finantsasutustele täiendavat töökoormust järelkontrolli näol. Autorid näevad MLV hindamise kvaliteedi tõstmiseks nelja võimalust: hindajate kvalifikatsiooni tõstmine, eetikakoodeksi järgimine, rangem järelevalve ning rangemad hindajakutse saamise ja säilitamise nõuded.

Teiseks oluliseks muudatuseks „tuletatud MLV“ puhul on Eesti konteksti sobiliku tagatise suuruse arvutamine (olgu selleks siis allahindlus või juurdehindlus), kuna autorite hinnangul puudub kokkulepitud vähenduskoefitsendil igasugune seos kinnisvaraturu ja seal eksisteerivate riskidega, kuid selleks, et MLV kasutamine väljendaks vajalikke erinevusi piirkonniti ja muutusi ajas, peab sobilikul tagatisel olema konkreetne alus. Tajani ja Morano (2018) pakkusid selleks välja „empiirilise-deduktiivse“ lähenemisviisi, mida on käsitletud ka käesoleva töö teooriaosas. Autorid leiavad, et Eestile sobiliku koefitsendi hindamisel võiks tugineda samadele tööfaasidele, ning kuna väärtus on autorite hinnangul ajas muutuv, tuleks ka MLV-d vähemalt korra aastas ümber hinnata.

## KOKKUVÕTE

Pärast viimast majanduskriisi on hakatud suuremat tähelepanu pöörama kinnisvara väärtuse hindamisele ja selle kvaliteedile ning otsima alternatiivseid väärtuse hindamise aluseid. Euroopas on võetud aluseks pikaajalise jätkusuutliku väärtuse hindamine, mis tugineb Saksamaal kasutusel olevale kinnispandi väärtusele (*mortgage lending value*, edaspidi MLV). Magistritöö autorid keskendusid MLV-le eelkõige seetõttu, et 2015. aastal tõi Eesti Kinnisvara Hindajate Ühing sama termini Eesti varahindamise standardisse (edaspidi EVS) 875-3. Põgusalt on MLV hindamist käsitletud ka standardis 875-6, kuid rohkem eestikeelset ainet selle mõiste kohta ei ole. Kuna vara väärtuse hindamise puhul on tegemist valdkonnaga, mis mõjutab oluliselt majanduse käekäiku, võimaldab tagatisvara hindamise aluste täiustamine anda kvaliteetsemat eelinfot otsuste langetamiseks ja tagada suurema kindluse tehtud otsuste suhtes.

Eeltoodust lähtuvalt oli selle magistritöö eesmärk hinnata kinnispandi väärtuse kui alternatiivse hindamisaluse sobivust Eestis ärikinnisvara väärtuse hindamiseks laenu põhisel finantseeritud tehingute tegemisel. Magistritöö autorid sõnastasid kuus uurimisülesannet, mille abil püstitatud eesmärgini jõuda. Ärikinnisvara väärtuse hindamisele keskendusid töö autorid eelkõige seetõttu, et see valdkond on keerukam ja vajab ekspertide teostatavat hindamist, erinevalt mitteäriilise otstarbega kinnisvarast, mille puhul see protsess on juba olulisel määral automatiseeritud. Ühtlasi on ärikinnisvaraga tagatud laenude riskipositsioonist tulenev kahjum pankade jaoks suurem, mistõttu ärikinnisvara turgudel toimuvad muutused ja sealne stabiilsus, kaasa arvatud ärikinnisvara väärtuse hindamise kvaliteetsus, mõjutavad oluliselt majanduse üldist käekäiku.

Magistritöö koosneb teoreetilisest ja empiirilisest osast. Töö teoreetilises osas käsitlevad autorid kinnisvara väärtuse hindamise teoreetilist raamistikku ning empiirilises osas keskendusid autorid kinnispandi väärtuse kui hindamisaluse sobivusele Eestis kasutamiseks ning viisid sel teemal läbi empiirilise analüüsi.

Teoreetilise osa ülesannete täitmiseks andsid autorid esmalt lühiülevaate kasutusel olevatest kinnisvara väärtuse hindamise alustest. Selgus, et hetkel on laenuühise finantseerimise korral kõige laialdasemalt hinnatav väärtus turuväärtus (*market value*, edaspidi MV), kuid mõningad Euroopa riigid (nt Saksamaa, Austria, Hispaania) on ärikinnisvara väärtuse hindamiseks kasutusele võtnud pikaajalise jätkusuutliku väärtuse ehk MLV.

Järgmisena andsid autorid ülevaate kinnisvara väärtuse hindamise meetoditest laenu finantseerimise kontekstis. Väärtuse hindamiseks kasutatakse nii võrdlus-, tulu- kui ka kulupõhiseid meetodeid. Valik oleneb hindamise eesmärgist ja hinnatavatest väärtusest ning oluline on tähelepanu pöörata sellele, millist liiki kinnisvara hinnatakse. Näiteks ärikinnisvara hindamisel peetakse sobivaimaks tulumeetodit, kuna ärikinnisvara väärtus oleneb selle tulevastest rahavoogudest.

Seejärel avasid autorid MLV hindamise sisu ning selle erisused, eelised ja puudused. MLV on alternatiivne hindamisalus, mis EVS-is on liigitatud muude väärtuste hulka. Selle peamine eesmärk on muuta hindamine stabiilsemaks, mille tagamiseks on MLV hindamisele kehtestatud erilised jätkusuutlikkuse ja turvalisuse nõuded. MLV kajastab kinnisvara minimaalset väärtust – alla selle ei tohiks väärtus langeda isegi kinnisvaraturu pikaajalise languse korral.

Magistritöö empiiriline osa on samuti jagatud kolmeks alapeatükiks. Neist esimene annab ülevaate uurimisprotsessist ja valimist. Töö autorid koostasid empiirilise osa tarbeks uurimis- ja intervjuuplaani. Uurimismeetodiks valisid autorid pool-struktureeritud intervjuud, mis tehti Eesti ärikinnisvara väärtuse hindamisega tihedalt seotud ekspertidega ning millesse väliseksperdina kaasati Suurbritannia Readingi Ülikooli õppejõud, kes on spetsialiseerunud just ärikinnisvara väärtuse hindamisele. Esialgssesse valimisse kuulus 30 kinnisvara hindamise eksperti, kellest üheksa andsid vastuse kirjalikult ning kaheksaga viidi läbi intervjuu. Vestlused salvestati, transkribeeriti, kodeeriti ning jaotati kategooriatesse, mida töö autorid hiljem analüüsisid.

Teises alapeatükis analüüsisid töö autorid intervjuude käigus kogutud andmeid. Esmalt käsitleti Eestis kasutatavaid ärikinnisvara väärtuse hindamise aluseid ja meetodeid. Selgus, et kõik Eesti eksperdid peavad enim kasutatavaks hindamisaluseks MV-d. See

seisukoht ühtib ka töö teoreetilise osaga. Hindamismeetodite kohta selgus, et Eestis kasutatakse nii tulu-, kulu- kui ka võrdlusmeetodit, millest levinuim on tulumetod – see on ühtlasi teoreetilisest lähtepunktist vaadates kõige korrektsem. Samas leidub ka eksperte, kes kasutavad ärikinnisvara hindamiseks võrdlus- või kulumeetodit, mis teoreetilisest kirjanduses avaldatud seisukohtade põhjal ei pruugi aga hinnata kinnisvara väärtust õiglaselt.

Järgmisena tõid magistr töö autorid välja kinnisvara väärtuse hindamise meetodite olulisimad eelised ja kitsaskohad. Selgus, et teoorias käsitletud tugevad ja nõrgad küljed kattuvad valdavalt ekspertide ütlustega. Suurimaks vastuoluks teooria ja praktika vahel on see, et eksperdid peavad võrdlusmeetodit lihtsasti rakendatavaks ja usaldusväärseks, seevastu teoreetilistes käsitlustes esinenud seisukohtade põhjal ei pruugi saadud hinnang olla tõepärane, kuna turuinfo põhineb minevikus tehtud tehingutel.

Kolmandaks analüüsisid töö autorid, millist mõju on avaldanud hindajate igapäevatoole MLV lisamine EVS-i. Uuringus osalenud ekspertide ühine seisukoht oli, et MLV-d ei ole Eestis rakendatud seepärast, et täitmata on mitu eeldust. Analüüsi olulisimate tulemustena võib välja tuua alljärgneva:

- 1) Praegu puudub Eestis nii nõudlus kui ka vajadus MLV hindamise järele.
- 2) Ekspertid suhtuvad MLV-sse pigem skeptiliselt.
- 3) MLV kontseptsiooni keerukuse tõttu tuleks hindajate oskusi arendada.
- 4) Puudub MLV hindamise metoodika. Kuigi EVS 875-6 esitab hindamise kohta mõningad lühikesed selgitused, siis laiem eestikeelne käsitlus ja konkreetsed juhised puuduvad.

Selgus, et enamik Eesti kinnisvara hindamise eksperte on seisukohal, et MV kõrvale pole alternatiivset hindamisalust vaja. Samuti leidis kinnitust, et Saksamaa MLV hindamise metoodikat ei saa muutmata kujul Eestis üle võtta. Põhjuseks on ühest küljest selle liigne keerukus ja kulumeetodi kasutamine, teisest küljest ei ole Saksamaa mudel majanduslikult põhjendatud, kuna sisendid ei tugine turuinfole, vaid on seadusega paika pandud suurused, mis ajas ei muutu. Teisalt selgus uuringust, et kommerts pangad peavad mõistlikuks seda osa MLV kontseptsioonist, mis puudutab ärikinnisvara pikaajalise potentsiaali arvestamist, ning pankades ongi see mingil kujul juba kasutusele võetud. See



viitab tõsiasjale, et Eestis on vajadus kinnisvara pikaajalise väärtuse hindamise järele siiski olemas – selle seisukohaga nõustuvad ka töö autorid.

Kuigi uuringust nähtus, et MLV ei ole Eestis laenupõhisel finantseerimisel MV hindamiseks kasutatava alternatiivina praegu veel arvestatav, arutlesid töö autorid empiirilise osa viimases alapeatükis MLV rakendamise tulevikuvõimaluste üle.

Magistritöö autorid leiavad, et uuringu tulemuste põhjal tehtud järeldused ja ettepanekud ei paku üheselt mõistetavaid ega kergeid lahendusi. Kokkuvõtvalt on autorid seisukohal, et kuigi MLV kontseptsioon võiks olla Eestis üks võimalikke hindamisaluseid, on selle kasutusele võtmiseks vaja täita teatavad eeltingimused. Alles seejärel on võimalik arutada, kas ja kuidas oleks võimalik Eestis kasutusele võtta pikaajalist väärtust prognoosiv hindamisalus. Seetõttu usuvad autorid, et käesolev magistritöö loob esimese MLV valdkonna uuringuna Eestis teadlastele ja teistele akadeemiliste uurimistööde tegijatele nii esmase baasi kui ka raamistiku edasisteks (rakendus)uuringuteks valdkonnas. Autorite hinnangul võiksid tulevased uuringud hõlmata Eesti jaoks sobiva raamistiku testimist kui ka tehtud ettepanekute testimist ja edasiarendamist.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. Adair, A., Downie, M. L., McGreal, S., & Vos, G. (2013). *European Valuation Practice: Theory and Techniques*. Taylor & Francis.
2. Aluko, B. T. (2007). Examining valuers' judgement in residential property valuations in metropolitan Lagos, Nigeria. *Property Management*, 25(1), 98-107. <https://doi.org/10.1108/02637470710723281>
3. Asjaõigusseadus. (2019). RT I, 29.06.2018, 7. Loetud aadressil <https://www.riigiteataja.ee/akt/12807782?leiaKehtiv>
4. Augustyniak, H., Łaszek, J., Olszewski, K., & Waszczuk, J. (2018). Property valuation for mortgage purposes in Poland. *Property Management*, 36(2), 234-247. <https://doi.org/10.1108/PM-09-2016-004>
5. Baum, A., Nunnington, N., & Mackmin, D. (2011). *The Income Approach to Property Valuation*. Oxford: Elsevier Ltd.
6. Bienert, S., & Brunauer, W. (2007). The mortgage lending value: prospects for development within Europe. *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 25(6), 542 - 578. <http://dx.doi.org/10.1108/14635780710829289>
7. Borio, C., Furfine, C., & Lowe, P. (2001). *Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Options*. Loetud aadressil <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf>
8. Capital Requirements Regulation. (2013). Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms. Loetud aadressil <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook/interactive-single-rulebook/-/interactive-single-rulebook/toc/504/article-id/2404;jsessionid=AC150843360109AE9A1F17EB443B72B9>
9. Cardozo, C., Crosby, N., McTighe, J., & Clarke, R. (2017). *Long-term Value Methodologies and Real Estate Lending* (Investment Property Forum/CREFC Europe aruanne).

10. Creswell, J. W. (2012). *Educational Research: Planning, Conducting and Evaluating Quantitative and Qualitative Research*. Boston: Pearson Education Inc.
11. Crosby, N., French, N., & Oughton, M. (2000). Bank lending valuations on commercial property – Does European mortgage lending value add anything to the process? *Journal of Property Investment & Finance*, 18(1), 66-83.  
doi.org/10.1108/14635780010316663
12. Crosby, N., & Hughes, C. (2011). The basis of valuations for secured commercial property lending in the UK. *Journal of European Real Estate Research*, 4(3), 225-242. doi.org/10.1108/1753926111118342
13. D'Amato, M., & Kauko, T. (toim). (2017). *Advances in Automated Valuation Modeling AVM After the Non-Agency Mortgage Crisis*. Berlin: Springer-Verlag.
14. Dierick, F., Point, E., Cornacchia, W., & Pirovano, M. (2017). Closing real estate data gaps for financial stability monitoring and macroprudential policy in the EU. Bank for International Settlements. Loetud aadressil  
<https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb46f.pdf>
15. DZ HYP. (19.09.2019). *German Pfandbrief Market 2018/2019*. Loetud aadressil  
[https://www.dzhyp.de/en/about-us/media/news-archive/news/24/?tx\\_fsnews\\_show%5Bback%5D=1&cHash=6f0b800133fb5f41716299b51352e6c9](https://www.dzhyp.de/en/about-us/media/news-archive/news/24/?tx_fsnews_show%5Bback%5D=1&cHash=6f0b800133fb5f41716299b51352e6c9)
16. Eesti Keele Instituut (EKI). (26.04.2016). Loetud aadressil  
<http://termin.eki.ee/esterm/concept.php?id=29530&term=MLV>
17. Eesti Kinnisvara Hindajate Ühing. (toim). (2015). *Kinnisvara hindamine: eestikeelne väljaanne*. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda.
18. European Banking Authority. (2015). *Opinion of the European Banking Authority on Mortgage Lending Value (MLV)*. London: European Banking Authority. Loetud aadressil <https://eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-17+Opinion+on+mortgage+lending+value.pdf>
19. European valuation standard - EVS 2016. (2016). Belgia: The European Group of Valuers' Associations.
20. European Mortgage Federation-European Covered Bond Council. (2017, september). *Study on the valuation of property for lending purposes*. Loetud

aadressil <https://hypo.org/ecbc/press-release/2017-study-valuation-property-lending-purposes/>

21. EVS 875-11:2014. Vara hindamine. Osa 11: Võrdlusmeetod. Tallinn: Eesti Standardikeskus.
22. EVS 875-1:2015. Vara hindamine. Osa 1: Hindamise mõisted ja põhimõtted. Tallinn: Eesti Standardikeskus.
23. EVS 875-3:2015. Vara hindamine. Osa 3: Hindamise alused. Tallinn: Eesti Standardikeskus.
24. EVS 875-6:2016. Vara hindamine. Osa 6: Hindamine laenamise eesmärgil. Tallinn: Eesti Standardikeskus.
25. EVS 875-8:2018. Vara hindamine. Osa 8: Kulu- ja jäägimeetod. Tallinn: Eesti Standardikeskus.
26. EVS 875-9:2018. Vara hindamine. Osa 9: Tulumeetod. Tallinn: Eesti Standardikeskus.
27. Fanning, F. S., Grissom, V. T., & Pearson, D. T. (1994). *Market Analysis for Valuation Appraisals*. Chicago: Appraisal Institute.
28. Fazzini, M. (2018). *Business Valuation: Theory and Practice*. Cham: Springer International Publishing AG.
29. French, N., & Gabrielli, L. (2018). Pricing to market: Property valuation revisited: the hierarchy of valuation approaches, methods and models. *Journal of Property Investment & Finance*, 36(4), 391-396. doi.org/10.1108/JPIF-05-2018-0033
30. Guest, G., Bunce, A., & Johnson, L. (2006). How Many Interviews Are Enough?. *Field Methods*, 18(1), 59–82. doi:10.1177/1525822x05279903
31. Havard, T. (2001). Valuation reliability and valuer behaviour. *RICS Foundation Research Paper Series*, 4(1), 1–47. Loetud aadressil [https://pdfs.semanticscholar.org/e94c/9190f3a6d8f5ba4acf00927d7c446aae6dcc.pdf?\\_ga=2.121965579.1820772665.1542542005-773900654.1542542005&fbclid=IwAR3O1KKnPb\\_To5NUF4BYoqOpUpobGPzOygTXgeKQro9dr4iPUcJXgYmcozo](https://pdfs.semanticscholar.org/e94c/9190f3a6d8f5ba4acf00927d7c446aae6dcc.pdf?_ga=2.121965579.1820772665.1542542005-773900654.1542542005&fbclid=IwAR3O1KKnPb_To5NUF4BYoqOpUpobGPzOygTXgeKQro9dr4iPUcJXgYmcozo)
32. Ilsjan, V. (2003). *Kinnisvara turuväärtus*. Tallinn: Infotrükk.
33. International Valuation Standards. (2017). London: International Valuation Standards Committee.

34. Isaac, D., & O'Leary, J. (2013). *Property Valuation Techniques*. Basingstoke, UK: Macmillan Education Ltd.
35. Jorion, P. (2007). *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
36. Jowsey, E. (2011). *Real Estate Economics*. Basingstoke, UK: Macmillan Publisher Ltd.
37. Just, T., & Maennig, W. (toim.). (2017). *Understanding German Real Estate Markets*. Šveits: Springer International Publishing.
38. Kaing, M. (2011). *Kinnisvara alused*. Tartu: Eesti Maaülikool.
39. Kahr, J., & Thomsett, M.C. (2005). *Real Estate Market Valuation and Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
40. Korkmaz, T., & Aydın, K. (2002). Using EWMA and GARCH Methods in VAR Calculations: Application on ISE-30 Index. ERC/METU International Conference in Economics VI, held in Ankara, Turkey. Loetud aadressil [https://www.researchgate.net/profile/Kazim\\_Aydin/publication/237462489\\_USING\\_EVMA\\_AND\\_GARCH\\_METHODS\\_IN\\_VAR\\_CALCULATIONS\\_APPLICATION\\_ON\\_ON\\_ISE-30\\_INDEX/links/5984829f0f7e9b6c852f4950/USING-EVMA-AND-GARCH-METHODS-IN-VAR-CALCULATIONS-APPLICATION-ON-ISE-30-INDEX.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Kazim_Aydin/publication/237462489_USING_EVMA_AND_GARCH_METHODS_IN_VAR_CALCULATIONS_APPLICATION_ON_ON_ISE-30_INDEX/links/5984829f0f7e9b6c852f4950/USING-EVMA-AND-GARCH-METHODS-IN-VAR-CALCULATIONS-APPLICATION-ON-ISE-30-INDEX.pdf)
41. Lea, M., Dubel, A., & Laszek, J. (1997). *The Risks of Commercial Real Estate Lending: The final report*. Washington, DC: The Urban Institute.
42. Lind, H. (2005). Value concepts, value information and cycles on the real estate market. *Journal of Property Investment & Finance*, 23(2), 141-147.  
doi:10.1108/14635780510584337
43. Mackmin, D. (1999). Valuation of real estate in global markets. *Property Management*, 17(4), 353–367. doi.org/10.1108/02637479910299651
44. Mooya, M. M. (2009). Market Value without a Market: Perspectives from Transaction Cost Theory. *Urban Studies*, 46(3), 687–701.  
doi:10.1177/0042098008101002
45. Mooya, M. M. (2016). *Real Estate Valuation Theory. A Critical Appraisal*. Berlin: Springer-Verlag. doi.org/10.1007/978-3-662-49164-5

46. Pagourtzi, E., Assimakopoulos, V., Hatzichristos, T., & French, N. (2003). Real estate appraisal: a review of valuation methods. *Journal of Property Investment & Finance*, 21(4), 383-40PfundBG1. doi:10.1108/14635780310483656
47. Praet, P. (2019). On the importance of real estate statistics. International Conference <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190221~09c2b7ac1f.en.html>
48. Quentin, J. (2009). The Subprime Crisis—Implications for Property Valuation? The Revival of Mortgage Lending Value. *The Appraisal Journal*, 77(4), 312-318.  
Loetud aadressil  
<http://ezproxy.utlib.ut.ee/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=f5h&AN=46791780&site=eds-live>
49. Royal Institution of Chartered Surveyors. (2017). *RICS Valuation – Global Standards 2017*. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.
50. Royal Institution of Chartered Surveyors. (2018, märts). *Europe Bank lending valuations and mortgage lending value, 1st edition* (Guidance note No. 1). London: Royal Institution of Chartered Surveyors. Loetud aadressil  
<https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/bank-lending-valuations-and-mortgage-lending-value-1st-edition-rics.pdf>
51. Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2016). *Research methods for business students*. Essex: Pearson Education Limited.
52. Scarrett, D., & Osborn, S. (2014). *Property valuation. The five methods*. London: Routledge.
53. Tajani, F., & Morano, P. (2018). An empirical-deductive model for the assessment of the mortgage lending value of properties as securities for credit exposures, *Journal of European Real Estate Research*, 11(1), 44-70, doi.org/10.1108/JERER-01-2017-0007
54. Tiwari, P., & White, M. (2010). *International Real Estate Economics*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
55. Verband Deutscher Pfandbriefbanken. (2015). *The mortgage lending value - Sustainability since 1900. Ten questions and answers* (Brochure). Loetud aadressil

[https://www.ipav.ie/sites/default/files/the\\_mortgage\\_lending\\_value\\_-\\_sustainability\\_since\\_1900\\_ten\\_questions\\_and\\_answers.pdf](https://www.ipav.ie/sites/default/files/the_mortgage_lending_value_-_sustainability_since_1900_ten_questions_and_answers.pdf)

56. Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes (Beleihungswertermittlungsverordnung - BelWertV) (12.05.2006). Loetud addressil <https://www.gesetze-im-internet.de/belwertv/BJNR117500006.html>
57. Voigtländer, M. (2014). The stability of the German housing market. *Journal of Housing and the Built Environment*, 29(4), 583-594. Loetud addressil <http://ezproxy.utlib.ut.ee/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edsjsr&AN=edsjsr.43907295&site=eds-live>
58. Wyatt, P. (2013). *Property Valuation*. Oxford, UK: John Wiley & Sons, Ltd.

## LISAD

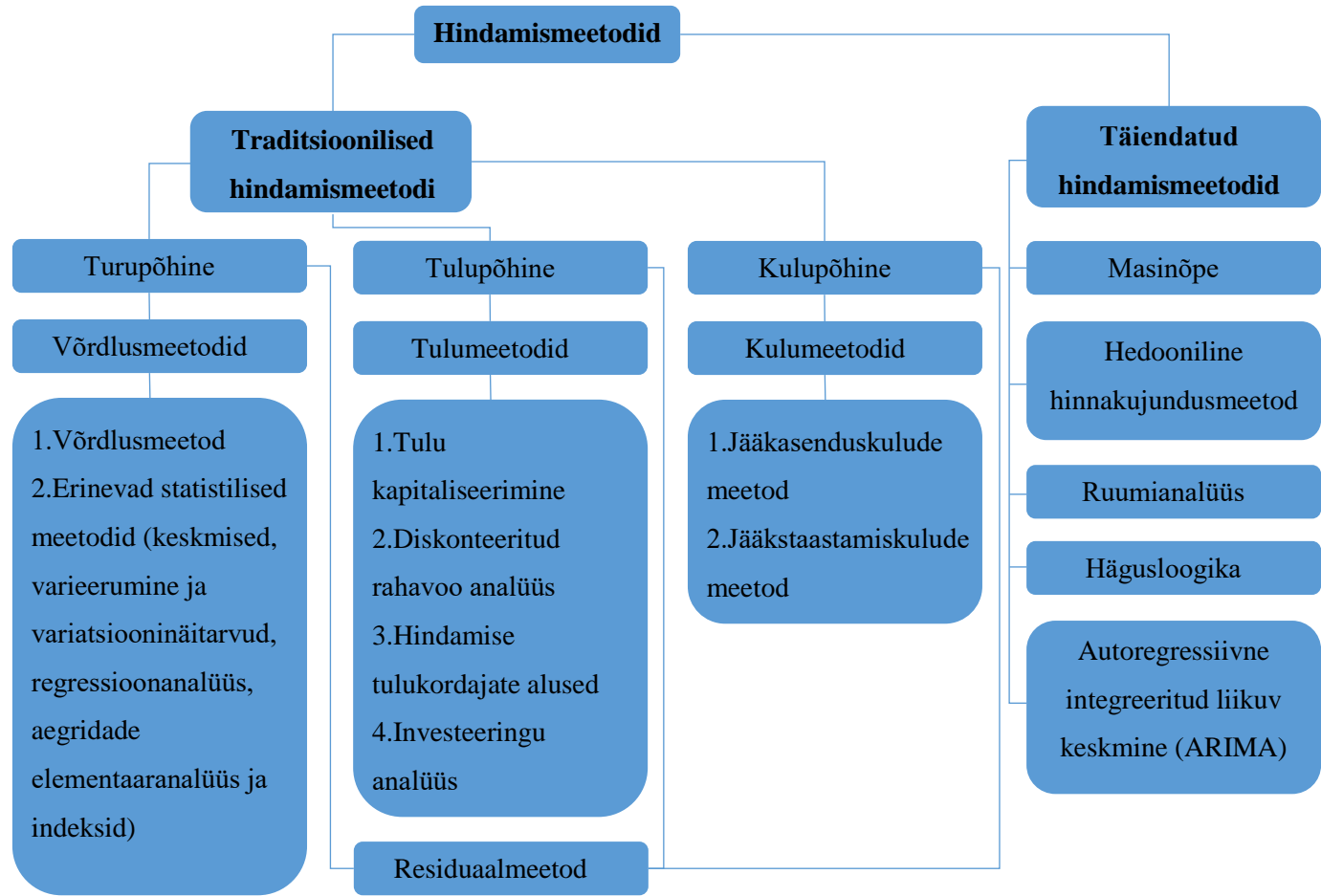
**Lisa 1.** EMF-ECBC poolt läbiviidud uuringu tulemused ärikinnisvara hindamise aluste ja meetodite kohta

Uuringus osalenud riik	Ärikinnisvara hindamise alus(ed)	Ärikinnisvara hindamise meetod(id)
Belgia	Vabaturu jaemüügi väärtus/sundmüügi väärtus	Kõik laenuandjad kasutavad oma arvutusmeetodeid
Bulgaaria	Turuväärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid
Hispaania	Kinnispandi väärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid
Horvaatia	Turuväärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid
Iirimaa	Avatud turu väärtus	Turu- ja tulupõhised meetodid
Itaalia	Turuväärtus	Meetodi valik sõltub konkreetset olukorrast
Kreeka	Turuväärtus	Turu- ja tulupõhised meetodid
Montenegro	Turuväärtus	Tulumetod
Poola	Turuväärtus/kinnispandi väärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid ja residuaalmeetod
Portugal	Kinnispandi väärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid ja residuaalmeetod
Rootsi	Turuväärtus	Tulumetod
Rumeenia	Turuväärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid
Saksamaa	Turuväärtus/kinnispandi väärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid või muud mittereguleeritud meetodid (nt. residuaalmeetod)
Serbia	Turuväärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid
Slovakkia	Turuväärtus	Pole vastanud
Suurbritannia	Turuväärtus	Pole vastanud
Taani	Turuväärtus	Tulu- ja kulupõhised meetodid
Tšehhi	Turuväärtus/kinnispandi väärtus/pandiväärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid
Ukraina	Turuväärtus/likvideerimisväärtus	Tulu- ja kulupõhine lähenemine
Ungari	Turuväärtus/kinnispandi väärtus	Tulu- ja kulupõhine lähenemine
Venemaa	Turuväärtus/likvideerimisväärtus	Turu-, tulu- ja kulupõhised meetodid

Allikas: (EMF-ECBC 2017), autorite koostatud.



**Lisa 2.** Traditsioonilised ja täiendatud hindamismeetodid



Allikas: (Pagourtzi *et al.* 2003: 386; EVS 875), autorite koostatud.

**Lisa 3.** Kolmetasandiline hindamise hierarhia

<b>Lähenemisviis</b>	<b>Tulupõhine lähenemine</b>
Meetod	Investeerimismeetod
Mudel	Kaudne kapitaliseerimine
Mudel	Selge DCF
Meetod	Kasumimeetod
Mudel	Kaudne ARY
Mudel	Selge DCF
Meetod	Residuaalmeetod
Mudel	Kaudne
Mudel	Rahavoog või DCF
<b>Lähenemisviis</b>	<b>Kulupõhine lähenemine</b>
Meetod	Amortiseeritud asenduskulud
<b>Lähenemisviis</b>	<b>Turupõhine lähenemine</b>
Meetod	Võrdlusmeetod

Allikas: (French & Gabrielle 2018: 6), autorite koostatud.

**Lisa 4. Kinnispandi väärtuse hindamise arvuline näide**

<b>Esimene samm: tulumeetod</b>		<b>Teine samm: kulumeetod</b>	
<b>Maa väärtus</b>		<b>Maa väärtus</b>	
600 m <sup>2</sup> à 5 200 € per m <sup>2</sup>	3,120,000 €	600 m <sup>2</sup> à 5 200 € per m <sup>2</sup>	3,120,000 €
<b>Brutotulu</b>		<b>Hoone väärtus</b>	
2000 m <sup>2</sup> kontoripinda à 30 € per m <sup>2</sup> ja kuine jätkusuutlik renditulu	720,000 €	Ehituskulud: 11500 m <sup>3</sup> à 520 € per m <sup>3</sup>	5,980,000 €
15 maa-alust parkimiskohta à 110 € per parkimiskoht kuus	19,800 €	Amortisatsioon (uuel hoonel 0 €)	0 €
<b>Aastane bruto renditulu kokku</b>	<b>739,800 €</b>	<b>Vahesumma</b>	<b>5,980,000 €</b>
Tegevuskulude vähendus (kulud, mida ei saa rentnikele edasi kanda)		liidetakse hoone väliskulud (3%)	179,400 €
Juhtimiskulud (3% bruto renditulust)	22,194 €	<b>Vahesumma</b>	<b>6,159,400 €</b>
Hoolduskulud		vähendatakse 10% marginaali võrra vastavalt BelWertV 16 (2)	615,940 €
Kontoripind: 15 € per m <sup>2</sup>	30,000 €	<b>Vahesumma</b>	<b>5,543,460 €</b>
Maa-alused parkimiskohad à 75 € per parkimiskoht	1,125 €	liidetakse juhuslikud ehituskulud 16% vastavalt BelWertV 16 (3)	886,954 €
Renditulu vähenemise risk (4% bruto renditulust)	29,592 €	Hoone väärtus	<b>6,430,414 €</b>
<b>Tegevuskulud kokku</b>	<b>82,911 €</b>		
% bruto renditulust	11,20%		
Minimaalsed tegevuskulud vastavalt BelWertV-le	15,00%		
<b>Deklareeritud tegevuskulud</b>	<b>110,970 €</b>		
<b>Aastane neto renditulu</b>	<b>628,830 €</b>		
Kapitalisatsioonimäär: 6.00%			
<b>Maa väärtuselt oodatud tootlus</b>	<b>187,200 €</b>		
<b>Hoone neto renditulu</b>	<b>441,630 €</b>		
Kapitalisatsioonimäär: 6.00%			
Allesjäänud kasulik eluiga: 60 aastat			
Kordaja: 16.16 (vastavalt BelWertV lisale IV)			
<b>Renditulule vastav hoone väärtus</b>	<b>7,136,741 €</b>	<b>Hoone väärtus</b>	<b>6,430,414 €</b>
<b>Maa väärtus</b>	<b>3,120,000 €</b>	<b>Maa väärtus</b>	<b>3,120,000 €</b>
	<b>10,256,741 €</b>		
<b>TULUVÄÄRTUS</b>	<b>€</b>	<b>JÄÄKASENDUSKULU VÄÄRTUS</b>	<b>9,550,414 €</b>
<b>TULUVÄÄRTUS (ÜMARDATUD)</b>	<b>10,250,000 €</b>	<b>JÄÄKASENDUSKULU VÄÄRTUS (ÜMARDATUD)</b>	<b>9,550,000 €</b>
Amortiseeritud asendusväärtus on ... % alla renditulu väärtust	6,83%		
mis on vähem kui 20%, seega			
<b>KINNISPANDI VÄÄRTUS (tulumeetodil)</b>	<b>10,250,000 €</b>		
<b>Kattevara suurus (laenamisväärtus 60%)</b>	<b>6,150,000 €</b>		

Allikas: (DZ HYP 2018)

**Lisa 5. Esialgne valim**

<b>Võeti ühendust</b>	<b>Kompetents</b>
<b>EVS 875 töörühma liikmed</b>	
Ene Kolbre	EKHÜ asutajaliige, emeriitprofessor, EKHÜ hindamiskomisjoni esimees
Aivar Tomson	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Eduard Elbrecht	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Veronika Iltsjan	Riigivara osakonna nõunik
<b>Riiklikult tunnustatud eksperdid</b>	
Riho Lubi	Vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Monica Meldo	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Härmo Haljaste	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Kerli Koha	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Virgo Laansoo	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Karin Lapp	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Andres Teder	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
<b>Tegevhindajad tase 7</b>	
Mihkel Pärtel	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Kristjan Gross	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Mari Lember	Vara hindaja, tase 7
Ingrid Rebane	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Aivar Kõiv	Vara hindaja, tase 7
Urmas Kaasik	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Rudolf Halapuu	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Merle Siigla	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Maile Oja	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Natalja Rüütel	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Tõnu Kuhi	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
<b>Pangas töötav kinnisvara hindamise ekspert</b>	
Timo Tammaru	Vara hindaja, tase 7, panga kinnisvarahindaja
Arti Albert	Lõuna-Eesti äripanganduse juht
Hartti Tomson	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, panga kinnisvarahindaja
Alan Insler	EKHÜ liige, kinnisvara hindaja, tase 6, panga kinnisvarahindaja
Kersti Soomuste	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, panga kinnisvarahindaja
<b>Riskijuht/-analüütik</b>	
Andres Luts	Riskijuht, endine panga riskijuht/-analüütik
Mihkel Eliste	Analüütik, kinnisvara nooremhindaja, tase 5
<b>Välisekspert</b>	
Neil Crosby	UK, Readingi Ülikooli professor, spetsialiseerunud ärikinnisvara hindamisele

Allikas: Autorite koostatud.

## Lisa 6. Lõplik valim

<b>Intervjueeritav</b>	<b>Kompetents</b>
<b>EVS 875 töörühma liikmed</b>	
Ene Kolbre	EKHÜ asutajaliige, emeriitprofessor, EKHÜ hindamiskomisjoni esimees
Aivar Tomson	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Eduard Elbrecht	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
<b>Riiklikult tunnustatud eksperdid</b>	
Riho Lubi	Vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
Monica Meldo	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, riiklikult tunnustatud ekspert
<b>Tegevhindajad tase 7</b>	
Mihkel Pärtel	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Kristjan Gross	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Mari Lember	Vara hindaja, tase 7
Ingrid Rebane	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Maile Oja	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
Tõnu Kuhi	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7
<b>Pangas töötav kinnisvara hindamise ekspert</b>	
Arti Albert	Lõuna-Eesti äripanganduse juht
Hartti Tomson	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, panga kinnisvarahindaja
Alan Insler ja Kersti Soomuste	EKHÜ liige, kinnisvara hindaja, tase 6, panga kinnisvarahindaja
	EKHÜ liige, vara hindaja, tase 7, panga kinnisvarahindaja
<b>Riskijuht/-analüütik</b>	
Andres Luts	Riskijuht, endine panga riskijuht/-analüütik
Mihkel Eliste	Analüütik, kinnisvara nooremhindaja, tase 5
<b>Välisekspert</b>	
Neil Crosby	UK, Readingi Ülikooli professor, spetsialiseerunud ärikinnisvara hindamisele

Allikas: Autorite koostatud.

**Lisa 7.** Täpsem ülevaade intervjueeritavatest, intervjuude toimumisaegadest ja kestustest

<b>Intervjueeritav</b>	<b>Intervjuu toimumise aeg</b>	<b>Intervjuu kestus</b>
Ene Kolbre	21. märts 2019	00:30:29
Aivar Tomson	21. märts 2019	00:35:58
Eduard Elbrecht	22. märts 2019	00:39:53
Arti Albert	25. märts 2019	00:41:29
Hartti Tomson	26. märts 2019	00:17:02
Monica Meldo	08. aprill 2019	00:35:38
Andres Luts	12. aprill 2019	00:38:40
Neil Crosby	25. aprill 2019	01:27:32

Allikas: Autorite koostatud.

**Lisa 8.** Kirjalikult vastanud ekspertide nimekiri

<b>Kirjaliku vastuse andnud ekspert</b>	<b>Vastused saabusid</b>
Alan Insler ja Kersti Soomuste	05. aprill 2019
Riho Lubi	08. aprill 2019
Mihkel Pärtel	10. aprill 2019
Mihkel Eliste	10. aprill 2019
Ingrid Rebane	10. aprill 2019
Tõnu Kuhi	11. aprill 2019
Mari Lember	12. aprill 2019
Kristjan Gross	17. aprill 2019
Maile Oja	13. mai 2019

Allikas: Autorite koostatud

## Lisa 9. Analüüsi raamistik

1. Uurimisülesanne	
Koguda andmeid hetkel Eestis kasutusel olevate kinnisvara hindamise aluste ja meetodite kohta.	
<b>Uurimisküsimused:</b>	*Eesti hindajatele olulised hindamise alused *Eesti hindajatele olulised hindamise meetodid
1.1. Millist hindamise alust (väärtust) enda töös kõige enam hindate?	
1.2. Milliseid kinnisvara hindamise meetodeid kasutate töös enim?	
2. Uurimisülesanne	
Hinnata Eestis kasutatavate kinnisvara väärtuse hindamise meetodikate tugevusi ja kitsaskohti.	
<b>Uurimisküsimused:</b>	
2.1. Millised on kasutatavate kinnisvara väärtuse hindamise aluste tugevused?	*Eestis oluliste hindamise aluste plussid ja miinused
2.1. Millised on kasutatavate kinnisvara väärtuse hindamise aluste kitsaskohad?	*Eestis oluliste hindamise meetodite plussid ja kitsaskohad
2.3. Ka Teil on antud teemaga seoses veel midagi lisada?	
2.4. Millised on Teie hinnangul nende meetodite suurimad plussid?	
2.5. Kas nendel meetoditel on Teie hinnangul kitsaskohti (kui, siis millised)?	
3. Uurimisülesanne	
Analüüsida kinnispandi väärtuse sobivust Eesti konteksti.	
<b>Uurimisküsimused:</b>	*Kinnispandi väärtuse mõiste tundmine *Kinnispandi väärtuse standardisse lisamisega kaasnenud mõju igapäevatoole *Kinnispandi väärtuse kasutamine ärikinnisvara hindamise alusena Eestis
3.1. Mil määral on 2015. aastal Eesti Varahindamise Standardisarja (EVS 875) toodud kinnispandi väärtuse mõiste mõjutanud Teie igapäevast tööd?	
3.2. Mida näete suurimaks takistuseks, et kinnispandi kontseptsiooni praktikasse rakendamisel?	

Allikas: Autorite koostatud

## **SUMMARY**

### **MORTGAGE LENDING VALUE AS AN ALTERNATIVE TO MARKET VALUE FOR LOAN-BASED FINANCING**

Liis Arusoo and Kätrin Liebert

Following the last economic crisis, the focus is on real estate valuation and valuation quality, and an alternative valuation basis is thus increasingly demanded. Europe is moving towards the direction of developing long-term sustainable valuation, the basis of which is mortgage lending value (hereinafter MLV), which is used mainly in Germany. The authors of this Master's thesis have primarily focused on the MLV concept because, in 2015, the Estonian Association of Appraisers (hereinafter the EAA) included the term into Estonian Valuation Standard 875-3 (hereinafter EVS) and, moreover, MLV is briefly described in EVS 875-6. However, there is no additional literature in Estonian regarding the term and general concept. Consequently, deriving from the fact that real estate valuation is an area which substantially affects the economy, an improvement of the understanding of the basis of real estate helps to ensure better quality pre-information for decisions and greater certainty regarding decisions made.

In accordance with the above said, the current Master's thesis aims to evaluate MLV's appropriateness as an alternative basis for the valuation of commercial property in Estonia in the context of loan-based financing. In order to reach the aim, the authors of the Master's thesis defined six research tasks. Commercial real estate was in the focus because the valuation of commercial real estate is more complicated and, in Estonia, needs to be carried out by the experts, which is the opposite of non-commercial real estate, in which the valuation process is already significantly automated. In addition, the losses of risk positions of loans secured by commercial real estate are greater for banks, therefore



the changes in commercial real estate markets and the stability of the market, including the quality of commercial real estate valuation, affect the economy in general.

The Master's thesis comprises a theoretical and an empirical section. In the theoretical section the authors introduce the theoretical framework of the real estate valuation and in the empirical section, the authors focused on MLV's appropriateness as a basis for valuation in Estonia and an empirical analysis was carried out in this regard.

To achieve the theoretical part for the research tasks, the authors first gave a short overview of real estate valuation bases in use. As a result, the authors found out that market value (hereinafter MV) is the most commonly used value regarding loan-based financing; however, some European states (for example, Germany, Austria, and Spain) have started to use MLV as sustainable long-term value for commercial real estate valuation.

Following this, the authors introduced real estate valuation methods in the loan-based financing context. The methods for valuation the value are comparison, income and cost methods, the choice depends on the objective of the valuation and the value which is to be evaluated – it is also important to pay attention to the type of real estate that is to be evaluated. For instance, the most appropriate method for commercial real estate is considered to be the profit method, because the value of real estate is determined by the cash flow it can generate.

In the next sub-section, the authors introduce the MLV concept and its distinctions, advantages and shortcomings. MLV is an alternative valuation basis, which, in EVS, is classified under other values. The main objective of MLV is to offer a more stable valuation, because, according to MLV, special sustainability and security requirements are predefined. MLV reflects the minimal value of real estate – under which the value should not fall even in the long-fall phase of the real estate market.

The second section is empirical, and is also divided into three sub-sections. The first describes the research process and sample. More precisely, the authors of this thesis created a research and interview plan to carry out their empirical research. Here, semi-structured interviews were chosen as a research method, which were carried out with

experts closely related to Estonian real estate valuation along with a foreign expert from Reading University in the UK, who has specialised in commercial property valuation and published several high-level scientific articles on the concept of MLV. The preliminary sample size was 30 valuation area experts, of whom nine sent in their opinions in written form and eight were interviewed. Named interviews were recorded, transcribed, encoded and divided into categories, according to which the authors carried out their analysis.

In the second sub-section, the authors analysed the gathered data. First, the authors researched the real estate valuation basis and methods currently used in Estonia. From the study, the authors found out that all Estonian experts think the most commonly used valuation basis is MV, which is in line with the theoretical approach. In regard to methods used in Estonia, the research showed that profit, cost and comparison methods are being used, with the most common being the profit method, which is also in line with theoretical starting point.

Following this, the authors described the strengths and weaknesses of different real estate valuation methods. As a result, the authors found out that the strengths and weaknesses described by the experts are again predominantly consistent with the theoretical part. The biggest contradiction between theory and practice is that experts consider the comparison method to be easy to apply and trustworthy, while in the theoretical literature the weakness of the named method is that the truthfulness of valuation could be inadequate, because the market data used for valuation is based on past transactions.

Thirdly, the authors analysed the impact of adding the MLV to the valuation standard to daily work. The interviewed experts all believed that MLV has not been in use in Estonia because several preconditions are unfulfilled. Based on the analysis, some significant results were revealed:

1. Currently, there is no demand or need in Estonia for MLV valuation.
2. Experts are sceptical towards the MLV concept.
3. Consequently, the MLV concept is considered complex and the current skills of valuers need to be developed.

4. There is no methodology for MLV, because even though EVS 875-6 consists of some short comments regarding evaluation, there is no broader literature or specific instructions available in Estonian.

Most Estonian real estate valuation experts think that there is no need for an additional evaluation basis in addition to MV. It was also confirmed that the MLV methodology in use in Germany is not suitable for adoption in Estonia without making changes. On the one hand, the reason is that it is too complicated and the cost method is being used in Germany, and, on the other, that German model is not economically justified value, because the input is not based on market information, but is instead specific values regulated by the law and does not change in time. Secondly, it was found from the study that commercial banks find the part of MLV which takes into account the long-term potential of commercial real estate and has in some form taken it into use in banks to be of use. That indicates that there is a need in Estonia for long-term valuation of real estate, and the authors of this Master's thesis concur with this.

Even though the results of the research indicated that MLV is not currently an alternative to MV for loan-based financing, because several preconditions are not fulfilled, in the final sub-section of the empirical section, the authors of this thesis discuss some perspectives of applying MLV in Estonia.

The authors of this Master's thesis find that the conclusions and suggestions made based on the research do not offer clear and easily reachable solutions. In summary, the authors think that even though the concept of long-term value could be one possible direction, the application requires the creation of specific preconditions, which are even valuation practice of MV and access to quality data. After these preconditions have been met, it is possible to discuss if and how the long-term forecast of value basis can then be applied in Estonia.

Authors therefore believe that this thesis as a first research in Estonian regarding MLV, is both initial basis and frame for further (applied) research in the area for Estonian scientists and other academic researchers. Authors believe the future research could cover testing suitable frame for Estonia as well as testing and furthering the proposed suggestions.

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Meie, Liis Arusoo ja Kätrin Liebert,

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

Kinnispandi väärtus kui alternatiiv kinnisvara turuväärtuse hindamisele laenupõhisel finantseerimisel,

mille juhendaja on Kaia Kask,

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

2. Anname Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autoritele viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Oleme teadlikud, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autoritele.
4. Kinnitame, et lihtlitsentsi andmisega ei riku me teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

*Liis Arusoo*  
**21.05.2019**

*Kätrin Liebert*  
**21.05.2019**