

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Anna Netšajeva

**LAENUPÕHISELT ÜHISRAHASTATUD KINNISVARAGA
KAASNEVAD INVESTORI RISKID EESTIS**

Magistritöö ärijuhtimise magistrikraadi taotlemiseks finantsjuhtimise erialal

Juhendaja: assistent Mark Kantšukov

Tartu 2018

Soovitan suunata kaitsmisele

assistent Mark Kantšukov

Kaitsmisele lubatud “ “2018. a.

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

.....

Anna Netsajeva

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevate investori riskide teoreetiline käsitus.....	7
1.1. Ühisrahastamise toimimismehhanismid.....	7
1.2. Valdkonnaspetsiifilised riskid - investori vaade.....	18
1.3. Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid	26
2. Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid Eestis - empiiriline analüüs	33
2.1. Andmed ja meetodika.....	33
2.2. Empiirilise analüüsi tulemused	37
2.2.1. Regulaatiivse keskkonna analüüs	37
2.2.2. Dokumendianalüüs.....	42
2.2.3 Intervjuud	49
2.3. Järeldused	55
Kokkuvõte.....	62
Viidatud allikad.....	68
Lisa 1.....	75
Summary.....	78

SISSEJUHATUS

Ühisrahastamine Eestis on muutumas aina populaarsemaks ning pakub alternatiivi panga-, fondi- ja investeerimisteenustele, mida kasutavad alustavad ja kasvavad ettevõtted ning eraisikud. Ühisrahastamine muudab investeeringud kättesaadavaks, sest on võimalik paigutada raha eri investeerimisobjektidesse väikeste summade kaupa, mille populaarsuse kasvule aitab kaasa lubadus kohati teenida üsna kõrget tulusust, kuid ei tohiks unustada, et sellega võib kaasneda investeeringu kõrgem risk. (Finantsinspeksioon, ühisrahastamine)

Swedbanki Erasisikute Rahaasjade Teabekeskuse 2014. aastal läbiviidud uuringu kohaselt on Eesti elanike hinnangul turvalisim viis tuleviku kindlustamiseks on investeerida kinnisvarasse. Uuringust selgus, et 55% küsitletuist on valmis säästma raha ja 47% nendest arvab, et kõige tulusam on paigutada raha kinnisvarasse. (Swedbank 2014)

Investeering kinnisvarasse ühisrahastamise kaudu köidab investoreid, sest alustada võib väikse summaga ning võimalik on teenida suurt tulusust. Eesti Ekspressis ilmunud artiklis “Kinnisvara ühisrahastamine ajab inimesed hulluks” tõdeb Eesti ehitusturu liider Merko, et uudse finantseerimisvõimalusega liitunud investorid ei oma piisavalt kogemusi arendusfaasis olevate investeerimisobjektide riskide hindamiseks ning seda peegeldab ka asjaolu, et kõik rahastatud investeerimisobjektid on väga kiiresti täis märgitud (Veedler 2016). Samuti on Eestis 2016. aasta andmete järgi hinnanguliselt 10 000 investorit, kes investeerivad kinnisvarasse ühisrahastusplatvormide kaudu ning hinnanguliselt on turupotentsiaal kasvada 20 või isegi 30 tuhande investorini (Liiva 2017). Arvestades asjaolu, et ühisrahastamine Eestis on seadusega reguleerimata ja investoril on kõrgema riskiga investeeringu korral olemas oht kaotada investeeritud vahendid. Soovin oma magistritöös selgitada välja, millised investorid riskid kaasnevad laenu põhise ühisrahastamise kaudu teostatud kinnisvarainvesteeringutega Eestis.

Magistritöö eesmärgiks on kaardistada investori riskid, mis kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis. Käesolev magistritöö on oluline kõikidele investoritele, kes kaaluvad investeerimist või investeerivad kinnisvarasse laenuõhise ühisrahastamise kaudu. See aitab neil paremini mõista investori riske, mis kaasnevad uuritava finantsinstrumendiga ning langetada kaalutletumaid otsuseid.

Magistritöö eesmärgi saavutamiseks on püstitanud järgmised ülesanded:

1. Selgitada välja ühisrahastamise toimimismehhanismid, eelised ja puudused.
2. Selgitada välja kinnisvarainvesteeringute olemus ja kaasnevad investori riskid.
3. Analüüsida, millised investori riskid kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga.
4. Koguda andmeid laenuõhise ühisrahastamise abil teostatud investeerimisobjektide kohta.
5. Viia läbi laenuõhise ühisrahastamise kaudu teostatud investeerimisobjektide analüüs.
6. Viia läbi intervjuud kompetentsete isikutega, selgitamaks välja laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga seotud investori riskid.
7. Teha järeldused läbiviidud dokumendianalüüsist ja intervjuudest.

Töö teoreetiline käsitus keskendub laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatele investori riskidele. Teoreetilise osa ülesehitamiseks kasutatakse majandus- ja finantsvaldkonna spetsialistide poolt kirjutatud teadusartikleid fookusega investori riskidele, mis kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga.

Teoreetiline osa koosneb kolmest alapeatükist. Esimeses alapeatükis käsitletakse ühisrahastamise toimimismehhanisme, eeliseid ja puuduseid. Autor toob välja erinevad ühisrahastamise võimalused ning millised investori riskid võivad kaasneda ühisrahastamisega, samuti analüüsib, millist tähtsust need omavad lähtuvalt uurimusküsimusest. Analüüsitakse ärimudeleid, mis eksisteerivad ühisrahastamise raames. Teine peatükk käsitleb kinnisvarainvesteeringute mõistet ja olemust. Keskendutakse kinnisvarainvesteeringutega kaasnevatele investori riskidele, samuti tekkivatele võlaõigussuhetele. Teoreetilise osa kolmandas alapeatükis keskendutakse investori riskidele, mis kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis.

Kinnisvarasektoris on ühisrahastamine uus finantseerimisviis, seetõttu kolmandas alapeatükis viiakse läbi süntees, kus tuginedes teoreetilise osa esimesele kahele peatükile analüüsitakse, millised investori riskid kaasnevad laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga. Teoreetilise osa eesmärgiks on luua teoreetiline raamistik, mis aitab mõista paremini empiirilises osas teostatud analüüsi.

Töö empiirilise osa keskendub laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatele investori riskidele Eestis. Eestis saab investeerida kinnisvarasse laenupõhise ühisrahastamise kaudu kasutades Crowdestate ja Estateguru platvorme. Käesolevas peatükis keskendutakse laenupõhise ühisrahastamise rahastatud investeerimisobjektide dokumentatsiooni analüüsile, mida on teostatud nimetatud kahe ühisrahastusplatvormi kaudu. Lisaks viib autor läbi intervjuud erinevate valdkondade ekspertidega, et luua parem ülevaade laenupõhise ühisrahastamise kaudu sooritatavate kinnisvarainvesteeringute riskide esinemisest ja ulatusest Eestis.

Sissejuhatuse lõpuks soovib autor tänada oma juhendajat Mark Kantšukovi tõhusa koostöö ja suunamise ning asjakohaste märkuste eest, mille tulemusena autor sai oma tööd muuta kvaliteetsemaks. Lisaks soovib autor tänada uuringus osalenud isikuid: Loit Linnupõldu, Kaspar Kaljuveed, Andre Nõmme, Riho Maisat ja Kristjan Liivamäed.

1. LAENUPÕHISELT ÜHISRAHASTATUD KINNISVARAINVESTEERINGUTEGA KAASNEVATE RISKIDE TEOREETILINE KÄSITUS

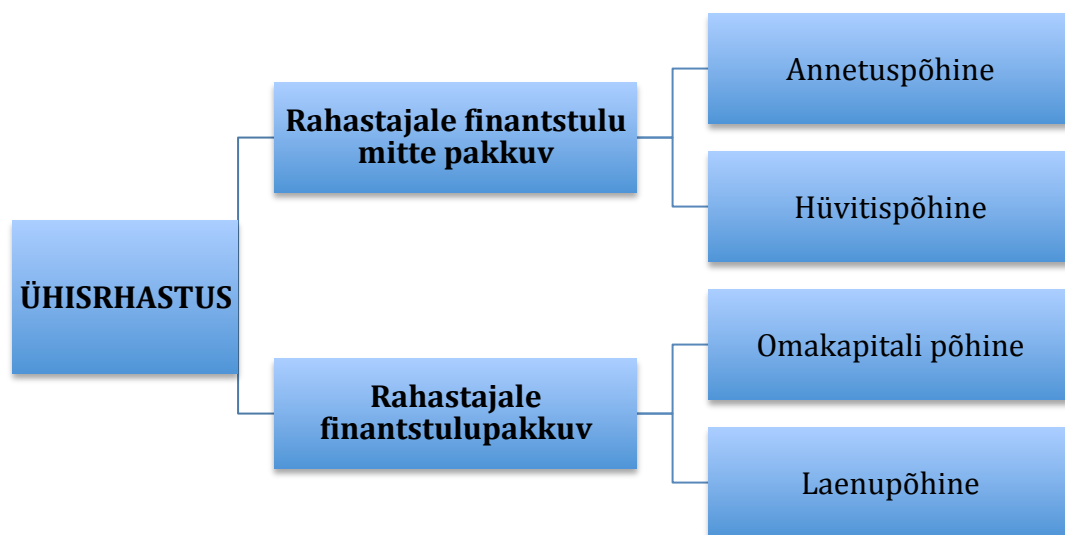
1.1. Ühisrahastamise toimimismehhanismid

Viimaste aastakümnete jooksul toimunud kiire tehnoloogiline ja informatsiooniline areng on aidanud kaasa uute rahastamisvõimaluste tekkimisele. Ühisrahastamine on projekt, kus vajalik summa kogutakse kokku paljudelt inimestelt väikeste summade kaupa (Mazure: 279, Baucus, Mitteness: 38, Mamonov *et al.*: 239). Toader ja teised kaasautorid (2015) toovad välja, et ühisrahastamine on rahastamisviis, mille puhul raha annetamise süsteem on asendunud kompenseerimisega (Toader *et al.* 2015: 11). Ühisrahastamine on üks levinumaid alternatiivseid rahastamismeetodeid, mille abil raha liigub investorilt ettevõtjale (Bruton *et al.*: 9). Ühisrahastamisel rahastamist vajav ettevõtte ja investor viiakse kokku ühisrahastusplatvormi abil (Mazure: 279). Griffin (2012: 1) toob välja, et ühisrahastuse puhul saab kaasata kapitali ühendades investori ja ettevõtja interneti teel. Seega võib ühisrahastamist defineerida kui alternatiivset rahastamismeetodit, kus vajalik summa kogutakse kokku avaliku kutse abil paljudelt isikutelt väikeste summade kaupa ühisrahastusplatvormi kaudu.

Ühisrahastamise kaudu teostatava rahastamise puhul saame rääkida projektidest ja ettevõtluse erinevatest tüüpidest. Tomczak ja Brem (2013: 342) jaotavad ühisrahastuse otseseks ja kaudseks. Otse saab rahalisi vahendeid koguda läbi enda loodud ühisrahastusplatvormi või toetajaskonna olemasolul pöörduakse otse huvigrupi poole. Kaudse ühisrahastamise puhul kasutatakse üldsuse poole pöördumiseks ühisrahastusplatvorme. Samuti võib tuua välja mikro-ühisrahastuse, milleks on üldsuse heaolu suurendamiseks loodud missiooni toetamine. Mikro-rahastus teostatakse ühisrahastusplatvormi abil ja kogutakse summa, mis oleks mõistlik kompensatsioon

tehtud töö eest. (Sakamoto *et al.*: 2013: 13)

Teise lähenemisena võib ühisrahastust jaotada ühisrahastamise mudeli järgi, mis on kujutatud joonisel 1. Joonisel kujutatud ühisrahastuse jaotumine on võetud ühisrahastuse käsituseks käesolevas magistritöös. Tuleks eristada investorile finantstulu pakkuvat ja finantstulu mitte pakkuvat ehk annetatud kapitalil põhinevat mudelit. Erinevad autorid on toonud välja neli ühisrahastamise tüüpi: annetuspõhine (*donation-based*) ja hüvitispõhine (*reward-based*) ühisrahastamine, omakapitali põhine ühisrahastamine (*equity-based*) ja laenupõhine ühisrahastamine (*loan-based, lending-based*) (Leela 2016: 171, Marchand 2016: 5, Mamonov *et al.* 2017: 240). Seega võib ühisrahastamise jagada kas avaliku kutse tüübi või finantstulu saamise ootustele vastavalt.



Joonis 1. Ühisrahastuse liigid. Allikas: autori koostatud

Esimeste ühisrahastamise tüüpidena on tekkinud annetuste põhine ja preemiapõhine ühisrahastamine (Stemler 2013: 272). Annetatud kapitali (*donated capital*) puhul ei soovi investeerimisobjekti raha paigutanud isik saada midagi vastutasuks ja annetatud kapitali ei maksta tagasi (Mamonov *et al.*: 240). Mudelit kasutatakse peamiselt humanitaar- ja sotsiaalvaldkonna investeerimisobjektide puhul (Schwienbacher, Larralde 2010: 13). Sarnane ühisrahastamismeetod on hüvitispõhine ühisrahastamine, kus paigutatud rahaliste vahendite eest pakuti hüvitist, näiteks tasuta toodete,

allahindluse, huvipakkuva hüvise näol. Nimetatud kahe rahastamistüübi puhul on välja toodud ühiste joontena õigusliku reguleerimisega seotud probleemide vähesus ja rahaliste vahendite pakkuja saadav kasu (Mamonov *et al.* 2017: 241). Ettevõtja võib kasutada kirjeldatud mudelit eelmüügi võimalusena, pakkudes rahastajatele saada toode esimesena (Mollick 2014: 3). Autor on arvamusel, et taoliste projektide rahastamisel on investor huvitatud mitte finantstulust, vaid heaolutunde saamisest ja ühiskondlikust kaasaaitamisest.

Finantstulu toovate projektide mudeleid on kaht tüüpi ja need jagunevad omakapitalipõhiseks ja laenupõhiseks ühisrahastamiseks. Omakapitalipõhise ühisrahastamise korral pakub kapitali vajav ettevõtte investeerimisvõimalust omakapitali ning pakkudes vastutasuks investorile osalust või osa investeerimisobjekti tulust (Morri, Ravetta 2016: 12). Lisaks eelnevale toovad erinevad autorid välja, et omakapitalipõhise ühisrahastamise mudel on alternatiivseks finantseerimisvõimaluseks väiksematele ja iduettevõtetele (Wilson, Testoni 2014: 2, Deffains-Crapsky, Sudolska 2014: 4). Laenupõhise ühisrahastamise puhul küsib rahastuse taotleja ühisrahastusplatvormi kaudu laenu avaliku pakkumise abil. Sellise mudeli korral on rahastuse taotleja kohustatud tasuma laenu tagasi teatud kuupäevaks koos intressidega (Wilson, Testoni 2014: 2). Mollick (2014) toob välja, et laenupõhise ühisrahastamise puhul on investori jaoks oluline investeerimisobjekti sisu (Mollick 2014: 3). Mamonov ja teised autorid (2017) toovad välja, et sarnaselt omakapitalipõhisele ühisrahastamisele, sobib laenupõhine ühisrahastamine väike- või iduettevõtetele (Mamonov *et al.* 2017: 241). Lisaks finantstulu teenimise võimalusele võib mõlema mudeli puhul tuua ühise joonena välja, et rahastamisviis sobib väikestele ja iduettevõtetele. Magistritöö empiiriline osa uurib kinnisvara laenupõhist ühisrahastamist, seega käesoleva töö kontekstis on tegemist olulisima ühisrahastamisviisiga.

Ühisrahastusplatvorm on investori jaoks keskkond, mille abil on võimalik investeerida huvi pakkuvasse investeerimisobjekti (Calvo 2015: 16). See ühendab finantseeringu vajajat ja rahastajaid (Gerber *et al.* 2012). Vahendamise eest küsitakse tasu tulu teenimise ja juhtimiskulude katmise eesmärgil. Morri ja Ravetta (2016) väidavad, et üks kolmandik maailmas registreeritud ühisrahastusplatvormidest kasutab preemiapõhist mudelit (Morri, Ravetta 2016: 11). Käesolevas töös toodud ühisrahastamise

definiitsiooni järgi mängib ühisrahastusplatvorm olulist rolli ühisrahastatud investeerimisobjektide puhul, sest see ühendab rahastust otsivat ettevõtjat ja investoreid ning avalik kutse osalemiseks projektis avalikustatakse ühisrahastusplatvormi kaudu.

Ühisrahastuse valdkond areneb jõudsalt, esimene ühisrahastusplatvorm käivitati vähem kui kakskümmend aastat tagasi. Esimese ühisrahastamise kontseptsiooniga tulid välja 1997. aastal rokkbändi Marillion fännid, kes kogusid kokku kuuskümmend tuhat dollarit annetustena USA turnee korraldamiseks internetipõhise kampaania abil. (Morri, Ravetta 2016: 11, Mazure 2017: 280) Esimene ühisrahastusplatvormi loojad said inspiratsiooni eelnevalt kirjeldatud kampaaniast ja 2000. aastal asutati ArtistShare ühisrahastusplatvorm (Mazure 2017: 280). Ühisrahastamise abil enne 2008. aastat rahastati finantseerimistuluta investeerimisobjekte, sealt edasi hakati kasutama ühisrahastamist finantstulu teenivate investeerimisobjektide elluviimiseks. Esimesteks ühisrahastusplatvormideks olid IndieGoGo ja Kickstarter, mis hakkasid koguma rahastust kõrgtehnoloogilistele toodetele ja muusikaalbumitele, kuid kuna seadusandlus ei võimaldanud teenida finantstulu, said investorid vastutasuks hüvitisi toodete näol. (Vogel, Moll 2014: 6) Laenupõhise ühisrahastamise alguseks võib pidada Zopa ettevõtet, mis loodi Suurbritannias 2005. aastal, millele järgnesid 2006. aastal Lending Club ja Prosper Ameerika Ühendriikides (Pokorna, Sponer 2016: 331). 2008. aasta globaalse majanduslanguse tõttu halvatud maailmamajandus vähendades usaldust traditsiooniliste finantsteenuste ja pangandussektori vastu. Üks revolutsioonilisemaid ideid finantseerimisallika leidmiseks oli ühisrahastus.

Finantstulu teenimise võimalusega investeerimisel käib alati kaasas risk. Investori jaoks on oluline mõista, kui suur on riski realiseerumise tõenäosus ja kui suur on riski realiseerumisel mõju investeeringule. Investeerimisotsuse langetamisel on võimatu prognoosida tulemust täpselt ning sellepärast on tegemist alati riskiga kas saada kahju või oodatust erinev tulemus. Suurema riskiga investeerimisotsuste vastuvõtmiseks peab investeeringu lubatud tulusust olema nii palju suurem, et see kompenseeriks riski võtmist. (Karma, Paas 2010: 16-17)

Riskiga kaasneb tagajärgede määramatus. Määramatuse hindamisel kasutatakse erinevaid tasemeid, kus esinemine varieerub määramatuse puudumisest kuni määramatuse olulise eksisteerimiseni. Üldiselt otsuste, kaasaarvatud

investeeringisotsuste, langetamisel tuleks arvestada probleeme, mis kaasnevad täiendava teabe hankimisega. Tuleks mõelda, kas on võimalik hankida täiendavat teavet, kui suured kulutused võib teabe hankimine endaga kaasa tuua ja kas täiendava teabega seotud kulutused õigustavad ennast? (Karma, Paas 2010: 19) Erinevad riskiallikad aga moodustavad koguriski, mida võib käsitleda riskiallikate koosmõjuna. Selline lähenemine aitab määrata kahju põhjused ja tingimused, mis võimaldab selgitada välja kahju võimalikkuse ning rakendada meetmeid riskiallikate suhtes. (Kaarma, Paas 2010: 24-25) Autor on siinkohal arvamusel, et ühisrahastusplatvormid tagavad investorile vajalikku informatsiooni investeeringisotsuste langetamiseks ja hoiavad kursis investeeringisobjekti kulgemisega. Samuti tuleks ühisrahastamise valdkonnale kasuks minimaalse teabe avaldamise seaduslik reguleerimine, mis aitaks kaasa investorkaitsele ja muudaks selgemaks ühisrahastusplatvormide tegevuse.

Sõltuvalt sellest, kas investeeringu tulemus osutub oodatust halvemaks või paremaks, mida investor ootab normaalingimustes või mida eeldab investeeringisotsuse langetamisel, võib jaotada riske puhasteks ja spekulatiivseteks. Esimene risk on seotud näiteks maksete laekumisega ja ratsionaalne investor on huvitatud seda tüüpi riski vähendamisest. Spekulatiivne risk võib olla seotud näiteks hinnamuutustega seotud määramatusega ja investor pole alati nõus seda vältima, kuna see annab võimaluse teenida tulu. (Kaarma, Paas 2010: 23)

Riskide hindamisel saab kasutada erinevaid meetodeid. Riske saab hinnata kvantitatiivselt ja poolkvantitatiivselt, lähtuvalt uuringu analüüsist. Enamlevinud on riskimaatriksi kasutamine (vt joonis 2). Tüüpiliselt riskimaatriksi puhul kasutatakse riski hindamisel riskide esinemise tõenäosust ja mõju majandustulemustele. Mõju all mõistakse kahju suurust (rahaline mõõde) või ulatust, mida võib põhjustada konkreetse riski realiseerumine. Tõenäosuse all mõistakse, millise sagedusega võib konkreetne risk avalduda. (Berg 2010: 88) Autor kasutab viidatud riskimaatriksit käesoleva magistritöö raames läbiviidava uuringu raames intervjuuküsimustele vastamisel.

		MÕJU				
		Ebaoluline	Vähene	Mõõdukas	Oluline	Tõsine
TÕENÄOSUS	Väga tõenäoline	Madal/Kesk	Keskmine	Kesk/Kõrge	Kõrge	Kõrge
	Tõenäoline	Madal	Madal/Kesk	Keskmine	Kesk/Kõrge	Kõrge
	Võimalik	Madal	Madal/Kesk	Keskmine	Kesk/Kõrge	Kesk/Kõrge
	Vähetõenäoline	Madal	Madal/Kesk	Madal/Kesk	Keskmine	Kesk/Kõrge
	Peaaegu võimatu	Madal	Madal	Madal/Kesk	Keskmine	Keskmine

Joonis 2. Riskimaatriks (allikas: Berg 2010).

Mitmetel riskidel on ühised riskiallikad ja seetõttu tuleb riskide käitumises eristada süstemaatilist (*systematic*) näitajat, mis on seotud paljude näitajate käitumisega. Samuti on igal riskil spetsiifiline (*idiosyncratic*) komponent, mis on sõlmumatu teistest näitajatest. Sellest tulenevalt on süstemaatiline ja spetsiifiline risk ei ole iseseisev risk, vaid konkreetsete riskide tinglik osa. (Karma, Paas 2010: 26) Käesolevas töös on riskide liigitamisel võetud Markowitzi portfelliteoorias käsitletud riskide jaotumist süstemaatilisteks ja spetsiifilisteks. Nimetatud teooria alusel defineeritakse riski tulususe varieeruvusena keskmisest tulususest või planeeritud oodatavast tulususest (Elton, Gruber 1995: 49). Finantsvara risk on seda suurem, mida suurem on finantsvaralt saadava tulu kõikumine (Krumm 2011: 25). Autor on arvamusel, et kinnisvara ühisrahastamisega kaasnevad mõlema rühma riskid, seega vaadeldakse edasi süstemaatilisi ja spetsiifilisi riske. Liigitades riske riskiallika järgi saab tuua välja (Kaarma, Paas 2010: 46-48):

- Füüsiline risk, mille allikateks on loodusnähtused, kinnisvara asukoht jne. Enamasti on tegemist puhta riskiga.
- Sotsiaalne risk, mille allikateks võivad olla sotsiaalsest süsteemist või tavadest tingitud riskiallikad. Samuti võib siin olla allikaks tööturu olukord.
- Poliitiline risk, kus saame rääkida riigikorra stabiilsusest ja sellest tulenevatest suhtumistest ja garantiidest.
- Õigusliku riski allikad tulenevad aga seadusandlusest ja selle täielikkusest.
- Kognitiivne risk on seotud juhtide riski tunnetamisega.
- Majandusliku riski allikad tulenevad makroökonomilisest ja ettevõtluskeskkonnast, turgude seisundist jne.

- Mikroriskide allikad on seotud ettevõtte juhtimisstrateegiaga, majandusharuga, majandus- ja finantstegevusega seotud riskid.
- Makroriski puhul saame rääkida inflatsioonist tulenevast riskist, valuutakursside ja intressimäärade muutustest.
- Harutasandi riskide allikad tulenevad majandusharust ja selle spetsiifikast.

Ühisrahastuse valdkonnaga seotud investori riske suhteliselt vähe uuritud. Omakapitalipõhise ühisrahastamise puhul kannab ettevõtja oma riskid edasi investoritele, kes investeerimisobjekti ebaõnnestumisel kaotavad väiksemaid summasid (Morri, Ravetta 2016: 4). Ühisrahastamise puhul saame rääkida asjaolust, et investori jaoks on üheks suurimaks motiveerijaks võimalus teenida tulu, tänu millele on ta nõus võtma kaasnevaid riske (Leela 2016: 181). Laenupõhised investorid keskenduvad riskide asemel võimalusele teenida kõrgemat lubatud tulusust (Serrano-Cinca *et al.* 2016: 114). Ühisrahastusplatvormid teostavad investeerimisobjekti riskianalüüsi, mis lisatakse investeerimisobjekti kirjeldusele ja millega investoritel on võimalik tutvuda (Morri, Ravetta 2016: 20). Investorile pakutav kõrge lubatud tulusus on autori arvates selgeks märgiks investeerimisobjekti riskantsuse kohta. Sellisel juhul peaks kindlasti suhtuma kriitiliselt ühisrahastusplatvormil toodud riskianalüüsi ja toodud teabesse investeerimisobjekti kohta. Järgnevalt käsitletakse riske, millega peaks arvestama investeerimisel ühisrahastuse kaudu.

Õigeaegne riskide teadvustamine aitab investoril võtta vastu ratsionaalseid otsuseid enne investeerimist investeerimisobjekti (Leela 2016: 180). Investeerides ühisrahastamise kaudu on oluline hinnata investeeringu riske (Belleflamme *et al.* 2015: 13). Autor on arvamusel, et investorid peaksid riskide õigeks hindamiseks tuginema nii ühisrahastusplatvormi poolt avaldatud infole kui ka enda finantsteadmiste, kaasaarvatud finantsanalüüsile. Tabelis 1. on kujutatud ühisrahastamisega seotud riskide jaotus.

Tabel 1. Ühisrahastamisega seotud riskid, investori vaade.

Riski liik	Riski nimetus	Riski allikas
Süsteemiline risk	Poliitiline risk	Võimalikud sündmused, mis mõjutavad poliitilist ebastabiilsust (Võrklaev 2007: 99).
	Õiguslik risk	Regulatiivne risk, informatsiooni asümmeetria (Amit <i>et al.</i> 1998: 43; Leela 2016: 179).
	Makrorisk	<ul style="list-style-type: none"> • Tururisk • Valuutarisk • Inflatsioonirisk • Intressimäärarisk (Investeeringuga seotud üldised riskid, 1-3)
Spetsiifiline risk	Kognitiivne risk	Juhtimisega seotud riskid Investori tegevusega seotud riskid
	Mikrorisk	Ärimudeliriskid (Leela 2016: 177) Finantsriskid: krediidirisk ja likviidsusrisk (Woods, Dowd 2008: 5-6).
	Harurisk	Operatsiooniriskid (Liu 2010: 225; Agrawal <i>et al.</i> , 2011; Kuppuswamy and Bayus, 2013)

Allikas: autori koostatud.

Esmalt analüüsitakse ühisrahastusega seotud süstemaatilisi riske. Esimesena käsitletakse regulatiivset riski. Ühisrahastamine on tihedalt seotud informatsiooni asümmeetria riskiga ja seda kasutavad peamiselt eraettevõtted, mitte börsil noteeritud ettevõtted, seega neil puudub informatsiooni avaldamise kohustus. Ühisrahastamist kasutavate ettevõtete puhul on informatsiooni asümmeetria eriti aktuaalne (Amit *et al.* 1998: 443). Ühisrahastamise puhul saab tuua olulise riskina informatsiooni asümmeetria põhjusel, et algajatel investoritel puuduvad teadmised ning kogemused ja nad ei mõista teostatavaid tehinguid ega ühisrahastuse ärimudeli toimimist. Toimingu teisel osapoolel – ettevõtjatel – võib esineda sama probleem ja seetõttu nad jätaavad esitamata vajaliku informatsiooni. Seetõttu on tekkinud vajadus investorite kaitsemeetmete rakendamiseks, eriti laenu põhise ühisrahastamise puhul. (Leela 2016: 179) Poliitiline risk on seotud ohuga, et riigis toimuvad sündmused avaldavad mõju nii piirkonna majanduslikule kui ka poliitilisele stabiilsusele ja see võib tuua endaga kaasa võimaluse, et investeeringult ei teenita lubatud tulusust (Võrklaev 2007: 99). Autor on arvamisel, et seadusega võiks

reguleerida rahastatava investeerimisobjekti kohta avaldatava informatsiooni kohustuse, mis annaks investorile võimaluse enne investeerimist hinnata adekvaatselt investeerimisobjekti riske.

Makromajanduslikest riskidest saab tuua välja tururiski, mis on seotud turul toimuvate üldiste negatiivsed muutused ja sellest tulenev kahju. Intressimäärarisk on seotud kahju tekkimise võimalusega, mis on seotud ebasoodsate muutustega turul ning mis avaldavad mõju intressimääradele. Valuutariskid on seotud võimalusega saada kahju valuutakursside ebasoodsate muutuste tõttu välisvaluutas arvestatavate investeeringute korral, ehk investeerimisel riikidesse, kus kehtib muu valuuta. (Investeeringuga seotud üldised riskid, 1-3) Autor on arvamusel, et tururiskide soovides teenida investeerimisel tulu nõustub investor võtma riske, mida ei saa maandada või ei ole mõistlik seda teha.

Spetsiifilistest riskidest on väga oluline pöörata tähelepanu finantsriskidele, mida on võimalik liigitada krediidi- ja likviidsusriskiks (Woods, Dowd 2008: 5-6). Esimesena käsitletakse likviidsusriski. Laenupõhine ühisrahastamise puhul on mitmed autorid väitnud, et ühisrahastusplatvormidel enamasti puudub järelturg, mis aitaks leevendada likviidsusriski. See ei võimalda investoril väljuda investeeringust kiirelt ning saada oma investeeringu eest õiglast tasu. Borello ja teised autorid (2015) toovad samuti välja, et krediidi ja likviidsusriski vähendamiseks on oluline luua sekundaarne turg ning nende uuringust selgus, et väga vähesed ühisrahastusplatvormid on loonud sellise võimaluse. (Borello *et al.* 2015:15) Autor on nõus, et likviidsusriski vähendamiseks on oluline järelturu olemasolu. Selline lahendus toimib majanduse kasvufaasis ja aitab investoril vajadusel kiirelt väljuda investeeringust, kuid majanduse langusfaasis likviidsusrisk võib suurenedada sõltumata järelturu olemasolust.

Laenupõhise ühisrahastamise puhul lisandub investori riskide hulka krediidirisk, mida nimetatakse ka vastaspoole krediidiriskiks. Käesolevas töös jaguneb vaadeldud risk kaheks. Esimesena saab vaadelda ühisrahastusplatvormiga seotud krediidiriski. Täpsemalt laenu pakkuvate ühisrahastusplatvormide puhul võib tekkida olukord, kus ühisrahastusplatvorm ei suuda täita oma kohustusi. Siinkohal on oluline hinnata, millist tagatist pakutakse ühisrahastusplatvormi poolt. Laenu taotleval ettevõtjal on võimalik pakkuda reaalselt isiklikku tagatist, sellist lahendust nimetatakse kindlustatud mudeliks. Samuti võivad ühisrahastusplatvormid luua fondi, kuhu investorid võivad pöörduda

laenaja maksejõuetuse korral, see on kaitstud mudel. Kaitsmata mudeli puhul ei seata investeerimisobjekti tagatiseks mingeid tagatise. (Borello *et al.* 2015: 15) Investor peaks hindama pakutavaid tagatise ja analüüsima, milline on võimalus väljapakutud tagasite puhul saada tagasi oma investeering ja kui suures ulatuses kõige negatiivsema stsenaariumi puhul. Tagatisega seotud tingimuste mõistmine on oluline, et saada aru millised on võimalused investeeritud summa või selle osa tagasisaamiseks. Teise krediidiriskina käsitleme vastaspoole krediidiriski, mille puhul eksisteerib investori jaoks oht, et laenuvõtja ei suuda täita võetud finantskohustust. Laenu põhiselt saab ühisrahastada peamiselt väikeettevõtteid, seega ettevõtte pankroti puhul on oht kaotada investeeritud summa, samuti ei maksta välja lubatud tulusust. (Hernando 2017: 15) Laenu põhise ühisrahastuse mudeli puhul on olemas oht, et laenuvõtja satub tänu rahalistele raskustele laenu lõksu ja on sunnitud juurde laenama, et maksta investoritele tagasi (Leela 2016: 175-176). Võib tekkida mitmeid olukordi, kus ettevõtte satub rahalistesse raskustesse, kuid investor peaks kriitiliselt suhtuma kõrge lubatud tootlusega riskantsetesse investeerimisobjektidesse. Antud riski alla kuulub situatsioon, mille puhul rahastust vajav ettevõtte kulutab rahalised vahendid enne, kui investeerimisobjekti rahastamiskampaania lõppeb edukalt. See risk kaotada investeeritud vahendid ohustab lisaks laenu põhisele investorile ka ühisrahastusplatvormi. (Belleflamme *et al.* 2015: 20)

Autor toob teaduskirjanduse analüüsile tuginedes välja järgmise riskide rühmana operatsiooniriskid. Operatsiooniriski on ebapiisavatest või ebaõnnestunud sisemistest protseduuridest, inimestest, süsteemidest või välistest sündmustest tuleneva kahju saamise risk (Liu 2010: 225). Soov investeerida läbi ühisrahastamisplatvormide võib tekkida paljudel, kuigi investoril ei pruugi olla vajalikke teadmisi erinevate investeerimisobjektide hindamiseks ja kasumlike investeerimisobjektide leidmiseks. (Leela 2016: 178) Mitme uuringu puhul on leitud, et ühisrahastamise puhul mõjutab investori otsuseid teiste investorite käitumine, kus hakatakse teisi matkima (Agrawal *et al.*, 2011; Kuppuswamy and Bayus, 2013). Samuti on leitud, et uusi investoreid saadab oma otsuste suhtes liigne enesekindlus (Mollick 2013). Operatsiooniriskide puhul on riski põhjustajaks investor, kus kahju võib olla tingitud teadmatusest või ebaõigest käitumisest, samuti võivad operatsiooniriske põhjustada ühisrahastusplatvormi sisemised protsessid.

Viimase rühmana tuuakse välja ärimudeli riskid, mis on seotud erinevate ühisrahastamismudelite tüüpidega ja ühisrahastusplatvormi pankrotiohuga. Leela on toonud välja, et annetustepõhine ühisrahastamise mudel on madala riskiga, mille puhul pealmise probleemina tuuakse välja mittetäielikult avalikustatud teave investeerimisobjekti eesmärkide ning nendeni jõudmise kohta, sest investeerimisobjekti raha paigutanud isikud ei soovi vastutasuks saada midagi ja investeerimisobjekti tulemuste kontroll on nõrk. Hüvitispõhine ühisrahastamise mudel on mõõduka riskiga, sest investeerimisobjekti teostamine sõltub investeerimisobjekti edust ning saadav hüvitis on seotud tehtud panusega. Kõrge riskiga ühisrahastamise mudeliteks on omakapitalipõhine ja laenuvõtmine ühisrahastamine. (Leela 2016: 177) Euroopa Komisjon toob välja, et omakapitalipõhi ühisrahastamise puhul võivad investeeringud minna kaduma, sest väike- ja iduettevõtteid ei noteerita börsil (Euroopa Komisjon, 2013). Leela (2016) toob välja, et peamisteks riskideks on investeeritud summa kaotamine, samuti investeerimisobjekti ebaõnnestumise tõttu lubatud tulususe mitte teenimine ja informatsiooni asümmeetria risk. Investeerides omakapitalipõhiselt investeerimisobjekti on väike tõenäosus, et investorile makstakse dividende või puudub kontroll selle üle, palju korraldatakse investeerimisobjekte lisarahastuse kogumiseks. Ühisrahastusplatvormi pankroti väljaselgitamiseks saab kasutada näiteks majandusaruannete andmetel põhinevat finantsanalüüsi, mõista ühisrahastusplatvormi ärimudelit ja kontrollida ühisrahastusettevõtte juhtimisega seotud isikute kompetentsust.

Ärimudeliriski puhul oluline tuua välja pettuse risk. Pettus võib olla seotud nii ühisrahastusplatvormiga, kus vahendaja üritab katta ebaõnnestunud investeerimisobjekte õnnestunud investeerimisobjektidelt teenitud tuluga, kuid selline mudel võib variseda kokku majanduse langusfaasis, sest ühisrahastusplatvormil ei jätku rahalisi vahendeid lubatud tulususe ja investeeringu katmiseks (Baucus, Mitteness 2016: 38). Samuti on olemas oht, et laenuvõtja kasutab ühisrahastusplatvormi pettuse läbiviimiseks (Agrawal, Catalini, Goldfarb 2014). Oluline on siinkohal kontrollida nii ühisrahastusplatvormiga kui ka laenuvõtjaga seotud isikute tausta ja koguda investeerimisobjektiga seotud informatsiooni.

Kokkuvõtteks võib öelda, et investorid võiksid uurida turul esinevate riskide kohta rohkem, analüüsida edukalt rahastatud investeerimisobjektide tulemusi ja toetuda oma

isiklikule kogemusele (Belleflamme *et al.* 2015: 19). Kindlasti mõjutavad ühisrahastuse kaudu teostatud investeeringuid riskid, mis pole valdkonnaspetsiifilised ja mõjutavad seeläbi paljusid varaklasse. Eelnevalt on toodud ühisrahastamise riskid tulenevad nii valdkonna uudsusest. Järgmises alapeatükis räägitakse kinnisvarainvesteeringutest ja kaasnevatest investori riskidest.

1.2. Valdkonaspetsiifilised riskid – investori vaade

Käesolevas alapeatükis räägitakse kinnisvarainvesteeringu- ja laenuühise investeeringuga kaasnevatest investori riskidest. Paljudele võib tunduda investeerimine kinnisvarasse lihtne ja mõistlik ning levinud on arvamused, et kinnisvarahinnad kasvavad aja jooksul. Tegelikult võib investeeringu tasuvuse hindamine olla aga hoopis keerulisem ning investoril on vaja lisaks mahuka investeeringu omamisele omada põhjalikke teadmisi kinnisvaraturu ja selle omapärade kohta ning häid suhteid kinnisvaraarendajatega. Kindlasti on kinnisvarasse investeerimine investori jaoks inflatsioonikindlam, kui investeerimine teistesse finantsinstrumentidesse.

Investeeringutes kinnisvarasse tuleks eelnevalt analüüsida järgmisi aspekte: investeeringu mahtu, riskide olemasolu, likviidsust, kapitali piiranguid, investeeringu ajalisi horisontide ja arendaja kogemusi (Marchand 2016: 16). Rääkides kinnisvarainvesteeringust peetakse enamasti silmas otsust investeerimise kohta, mille puhul investor soetab kinnisvara sooviga teenida tulu. Kinnisvarainvesteering tavapärasel mõistes on kinnisvara omandamine või liisimine kasusaamise eesmärgil (Greer 1997: 488). Kinnisvarainvesteeringu, nagu ka teiste investeerimisliikide puhul, saame rääkida kulutuste edasi lükkamisest ja soovist teenida investeeritud summalt preemiat tulevikus. Kinnisvarainvesteeringute puhul on preemia teenimine võimalik tingimusel, et kinnisvara tulevane väärtus on kõrgem alginvesteeringust (Brown, Klingenberg 2015: 393; Zhang, Yang 2012: 1816). Seepärast on investeerimisel kinnisvarasse üheks oluliseks oskuseks võime ennustada kinnisvaraobjekti tulevast väärtust (Brown, Klingenberg 2015: 393-394). Autor nõustub väitega, et kinnisvarainvesteeringu puhul on oluline võime ennustada selle tulevast väärtust. Kinnisvaraväärtuse puhul räägitakse

palju asukoha tähtsusest, sest see toob kaasa väärtuse kasvu. Hinnatud asukoht tagab kõrge ja tulevikus kasvava nõudluse, mis tingib kinnisvarahinna tõusu.

Kinnisvarainvesteering on läbi aegade olnud kapitalimahukas, mis võib tähendada investori jaoks investeerimist ainult ühte investeerimisobjekti. Selle probleemi lahendamiseks on loodud investeerimisfondid, mis võimaldavad investoril investeerida väikeste summade kaupa. Zhang ja Yang toovad välja, et kinnisvarainvesteering nõuab suur investeeringut, kuid samas kulub pikk aeg tulu teenimiseks investeeringult. Kinnisvarainvesteeringud saab jagada otsesteks ja kaudseteks ehk investeerimiseks kinnisvarasse finantsteenuste kaudu. Otsene kinnisvarainvesteering tähendab kinnisvara omandamist ja haldamist.

Kinnisvarasse on võimalik kaudselt investeerida noteerimata fondide (*unlisted funds*) ja kinnisvarafondide kaudu (Baum *et al.* 2007: 399-401). Investeerimisel REITidesse (*Real Estate Investment Trust*) on riskid sarnased pikaajalise otsese kinnisvarainvesteeringuga, kuid see ei kehti lühiajalise investeeringu puhul (Plaizier 2008: 1). Siinkohal võib öelda, et käesolevas töös käsitletav kinnisvara laenuõhine ühisrahastamine on kaudne kinnisvarainvesteering. Tuleb tõdeda, et kinnisvarasse investeerimisel on investeeringu mahukus üks nõrgemaid kohti, sest turvalisem oleks hajutada riske erinevate investeeringute vahel.

Erinevalt paljudest teistest investeerimisvõimalustest peetakse kinnisvara inflatsiooni-kindlaks investeeringuks, seda põhjusel et reeglina inflatsiooni kasvades tõuseb ka kinnisvara hind. Hristea (2013) toob välja, et iga kinnisvarainvesteeringut on vaja hinnata kolme kriteeriumi alusel. Esimesena tuleks hinnata investeeringu väärtuse kasvamise potentsiaali. Samuti on oluline investeeringu likviidsus ja seotud riskid. (Hristea 2013: 107). Käesolevas töös on eelnevalt käsitletud kinnisvaraturu lokaalsust, mis on autori arvates seotud Hristea poolt välja toodud esimese kinnisvarainvesteeringu hindamise kriteeriumiga. Autori arvates sõltub kinnisvara tulevane väärtus suure osas asukohast ja selle populaarsusest tulevikus, mis omakorda mõjutab nõudlust kinnisvaraturul.

Kinnisvarainvesteeringuga seotud riskid on seotud võimalusega kaotada investeeritud vahendid või võimalusega, et jääb teenimata lubatud tulusus. Kinnisvara arendamine on

seotud alati riskiga. Zhang ja Yang (2012) toovad välja, et kinnisvaraga seotud vältimatute riskide suur osakaal. Samuti toovad autorid välja, et kinnisvarainvesteering on pikaajaline ning vajab suurt alginvesteeringut. (Zhang, Yang 2012: 1817) Iga investor teab, et ei saa olla täielikult kindel investeeringu tulemusel isegi kõige väiksema riski puhul. Määramatus on ühel ajal nii oht kui ka võimalus – investor ei tea, kas investeerimisobjekti ootab läbikukkumine või edu (Montgomery 2001: 10).

Eelmises alapeatükis on käsitletud riskide jagunemist süstemaatilisteks ja spetsiifilisteks ning sama kehtib ka kinnisvarariskide puhul. Samas võib kinnisvarariskid jaotada kolme suuremasse rühma: kinnisvaraturust tulenevad riskid, üksiku kinnisvara investeerimisobjektiga seotud riskid ja portfelleriskid. Kinnisvarariskidele avaldavad riskiallikatest mõju makroturu riskid, mikroturu riskid ja kinnisvarast endast tulenevad riskid. (Kaia Kask 2000: 249-254)

Kinnisvara hinda mõjutavad nii objektiga seotud tunnused ja asjaolud kui ka muutused kinnisvaraturul. Siinkohal saab tuua välja autorid Zhang ja Yang (2012), kes on võtnud aluseks väärtpaperitega seonduvate riskide jaotuse ja kandnud selle edasi kinnisvarainvesteeringutele ning jaganud kaasnevad riskid süstemaatilisteks ja spetsiifilisteks. Süstemaatilised riskid on seotud kinnisvaraturul toimuvate muutustega, spetsiifilised riskid on tingitud kinnisvaraobjektiga seotud individuaalsetest hinnamuutustest (Zhang, Yang 2012: 1816). Süstemaatiline risk on mittehajutatav ja on seotud kinnisvaraturul toimuvate muutustega. Investori seisukohast on mõistlik neid riske teada ja neist aru saada. Siia gruppi kuuluvad nii regulatiivsed riskid, kus riiklikul tasemel kehtestatud valdkonnaspetsiifilised ja välisinvestoritele kehtivad piirangud ning poliitiline risk, mis on seotud poliitilise olukorra muutuse võimalusega ning sellest tulenevate ebasoodsate muutustega.

Intressimäärarisk võib tuua kaasa intressimuutustest tingitud kahjumi, kinnisvarainvesteeringute finantseerimiseks kasutatava laenukapitali puhul on see eriti aktuaalne. Intressimäära risk mõjutab nii pikaajalisi kui ka lühiajalisi investeeringuid, suurendades kahjumi või kasumi saamise võimalusi. Samuti mõjutavad intressimäära muutused nõudlust turul, motiveerides soetama kinnisvara või vastupidi (Kask 1997, 179). Samuti kehtib kinnisvara puhul eelmises alapeatükis käsitletud valuutarisk, mis võib tekkida olukorrast, kus investeerimisobjekt asub riigis, kus kehtib erinev valuuta ja

vahetuskursi muutused võivad tingida ebasoodsa mõju investeringu väärtusele.

Süsteematilistest riskidest on olulisel kohal regulatiivne risk, mis võib avaldada mõju kinnisvara turuväärtusele. Näitena võib tuua erinevate maksude kehtestamise, maksumäära muutmine või kinnisvaraga seotud halduskulude seadusliku kehtestamise. Regulatiivne risk tuleneb eelkõige asjaolust, et kinnisvara reguleerivad mitmed seadused ja nende muutmine võib avaldada mõju kinnisvarainvesteeringu tulususele (Kask 1997: 180). Orienteerumine seadustes ja nende tundmine võib olla algaja kinnisvarainvestori jaoks keeruline, kindlasti on enda kurssi viimine seadusest tulenevate kohustustega vajalik.

Kask (2000: 253) toob välja järgmiseks kinnisvaraga seotud riskide grupiks on mikroriskid. Siia kuuluvad likviidsusrisk, keskkonnarisk ja piirkonna arengupotentsiaalset tulenev risk. Mikroriskide allikateks võivad olla renditingimused ja rentnike kooslus ning kvaliteet, finantsvõimenduse kasutamine, asukoht ja kinnisvara arendamisega seotud riskid. Keskkonnarisk võib avalduda tajutavate terviseohtude, keskkonnaprobleemide lahendamise seotud kuludega ja võimalikud looduskatastroofide tagajärgede kõrvaldamisega. Kinnisvara puhul toovad autorid välja kinnisvaraturu tsüklilisuse ja looduslikust keskkonnast tingitud riskid. (Zhang, Yang 2012: 1817) Kinnisvara puhul on oluline pöörata tähelepanu likviidsusriskile, mis on seotud suutmatusega vajadusel kiirelt müüja kinnisvara.

Hristea (2013) märgib, et kinnisvarainvesteeringu puhul oluline pöörata tähelepanu likviidsusriskile. Kinnisvara hindu mõjutab turul kehtiv nõudluse ja pakkumise vahekord, seega kui turul pakkumine on suurem nõudlusest, on kinnisvara likviidsus madalam. Kinnisvaraturul on kapitalisatsioon otseselt seotud proportsionaalselt likviidsusega, millest sõltub investeeringu efektiivsus. (Hristea 2013: 108). Marrison toob likviidsusriski põhjustajana välja krediidikriisi, mida põhjustab finantseerimisallika kasutatavate laenude kättesaadavuse vähenemine pankade kahjumikartuse tingimustes (Marrison 2010: 35). Autor on arvamusel, et kinnisvarainvesteeringu mahukuse puhul investeeringust väljumine on üks suurimaid puuduseid, sest mida kiiremini soovitakse muuta investeering rahaks ja mida spetsiifilisem on kinnisvara, seda suurem on likviidsusrisk.

Kinnisvaraturg on lokaalne ja mitmed autorid on rõhutanud selle asjaolu tähtsust. Ühelt poolt on kinnisvara oma olemuselt üldiselt immobiilne (Ling *et al* 2007: 13), teiselt poolt aga on see seotud oma asukohaga, mille väärtus peitub ümbritsevates objektides ning nende seisukorrast, strateegiliste punktide kaugusest ja piirkonna atraktiivsusest. Autori arvates peaks investor suutma näha piirkonna perspektiivi muutuda tulevikus atraktiivseks või ennustada ette hinnatud piirkonna populaarsust tulevikus, mis võib sõltumata investorist aja jooksul muutuda.

Kolmandaks kinnisvaraga seotud riskide rühmaks on kinnisvarast endast ja kinnisvara investeerimisobjektiga seotud riskid (Kask 2000: 254). Ärimudeli risk on seotud ettevõtluse riskidega ja on seotud ebamäärase nõudluse tasemega, toomis- ja tarnekulude kasvuga, samuti nimetatud faktoritest sõltuva hinna kujunemisega (Crouchy *et al.* 2008: 32-33). Finantsriskidest on oluline krediidirisk, mille puhul räägitakse peamiselt maksejõuetusest tingitud laenukohustuste mitte täitmisest. Zang ja Yang (2012) toovad lisaks krediidiriskide välja eraldi finantsriskid, mis on seotud muude finantskohustuste täitmisega investorite ees. Investeerimisobjektiga seotud kvaliteedirisk on tihedalt seotud ärimudeli riskiga, sest kinnisvara hinna kujunemisel mängib olulist rolli ehituskvaliteet (Zhang, Yang 2012: 1817). Autor on arvamusel, et krediidiriski ei tuleks käsitleda eraldi riskigrupina, vaid see on üks finantsriskide osa.

Lisaks finantsriskidele on olulisteks operatsiooniriskid. Operatsiooniriski peamiseks komponendiks on ettemääramatu inimkäitumine ehk siis risk tekib inimeste vigadest toimingute teostamisel (Das 2006: 501). Kinnisvara puhul tuuakse operatsiooniriskina välja juhtimisriski, kus juhtkond ei suuda tagada vara vastavust seatud eesmärkidele (Kinnisvara hindamine 2015: 83). Brueggeman koos teiste autoritega toonitavad samuti kinnisvara oskusliku juhtimise olulisust, seda seoses investeringu väärtuse säilimisega ning kasvuga. Juhtumisoskuste puhul saame rääkida juhtkonna kompetentsusest, innovaatsilisusest ja konkurentsivõime säilitamisest (Brueggeman *et al.* 2008: 386). Autor on arvamusel, et kinnisvarainvesteeringu tulusus on tihedalt seotud juhtimiskompetentsusega, olgu selleks investor või palgatud isik.

Peyton (2009) on klassifitseerinud kinnisvaraga seotud riske järgmiselt: kinnisvaraobjekti hinnast tulenev risk, krediidirisk, intressirisk, likviidsusrisk, poliitiline ja regulatiivne risk. Kinnisvarahinnaga seotud riski saavad mõjutada objekti asukoht,

rendikulude kasvu kiirus, halduskulud ja hüpoteegi lepingute ülekandmine. Sarnaselt Zhangile, Yangile ning Hristeale märgib Peyton (2009), et kinnisvaraturg on tsükliline, tuues välja, et pikale hinnakasvu perioodile järgneb järsk hinnalangus. Siinkohal saab toonitada, et see on omane kõikidele varaklassidele. Käesolevas töös räägiti eelnevalt, et kinnisvarainvesteeringud on mahukad ja tihtilugu kasutatakse finantseerimiseks laenukapitali. Erinevalt Zhang ja Yangist (2012) liigitab Peyton (2009) intressiriski finantsriskide juurde, seda põhjusel et intressimäär, mida kasutatakse rahavoogude nüüdisväärtuse arvutamisel, võib vaadeldud perioodil oluliselt muutuda. Peyton on finantsriskide alla liigitanud likviidsus-, riigiriskid ja regulatiivse riski.

Lisaks kinnisvarast tulenevatele riskidele avaldavad laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvarale mõju riskid, mis on seotud laenupõhise investeerimisega. Võlakirju on tõlgendatud mitmeti. Mereste (2003: 523), on toonud välja neli võlakirja definitsiooni, mida saab üldistada kui võlakohustust tõendavat dokumenti. Samuti eristab Mereste (2003) kupong- ja diskontovõlakirju, liigitades võlakirju väljaandva organisatsioonijärgi riigi, omavalitsuse või ettevõtte võlakirjadeks. Samuti on võlakirja defineerinud J. Alver ja L. Alver (2011: 615), mille puhul on võlakiri omaniku seaduslikku nõuet esindav väärtpaper, mis kohustab tasuma omanikule põhisumma ja intressid. Seega saab laenupõhiselt investeerida võlakirjadesse, mis kujutab endast põhimõtteliselt võlgniku kohustust maksta tagasi võlausaldajale tema käest saadud vahendite kasutamise eest intressi ja tagastada kasutustähtajal põhivõlasumma. Pangalaenude ja liisingu kõrval on võlakirjade emiteerimine üks levinumaid laenufinantseerimise kaasamise vormiks.

Eksisteerib börsi- ja börsiväline võlakirjaturg. Käesolevas töös uuritav laenupõhine kinnisvara ühisrahastamine on alternatiivne finantsinstrument ja seda võib võrrelda börsiväliste võlakirjadega, mida nimetatakse ka rämpsivõlakirjadeks (*junk bonds*), kus tegu on kõrge riskiga ja madala reitinguga võlakirjaga. Rämpsivõlakirjade populaarsusele aitab kaasa suur tulumäär, mida tingib kõrge risk. Seda liiki võlakirju peetakse heaks investeerimisvõimaluseks majanduse kasvufaasis ning langusefaasis suureneb oluliselt emiteerija maksevõimetus. (Faerbergi 2009: 115-117)

Võlakirjadega kaasnevad süstemaatilised ja spetsiifilised riskid. Fabozzi (2005: 21) on toonud välja võlakirjadega seotud võimalikud investori riskid: intressimäärarisk,

reinvesteerimisrisk, likviidsusrisk, krediidirisk ja inflatsioonirisk. Intressimäär võib avaldada mõju võlakirja hinnale ning ebasoodsad hinnamuutused võivad tuleneda ebasoodsatest intressimäära muutustest turul. Selleks võib olla intressimäära muutus, volatiilsus, erinevate investeerimisobjektide riskitasemest tulenev intressimäära erinevus jne. Oluline on võlakirja intressimäära ja hinna vastassuunaline seos, mille puhul intressimäära kasvuga kaasneb hinna alanemine ja vastupidi. Selline kõikumine põhjustab intressimäärariski. (Fabozzi 2010: 89)

Eelnevaga on tihedalt seotud reinvesteerimisrisk. Reinvesteerimisriski realiseerumine mõjutab võlakirjalt tulevikus saadavat tulu, kuna eelnevalt investeringutelt saadavaid rahavooge paigutatakse turul kättesaadava intressimääraga. Selle tulemusena võib reaalne tulu olla väiksem oodatavast tulust. Aisana võlakirjadest ei ole reinvesteerimisriski diskontovõlakirja puhul, mille puhul investeringult ei saada vahepealseid makseid reinvesteerimiseks. (Darushin 2014: 9-11)

Likviidsusrisk on seotud väärtpaberiturul likviidsusega. Investor saab kahju siis, kui väärtpaberiturul puudub likviidsus ja see raskendab võlakirja müümist, mille tõttu ei pruugita saada võlakirja eest soovitud hinda või väljuda investeringust soovitud ajal. (Castagnetti, Rossi 2013: 373) Fabozzi ja teised autorid (2006: 22) toovad välja, et likviidsusrisk on seotud määramatusega, mida tingivad kauplemisskulud ja need sõltuvad küsitava ja pakutava hinna vahest.

Krediidirisk, teisiti maksejõuetuse risk, tekib kahel põhjusel. Määramatus on seotud tagasimaksete- ja ajafaktoriga, ehk siis emitent ei suuda maksta nõutud intressimakseid või tagastada põhisummat lunastamispäeval. (Castagnetti, Rossi 2013: 372) Krediidirisk on oma olemuselt seotud laenupõhise investeerimisega, kaasaarvatud võlakirjadega, sest emitendi maksejõuetuse korral võib investor saada märkimisväärset kahju või kaotada investeeritud summa. Krediidiriski komponentideks on eelnevalt mainitud maksejõuetuse risk, võlakirja krediidiriski marginaal (*credit spread risk*) ja reitingu alandamise risk (*downgrade risk*). (Fabozzi 2005: 24; 2010: 8-9)

Võlakirjadega seonduvatest riskidest saab tuua välja inflatsiooniriski ja duratsiooni. Inflatsiooniriski puhul saame rääkida ohust, et võlakirja tulusus jääb alla inflatsioonimäära. Inflatsiooni riski võivad põhjustada makroökonomilised

sündmused, rahanduspoliitika ja keskpankade baasintressimäär (Kang, Pflueger 2015:159).

Tabel 2. Valdkonnaspetsiifilised riskid.

Valdkond	Riski liik	Riski nimetus	Riski allikas
Kinnisvara	Süsteemiline	Makrorisk	Regulatiivne risk (Kask 1997: 180) Intressimäärarisk (Kask 1997, 179) Inflatsioonirisk
	Spetsiifiline	Mikrorisk	Likviidsusrisk (Marrison 2010: 35) Keskkonnarisk (Zhang, Yang 2012: 1817) Piirkonna arengupotentsiaalset tulenev risk (Ling <i>et al</i> 2007: 13)
		Kinnisvarast endast ja kinnisvarainvesteeringuobjektist tulenev risk	Äririsk (Crouchy <i>et al.</i> 2008: 32-33) Finantsrisk (Zhang, Yang 2012: 1817) Operatsioonirisk (Das 2006: 501)
Laenupõhine investeerimine	Süsteemilised	Makroriskid	Intressimäärarisk (Fabozzi 2010: 89) Inflatsioonirisk (Kang, Pflueger 2015:159)
		Mikrorisk	Likviidsusrisk (Castagnetti, Rossi 2013: 373)
	Spetsiifilised	Investeeringuobjektist tulenev risk	Krediidirisk (Castagnetti, Rossi 2013: 372; Fabozzi 2005: 24; 2010: 8-9) Reinvesteeringurisk (Darushin 2014: 9-11)

Allikas: autori koostatud.

Investeeringus kinnisvarasse ühisrahastuse kaudu tuleks investoril viia ennast kurssi tehingu tegeliku struktuuriga. Peaks aru saama kuidas toimub tehingu majandamine, kelle omandis on investeeringuobjekt ja kuidas tehakse otsuseid, mis on seotud investeeringuga. Mis puudutab juhtimisotsuseid, siis ühisrahastuse puhul on väikese osalusega väikeinvestoril või laenupõhisel investoril ei ole hiljem võimalik mõjutada

investeeringuobjekti käekäiku. Siinkohal on oluline selgitada välja, kes on investeeringuobjekti vedavad ja otsuseid tegevad inimesed, kui usaldusväärsed ja piisavate kogemustega nad on. Samuti tuleks olla valvas likviidsuse suhtes, sest investeering võib jääda pikaks ajaks investeeringuobjekti kinni.

1.3. Laenu põhisel ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid

Käesoleva töö esimeses kahes alapeatükis keskenduti ühisrahastamisega ja kinnisvaraga kaasnevatele investori riskidele. Varasemalt on investorid pidanud investeeringul kinnisvarasse paigutama oma vahendeid läbi otsese investeeringu, mis vajab nii suhete loomist arendajatega kui ka suurt investeeringu summat või kaudselt investeeringu väikeste summade kaupa varaportfellide kaudu. Ühisrahastamine annab aga võimaluse investeerida kinnisvarasse paljudele investoritele ühisrahastamise kaudu kas laenu- või omakapitalipõhiselt. Kolmandas peatükis toob autor välja laenu põhisel ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid.

Läbi ajaloo on kinnisvara investeeringuid saatnud erinevad petuskeemid ja skandaalid ning kinnisvara ühisrahastamise alguses suhtuti uudsesse finantseerimisvõimalusse väga skeptiliselt. Suhtumine interneti teel teostatud toimingusse on ajaga muutunud, kui varem tundus kahtlust tekitav ostude sooritamise veebis, siis nüüd investeeritakse internetis ühisrahastusplatvormide kaudu. (Vogel, Moll 2014: 5) Autori arvates on oluline kinnisvara ühisrahastamisel kuvandi loomine, kuid samas turvalise õigusliku keskkonna loomine, mis aitaks luua usalduse investori ja rahastamist vajava ettevõtte vahel ning seeläbi luua uusi investeeringuvõimalusi.

Kinnisvara ühisrahastamise areng sai alguse eraisikutele või väikeettevõtetele vahendatavatest laenudest väikeste eluasemete soetamiseks, nende laenude tagatiseks oli isiklik tagatis ja need ei olnud pikemad kui 18 kuud. Valdonna arenguga on laenamine teatud kitsale ringkonnale asendunud vahefinantseerimise ja suuremamahuliste laenudega ettevõtetele. (Vogel, Moll 2014: 7)

Vogel ja Moll (2014) toovad välja, et ühisrahastusplatvormid sõeluvad välja parimaid ja potentsiaalselt edukaid investeeringuobjekte investeeringuks ja viivad läbi

riskianalüüsi enne investeerimisobjektide esitamist investoritele. Peamiselt hinnatakse investeerimisobjektide juures asukohta, turgu, ajaloolisi finantsnäitajaid, tingimusi, ettevõtja andmeid, riske ja väljumisstrateegiat. Samuti on investeerimisobjekti juurde lisatud õiguslikud lepingud, millega on investoril võimalik tutvuda. Reeglina on investeerimisobjekti juures märgitud minimaalne või vajalik kapitali summa. Kui investeerimisobjekti raames ei suudeta summa kokku saada, tagastatakse investeeringud investoritele. (Vogel, Moll 2014: 7) Oluline on rääkida positiivsetest ja negatiivsetest aspektidest, mida toob endaga uue investeerimisvõimaluse areng. Kinnisvara ühisrahastamisega kaasnevatest positiivsetest aspektidest võib esimesena tuua välja investeeringu suurema läbipaistvuse. Siinkohal on investeeringu läbipaistvus seotud asjaoluga, et investoril on olemas hea ülevaade ühisrahastusplatvormidel pakutavatest investeerimisobjektidest ja tehingu tingimustest ning üksikasjadest, mis annab võimaluse valida enda arvates parimad investeerimisobjektid.

Teisena võib tuua välja madalama alginvesteeringu piiri, mis võimaldab investoril hajutada riske, investeerides mitmesse investeerimisobjekti väiksemate summade kaupa. Eelmises peatükis käsitleti kinnisvarainvesteeringu mahukuse probleemi ja sellest tulenevat turule sisenemise tõrget. Kolmanda positiivse aspektina saab tuua välja investori jaoks asjaolu, et ühisrahastusplatvormid vahendavad informatsiooni investori ja ettevõtja vahel ning esitavad andmeid arusaadavalt ja õigeaegselt. (Vogel, Moll 2014: 8) Autori arvates on kinnisvarainvesteeringu kättesaadavus, samuti infoühiskonnale sobiv informatsiooni esitamise viis ja kiirus on tänapäeval väga olulised ning muudavad käsitletava investeerimismeetodi niivõrd populaarseks.

Kinnisvara ühisrahastamisega kaasnevaid negatiivseid aspekte on käsitlenud Vogel ja Moll (2014), kes tõid välja esimesena investorite puhul kalduvust hinnata üle oma kogemusi. Nad väidavad, et ühisrahastusplatvormid serveerivad ideed investeerida kinnisvarasse ja valida edukaid investeerimisobjekte väga lihtsana. Tuues välja, et omades kinnisvaraga seotud informatsiooni vähendab see investeerimiskriske, mis on vastuolus mitmete tuntud investorite soovitusetega riskide vähendamiseks või maandamiseks. Samuti on mitmeid kinnisvarainvestorid kinnitanud, et investeerimine kinnisvarasse nõuab palju suuremat kogemust. (Vogel, Moll 2014: 10) Teoreetiliselt võiks lahendusena pakkuda välja kinnisvaraeksperti hinnangu saamist, kuid see tooks

kaasa märkimisväärsed kulud. Samuti võib tuua välja probleemina ebarealistlikud prognoosid. Ühisrahastusplatvormidel välja toodud lubatud tulusus osade investeerimisobjektide puhul on väga kõrge, kinnisvaraarenduste puhul ulatub see 19-22%. Vogel ja Moll (2014) toovad välja, et eduka kinnisvarainvesteeringu aluseks on suhted arendaja ja investori vahel, ühisrahastuse puhul iga investor distantseerub arendajast. Isiklikud suhted motiveerivad ettevõtjat saavutama investeerimisobjektiga edu. Võib ka tekkida olukordi, kus on vajalik hankida juurde vahendeid investeerimisobjekti edu tagamiseks, kuid ühisrahastamise puhul see ei kehti. (Vogel, Moll 2014: 10)

Tuginedes kahele esimesele alapeatükile ja eelnevalt käesolevas peatükis toodud kinnisvara ühisrahastamise tugevaid ja nõrku külgi saab järgnevalt tuua välja kinnisvara ühisrahastamisega kaasnevad investori riskid. Kinnisvara ühisrahastamisega kaasnevad investoririskid on seotud kindlasti nii kinnisvaravaldkonnaga kui ka ühisrahastamise valdkonnaga. Süstemaatilistest riskidest on oluline tuua välja regulatiivne risk ja sellega seonduvad informatsiooni asümmeetriat, sest see on probleemiks nii ühisrahastamise puhul kui ka kinnisvarainvesteeringute puhul. Regulatiivne risk võib tekitada ebakindlust investorites. Samas ühisrahastamise reguleerimisega tekib tõenäoliselt rohkem kohustusi ühisrahastusplatvormidele ja rahastust vajavatele ettevõtetele info avaldamiseks, reservide loomiseks ja tagatiste olemasolule. Teiselt poolt külgneb ühisrahastus mitme era- ja avalik-õigusliku ruumi reguleerivate seadustega nagu võlaõigusseadus, väärtpaberiseadus, krediitiasutuste seadus, krediidiandjate ja -vahendajate seadus, maksuseadused ja e-raha asutuste seadus ning investeerimisfondide seadus. Nii valdkonna võimalik tulevane reguleerimine kui ka kehtivate õigusnormide tundmine aitab turuosalistel ja nende klientidel kujundada oma käitumist.

Regulatiivsete riskide puhul saame investori seisukohast rääkida ühisrahastamise kaudu teenitud kasumi maksustamisest. Raamatupidamisetoimkonna juhendi RTJ3 "Finantsinstrumendid" järgi on finantsinstrumendiks leping, mille tulemusena tekib ühele osapoolele finantsvara ja teisele finantskohustus või omakapitaliinstrument (RTJ3, § 6). Investeering ühisrahastusplatvormi kaudu on investeering finantsvarasse ja tehingu eesmärgiks on teenida tulu, seda investori jaoks on kasumiks investeeringult teenitud lubatud tulusus, millelt tuleb tasuda tulumaksu (Morri, Ravetta

2016: 7). Oluline on viia ennast kurssi investeringult teenitud tulu maksustamise kohta ja kehtivate regulatsioonide kohta riigis, kus investeringuid teostatakse.

Intressimäärarisk mängib kindlasti olulist rolli kinnisvara ühisrahastamisel. Olulised on siinkohal intressimäärad, mis avaldavad mõju kinnisvarahindadele ja mõjutavad rahapakkumist. Autor on arvamusel, et nendeks intressideks on keskpanga baasintressimäär ja EURIBOR. Valuutarisk ehk vahetuskursside vahetusrisk on oluline siis, kui investeeritakse kinnisvarasse, mis asub mõnes teises riigis, kus kehtib muu välisvaluuta. Valuutakursi kõikumisest tingitud kahjumi või kasumi võimalus puudub investeerides riikidesse, kus kehtib sama valuuta. Süstemaatiliste riskide puhul on kinnisvara puhul toodud välja keskkonnast tingitud riskid, mida ei saa lugeda oluliseks investori jaoks investeerimisel ühisrahastatud kinnisvarasse.

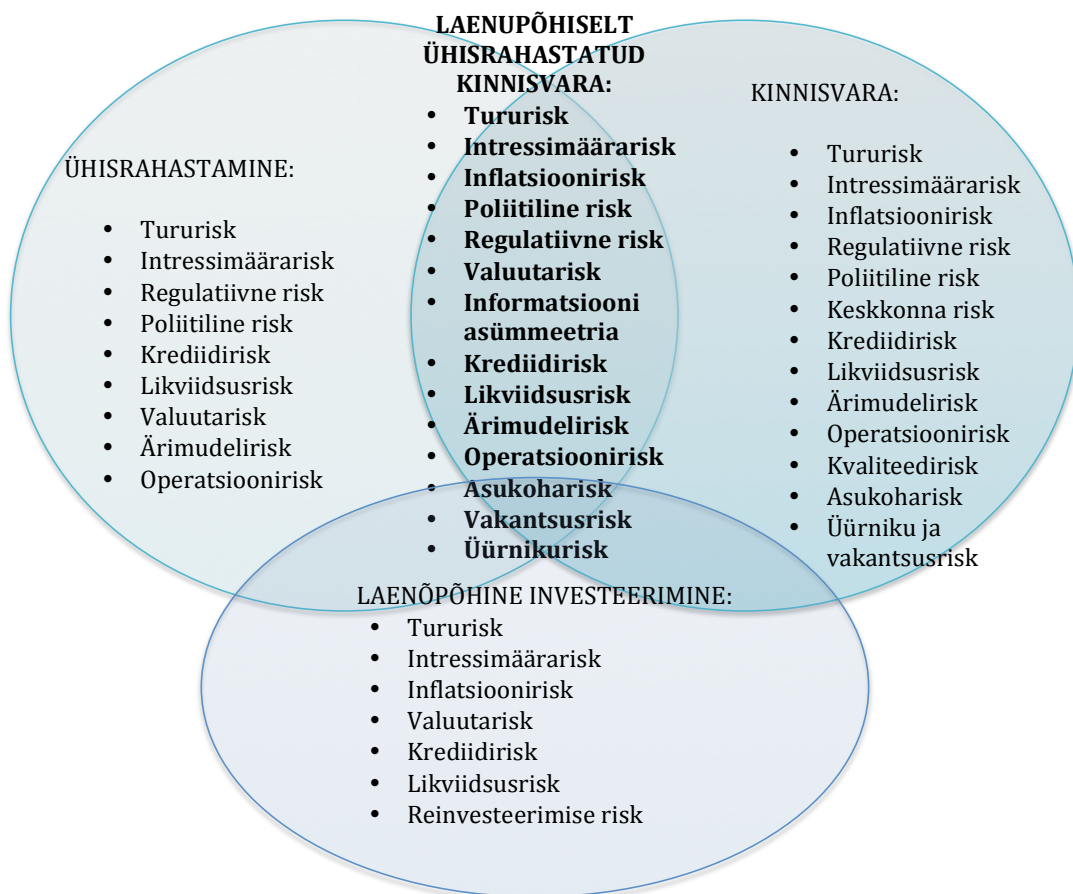
Spetsiifilistest riskidest võib kinnisvara ühisrahastamise puhul tuua välja finantsriskid, ärimudeliriskid ja operatsiooniriskid. Esimese rühmana saab tuua välja finantsriskid. Laenupõhise ühisrahastamisega seoses on oluline krediidirisk. Siinkohal mängib olulist rolli pakutava tagatise vorm. Samuti mängib olulist rolli krediidirisk kinnisvara puhul, kus see sõltub maksejõuetusest tingitud laenukohustuste mittetäitmisest. Kuna laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul on tegu kõrge intressiga laenuga, on oluline pöörata tähelepanu lepingu tingimustele, teiste riskide olemasolule ja muule seotud informatsioonile.

Samuti üks oluline risk, millele tuleb pöörata tähelepanu - likviidsusrisk. Madal likviidsus on probleemiks nii kinnisvara kui ka ühisrahastamise puhul, kaasa arvatud laenupõhise ühisrahastamise puhul. Kuna kinnisvara nõudlus ning ühisrahastuse likviidsusriski maandamine on seotud majanduse tsüklilisusega, peaks investor jälgima turul toimunud trende ja peamisi näitajaid. Samuti ei saa investor kontrollida ühisrahastusplatvormiga seotud tegevusriski. Oluline on pöörata tähelepanu investori enda tegevusest põhjustatud tegevusriskidele. Algaja investor võib teadmiste või kogemuste puudumise ning teiste matkimise tagajärjel teha ebaõigeid otsuseid.

Ärimudeli risk on seotud nii laenupõhise ühisrahastamisega kui ka kinnisvaraga. Laenupõhist ühisrahastamise mudelit peetakse kõrge riskiga mudeliks, sest investor võib kaotada investeringu. Samuti mõjutab investeerimisobjekti ärimudeli risk

investeeringisobjekti edu. Ärimudeli riski puhul saab rääkida pettustest. Kindlasti on oluline kontrollida investeeringisobjekti ja ühisrahastusplatvormi tegevusega seotud võtmeisikute tausta. Võimalusel ja andmete olemasolul ka ajaloolisi andmeid eelnevalt teostatud investeeringisobjektide kohta. Operatsiooniriskide puhul on oluline tuua välja nii investeeringisobjekti juhtimisega seotud riski kui ka ühisrahastusplatvormiga seotud riski. Esimese puhul on investoril väike võimalus rääkida kaasa otsustes, mis puudutavad investeeringisobjekti juhtimist.

Kokkuvõtval joonisel 3. on toodud välja laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga seotud riskid. Lähtutud on käesoleva peatüki alguses toodud riskide jaotumisest süstemaatilisteks ja spetsiifilisteks ning leitud ühiseid jooni ühisrahastuse, kinnisvarainvesteeringute ja laenupõhise investeeringu vahel. Nimetatud riskid on toodud välja pidades silmas investori huve ja ühisrahastuse valdkonna arengu aktuaalsust.



Joonis 3. Laenu põhisel ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid. (Allikas: autori koostatud).

Jälgides teiste riikide kogemusi saame rääkida ühisrahastamise ja täpsemalt laenu põhiste ühisrahastusplatvormide reguleerimisest. Käesolevas töös on eelnevalt toodud välja, et laenu põhine reguleerimine on arenenud viimastel aastakümnetel koos tehnoloogia ja interneti arengu ning levikuga. Erinevates riikides on lähenetud reguleerimisele mitmeti. Osades riikides puudub või on liialt väike laenu põhise ühisrahastamise turg ning neil pole tekkinud vajadust valdkonna reguleerimiseks. Samas on seal kehtivad õigusaktid, mis kaitsevad laenu võtjaid kõrgete intressimäärade, ebamõistlike laenu tingimuste ja eksitava reklaami eest. Osades riikides käsitletakse ühisrahastusplatvormi vahendaja või maaklerina, selleks peab registreerima ühisrahastusplatvormi vahendajaks. See omakorda kohustab ühisrahastusplatvormi taotlema vajalikke tegevuslube, reguleerima äritegevust, et pakkuda krediidi- või finantsteenuseid. (Kirby, Worner 2014: 29) Mõnedes riikides on ühisrahastusplatvormid aga reguleeritud finantsasutusena ja seda krediidivahendusfunktsiooni tõttu. Sellisel juhul on ühisrahastusplatvormil kohustus taotleda finantsasutuse tegevusluba ja täitma avalikustamiskohustused. USAs, mille ühisrahastamise turgu peetakse maailmas kõige arenenumaks ja tihti võetakse võrdluseks, peavad kõik ühisrahastusplatvormid registreerima ennast USA *Securities and Exchange Commission* (SEC) järelevalveorganisatsioonis, seal peavad olema registreeritud ka kõik ühisrahastusplatvormi kaudu vahendatud laenud. Osades osariikides on keelatud laenu põhiste ühisrahastusplatvormide asustamine, näiteks Texas. Californias on aga kehtestatud piirangud laenu põhise ühisrahastamise kaudu investeerivatele investoritele. (GAO 2011: 28)

USAs reguleeritakse väärtpaberiturgu nii riiklikul kui ka osariigi tasemel. Eelnevalt on toodud välja, et riiklikul tasemel reguleeritakse järelevalveorganisatsioonis SEC. 2012. aastal jõustus USAs iduettevõtluse edendamise seadus (*Jumpstart Our Business Startups Act*, lühendatult JOBS). JOBS lubab investeerida ühisrahastusplatvormidesse ainult akrediteeritud investoritel. Saksamaal on ühisrahastusplatvormidel kohustus taotleda tegevuslitsentsi, erandiks on platvormid, mis tegelevad ainult investeringu vahendamise või lepingu vahendamisega laenu võtja ja -andja vahel. Sellisel juhul ei pea

ühisrahastusplatvorm taotlema tegevuslitsentsi. (Kirby, Worner 2014: 54-55) Suurbritannias teostab ühisrahastusplatvormide üle järelvalvet kohalik finantsinspeksioon (*Financial Conduct Authority, FCA*) ja tegevust reguleerib seadus, mis kehtestab informatsiooni avaldamise kohustuse ja vormi (FCA 2014). Järgnevas peatükis selgitatakse välja, kuidas on toimib kinnisvara laenuühine ühisrahastamine Eestis.

Kokkuvõtteks võib öelda, et investorid saavad võimaluse investeerida eelnevalt suurt alginvesteeringut ja suhteid kinnisvaraarendajatega nõudnud varaklassi, investeerides kinnisvarasse ühisrahastuse kaudu. Kinnisvarasse investeerimist vahendavate ühisrahastusplatvormide peamise eelisena on käesolevas töös toodud välja läbipaistvus, kus investoril on võimalik pääseda lihtsalt investeerimisobjekti edenemist ja üksikasju sisaldavale informatsioonile. Samuti võimalus hajutada riske, investeerides mitmesse investeerimisobjekti. Samas on puuduseks võimaluse puudumine rääkida kaasa otsuste tegemisel ja juhtimises. Ühisrahastusplatvormide põhiidee tugineb sellele, et vajalik rahastus kogutakse kokku väikeste summade kaupa, see on olnud siiani suurimaks takistuseks investeerimisel kinnisvarasse. Investeerides kinnisvarasse ühisrahastuse kaudu peab investor mõistma nii tehingu struktuuri kui ka kaasnevaid riske. Kindlasti annab ühisrahastamise finantsinstrument paljudele investoritele võimaluse mitmekesistada oma investeeringute portfelli ja proovida investeerimist kinnisvarasse.

2. LAENUPÕHISELT ÜHISRAHASTATUD KINNISVARAGA KAASNEVAD INVESTORI RISKID EESTIS – EMPIIRILINE ANALÜÜS

2.1. Andmed ja meetodika

Käesoleva magistritöö empiiriline osa keskendub laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatele investori riskidele Eestis. Autor lähtub analüüsis investori riskide väljaselgitamisel riski realiseerumise tõenäosusest ja selle realiseerumisel võimalikule mõjule investeeeringule. Esmalt analüüsitakse regulatiivset keskkonda, et mõista kuidas praegusel hetkel on õiguslikult korraldatud ühisrahastuse valdkond Eestis. Kuna Eestis saab investeerida kinnisvarasse laenupõhise ühisrahastamise kaudu kasutades Crowdestate ja Estageguru ühisrahastusplatvorme, kasutatakse dokumendianalüüsis just nende ühisrahastusplatvormide rahastatud ja lõpetatud investeerimisobjektide dokumentatsiooni analüüsi. Lisaks viib autor läbi intervjuud erinevate valdkondade praktikutega, et luua parem ülevaade laenupõhise ühisrahastamise kaudu sooritatavate kinnisvarainvesteeringute riskide esinemine Eestis.

Empiiriline osa koosneb kolmest alapeatükist. Esimeses alapeatükis käsitletakse andmeid ja meetodikat. Empiirilise osa teadusfilosoofiliseks lähenemiseks uurimisobjekti avamisel on kirjeldamine ja seetõttu kasutatakse käesolevas töös kvalitatiivset uurimislähenemist. Nimetatud lähenemine on valitud, sest laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara ja sellega seotud riskid on suhteliselt uus ning vähe uuritud valdkond. Töö teema on piiritletud kitsalt - laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga seotud investori riskid Eestis, – mis võimaldab uurida nähtust süvitsi.

Eelnevalt tehtud lõputöödest võib tuua välja Mari-Ann Meigo (2017) magistritöö Priit Sanderi juhendamisel Eesti iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavatest

teguritest omakapitali kaasamisel. Töös kasutati kvalitatiivset uurimismeetodit. Tehti ülevaade Eesti idufirmadest ning nendega seotud investeringutest vastavalt avalikes andmebaasidest saadavale infole. Samuti viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud. Maaülikoolis on kaitstud bakalaureusetöö Ühisrahastamise kasutamise võimalused maamajanduslikes väikeettevõtetes, mille autoriks on Eveli Õigus (2016) Maire Nurmeti juhendamisel. Töös kasutatakse samuti kvalitatiivset meetodit, kus analüüsitakse ühisrahastusplatvorme, ettevõtjatega läbi viidud intervjuude põhjal selgitati välja valmidus kasutada ühisrahastamisvõimalusi.

Teadusartiklites kasutatud uurimismeetoditest võib tuua välja Gunita Mazure (2017) artikli ühisrahastamisest Lätis, artiklis kasutatakse kvalitatiivset meetodit. Morri ja Ravetta (2016) on teinud ülevaade ühisrahastusest ja potentsiaalsest kasutusvõimalusest kinnisvaraturul. Tehtud on ülevaade ühisrahastusest (erinevad tüübid) USAs ja viidud läbi Itaalia kinnisvara turu analüüs ning on selgitatud välja, miks ühisrahastus ei sobi Itaalia jaoks. Kasutatud on kvalitatiivset meetodit, investeerimisobjektide puhul on analüüsitud kaheksat põhiriski.

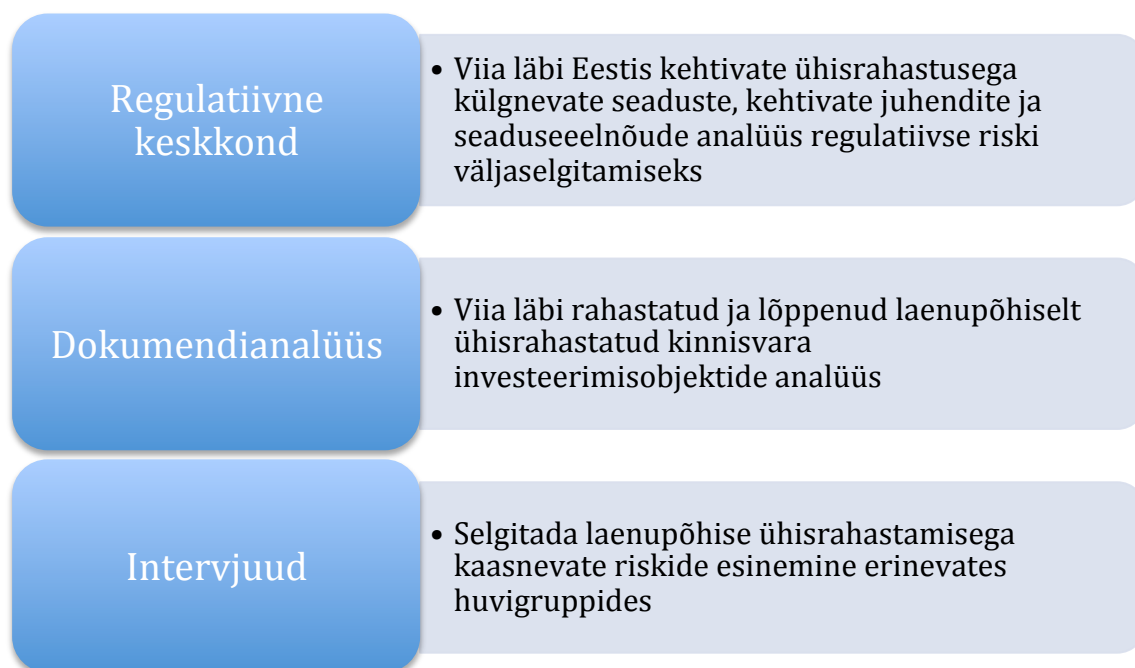
Empiirilise osa teine peatükk on analüütiline ülevaade laenu põhised ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatest investori riskidest Eestis. Empiirilises osas käsitletakse riske, mis on toodud välja magistritöö teoreetilises osas. Töös kasutatavateks meetoditeks on regulatiivse keskkonna analüüs, dokumendianalüüs ja intervjuud, mis peaks võimaldama kaardistada riskid, mis kaasnevad laenu põhise ühisrahastamise kaudu teostatavate kinnisvarainvesteringutega Eestis. Regulatiivse keskkonna analüüsis tuginetakse Euroopa Komisjoni ja Finantsinspektsiooni ettepanekutest ning nägemusest ühisrahastuse valdkonna reguleerimisel, samuti Ühisrahastuse Heast Tavast ja kehtivatest õigusnormidest. Dokumendianalüüsis tuginetakse ühisrahastusplatvormide Crowdestate ja Estateguru lõppenud ja rahastatud investeerimisobjektide andmetele. Analüüsitakse investeerimisobjekti üldandmeid – asukohta, varaklassi, investeringu liiki, kapitali tüüpi, oodatavat tulusust, investorite arvu ja sisemist tasuvusläve, investeerimisobjekti ajakava jne. Valimisse võetakse kõik kinnisvara investeerimisobjektid, mida on rahastatud laenu põhised Crowdestate ja Estateguru ühisrahastusplatvormide kaudu alates tegevuse alustamisest. Samuti analüüsitakse ühisrahastusplatvormi poolt teostatud riskianalüüsi, sõlmitud laenulepingut ja

finantsmudelit jne. Lisaks viiakse läbi struktureerimata intervjuud valdkonna praktikutega. Intervjuude abil soovitakse saada valdkonna ekspertide arvamust laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investori riskidest Eestis. Selleks on palutud osalema uuringus järgmiste valdkondade esindajaid:

- ühisrahatusplatvormide tegevjuhid;
- finantsinspektsiooni esindaja;
- praktiku arvamus - kogenud kinnisvarainvestor ja õppejõud;
- kinnisvaraarendaja ja –investor;
- kinnisvaraekspert;

Magistritöö teine alapeatükk võimaldab täita seitsmenda uurimisülesande: kaardistada riskid, mis kaasnevad laenupõhise ühisrahastamise kaudu teostatavate kinnisvarainvesteeringutega Eestis tuginedes regulatiivse keskkonna analüüsile, dokumendianalüüsile ja intervjuudele kompetentsete isikutega. Empiirilise osa kolmandas alapeatükis tuuakse välja tulemused. Autor on arvamusel, et töö teoreetilise ja empiirilise osa ülesehitus aitavad saavutada püstitatud magistritöö eesmärgi – selgitada välja riskid, mis kaasnevad laenupõhise ühisrahastamise kaudu teostatavate kinnisvarainvesteeringutega Eestis.

Autori arvates annab kolme kvalitatiivse meetodi kombineerimine piisavalt hea ja mitmekülgse ülevaate laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatest investori riskidest Eestis. Tuginedes teoreetilisele raamistikule ja põimides kolme analüüsi tulemustest saadavat informatsiooni aitab teha järeldusi (vt joonis 3).



Joonis 3. Empiirilise osa andmete ja metoodika põimumine (autori koostatud).

Järgnevates peatükkides võetakse aluseks esimeses peatükis loodud teoreetiline raamistik ning tuginedes sellele, viiakse läbi analüüs Eestis esinevatest laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatest investori riskidest. Riske hinnatakse, lähtudes riski realiseerumise tõenäosusest ja riski realiseerumisel võimalikust mõjust investeeringule. Seeläbi soovib autor selgitada välja riskid, millele investor peaks kindlasti pöörama tähelepanu ja mida oleks vaja mõista, kuna nende esinemise tõenäosus on Eestis suur ja mis võivad realiseerimisel avaldada olulist mõju investeeringule. Samuti soovib autor tuua välja riskid, mille realiseerumise tõenäosus ja/või mõju pole oluline, kuid mida tuleks investoril ikkagi teadvustada.

2.2. Empiirilise analüüsi tulemused

2.2.1. Regulatiivse keskkonna analüüsi tulemused

Teoreetilises osas käsitleti süstemaatilise riskina regulatiivset riski. Regulatiivse riski realiseerumise tõenäosuse ja investeringule avaldatava mõju määramiseks Eestis analüüsib autor ühisrahastamise valdkonna õiguslikku keskkonda. Kuna Eestis puudub ühisrahastamise valdkonda reguleeriv seadus, on asjakohane rääkida regulatiivsest riskist. Ühisrahastamist reguleerivad seadused, mis kaitsevad ühisrahastamise investoreid, on võetud vastu paljudes Euroopa riikides ja Ameerika Ühendriikides.

Eestis ei ole kehtivaid õigusakte, mis reguleeriks ühisrahastamise valdkonda. Seetõttu ühisrahastusettevõtjal puudub kohustus omada tegevusluba. Sellest tulenevalt puudub kohustus ja ühised nõuded investorkaitse, kapitalinõude, tagatise, avaldatava teabe, hoolsuskohustuse, konfliktide lahendamisprotsessi ja ühisrahastusplatvormi jätkusuutlikkuse kohta. Finantsinspeksioon on teinud 2016. aasta sügisel ettepaneku rahandusministeeriumile reguleerida seadusega ühisrahastusettevõtete tegevus, mille andmetel tegutseb Eestis ühisrahastusettevõtjaid, kellele on Finantsinspeksioon väljastanud kredidivahendaja tegevusloa, kuid enamusel ühisrahastusplatvormidest tegevusluba puudub. See tuleneb asjaolust, et Eestis peab ühisrahastusettevõtja hindama, kas vastavalt tema tegevusele on vaja taotleda kredidivahendaja tegevusluba või väärtpaberite avaliku pakkumise registreerimist. (Finantsinspeksioon ... 2017) Nimetatud tegevusalad on Eestis reguleeritud seadustega, milleks on krediidiandjate- ja vahendajate seadus, väärtpaberituru seadus, krediidiasutuste seadus, võlaõigusseadus ja investeerimisfondide seadus.

Käesolevas töös kasutatakse andmeid, mis pärinevad ühisrahastusplatvormidelt Crowdestate ja Estateguru. Esimene ühisrahastusplatvorm on registreeritud osäühinguna Crowdestate OÜ, teine osäühinguna EstateGuru OÜ. Autor on selgitanud välja, et kinnisvara laenuõhise ühisrahastamisega tegelevad ühisrahastusplatvormid Crowdestate ja Estateguru ei ole oma tegevust registreerinud kredidivahendajana, investeerimisühinguna või mõne muu finantsturu osalisena ja neil pole vastavat tegevusluba.

Kredidivahendajaks klassifitseerimisel tuleks lähtuda sellest, kas Võlaõigusseaduse ehk

VÕS § 401 järgi on nimetatud ühisrahastusplatvormid kredidivahendaja või mitte. VÕS § 401, lg 1 järgi on krediidlepinguks leping, mille alusel kohustus laenuandja andma laenu laenuvõtjale ja laenusaaaja kohustub maksma laenult intressi ja lepingu lõppemisel tasuma laenu tagasi. VÕS § 418 järgi on kredidivahendaja lepingu puhul tuleb märkida ära vahendaja tasu. Samuti kehtestab VÕS § 404, lg 2 edastatava teabe miinimumnõuded, mis peaksid andma ülevaate lepinguga seotud kohustustest ja laenukulukusest. Nimetatud punkt on oluline rahaliste kohustuste suuruse määramisega ja krediidiriski määratlemisega, kaasaarvatud investori jaoks. (Riigi Teataja, Võlaõigusseadus) Eelnevalt on käsitletud, et ühisrahastusettevõtja peab hindama vastavalt enda tegevusele, kas temal oleks vaja registreerida ennast kredidivahendajana või mitte. Teoreetiliselt on autor toonud välja, et osad ühisrahastusplatvormid ei vahenda krediite, vaid toimivad laenuvõtjate investori ja laenusaaaja ühendajana. Eestis kinnisvara laenuvõtjate ühisrahastamisega tegelevad ühisrahastusplatvormide puhul kehtib samasugune ärimudel.

Eespool on mainitud, et Finantsinspeksioon tegi ettepaneku Rahandusministeeriumile ühisrahastuse valdkonna reguleerimiseks. Finantsinspeksiooni selgituse kohaselt on reguleerimine vajalik investorite säästude kaitsmiseks ning selguse loomiseks ettevõtete tegevusvaldkonnas. Algatusega ei soovita esialgu kehtestada riiklikku järelevalvet ühisrahastusettevõtetele ning kohustada taotlema tegevusluba, vaid keskenduda "...investorite kaitsele, mis käsitleb endas teabe esitamist ja läbipaistvust, isikuandmete kaitset, huvide konflikti juhtimist ja varade lahususe tagamist" (Finantsinspeksioon ... 2016). Samas on Finantsinspeksioon arvamisel, et kui peaks ilmnenud, et ühisrahastusettevõtete tegevus vajab registreerimist ja tegevusloa taotlemist, siis seda peab ka tegema. Samuti märgitakse, et riskide suurenemisel ja Euroopa Liidu õiguse muutumisel tuleks kaaluda põhjalikumalt reguleerimist seadusega. (Finantsinspeksioon ... 2016)

Eestis on loodud ja kehtib Ühisrahastuse Hea Tava, mille eesmärgiks on muuta ühisrahastusplatvormide tegevus arusaadavaks oma klientidele ja läbipaistvamaks (Finantsinspeksioon ... 2017). Ühisrahastuse Hea Tava loojateks on FinanceEstonia ja advokaadibüroo Deilotte Legal. Ühisrahastusettevõtted võivad liituda Ühisrahastuse Hea Tavaga, kuid see ei vabasta ühisrahastusplatvormi õigusaktidest tulenevate nõuete

järgimisest. Ühisrahastuse Hea Tava põhimõtteks on, et sellega liitunud ühisrahastusettevõtted kinnitavad Ühisrahastuse Hea Tava põhimõtete jälgimist või mitte jälgimist, tuues juurde omapoolsed põhjendused. (Ühisrahastuse Hea Tava, aruande vorm). Tuleb tõdeda, et tegemist on soovituslike juhistega, mis tegelikkuses ei kohusta ühisrahastusplatvormi neid järgima.

Ühisrahastuse Hea Tava käsitleb raha paigutaja finantsvahendina ühisrahastusplatvormi kaudu liikuvad rahalised vahendid kas investeerimise või edasilaenamise eesmärgil või raha kaasajatele edasi maksmiseks või tagasimaksena ning neid tuleb hoida lahus ühisrahastusettevõtte muust varast. Samuti soovitatakse luua investori jaoks võimalus investeringu objekte, investeringute suuruse ja investeerimisprotsessi hetkestaatus puudutava informatsiooni hankimiseks. Seda soovitatakse eesmärgil, et ühisrahastusplatvormi maksejõuetuse korral vältida investorite jaoks riski kaotada oma investering. Siinkohal saab rääkida võimalusest, kuidas ühisrahastusplatvorm saab vähendada ühisrahastusplatvormi ärimudeli riski. Samuti on Heas Tavas käsitletud andmete töötlemist ja turvalisust, kinnitades, et seda tehakse vastavalt kehtivatele õigusaktidele. Ühisrahastusplatvormi pidaja peab aga hindama ise, kas tema tegevusele kohaldub rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadus ja sellest tulenevad kohustused. (Ühisrahastuse Hea Tava) Mõlemad uuritavad ühisrahastusplatvormid tegelevad nii isikuandmekaitsega kui ka rahapesu ja terrorismi rahastamise tõkestamise seadusest tulenevate protseduuridega.

Informatsiooni kvaliteeti ja kommunikatsiooni puudutavates juhistes soovitatakse avaldada õiget, selget ja mitte-eksitavat informatsiooni, tagab kasutajatele võrdsed tingimuse ligipääsuks teabele, avalikustab piisavalt selge ja täpse kirjelduse ühisrahastusplatvormi ja ühisrahastusettevõtte rolli suhetes teiste pooltega, investeerimistehingute ja investeerimisprotsessi kohta, raha paigutajate finantsvahendite hoidmise ja tehtud investeringute üle arvestuse pidamise kohta. Samuti võiks ühisrahastusplatvorm kehtestada miinimumnõuded ühisrahastusplatvormil avaldatavate investeerimisobjektide kirjeldusele ja kontrollib, et need oleksid täidetud raha kaasajate poolt. (Ühisrahastuse Hea Tava)

Soovitatavalt peab ühisrahastusettevõtte avaldama oma veebilehel kirjelduse ja hoiatuse riskidest, mis kaasnevad investeerimistegevusega. See aitaks pöörata investorite

tähelepanu riskide olemasolule ja tõsta raha paigutajate teadlikkust peamistest riskidest. Lisaks peab ühisrahastusplatvorm soovitude kohaselt järgima tarbijakaitse ja reklaamiga seotud kohustusi, mis tulevad vastavatest õigusaktidest. Samas on toodud välja, et põhjendamatute lubaduste avaldamine investeerimisobjekti tootlikkuse kohta ei ole soovituslik. Ühisrahastuse Heas Tavas on toodud välja tegevuse jätkusuutlikkus ning taastepaanide väljatöötamise vajadus, milles fikseeritakse minimaalsed käitumismudelid erakorraliste olukordade puhul. Samuti soovitatakse ühisrahastusettevõttel avalikustada oma veebilehel kahe kuu jooksul peale kalendriaasta lõppu ülevaate ühisrahastusplatvormi majandusaasta majandustulemuste kohta, ühisrahastusplatvormi kaudu teostatud investeerimisobjektide prognooside ja lubaduste võrdlus tegelike tulemustega. (Ühisrahastuse Hea Tava) FinanceEstonia annab igal aastal kõikidele liitunud ühisrahastusettevõtetele vastava märgise, kui ühisrahastusettevõtte on järginud Ühisrahastuse Head Tava. Käesolevas töös analüüsitavad ühisrahastusplatvormid on liitunud Ühisrahastuse Hea Tavaga ja on saanud vastava märgise.

Viimaste arengutena Euroopa Liidu poolelt on avaldatud ettepanek ühisrahastuse reguleerimiseks. Ühisrahastuse valdkonda soovitakse reguleerida sarnaselt kehtivatele finantsinstrumentide regulatsioonidega. Eestis on selleks Väärtpaberituru seadus, mis tuleneb Euroopa Liidu põhisest MIFID finantsinstrumentide turge reguleeriv direktiiv, mis käsitleb finantsinstrumente ja nendega seotud teenuseid. Kõik seadused omakorda põhinevad väärtpaberi definitsioonil ning kui finantsinstrument vastab sellele, kohaldatakse valdkonnale kehtivaid seadusi. Praegu aga ühisrahastusplatvormid püüavad tegutseda viisil, et loodav finantsinstrument ei vastaks väärtpaberi definitsioonile. Kuna Euroopa Liidus on väga palju majapidamiste raha investeeritud ühisrahastusse, seetõttu on paljud riigid alustanud iseseisvalt ühisrahastuse valdkonna reguleerimist. Praeguseks on jõutud punktini, kus Euroopa Liit soovib reguleerida keskselt ühisrahastust ning on avaldanud oma esialgse nägemuse ühisrahastuse reguleerimisest.

Euroopa Komisjoni ettepanekust selgub, et soovitakse reguleerida järgnevaid ühisrahastusega seotud komponente. Esimeseks plokiks on juhtide sobivuse nõuded, kus keskendutakse juhtide kompetentsusenõudele ja laitmatule mainele. Samuti huvide

konflikti riski vältimine, kus ühisrahastusplatvormiga seotud isikud ei saaks kasu investeerimisobjektidest ega kuritarvitaks investorite usaldust. Järgmine plokk on seotud teabe täielikkusega, kus soovitakse luua piisava teabe tingimusi ehk minimaalse teabe nõuded. Samuti pakkus Euroopa Komisjon välja, et sarnaselt väärpaberitele, tuleks ühisrahastusplatvormidel hinnata investori profiili, milline on kogemus, teadmised ja riskitaluvus. Sellest tulenevalt võib pakkuda investorile ainult selliseid investeerimisobjekte, mis vastavad tema riskitaluvusele. Järgmiseks soovitakse reguleerida talituspidevust, ehk kehtestada ühisrahastusplatvormi tegevuse jätkusuutlikkuse tagamise kindlustamiseks vajalikud nõuded, st kasutatavad süsteemid peavad olema õiguskindlad ja lisaks kehtestatakse nõuded kapitalile. Samuti on toodud välja nõuded finantsteabe loomisele ja säilitamisele. Kõik need punktid on olulised investorkaitse tagamiseks. Olulisena on toodud välja varade lahususe põhimõte, kus hoitakse eraldi investeringuid ja ühisrahastusplatvormi varasid. Lisaks eelpool mainitule soovitakse kehtestada kõikide normide täitmise tagamiseks järelvalve. (European Commission ... 2018) Eestis hakkaks järelevalvet teostama Finantsinspeksioon.

Finantsinspeksiooni ettepanek ühisrahastuse reguleerimiseks polnud väga sekkuv ja ettekirjutusi tegev. Samas on reguleerimise protsess Eestis jäänud venima, sest oodatakse ühisrahastuse reguleerimist Euroopa Liidu tasemel. Euroopa Komisjoni ettepanek ühisrahastuse reguleerimiseks on ühelt poolt väga karm, seda just investori profiili kontrollimise kohustuse osas. Teiselt poolt see ei hõlma kogu ühisrahastust, näiteks kinnisvarapõhised ühisrahastusplatvormid jäetakse tõenäoliselt, vähemalt Euroopa Komisjoni esmase ettepaneku järgi, liikmesriigi enda reguleerida.

Kokkuvõtteks saab öelda, et autori arvates on ühisrahastuse, kaasaarvatud laenu põhiselt ühisrahastatud kinnisvara, sektor arenenud piirini, kus on vajalik riigipoolne reguleerimine. Oluline on kohustada avaldama ühesugust ja võrreldavat informatsiooni investeerimisvõimaluste kohta, tagada teabe läbipaistvus ja isikuandmete kaitse, huvide konfliktide lahendamise juhtimist ja vara lahususe tagamist, mis aitaks omakorda tagada parema kaitse investoritele. Käesolevas alapeatükis käsitleti regulatiivset riski, mida saab Eesti puhul pidada kõrgeks ning mõju oluliseks. Järgmises alapeatükis käsitletakse teisi teoreetilises osas käsitletud investori riske.

2.2.2. Dokumendianalüüs

Käesolevas magistritöös analüüsitakse laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investeerimisobjektide juurde kuuluvaid dokumente ja üldist informatsiooni, et selgitada välja kaasnevad investori riskid. Käesolevas töös on eelnevalt toodud välja, et Eestis saab investeerida laenuõhiselt ühisrahastuse kaudu kinnisvarasse kahe ühisrahastusplatvormi kaudu, milleks on Crowdestate ja Estateguru.

Ühisrahastamise populaarsust Eestis tõestavad uuritavatel ühisrahastusplatvormidel toodud üldine statistika registreeritud investoritest ja kaasatud kapitali kohta. Crowdestate toob välja, et neil on kokku registreeritud veidi üle 18 tuhande investori. Intervjuust tegevjuhiga selgus, et 10 tuhat on investorid Eestist ja ülejäänud Euroopa Liidust ja teistest maailma riikidest. Kaasatud on kokku kapitali 30,1 miljonit eurot kokku 65 investeerimisobjekti raames, millest 26 olid laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investeerimisobjektid. Estategurus on kokku registreeritud peaaegu 11,4 tuhat investorit ja investeeritud on peaaegu 52 miljonit eurot. (Crowdestate statistika, Estateguru statistika) Seega võib öelda, et ühisrahastuse kaudu investeerib Eestis väga palju investoreid, kokku on registreeritud üle 29 tuhande investori. Kaasatud on märkimisväärne hulk kapitali, kokku üle 52 miljoni euro.

Vaadeldud ühisrahastusplatvormid toovad välja, et ühisrahastamisega kaasnevate riskid ja kahjud kannab investeerija. Seega on oluline viia ennast kurssi investeerimisobjekti riskiprofiiliga ja analüüsima iseseisvalt ja põhjalikult läbi investeerimisobjektiga seotud riske ja arvestama võimalike tagajärgedega. Riskidest on toodud välja: tururisk, likviidsusrisk, valuutarisk, inflatsiooni risk, juriidiline risk, poliitiline risk, intressirisk, kontsentratsioonirisk ja tegevusrisk. Eraldi on toodud välja kinnisvarainvesteeringutega seotud riskid: vakantsusrisk, üürnisk, tehnilised riskid, asukoharisk, kinnisvara ülepakkumise risk. (Crowdestate, investeerimisriskid) Estateguru ei ole toonud eraldi välja riske, mis kaasnevad investeerimisega ühisrahastamise kaudu.

Tururiski puhul saame Eestis rääkida nii riiklikul kinnisvaraturul kui ka makromajanduslikel põhjuste tagajärjel toimunud ebasoodsate sündmuste toimumise riskist, mis omakorda võivad mõjutada volatiilsust ja muutusi kinnisvarahindades. Lisaks käesoleva peatüki esimeses alapeatükis käsitletud regulatiivsele riskile saab

kinnisvara laenu põhise ühisrahastamise puhul rääkida veel teistest süstemaatilistest riskidest. Autori arvates on hetkel Eestis piisavalt stabiilne sotsiaalne ja poliitiline süsteem, mis ei muutu nii palju, et avaldada mõju kinnisvaraturule. Investeerides teistesse riikidesse, on oluline koguda infot investeerimisobjekti asukoha riigi kohta. Analüüsist selgus, et mõlema ühisrahastusplatvormi puhul tagastatud ja rahastatud investeerimisobjektidel puudus valuutarisk, kuna investeerimisobjektid on noteeritud eurodes. Inflatsioonirisk on seotud ootamatu inflatsiooni tõttu väheneva investori tulumääraga, kui investeringult saadav tulu ei suurene piisavalt, vähendades investeringu reaaltulusust või reaalkäärtust. Autori arvates on need riskid kõige väiksema realiseerumise tõenäosusega, kuid siiski need eksisteerivad. Crowdestate investeerimisobjektide puhul, kus tegemist tagatud investeerimisobjektidega, on dokumentatsiooni juurde lisatud hindamisaktid, kus võib leida informatsiooni ka piirkonnas sarnaste kinnisvaraobjektide teostatud tehingute arvu kohta.

Kinnisvara laenu põhise ühisrahastamise puhul on oluline rääkida likviidsusriskist. Analüüsist selgus, et ühisrahastusplatvormid ei võimalda realiseerida investeringut enne tähtaega, sest puudub tavapärane järelturg. Siinkohal tuleb märkida, et Crowdestate on toonud välja oma veebilehel, et nad plaanivad luua investori jaoks lähitulevikus järelturu investeringust väljumiseks, mille puhul on võimalik müüa lepingulised õigused ja kohustused teisele investorile. Autor on toonud juba eelnevalt välja teoreetilises osas, et majanduse kasvufaasis võib järelturg osutada efektiivseks vahendiks likviidsusriski vähendamiseks, kuid majanduse langusfaasis, kus paanika tagajärjel võib tekkida liiga suur pakkumine, võib see mõjuda negatiivselt likviidsusriskile. Samuti on likviidsusriski puhul oluline tuua välja müügi või välja rentimise kiirusega seotud aspektid. Vakantsusperioodi pikale venimisega võivad tekkida probleemid üüri- või müügitulu teenimisega, lisaks võivad tekkida erinevad lisakulud nagu kommunaalkulud, maakleritasud, leppetrahvid finantseerijatele jne, seoses pikale veninud tulu mitte saamise perioodiga. Likviidsusriski puhul on investori jaoks oluline hinnata millises faasis asub kinnisvaraturg – kas turg on kasvu- või langusfaasis, milline on nõudluse ja pakkumise vahekord, milline on tehingute aktiivsus. See nõuab investorilt kinnisvaraturu head tundmist või ennast kinnisvaraturul toimuvaga kurssi viimist, konsulteerimist asjatundjatega ja avalikult kättesaadava teabe jälgimist.

Krediidirisk on laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul teine oluline spetsiifiline risk, millele investor peaks pöörama oma tähelepanu. Uuritava investeerimisvõimaluse puhul räägime vastaspoole krediidiriskist ehk olukorrast kus laenusaja ei suuda täita oma kohustusi. Krediidiriski võib suurendada ka sõlmitud laenulepingu tingimused, näiteks liiga kõrge intressiga laen võib suurendada krediidi riski, sest vastaspool ei suuda tulevikus tasuda laenuga võetud kohustusi. Krediidiriski realiseerumise oht on suurem majandustsükli pöördumisel ja intressimäärade kasvamise tingimustes. Olukorras, kus tulenevalt regulatiivsest riskist on investorkaitse reguleerimata, on oluline investoril hinnata laenusajaga seotud teavet: ettevõtte finantsolukorda ja krediidikäitumist, juhtkonna kompetentsi ning mainet. Crowdestate on toonud välja iga investeerimisobjekti juurde finantsmudeli, kus saab tutvuda investeerimisobjekti rahakäibe prognoosiga. Kindlasti on siin abiks ka korrektselt esitatud majandusaasta aruanded eelmiste perioodide kohta, kuid siinkohal võib tekkida probleem, et saadaolev teabe ei peegelda ettevõtte jooksvat olukorda aruannete esitamise tähtaegade tõttu. Dokumendianalüüsist selgus, et Estategurus kahesajast analüüsitud investeerimisobjekti investeerimisperiood on 8–36 kuud ja laenuintress varieerub 9,5%–12,5%. Crowdestate ühisrahastusplatvormil on 26st kinnisvara laenupõhisest investeerimisvõimalusest 12 tagamata laenuid ning üks vahefinantseerimise investeering. Tagatud investeerimisobjektide laenuintress 10-15%, tagamata investeerimisobjektide intressid jäävad vahemikku 12,25-16% ja vahefinantseerimise investeeringu puhul oli intress 16,6%. Investeerimisperiood on toodud välja investeeringu tähtajana.

Ühisrahastusplatvorm Estateguru toob välja, et nende tegevusalaks on investeeringute vahendamine, mitte juhtimine. Lepingud sõlmitakse investorite ja laenuvõtjate vahel. Lähtuvalt Ühisrahastamise Heast Tavast peaks ühisrahastusplatvorm käsitlema raha paigutaja finantsvahendina ühisrahastusplatvormi kaudu liikuvad rahalised vahendid kas investeerimise või edasilaenamise eesmärgil või raha kaasajatele edasi maksmiseks või tagasimaksena ning neid tuleb hoida lahus ühisrahastusettevõtte muust varast. Estateguru toob eraldi välja oma veebilehel, et ühisrahastusplatvormi rahaliste raskuste või pankroti korral on investorite varad kaitstud ja eraldatud ning need antakse edasi haldamiseks määratud lepingulisele partnerile (Estateguru, korduma kippuvad küsimused). Vastavalt Ühisrahastamise Heale Tavale on klientide investeeringud eraldatud ning EstateGuru rahaliste raskuste või tegevuse lõppemise korral on

investorite vara kaitstud ja ligipääsetav. Crowdestate hoiab samuti lahus investorite ja ühisrahastusplatvormi varasid. Seega saab öelda, et ühisrahastusplatvormi krediidiriski hoitakse madalana. Samuti toob EstateGuru välja, et ühisrahastusplatvorm pole krediidasutus ja neile ei kehti krediidasutustele kehtivad seadused ja regulatsioonid. Estategurus on võimalik investeerida läbi automatiseeritud portfelli halduri ning enamasti antakse laenu kinnisvara tagatisel.

Crowdestate ühisrahastusplatvormil saab investeerida enamasti kinnisvaraarendustesse. Siinkohal tuleb märkida, kui kinnisvaraarendus kulgeb tõrgeteta ja müük sujub hästi, siis on võimalik teenida head tulusust, samas kui investeerimisobjekt ei edene, on risk jääda ilma kogu rahast. Zang ja Yang (2012: 1817) toovad välja, et kinnisvaraarendused on riskantsemad. Autor nõustub teoreetilises käsitluses toodud väitega ja seda tõestab ka arendusinvesteerimisobjektide kõrgem lubatud tulusus.

Vastaspoole krediidiriski puhul tuleb vaadata investeerimisobjekti tüüpi. Uuritud ühisrahastusplatvormide puhul kasutatakse teoreetilises osas käsitletud kindlustatud mudelit, tagatud investeerimisobjektid, ning kindlustamata mudelit – tagamata investeerimisobjektid. Tagamata ja tagatud investeerimisobjektide vahe seisneb tagatise olemasolus. Tagamata investeerimisobjekt tugineb laenuvõtja ajaloole ning usaldusele. Põhimõtteliselt Estateguru vahendab kinnisvaratagatisel laene. Crowdestate ühisrahastusplatvormi kaudu saab investeerida nii tagatud kui ka tagamata kinnisvara investeerimisobjektidesse. Praegusel ajal suudavad ühisrahastusplatvormid pakkuda Eestis mitut kinnisvara investeerimisobjekti koos ühisrahastusplatvormi kohta. Objektid erinevad suuresti ja seetõttu on oluline pühendada rohkem aega tutvumiseks investeerimisobjektiga ja oluline on pöörata tähelepanu rahastuse taotleja mainele, krediidialajaloole, investeerimisobjekti finantsmudelile, sest sellest sõltuvad investeerimisobjekti tulevased rahavood. Autori meelest investeerimisel kinnisvarasse on investoril vaja omada tugevat analüüsivõimet, et mõista, kas ettevõtte tegevusprognos ja ennustatavad rahavood on reaalsed, kui suur võiks olla nõudlus sarnaste investeerimisobjektide järele. Samas kui investori riskitaluvus on suurem ja on olemas soov mitmekesistada oma portfelli kinnisvara varaklassiga, siis on see hea võimalus, sest laenupõhine investeerimine kinnisvarasse võimaldab investoril hajutada riske, investeerides mitmetesse investeerimisobjektidesse.

Analüüsidest edasi vastaspoole krediidiriski, saame küsida, miks eelistatakse kaasata laenukapitali ühisrahastusplatvormi vahendusel ning mitte krediidasutusest? Põhjuseks tuuakse välja, et pankade laenutingimused on karmid ja paljude laenuaotlusi ei rahuldata. Ühisrahastusplatvorm toob välja, et nende vahendusel kaasavad vahendeid pankade jaoks mittedobilikud äriühingud Eestist, Lätist ja Leedust. Samuti tuuakse välja, et laenu ja tagatisvara väärtuse suhe (LTV) on leebem, kui pangas. Kui pangas on vara suhe vahemikus 50-70%, siis dokumendianalüüsist selgub, et Estateguru ühisrahastusplatvormil laenu ja tagatisvara väärtuse suhe jääb vahemikku 15-75%, keskmiselt 50-65%. Estateguru ühisrahastusplatvormil on tagatise tüüpideks kinnisvara, millele on seatud Estateguru investorite kasuks Estateguru tagatisagendi 1. järjekorra hüpoteek – analüüsitud 200 investeerimisobjektile oli 182 investeerimisobjektile, ühel oli 2. järjekorra hüpoteek ja 16 olid tagatiseks muu kinnisvara. Lisaks oli 131. investeerimisobjektile ettevõtte juhatuse liikme isiklik või emaettevõtte poolt antud garantii. Dokumendianalüüsist selgus, et arendajad kaasavad kaainvestoreid, kuna panga poolt pakutav laenusumma võib jääda alla arendaja poolt soovitud summale, samuti võimaldab suurema kapitali olemasolu viia ellu suuremaid või rohkema arvu investeerimisobjekte ja investorite kaasamine investeerimisobjektile annab arendajale võimaluse vabastada osa investeerimisobjektile investeeritud omakapitali – seda võib teha näiteks põhjusel, et soovitakse investeerida uutesse investeerimisobjektidesse.

Laenu põhise ühisrahastuse mudeli puhul on olemas oht, et laenuvõtja satub tänu rahalistele raskustele laenu lõksu ja on sunnitud juurde laenama, et maksta investoritele tagasi (Leela 2016: 175-176). Kui vaadata Estateguru investeerimisobjekte, siis jääb silma mitme investeerimisobjektile puhul refinantseerimine. Siinkohal on oluline pöörata tähelepanu, mis põhjusel refinantseeritakse eelnevalt võetud laenu, kas tegemist on kallimate kohustuste refinantseerimisega või mitte.

Ärimudeliriski tuleneb ettevõtte ärimudelist ja sellest tulenevatest aspektidest (Crouchy *et al.* 2008: 32-33). Lähtuvalt uurimisest saab öelda, et riski võib põhjustada nii ühisrahastusplatvormi kui ka investeerimisobjektile ärimudel. Inforegistri andmetel Estateguru OÜ tegutseb 2013. aastast ja Crowdestate OÜ 2014. aastast ning seega on mõlemad ühisrahastusplatvormid tegutsenud majandustsükli kasvufaasis. Teoreetilises käsitluses on mainitud Peytoni (2009) väide, et kinnisvaraturg on tsükliline ja kasvule

järgneb reeglina järsk langus. Autori arvates ühisrahastusega seotud ärimudelirisk olla madal praegu, kui kinnisvaraturul toimub nõudluse ja hinnakasv, kuid lähtuvalt kinnisvaraturule omasest tsüklilisusest võib oletada, et järsu languse korral võib olukord muutuda. Kinnisvaraturu tsüklilisus mõjutab samuti ka investeerimisobjekti ärimudelit.

Eelnevalt on mainitud, et uuritavatel ühisrahastusplatvormidel esitatud informatsioon on erinev. Investeerimisobjektide analüüsist nähtub, et Crowdestate pöörab tähelepanu investeerimisobjektide ärimudeli analüüsile. Crowdestate toob iga investeerimisobjekti kohta palju lisainformatsiooni, mida on võimalik kasutada investeerimisobjekti ärimudeliriski hindamiseks. Ära on toodud investeerimisobjekti lühikokkuvõtte, kus tuuakse välja asukoha kirjeldus, sarnast tüüpi kinnisvara müügi aktiivsusest ja populaarsusest kinnisvaraturul, samuti on toodud ära investeerimisobjekti detailne kirjeldus ja millises etapis investeerimisobjekt asub. Siinkohal toob autor välja, et Eestis on võimalik saada infot investeerimisobjekti kohta, nt detailplaneeringu kehtestamisest või muutmisest, ehitusloa väljastamisest kohaliku omavalitsuse veebilehelt, samuti on loodud ehitisregister, kust saab teavet ehitiste tehnilistest andmetest ja ehitise kohta esitatud dokumentidega. Tähelepanu tuleks pöörata ka muinsuskaitsevööndis olevate objektide arendamisega seotud küsimustesse. Samuti saab investeerimisobjekti kirjelduse juures lugeda detailset hoone kirjeldust, turu ülevaadet, asukoha ja hinnapõhistest konkurentidest. Lisaks on toodud eraldi välja investeerimisobjekti finantsmudelit puudutav informatsioon. Saab tutvuda rahastusprotsessiga, planeeritud väljamaksete toimimise kohta, investeerimisobjekti kohta regulaarse informatsiooni edastamise protsessi kirjeldus, investeerimisobjekti maksumust ning kapitalistruktuuri puudutav teabe. Välja on toodud eraldi failina ärimudeli andmed, mis sisaldavad investeerimisobjekti eelarvet, ning tulemust negatiivse, baas- ja optimistliku stsenaariumi puhul. Estateguru toob investeerimisobjekti kohta informatsiooni, mis kirjeldab investeerimisinvesteerimisobjekti, lahti on kirjeldatud laenu kasutusotstarve, laenuperioodi pikkus, ära on märgitud intressimäär ja maksete toimumine perioodi jooksul, nt et laen tagastatakse ühe maksena perioodi lõpus. Samuti on toodud ära hüpoteeki ja pandieset puudutav informatsioon, nt katastrinumber. Olemasolul on toodud ära laenuvõtja eelnev koostöö ajalugu Estateguru ühisrahastusplatvormiga ja edukalt ellu viidud investeerimisobjektide nimetused. Võimalik on tutvuda laenuvõtja informatsiooniga, mida vajadusel investoril on võimalik iseseisvalt edasi uurida. Autor

toob omalt poolt välja, et arenduste teostusele kuuluv aeg sõltub vajalike seadusest tulenevate etappide probleemideta vormistamises ning seetõttu on investoril mõistlik viia ennast kurssi kaua võib kuluda aega kas detailplaneeringuga seotud toimingutele või ehitusloa saamisele.

Crowdstate toob eraldi välja oma veebilehel tegevusriski, mille sisu kattub käesolevas töös käsitletud ärimudeliriskiga, samuti operatsiooniriskiga ja ühisrahastusplatvormi krediidiriskiga. Nimetatud risk hõlmab ühisrahastusplatvormi tegevuse lõppemist ja likvideerimist. Tuuakse välja, et põhjused võivad olla rahalised ehk likviidsuse puudumine või pankrot, regulatiivse keskkonna muutustest tingitud tegevuse lõpetamine, juhtimisest tulenevad põhjused või tegevuslikud. Crowdstate ja Estateguru on juhtimisriskide vähendamiseks kaasanud kogunud meeskonna. Likvideerimise korral käivitatakse lepingus sõlmitud mehhanism investeeringute edasiseks käitlemiseks, mis on kirjeldatud ka eelnevas lõigus. Vastavalt Ühisrahastuse Heale Tavale hoiab Crowdstate ja Estateguru investorite varasid lahus ühisrahastusplatvormi varades, tagades seega investorite vara puutumatuset ettevõtte likvideerimise puhul.

Seega on operatsiooniriskid seotud ärimudeliriskiga, sest eelnevas lõigus käsitletud kogunud meeskonna kaasamine ettevõtte juhtimisse on seotud just inimeste tegevusest tingitud riskiga. Operatsiooniriskid võivad tuleneda nii ühisrahastusplatvormi kui ja investori enda tegevusest. Mõlemad ühisrahastusplatvormid kasutavad automaatse investeerimise võimalust. Tööriista saab kasutada automaatseks investeerimiseks investori poolt defineeritud parameetrite järgi. Autor on arvamusel, et automaatsel investeerimisel võivad tekkida probleemid seoses ebaõige kasutamisega. Rahafoorum.ee veebilehel on toodud välja tüüpilised vead, mida teevad ühisrahastuse investorid, ja need kattuvad teoreetilises osas välja toodud investori tegevuse vigadest tingitud riskidest. Probleeme võib tekkida tingimustega mitte tutvumine või neist mitte aru saamine, näiteks automaatse investeerimisvõimaluse või ühisrahastusplatvormi kasutustingimustega seoses. Investorid investeerivad kiirelt kogu raha analüüsimata investeerimisobjekti, soovitulikult on mõistlik oodata investeerimisobjekte, mis vastavad investori riskitasemele ja lubatud tulususele. Toodud on välja investori liigne enesekindlus ning teiste investorite matkimine, samuti vead tulususe arvutamisel ja riskide mitte tundmine. (Rahafoorum, 14 tüüpilist viga).

Tulenevalt regulatiivse keskkonna analüüsist on autor arvamusel, et reguleerimine aitaks teabe avaldamise kohustusega määrata kindlaks investeerimisobjekti teavet, et ühtlustada ühisrahastusplatvormidel esitletavat teavet investeerimisobjektidest ja parandades seeläbi investeerimisotsuste langetamise protsessi. Kindlasti ei tohi investor unustada ära, et investeerimisega võivad kaasneda lisakulud ühisrahastusplatvormil kehtestatud tasude näol ja investeringutel teenitud tulu maksustatakse tulumaksuga. Järgmises alapeatükis teeb autor kokkuvõtte läbiviidud intervjuudest ekspertidega ja analüüsib intervjuude kokkupuutepunkte lähtuvalt teoreetilisest raamistikust, läbiviidud regulatiivse keskkonna ja dokumendi analüüsist. See annab võimaluse paremini kaardistada laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevaid investori riske Eestis.

2.2.3 Intervjuud

Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevate investori riskidest Eestis parema ülevaate saamiseks on autor viinud läbi 6 poolstruktureerimata intervjuud erinevate praktikutega, kes on puutunud kokku laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevate investori riskidega Eestis. Intervjueeritavad on valitud vastavalt valdkonnaga kokkupuutuvate huvigruppidega, kelleks olid laenuõhise ühisrahastamise investor ja õppejõud, käesolevas magistritöös analüüsitud platvormide esindajad, kinnisvaraekspert, kinnisvaraarendaja ja riikliku reguleerimisega seotud Finantsinspektsiooni esindaja. Intervjuude käigus arutati teoreetiliselt osas, regulatiivse keskkonna analüüsist ja dokumendianalüüsist käsitletud riskidest, keskendudes eelkõige laenuõhiselt ühisrahastatud investori riskidele Eestis lähtuvalt riski realiseerumise tõenäosusest ja riskide realiseerumisel mõjust investeringule. Samuti uuriti praktikute käest, milliseid instrumente kasutatakse riskide hindamiseks. Intervjuud transkribeeriti ja jaotati erinevateks alamkategoriateks, mis aitas autoril analüüsida erinevate intervjuude kokkupuutepunkte. Autor sai selgitada välja investori riskid, mis kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis. Kõige olulisemate investori riskidena tõid eksperdid välja laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis välja tururiski, regulatiivse riski, krediidi- ja likviidsusriski.

Tururiski puhul nõustused intervjueeritavad, et tururisk tähendab seda, et turuhindade (st. valuutakursside, intressimäärade ja omakapitali hindade) muutused mõjutavad sissetulekuid või finantsinstrumentide väärtust. Kinnisvara laenupõhise ühisrahastamise puhul on tururiskiks alusvaraks oleva kinnisvara väärtuse hindamine. Intervjuudes toodi välja, et inimesed investeerivad teadlikult kinnisvarasse eesmärgiga teenida tulu ning nad on seega nõus võtma tururiski. Eestis on tururiski realiseerumine tõenäoline ja selle mõju investeeringule oluline. Tururiskide juhtimise eesmärgiks on hoida tururiskid vastuvõetavates piirides, optimeerides seejuures tulusid. Hindamiseks kasutatakse sensitiivsusanalüüsi kinnisvara hindade mineviku liikumise kohta. Tururiski maandamine näiteks kindlustuse instrumendiga kujuneks aga tõenäoliselt nii kalliks, et sellisel juhul poleks turul võimalik teenida kasumit. Estateguru tõi välja, et tururisk on nende ühisrahastusplatvormi puhul kõige suurem, sest nende laenukoode on seotud kinnisvaratagatisega, st põhimõtteliselt antakse kinnisvaratagatisel laenu. Kuna praktikas tuleb ette olukordi, kus tekib probleeme laenu tagasimaksmisega, siis olulist rolli hakkab mängima tagatise aluseks oleva kinnisvara realiseerimise kiirus ja hind. Samuti sõltub halbade laenude kogus kinnisvaraturu seisust – kõrgseisus kinnisvaraturul on võlas laenude osakaal väike ja vastupidi. Oluline on pöörata tähelepanu ka languse suurusele ja selle mõjule kinnisvara hindadele. Investor peaks ise otsustama, milline võiks olla kinnisvaraturu kõikumine tulevikus. Estateguru hinnangul tuleb kinnisvaraturul tulevikus kõikumine, kuid see võib jääda 10-20% juurde. Kuna Estateguru laenu ja tagatisvara väärtuse suhe keskmiselt 59-65%, siis laenupõhiosa tagasisaamisega probleeme tekkida ei tohiks.

Järgmiste riskidena käsitletakse käesolevas magistritöös eelmises alapeatükis käsitletud regulatiivset riski ja intressimäärariski. Intressiriskina käsitletakse sellist riski, kus intressimäär muutudes võib nõuetelt ja kohustustelt saadavate tasutavate intressitulude -kulude suurenemine märkimisväärselt mõjutada investeeringute tulusust. Olulist mõju mängib keskpankade baasintressimäär. EURIBORi võimalikud muutused võivad mõjutada oluliselt investeeringu tulusust, tagatud laenude puhul kannab kulud laenuvõtja, kuid omakapitaliinvesteeringu puhul võib Euribori tõus mõjutada negatiivselt ühisrahastuse investorit. EURIBOR seega ei avalda mõju magistritöö raames uuritud laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investorit otseselt, kuid avaldab mõju kinnisvaraturule üldiselt. Samas autor on arvamusel, et laenupõhise

ühisrahastamise puhul nii intressimäärarisk kui ka inflatsiooni risk ei oma suurt mõju investeringule, kuna investeerimisperiood on lühike, 12-18 kuud.

Ühisrahastusplatvormid töid olulise riskina välja regulatiivse riski, mida peetakse üsna suureks. Risk on suur just platvormi vaatenurgast üks suuremaid riske täna Eestis, sest täpselt ei teata, kui rangelt tulevikus reguleeritakse ühisrahastuse valdkond, kaasaarvatud kinnisvara laenu põhine ühisrahastamine, nii Euroopa Liidu kui ka Eesti poolt. Vastuvõetav seadus hakkab suure tõenäosusega mõjutama laenu põhise ühisrahastamist üsna palju. Samas ühisrahastusplatvormid toovad positiivsena välja, et mõõdukas valdkonna reguleerimine aitaks luua investeerimisvõimaluse turvalisema kuvandi. Loodetakse, et regulatsioon töötatakse välja koos praeguste turul tegutsevate ühisplatvormidega. Näiteks kapitalinõue ja ühisrahastusplatvormi juhtivate isikute tausta ja erialase sobivuse kontroll aitaks takistada petturite turule tulemist.

Ühisrahastusplatvormide arvates võib ülereguleerimine avaldada negatiivset mõju, sest suuremat tulusust teenida sooviv investor, kes on valmis võtma ka suuremat riski, otsib uue investeerimisvõimaluse, mis võib osutuda ühisrahastusest veelgi riskantsemaks, nt krüptoraha. Ühisrahastuse investor oli arvamusel, et Eestis kehtiv Ühisrahastuse Hea Tava ja kehtivad õigusnormid on piisavad ja kinnisvara laenu põhine ühisrahastamine ei vaja enam reguleerimist.

Regulatiivset riski käsitleti põhjalikult intervjuus Finantsinspektsiooni esindajaga. Toodi välja, et ettevõtte kapitalikaasamist oleks keeruline reguleerida, pigem vajab reguleerimist investorkaitse. Ühisrahastus on üsna sarnane väärtpaberiinstrumendile ja isegi kui see ei kvalifitseeru väärtpaberina, on investeerimise riskid üsna sarnased. Tänapäeval on ühisrahastus arenenud ühisest algatusest finantsteenuseks. Euroopa Komisjoni ettepanekust ühisrahastuse valdkonna reguleerimiseks on näha, mis suunas tõenäoliselt tulevikus hakatakse reguleerima ühisrahastust. Finantsinspektsiooni arvates lahendatakse regulatiivne risk ühel või teisel moel regulatsiooniga. Investorkaitse lahendid peaksid olema sarnased väärtpaberiturul kehtivatega. Samuti on Finantsinspektsioon teinud omapoolse ettepaneku ühisrahastuse valdkonna reguleerimiseks Eestis. Euroopa Komisjon näeb ühisrahastuse reguleerimist põhimõtteliselt sarnasena väärtpaberite reguleerimisena.

Regulatiivse riskina on tihedalt seotud poliitiline risk. Ühisrahastusplatvormide esindajad peavad poliitilist olukorda Eestis niivõrd stabiilseks, et ei peeta riski niivõrd siseriiklikult olukorda. Eesti riigi riskipremia on Damodaran andmetel 0,8% ja selle võetakse mudelites riskiga korrigeeritud tulususe arvestamisel arvesse. Tõenäosus, et risk realiseerub on ühisrahastusplatvormide hinnangul väga väike ja mõju investeringule samuti.

Intervjuudes toodi välja, et ühisrahastusse investeerimisel on krediidirisk seotud portaaliga ja laenajaga. See ühtib ka teoreetilises osas tooduga, kus Hernando (2017) käsitleb vastaspoolega seotud krediidiriski ja Borello (2015) ühisrahastusplatvormi krediidiriski. Uuritud ühisrahastusplatvormid on liitunud Ühisrahastuse Hea Tavaga ning hoiavad investorite investeringuid lahus ühisrahastusplatvormi varadest, seega seda riski ühisrahastusplatvormide hinnangul ei eksisteeri. Investor aga tõi välja, et portaali krediidiriski hindamisel saab kasutada finantsanalüüsi ja Altmani Z skoori, samuti finantsaruannete horisontaalanalüüsi (dünaamika analüüs) - jälgib muutusi aastast aastasse. Muutused väljendatakse rahaliselt või protsentuaalselt, selgitatakse muutuste põhjused. Finantsaruannete vertikaalanalüüsi (struktuurianalüüs) - keskendub ühele konkreetsele finantsaruandele ning uuritakse selle erinevate finantsnäitajate vahelisi seoseid. Uuritakse teatud finantsnäitajate muutuse jaotumist teda mõjutanud tegurite vahel (näiteks varade kasvu struktuur vms). Suhtarvude analüüsi - seisneb ettevõtte finantsaruannete baasil likviidsuse, kasumlikkuse, tulususe, efektiivsuse jt. suhtarvude leidmises ja analüüsis. Olulisena tuuakse välja vastaspoole krediidirisk. Tagamata investeerimisobjektide puhul on krediidiriski realiseerumise risk ja mõju suurem. Tagatud investeerimisobjekti puhul on realiseerumise tõenäosus keskmine ja mõju väiksem, kui tagamata laenude puhul. Samas on näiteid, kus investeerimisobjektide realiseerumisel on tulnud ette takistusi ja on tekkinud vajadus tagatise realiseerimiseks.

Likviidsusriskiks nimetati olukorda, et investering ei pruugi olla piisavalt likviidne, et seda oleks võimalik teisele osapoolale müüa. Borello ja kaasautorid (2015) on toonud välja, et järelturg vähendab likviidsusriski ja investorid kasutavad seda edukalt. Kinnisvara laenu põhise ühisrahastuse puhul järelturgu ei ole ja enne tähtaega ei saa

väljuda investeringust. Crowdestatel on plaanis lähiajal tekitada järelturu võimalus, kuid nad ei oska prognoosida selle turu aktiivsust. Muu ühisrahastuse puhul on toimiv järelturg olemas ning seda kasutatakse edukalt positsioonidest väljumisel. Tagatisvara likviidsusrisk on olemas ja see on väga selge, millega kindlasti tuleb arvestada. Tagatisega realiseerumisel tuleb mõista, et võib tekkida takistusi selle realiseerumisel. Likviidsusrisk on seotud kinnisvaraturu olukorraga. Tagatisvara müümisel läbi kohtutäituri võib vara likvideerimise risk olla seotud laenuvõtja poolt protsessi vaidlustamisega, mis venitab pikemaks tagatisvara realiseerimise aega.

Ärimudeliriski puhul kui rääkida ühisrahastusplatvormidest, Crowdestate tegevjuhi Loit Linnupõllu sõnul: “ärimudelid on hetkel ennast tõestanud ja teenivad kasumit, samas varade lahususe tõttu on investori jaoks puudub risk kaotada investeringu platvormi pankroti puhul”. Sama arvas ka Estateguru ärimudeli kohta ühisrahastusplatvormi riskijuht. Investeerimisobjekti ärimudeli riski puhul toob Crowdestate välja, et see on selgelt olemas. Crowdestate jaoks on väga oluline saada aru investeerimisobjekti ökonomikast ja leida selle tasuvus, st pööratakse suurt tähelepanu investeerimisobjekti finantsmudeli analüüsile, sh investeerimisobjekti tulevaste rahavoogude analüüsile. Oluline on saada aru ühisrahastusportaali ärimudelist ning hinnata juhtkonna kompetentsust ning varasemat kogemust antud valdkonnas. Investeerimisobjekti puhul lisaks tagatisele vaadatakse ärimudelit, kuidas planeeritakse tagastada võetud kohustused. Peetakse realiseerumise tõenäosust umbes 30%.

Teoreetilises osas mainis autor, et ühisrahastamine on tihedalt seotud informatsiooni asümmeetriaga ja seda põhjusel, et ühisrahastamist kasutavad peamiselt eraettevõtted, mitte börsil noteeritud ettevõtted (Amit *et al.* 1998: 443). Samuti kuna algajatel investoritel puuduvad teadmised ning kogemused ja nad ei mõista teostatavaid tehinguid ega ühisrahastuse ärimudeli toimimist mängib informatsiooni asümmeetria olulist rolli ka investorite teabe hankimise ja mõistmise puhul (Leela 2016: 179). Samas intervjueritavatega rääkides informatsiooni asümmeetriast arvati, et valdkonna reguleerimine sellele kaasa ei aita, kuna isegi reguleeritud turgudel (nt Balti börs) esineb informatsiooni asümmeetria. Kindlasti on ühisrahastusplatvormidel ja rahastuse taotlejal olemas rohkem infot investeerimisobjekti kohta, kui investoril. Ühisrahastusplatvormid on arvamusel, et võiks kehtestada informatsiooni avaldamise

nõuded, mis on vajalikud investeerimisotsuse langetamiseks ning investeerimisobjekti edenemise kohta käiva informatsiooni edastamine. Ei teata, kas see on otseselt risk, lihtsalt kui palju infot on vaja avaldada, ajalooliselt pigem väljakujunenud investori jaoks vajaliku informatsiooni hulk, mida edastatakse.

Operatsioonirisk on ebapiisavatest või ebaõnnestunud sisemistest protseduuridest, inimestest, süsteemidest või välistest sündmustest tuleneva kahju saamise risk (Liu 2010: 225). Operatsiooniriskid hõlmavad endas üldjuhtimise, sisemiste protseduuride ja töötajate tegevusega, personalijuhtimisega, põhitegevuse katkestamise, klientide ja partnerite teenindamisega seotud, juriidilisi, varade säilimisega, pettuste, infotehnoloogia ja infovahetuse ning füüsilise turvalisuse sh tervisekaitse ja töökeskkonnaga seotud riske. Ühisrahasutusportaali tegevuse jätkusuutlikust saab hinnata finantsanalüüsi ja suhtarvudel baseeruva mudeliga. Üldiselt kasutatakse erinevaid turvalisust tagavaid süsteeme, mis võiks teoreetiliselt olla realiseerumisel suur mõju investeringutele, kuid selle realiseerumise tõenäosus on väga väike. Samuti on olemas sidekatkestustega seotud operatsioonirisk, kuid selle mõju investeringule puudub. Pigem see mõjutab ebamugavalt investori tegevust, kes teatud ajahetkel ei oma ligipääsu vajalikule teabele, nt elektrikatkestuse tõttu tekkinud tõrked portaali kasutamisel. Rahapesu tõkestamine, millega tegeletakse ja jälgitakse. Samuti andmekaitseseedus, millest tulenevalt nõuded andmete hoidmiseks ja kaitsmiseks. Muud operatsiooniriskid on tavapärase töö sellise valdkonna ettevõtte jaoks.

Kuna tegeletakse kinnisvara tagatise analüüsiga, siis võetakse arvesse kinnisvaraga seotud riske nagu asukoharisk, vakantsus ja üürniskurisk ning nende esinemise tõenäosust hinnatakse keskmiseks. Hindamiseks saab kasutada turul kättesaadavaid andmeid, võttes aluseks ajaloolised vakantsused. Samuti võib investor konsulteerida kinnisvaraekspertidega.

Inflatsiooniriski puhul on intervjuueeritavad toonud välja, et kinnisvara on inflatsioonikindel varaklass, kuna kinnisvarahind kasvab koos inflatsiooniga. Riski realiseerumise tõenäosus puudub ja realiseerumisel peetakse riski mõju pigem positiivseks. Intervjuudest selgus, et pikas perspektiivis ei peeta inflatsiooniriski oluliseks, isegi kui turul toimub inflatsiooni muutumine, ei avalda see püsivat mõju kinnisvarahindadele pikas perspektiivis.

Valuutariskina toodi välja, finantsinstrumentide õiglane väärtus või rahavood kõiguvad tulevikus vahetuskursi muutuste tõttu. Valuutariskivabadeks finantsvaradeks ja –kohustusteks loetakse eurodes noteeritud finantsvarasid ja –kohustusi. Eestis tegutsevad kinnisvara laenuõhised ühisrahastused on noteeritud eurodes ja seega seda valuutariski ei ole. Estageuru toob välja, kuna neil on plaanis lähitulevikus laieneda Inglismaale, siis seal võib rääkida valuutariskist. Mõlemal ühisrahastusplatvormil on investoreid väljaspool Euroopa Liitu, kuid investeerimisel peab neil olema IBAN süsteemi pangakonto.

Kokkuvõtteks võib öelda, et intervjuud praktikutega aitasid avada paremini uuritavat teemat. Praktikud said tänu oma teadmistele ja kogemustele rääkida detailsemalt laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatest investori riskidest, hinnates milline on nende meelest riski realiseerumise tõenäosust ja võimalikku mõju investeringule. Samuti sai autor küsida riskide hindamisel kasutatavate meetodite kohta ning valdkonna reguleerimisega seotud protsesside kohta.

2.3. Järeldused

Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid on seotud nii ühisrahastuse valdkonnaga seotud riskidega kui ka kinnisvarast ja laenuõhisest investeerimisest tulenevate riskidega. Tänapäeva infoühiskonnas on veebivahendusel tehtavad toimingud, kaasaarvatud investeringud, on muutunud normaalsuseks. Kuigi ühisrahastamise puhul on tegemist uudse finantsinstrumendiga, kattuvad enamus riske tavapärase riskidega investeerimisel nii laenuõhiselt kui kinnisvarasse. Käesoleva töö raames läbiviidud analüüsis võrreldi teoreetilises käsituses väljatoodud ühisrahastuse ja kinnisvaraga seotud riske, mida on uuritud mujal maailmas, nende riskidega, millele on investoril oluline pöörata oma tähelepanu Eestis. Regulaatiivse keskkonna analüüs võimaldas võrrelda teises riikides toimivat ühisrahastuse valdkonna reguleerimist ja sellest tulenevalt selgitada välja, mis suunas võiks toimuda ühisrahastuse reguleerimine Eestis. Dokumendianalüüs võimaldas tuua välja peamisi investori riske, mis on seotud kinnisvara laenuõhise ühisrahastamisega Eestis. Intervjuud ekspertidega võimaldasid näha erinevate huvigruppide nägemust investori riskidest kinnisvara laenuõhise

ühisrahastamisega. Autor sai kombineerides erinevaid lähenemisi parema ülevaate investori riskidest, mis kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis. Järgnevalt soovib autor tuua välja peamised järeldused ja tulemused.

Olulisemad investori riskid, mis kaasnevad laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis on tururisk ja regulatiivne risk. Samuti on olulised vastaspoole ehk laenaja krediidirisk, tagatise alusvaraks oleva kinnisvara likviidsusrisk ning ärimudelirisk. Väljatoodud viie riski realiseerumise tõenäosus on kõrge, mõju investeeringule on olemas, kuid osade riskide puhul sõltub risk majandustsükli faasist. Praktikud on pidanud neid riske laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevatest investori riskidest kõige olulisemateks.

Turu risk on oluline investoirisk laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul, sest see mõjutab kinnisvara hinda, täpsemalt nii alusvaraks oleva kinnisvara väärtust kui ka investeerimisobjekti ennast. Investeerides kinnisvarasse investorid võtavad teadlikult tururiski, samas riski maandamine kindlustuse instrumendiga võib kujuneda nii kalliks, et ei võimalda investoril teenida investeeringult soovitud tulusust. Tagatud investeerimisobjektide puhul võib pidada tururiski eriti suureks, sest need on seotud kinnisvaratagatise ja kindlasti on tururisk suurem majanduse langusfaasis ja halbade laenude osakaal suurem.

Regulatiivset riski hindavad kõrgeks praktikud kui ka autor. Valdkond saab lähiaastates suure tõenäosusega reguleeritud, kuid selgusetu on reguleerimise rangus. Reguleerimine tõenäoliselt hakkab mõjutama nii ühisrahastusplatvormide kui ka investorite tegevust. Tulevane reguleerimine hakkab toimuma Euroopa Liidu tasemel ja Eesti tasemel. Ekspertide arvamus kattus selles osas, et mõõdukas reguleerimine tuleb kasuks tervele ühisrahastuse valdkonnale, kaasaarvatud laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvarale. Ühisrahastuse reguleerimise abil saab kapitalinõude kehtestamise, juhtivate isikute pädevuse ja laitmatu reputatsiooninõude, tegevusloa ja järelvalve abil saab tagada ühisrahastuse kui finantsteenuse parema kvaliteedi ja usaldusväarsuse. Investorkaitse instrumendid võivad olla tuginedes maailma praktikale vähem või rohkem liberaalsemad, näiteks Euroopa Komisjon on teinud ettepaneku lähtuda ühisrahastuse reguleerimisel väärtpaberiseadusest ja definitsioonist ning rakendada sarnaseid investorkaitse instrumente, millest mõningad nõuaks ühisrahastusettevõtelt suuremat

investori teadmiste, oskuste ja riskide mõistmise kontrolli ning sobivate investeerimistoodete pakkumist vastavalt testide tulemustele. Eksperdid on toonud välja, et liialt range ühisrahastuse valdkonna reguleerimine võib aga olla kahjulik kogu valdkonnale, kuna suuremat tulusust teenida sooviv investor, kellel on suurem riskitaluvus, võib investeerida ühisrahastuse asemel riskantsematesse valdkondadesse. Samuti on oluline regulatiivse riski puhul rääkida teabe avaldamise kohustusest, sest hetkel otsustavad uuritud ettevõtted investeerimisobjekti kohta avaldatava informatsiooni mahu üle ühisrahastusplatvormid ise. Teabe avaldamise kohustuse puudumine võib pöörduda ühisrahastuse enda vastu juhul, kui investeerimisobjektiga seoses peaksid realiseeruma näiteks krediidiriskid ja vaidluse lahendamine peaks jõudma kohtusse. Seadusega reguleeritud teabe avaldamise kohustus on oluline ka investori seisukohast, see muudab investeerimisobjektide informatsiooni võrreldavamaks erinevate ühisrahastusplatvormide vahel ja investor saab olla kindel, et saab kätte minimaalse vajaliku informatsiooni investeerimisotsuse langetamiseks.

Kolmanda olulise riskina tuleks pöörata tähelepanu vastaspoole ehk laenaja krediidiriskile. Autor ei too olulise riskina välja ühisrahastusplatvormi krediidiriski, sest mõlema uuritud ettevõtte puhul hoiti investorite vara ehk investeeringuid lahus ühisrahastusplatvormi varadest ning isegi platvormi pankroti korral jäävad investeerimislepingud jõusse ning need viiakse lõpule tavapäraselt selleks volitatud partnerite poolt. Siinkohal on oluline märkida, et uuritud ühisrahastusplatvormid ei tegutse kredidivahendajana, vaid lepingud on sõlmitud investori ja laenusaaaja vahel. Analüüsitud investeerimisobjektid jagunesid tagatud ja tagamata laenudeks. Mõlema puhul mängib olulist rolli vastaspoole krediidirisk. Mõlemate investeerimisvõimaluse puhul pööratakse olulist tähelepanu investeerimisobjekti finantsmudelile, tulevaste rahavoogude prognoosile, millest plaanitakse tagastada võetud kohustus. Samuti mängib olulist rolli rahastust vajava ettevõtte seotud isikute taustakontroll ja eelnev krediidikäitumine. Kuna kinnisvaraturg on sõltuv majandustsüklisest ning kinnisvarahinnad reageerivad kiirelt turul toimuvatele muutustele, on krediidirisk suurem just majanduse languse faasis.

Samuti on majanduse tsüklisest sõltuv järgmine oluline risk – likviidsusrisk. Likviidsusriski puhul saab rääkida nii kinnisvara likviidsusest kui ka investeeringu

likviidsusest. Oluline mõista, et praeguses olukorras ei saa väljuda investeringust enne tähtaega. Uuritud valdkonnas muutub järelturg ning ühisrahastusplatvormid ei osanud prognoosida, kas selline lähiajal planeeritav lahendus võiks olla piisavalt aktiivne. Samuti toob autor välja, et majanduse langusfaasis võib järelturul investeringu eest mõistliku hinna saamine olla problemaatiline. Tagatisvara ja investeerimisobjekti enda likviidsusrisk on olemas ja sellega tuleb kindlasti arvestada. Siinkohal on oluline tuua välja risk, et tagatise alusvaraks oleva kinnisvara realiseerimine võib venida pikaks, kuna raha kaasaja võib näiteks pöörduda kohtusse protsessi vaidlustamiseks.

Suurema mõjuga riskidest saab tuua välja ärimudeli riski. Seda just põhjusel, et ühisrahastusplatvormid on loodud majanduskasvu perioodis ja pole veel tõestanud, kas nad suudavad saada hakkama majanduslanguse tingimustes. Samuti tuleks pöörata tähelepanu investeerimisobjekti ärimudelile, seda nii tagatisega kui ka tagatiseta investeerimisobjektide puhul. Oluline on mõista investeerimisobjekti ärimudelit ja sellest kuidas planeeritakse rahastada võetud kohustusi.

Praktikute arvates on väiksema mõjuga intressirisk, sest lähiajal ei oodata turul erilisi intressi muutusi. Autor nõustub praktikutega, kuna kinnisvara ühisrahastamisel on tegu enamasti 12-18 kuud kestvate projektidega ning intressimäärariski mõju neile ei saa seetõttu olla oluline. Intressiriski puhul võib rääkida keskpankade baasintressimäärast ja EURIBORist, mille võimalikud muutused võivad mõjutada oluliselt investeringu tulusust. Tagatud laenude jäävad EURIBORi muutudes kulud rahastuse saaja kanda. Samas avaldavad mõlemad intressid mõju kinnisvaraturule üldiselt, mõjutades seeläbi kinnisvarahindasid.

Uuringust selgus, et poliitiline risk, mida võiks seostada ka regulatiivse riskina, ei ole Eestis väga oluline. Eesti poliitilist ja sotsiaalset süsteemi peetakse stabiilseks ja ei nähta ka maailmas ette sündmusi, mis võiks kujutada riski laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investorile. Eesti riigi riskipremia on Damodaran andmetel 0,8% ja see võetakse mudelites riskiga korrigeeritud tulususe arvestamisel arvesse.

Laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investori riskidest rääkides saame tuua välja ka operatsiooniriski, kuid selle realiseerumise tõenäosus on madal. Samas või riski realiseerumisel olla üsna suur. Uuritavad ühisrahastusplatvormid tegelevad nii rahapesu

tõkestamisega kui ka isikuandmete kaitsmise ja hoidmisega vastavalt õigusnormides sätestatule. Ühisrahastusettevõtted on kaasanud oma tegevusse pädevad isikud ning valdkonna reguleerimisel planeeritakse kehtestada pädevuse ja laitmatu reputatsiooni nõue ühisrahastusplatvormide juhtivatele isikutele.

Laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevate investori riskide hulka kuuluvad ka kinnisvaraga seotud riskid nagu asukoharisk, vakantsusrisk ja üürntimerisk. Riskide realiseerumisel võib see mõjutada mingil määral investeerimisobjekti rahavooge. Samas praktikud ei pidanud neid riski nii oluliseks, kuna tagamata investeerimisobjektide puhul pööratakse suur tähelepanu eelnevale finantsmudeli analüüsile ja tagatud investeerimisobjektide puhul on tagatiseks oleva kinnisvara ja laenu suhe keskmiselt 50-65%, mis praktikute hinnangul peaks katma võetud laenusumma.

Ebaoluliste riskidena võib tuua praeguses hetkeolukorras valuutariski ja inflatsiooniriski, samuti informatsiooni asümmeetria riski. Kuna kinnisvara peetakse inflatsioonikindlaks varaklassiks ning selle hind tõuseb koos inflatsiooniga ning pikas perspektiivis inflatsiooni kõikumised turul ei avalda kinnisvarahindadele suurt mõju. Samuti ei saa rääkida valuutariskist, sest kõik investeerimisobjektid on noteeritud eurodes. Informatsiooni asümmeetriat peetakse paratamatuks nähtuseks ja seda ei ole võimalik vähendada näiteks ühisrahastamise reguleerimise teel. Ühisrahastusplatvormid edastavad piisavalt teavet investeerimisotsuse langetamiseks.

Tabel 3. Regulaatiivse keskkonna analüüsi, dokumendianalüüsi ja intervjuude analüüsist tulevad peamised järeldused.

Uurimissuund	Peamised järeldused	Autori kommentaar
Regulaatiivse keskkonna analüüs	<ul style="list-style-type: none"> - Regulaatiivne risk on Eestis olemas. - Ühisrahastuse reguleerimine hakkab toimuma kahel tasandil, Euroopa Liidu ja Eesti poolt. - Eestis on võetud vastu Ühisrahastuse Hea Tava ja uuritavad ettevõtted on liitunud sellega. - Tehtud on ettepanek ühisrahastuse valdkonna seaduslikuks reguleerimiseks. - Ühisrahastusplatvormide tegevust ei reguleeri hetkel ükski seadus, neil puudub vajadus taotleda 	<ul style="list-style-type: none"> - Riski olemus peitub teadmatuses, kui rangelt valdkond reguleeritakse. - Pooldatakse mõistlikku reguleerimist. - Peljatakse ranget reguleerimist, mis võib panna investoreid otsima teisi valdkondi, kus saab teenida suuremat tulusust ja tõenäoliselt on ka riskantsemad.

	tegevusluba.	
Dokumendianalüüs	<ul style="list-style-type: none"> - Tuleb vaadata eraldi tagatud ja tagamata investeerimisobjekte, sest nende riskid võivad erineda mõningal määral. - Oluline on pöörata tähelepanu seotud isikute mainele ja kompetentsile. - Oluline on hinnata investeerimisobjekti finantsmudelit ja tulevasi rahavoogusid. - Likviidsusrisk ja krediidirisk on suuremad majanduse langusfaasis. 	<ul style="list-style-type: none"> - Peamiste riskidena saab tuua välja enamuse riskidest, mida on käsitletud käesoleva töö teoreetilises osa. - Valuutarisk puudub, sest investeerimisobjektid on noteeritud eurodes. - Oluline on pöörata tähelepanu vastaspoole krediidiriskile. Täpsemalt seotud isikute mainele ja kogemustele.
Intervjuude analüüs	<ul style="list-style-type: none"> - Olulisemate riskidena toodi välja tururisk, regulatiivse riski, likviidsus- ja krediidiriski. - Vähem olulisteks riskideks peeti intressimäära riski, ärimudeliriski, operatsiooniriski, poliitilist riski ja kinnisvaraga seotud riske. - Praktikud on arvamusel, et Eesti kontekstis ei saa kinnisvara laenupõhise ühisrahastamise puhul rääkida inflatsiooniriskist, valuutariskist ja informatsiooni asümmeetria riskist. 	

Allikas: Autori koostatud regulatiivse keskkonna analüüsi, dokumentatsioonianalüüsi ja intervjuude analüüsi põhjal.

Sünteesides erinevate uurimislähenemiste tulemusena on võimalik avaldada summaarsel kujul järgmised laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid Eestis järgneval joonisel 3:

		MÕJU				Tõsine
		Ebaoluline	Vähene	Mõõdu- -kas	Oluline	
TÕENÄOSUS	Väga tõenäoline					Regulatiivne risk Tururisk
	Tõenäoline				Ärimudelirisk	Krediidirisk Likviidsusrisk
	Võimalik					
	Vähe- tõenäoline	Inflatsioonirisk Intressimäärarisk Poliitiline risk	Vakantsusrisk Üürnikurisk		Operatsioonirisk	
	Peaaegu võimatu	Valuutarisk				

Joonis 3. Laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid Eestis (autori koostatud).

Kokkuvõtteks võib öelda, et investeerides on oluline mõista, millised riskid kaasnevad laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga. Investor peab mõistma nii seda kui tõenäoline on riski realiseerumise tõenäosus kui ka realiseerumisel mõju investeeringule. Autor on arvamusel, et ühisrahastuse valdkonna mõõdukas reguleerimine mõjub positiivselt ühisrahastusplatvormidele ning investoritele. Kindlasti on oluline jälgida turul kinnisvaraturul ja majanduses üldiselt toimuvat, samuti vajadusel koguda lisainformatsiooni investeerimisobjekti kohta. Kindlasti on laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaral oma positiivsed küljed, sest see võimaldab investoril teenida suuremat tulusust, annab võimaluse investeerida kinnisvara varaklassi, samas võimaldab ka hajutada riske, investeerides väiksemate summade kaupa erinevatesse investeerimisobjektidesse.

KOKKUVÕTE

Kinnisvara laenuõhine ühisrahastamine Eestis on arenenud jõudsalt viimastel aastatel ja pakub arvestatavat alternatiivi klassikalistele finantsteenustele. Valdonna populaarsuse kasvule aitab kaasa suurem tulususe teenimise võimalus, usk kinnisvara inflatsioonikindlusesse ja võimalus hajutada riske, investeerides mitmetesse investeerimisobjektidesse. Investori jaoks on aga oluline mõista, millised riskid kaasnevad tema jaoks laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga, et langetada investeerimisotsused võimalikult kaalutletult.

Tänu lähiminevikus toimunud hüppelisele tehnoloogilisele ja informatsioonilisele arengule on finantsturul loodud uus investeerimisvõimalus – ühisrahastamine, selle all mõeldakse alternatiivset rahastamismeetodit, mille abil kogutakse avaliku kutse abil vajalik summa kokku paljudelt isikutelt väikeste summade kaupa ja protsessi vahendatakse ühisrahastusplatvormi kaudu. Ühisrahastamise puhul peetakse üheks suurimaks motiveerijaks võimalust teenida suuremat tootlikkust, eriti kõrgema riskitaluvusega investorite hulgas. Uuringud näitavad, et investeerimisobjekti lubatud tulusus ja riskitase on omavahel seotud, kus kõrgema riskiga kaasneb võimalus teenida suuremat tulu. Samas tuleb investoril selgelt mõista, milline on mõju ehk võimaliku kahju suurus, mida võib konkreetse riski realiseerumine põhjustada ja tõenäosus, millise sagedusega võib risk avalduda.

Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid tulenevad ühisrahastuse valdkonnast, samuti avalduvad kinnisvaraga ja laenuõhise investeerimisega seotud riskid. Mõlema valdkonna puhul on riske, mis kattuvad ja on olulised. Seega saab laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul rääkida süstemaatilistest ja spetsiifilistest riskidest. Millest esimesed jagunevad poliitilisteks, regulatiivseteks ja makroriskideks. Teised aga kognitiivseteks, mikro- ja harutasandiriskideks. Regulatiivne risk tuleneb seadustest tulenevatest kohustustest või

seadusemuudatustega seotud piirangute kehtestamisega ja kohustuste tekkimisega, mis võivad mõjutada investeringult oodatavat tulusust. Poliitilise riski puhul peetakse silmas ohtu, et investeringu asukohariigis toimuvad poliitilised või muud sündmused võivad avaldada mõju investeringu väärtusele. Tururiskid on seotud turul toimuvate ebasoodsate tingimustega. Inflatsiooniriski all mõeldakse ohtu, et järsk inflatsioon võib mõjutada negatiivselt investeringu väärtust. Erinevalt paljudest teistest investeerimisvõimalustest peetakse kinnisvara inflatsioonikindlaks investeringuks, seda põhjusel, et reeglina inflatsiooni kasvades tõuseb ka kinnisvara väärtus. Samas võib lühikeses perspektiivis olla inflatsioonil oluline mõju kinnisvara hindadele. Valuutariski puhul peetakse aga silmas kahju, mis võib tekkida investorile valuutakursi ebasoodsast muutumisest. Viimasest riskist saab rääkida siis, kui investering on noteeritud mõnes muus valuutas.

Spetsiifilistest riskidest on kognitiivne risk seotud juhtimisega ja investori käitumisega. Mikroriskid aga seotud investeerimisobjekti ärimudeliga või finantsriskidega. Mõlemad riskid on väga aktuaalsed nii ühisrahastuse kui ka kinnisvara puhul. Laenuühisrahastamise puhul on mitmed autorid väitnud, et ühisrahastusplatvormidel enamasti puudub järeלטurg, mis aitaks leevendada likviidsusriski. Järeלטuru puudumine ei võimalda investori jaoks väljumist investeringust. Majanduskasvu ajal võib järeלטurg osutada edukaks lahenduseks, kuid majanduslanguse faasis võib väljumine investeringust mõistliku tasu eest osutada keeruliseks. Samuti on likviidsusriski puhul oluline rääkida kinnisvara likviidsusest ja seda nii tagatise alusvaraks oleva kinnisvara puhul kui ka investeerimisobjektist endast.

Laenuühisrahastatud kinnisvara puhul saame rääkida samuti krediidiriskist. Siinkohal võib rääkida ühisrahastusplatvormi krediidiriskist ja vastaspoole ehk rahastuse saaja krediidiriskist. Ühisrahastusplatvormi krediidiriski puhul on toodud välja, et on oluline hoida ühisrahastusplatvormi ja investorite vara lahus. Vastaspoole krediidirisk on oluline sest sellest sõltub investeringu edu ja soovitud kasumi teenimise võimalikkus.

Operatsiooniriski võivad põhjustada ebapiisavad või ebaõnnestunud sisemised protseduurid, inimesed, süsteemid või välised sündmused. Käesolevas magistritöös saame rääkida nii investori enda tegevusest tingitud operatsiooniriskist kui ka

ühisrahastusplatvormi operatsiooniriskist. Kahju võib tekkida teadmatusesest või ebaõigest käitumisest, samuti võivad operatsiooniriskide tuleneda ühisrahastusplatvormi sisemistest protsessidest, sidekatkestustest ja ebaõigest juhtimisest. Ärimudelirisk on seotud nii ühisrahastusplatvormiga kui ka investeerimisobjektiga. Siinkohal on oluline mõista, millest rahastuse kaasaja planeerib tagastada võetud kohustuse ja kas ootused on siinkohal realistlikud.

Kinnisvarainvesteering on tavapäraselt kapitalimahukas ja tihtilugu see ei võimalda hajutada riske mitme investeerimisobjekti vahel. Selle probleemi lahendamiseks on loodud investeerimisfondid, mis võimaldavad investoril investeerida väikeste summade kaupa. Kinnisvara laenu põhise ühisrahastamise peaks tagama investeeringu suurema läbipaistvuse tänu pakutavate investeerimisobjektide, tehingu tingimuste ja lisateabe kättesaadavusele ning asjakohasusele. See võimaldab investoril valida sobivad investeerimisobjektid investeerimiseks. Laenu põhiselt ühisrahastatud kinnisvara tänu väiksele alginvesteeringule võimaldab investoril investeerida mitmesse kinnisvaraobjekti, võimaldades seeläbi hajutada riske mitme investeerimisobjekti vahel.

Kinnisvara laenu põhise ühisrahastamise eelisenä saab tuua välja ka ühisrahastusplatvormi huvi investori varustamisest asjakohase informatsiooniga ja seda tehakse reeglina õigeaegselt ning arusaadavalt. Eelpoolmainitu on muutnud investeerimise kinnisvarasse kättesaadavaks paljudele investoritele. Laenu põhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad samuti negatiivsed aspektid. Uuringutes on jõutud tulemusteni, kus tänu sellele, et investeerimist ühisrahastusse reklaamitakse kui lihtsat ja kõigile jõukohast investeerimisvõimalust, on paljud investorid liialt enesekindlad, hindavad üle oma kogemusi ja ei mõista kaasnevaid riske. Olulise miinusena tuuakse välja investori ja kinnisvaraarendaja distantseerumise üksteisest. Ajalooliselt on kinnisvarasse investeerimine on olnud kapitalimahukas, kuid on nõudnud ka tihedat suhtlemist ning tihedat koostööd investori ja arendaja vahel. See oli lisamotiveerijaks investeerimisobjekti edukaks teostamiseks. Laenu põhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul see side on läinud kaduma.

Paljude majapidamiste säästud on investeeritud just ühisrahastusse ja mitmed riigid on loogilise sammuna alustanud ühisrahastamise valdkonna reguleerimist. Kinnisvara ühisrahastamine on alguse saanud Ameerika Ühendriikides ja just seal võeti 2012.

aastal vastu iduettevõtlaste edendamise seadus. Mitmed Euroopa Liidu riigid on reguleerinud ühisrahastamist ja Euroopa Komisjoni poolt on tehtud esimene ettepanek valdkonna reguleerimiseks. Samuti on ühisrahastamise valdkond reguleeritud mitmes Euroopa Liidu liikmesriigis, Austraalias ja Uus-Meremaal.

Praeguseks on jõutud punktini, kus Euroopa Liit soovib reguleerida keskselt ühisrahastust ning on avaldanud oma esialgse nägemuse ühisrahastuse reguleerimisest. Euroopa Komisjon lähtub võimalikult reguleerimisel investorkaitse instrumentide rakendamiseks ja talituspidevuse kindlustamiseks. Oluline on siinkohal märkida, et ühisrahastuse reguleerimisel on võetud aluseks Euroopa Liidu MIFID finantsinstrumentide turge reguleeriv direktiiv. Esitatud nägemus ühisrahastamise reguleerimiseks aga ei hõlma käesoleva magistritöö uurimisobjektiks oleva laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara reguleerimist. Hetkel soovitakse jätta valdkonna reguleerimine liikmesriikide vastutuseks.

Eestis ei ole kehtivaid ühisrahastuse valdkonda reguleerivaid õigusakte. Seetõttu ühisrahastusplatvormidel puudub kohustus omada tegevusluba ja seadusest tulenevad nõuded ning kohustused. Finantsinspeksioon on teinud 2016. aastal ettepaneku valdkonna reguleerimiseks ning ettepanek kattub mingil määral Euroopa Komisjoni nägemusega ühisrahastuse valdkonna reguleerimiseks. Samas on Eestis loodud ja kehtib Ühisrahastuse Hea Tava, mis suunab ühisrahastusettevõtjaid teenuse arusaadavamaks ja läbipaistvamaks muutmise poole. Nimetatud juhised ei ole ühisrahastusplatvormidele kohustuslikud, vaid on soovituslikud.

Käesolevas magistritöös läbiviidud uuringust, mis tugines regulatiivse keskkonna analüüsile, dokumendianalüüsile ja intervjuudele praktikutega, selgus, et olulisemad investori riskid, mis kaasnevad laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga Eestis on süstemaatiline ehk tururisk ja regulatiivne risk. Spetsiifilistest riskidest vastaspoole ehk laenaja krediidirisk, tagatise alusvaraks oleva kinnisvara likviidsusrisk ja ärimudelirisk. Väljatoodud viit riski realiseerumise tõenäosus on kõrge, mõju investeringule on olemas, kuid osade riskide puhul sõltub majandustsükli faasist.

Tururiski peetakse oluliseks laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul, kuna see mõjutab kinnisvarahindasid, täpsemalt tagatud investeerimisobjektide puhul tagatiseks

oleva kinnisvara hinda ja investeerimisobjekti väärtust. Tururiski peetakse paratamatuks ja risk ise on aluseks soovitud tootluse teenimise võimalikkusele. Oluline mõju ning realiseerumise tõenäosuse poolest on regulatiivne risk. Eestis on oluline pöörata tähelepanu regulatiivsele riskile, sest ühisrahastuse valdkond suure tõenäosusega reguleeritakse lähitulevikus ja hetkel on ebaselge kui rangelt hakatakse reguleerima valdkonda. Kindlasti avaldab reguleerimine mõju nii investoritele kui ka ühisrahastusplatvormidele. Selleks, et mõista, millisena näeb Euroopa Liit ja Eesti ühisrahastuse, kaasaarvatud laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvara, reguleerimist, võib investor tutvuda Euroopa Komisjoni ja Finantsinspektsiooni ettepanekuga ühisrahastamise reguleerimiseks.

Finantsriskidest on oluline vastaspoole krediidirisk. Kinnisvaraga tagatud ja tagamata investeerimisvõimaluse puhul pööratakse olulist tähelepanu investeerimisobjekti finantsmodelile, tulevaste rahavoogude prognoosile, millest plaanitakse tagastada võetud kohustus. Olulist rolli mängib rahastust vajava ettevõtte seotud isikute taustakontroll ja eelnev krediidikäitumine. Krediidirisk on suurem majanduslanguse faasis, kui suureneb halbade laenude osakaal.

Laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvara puhul mängib suurt rolli likviidsusrisk. Likviidsusriski puhul saab rääkida nii kinnisvara likviidsusest kui ka investeeringu likviidsusest. Investori jaoks on oluline mõista, et hetkel investeerides laenuõhiselt ühisrahastatud kinnisvarasse ei ole võimalik väljuda investeeringust enne tähtaega. Uuritud valdkonnas puudub järelturg ning ühisrahastusplatvormid ei osanud prognoosida, kas selline lähiajal planeeritav lahendus võiks olla piisavalt aktiivne. Tõenäoliselt võib majanduse langusfaasis olla keeruline välimine investeeringust isegi järelturu olemasolul. Tagatisvara ja investeerimisobjekti enda likviidsusrisk on olemas ja sellega tuleb kindlasti arvestada. Siinkohal on oluline tuua välja risk, et tagatise alusvaraks oleva kinnisvara realiseerimine võib venida pikaks, kuna raha kaasaja võib näiteks pöörduda kohtusse protsessi vaidlustamiseks.

Ärimudeli risk on oluline nii ühisrahastusplatvormi kui ka investeerimisobjekti seisukohast. Investor peaks pöörama tähelepanu ühisrahastusplatvormi jätkusuutlikkusele, samuti on oluline pöörata tähelepanu investeerimisobjekti ärimudelile, seda nii tagatisega kui ka tagatiseta investeerimisobjektide puhul. Oluline

on mõista investeerimisobjekti ärimudelit ja sellest kuidas planeeritakse rahastada võetud kohustusi.

Lähtuvalt käesoleva magistr töö uuringu tulemustest võib tuua välja riske, millel on väiksem realiseerumise tõenäosus või need omavad väiksemat mõju investeringule. Nendeks on operatsioonirisk, poliitiline risk ja kinnisvaraga seotud riskid.

Laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investori riskidest rääkides saame tuua välja ka operatsiooniriski, kuid selle realiseerumise tõenäosus on madal. Samas või riski realiseerumisel olla üsna suur. Uuritavad ühisrahastusplatvormid tegelevad nii rahapesu tõkestamisega kui ka isikuandmete kaitsmise ja hoidmisega vastavalt õigusnormides sätestatule. Uuringust selgus, et poliitiline risk ei ole Eestis väga oluline. Seda põhjusel, et Eesti poliitilist ja sotsiaalset süsteemi peetakse stabiilseks ega nähta ka maailmas ette sündmusi, mis võiks kujutada riski laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara investorile. Laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevate investori riskide hulka kuuluvad ka kinnisvaraga seotud riskid nagu asukoharisk, vakantsusrisk ja üürnikurisk. Riskide realiseerumisel võib see mõjutada investeerimisobjekti rahavooge. Samas praktikud ei pidanud neid riski nii oluliseks, kuna tagamata investeerimisobjektide puhul pööratakse suur tähelepanu eelnevale finantsmudeli analüüsile ja tagatud investeerimisobjektide puhul on tagatiseks oleva kinnisvara ja laenu suhtele. Käesoleva magistr töö teema edasiarendamise suunana nähakse laenupõhise ühisrahastamise investori riskide uurimist teiste varaklasside puhul ja investorite riskiteadlikkuse uuringut.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Agrawal, A. K., Catalini, C., Goldfarb, A.** (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding (NBER Working Paper No. 19133) Cambridge MA: National Bureau of Economic Research, [<http://www.nber.org/papers/w19133>], (20.01.2018).
2. **Algatus ühisrahaastuse reguleerimiseks.** Finantsinspektsioon, 2016. [https://www.fi.ee/public/2016_09_Uhisrahaastuse_seaduse_eelnou.pdf], (22.01.2018).
3. **Alver, J., Alver, L.** Majandus ja rahandus. – Deebet OÜ, Tallinn, 2011.
4. **Amit, R., Brander, J., Zott, C.** Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. – Journal of Business Venturing 13,1998, pp. 441-466.
5. **Baucus, M., Mitteness, C.** Crowdfunding: Avoiding Ponzi entrepreneurs when investing in new ventures. - Business Horizons (2016) 59, 37-50.
6. **Baum, A., Colley, N.** Can real estate investors avoid specific risk? – Abacus, 2017, vol. 53, no. 3.
7. **Belleflamme, P., Omrani, N., Peitz, M.** The economics of crowdfunding platforms.- Information Economics and Policy, 2015, 33, pp. 11–28.
8. **Berg, H.-P.** Risk management procedures, methods and experiences.- Rt&a, 2(17), vol. 1, 2010, june, pp. 85-88.
9. **Borello, G., de Crescenzo, V., Pichler, F.** The funding gap and the role of financial return crowdfunding: Some evidence from European platforms. - Journal of Internet Banking and Commerce, 1 April 2015, 20(1)) 20p.

10. **Brown, R., Klingenberg, B.** Real estate risk: heavy tail modelling using Excel.- Journal of Property and Investment, 2015, vol. 33, issue: 4, pp. 393-407. Doi: <https://doi.org/10.1108/JPIF-05-2014-0033>
11. **Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M.** New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Micro- finance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. - Entrepreneurship: Theory and Practice, 2015, 39, 9–26.
12. **Castagnetti, C., Rossi, E.** Euro corporate bond risk factors. – Journal on applied econometrics, 28, pp. 372-391.
13. **Crouchy, M., Galai, D., Mark, R.** The essentials of risk management. 2006, New York: McGraw-Hill.
14. Crowdestate. Investeerimisriskid. – [<https://crowdestate.eu/et/home>], 12.03.2018.
15. Crowdestate. Statistika. – [<https://crowdestate.eu/home>], 12.03.2018.
16. **Darushin, I.** Risk Assessment of Bond Reinvestment. Complimentary Duration. – Investment Potential, 2014, vol, 24, no. 1, pp. 9-18.
17. **Das, S.** Risk Management. 2006, Singapore: John Wiley & Sons Pte Ltd, 3rd ed.
18. **Elton, E.J., Gruber, M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. Fifth Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1995, 715 p.
19. European Commission. Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business. – Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 08.03.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113_en], 27.03.2018.
20. Estateguru. Korduma kippuvad küsimused. – [<https://estateguru.co/faq/faq>], 12.03.2018.
21. Estateguru. Statistika. – [<https://estateguru.co/home/statistics>], 12.03.2018.
22. **Fabozzi, F. J.** The Handbook of Fixed Income Securities. United States of America: The McGraw-Hill Companies, 2005, 1497 p.
23. **Fabozzi, F. J.** Bond Markets, Analysis and Strategies. Upper Saddle River: Pearson Education, 2010, 792 p.
24. **Fabozzi, F. J., Martellini, L., Priaulet, P.** Advanced Bond Portfolio

- Management. Best Practices in Modeling and Strategies. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006.
25. Financial Conduct Authority. The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. – London, 2014.
[<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>], (16.02.2018).
 26. Finantsinspektsioon. Finantsinspektsiooni selgitus seoses ühisrahastuse reguleerimisega. – 22.09.2016, [<https://www.fi.ee/index.php?id=21305>], 28.02.2018.
 27. Finantsinspektsioon. Finantsinspektsioon tegi ettepaneku ühisrahastuse reguleerimiseks. – 22.09.2016, [<https://www.fi.ee/index.php?id=21305>], 28.02.2018.
 28. Finantsinspektsioon. Ühisrahastamine. – 10.03.2017, [<http://www.fi.ee/index.php?id=20748>], 28.02.2018.
 29. GAO United States Government Accountability Office. Person-to-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows. - July, 2011. [<http://www.gao.gov/new.items/d11613.pdf>, 05.05.2014], (16.02.2018).
 30. **Hristea, A. M.** The Analysis Of The Real Estate Investments In The Current Economic Environment.- The Journal of the Faculty of Economics - Economic, 2013, July, pp. 103-112.
 31. **Serrano-Cinca, C., Gutierrez-Nieto, B.** The use of profit scoring as an alternative to credit scoring systems in peer-to-peer (P2P) lending.- Decision Support Systems, 89, 2016, pp. 113–122.
 32. **Deffains-Crapsky, C., Sudolska, A.** Radical innovation and early stage financing gaps: equity-based crowdfunding challenges.- Journal of Positive Management, 2014, 5(2), 3-19.
[<https://repozytorium.umk.pl/bitstream/handle/item/2146/JPM.2014.009,Deffains-Crapsky,Sudolska.pdf?sequence=1>], (17.01.2018).
 33. European Commission. (2013, June 2). Crowdfunding Innovative Ventures In

- Europe - The Financial Ecosystem and Regulatory Landscape, SpaceTec Capital Partners GmbH. Retrieved from http://www.ec.europa.eu/information_society/newsroom/cf/..../document.cfm
34. **Calvo, S. S.** Funding characteristics of an established crowdfunding platform.- Michigan Journal of Business. Jan. 2015, Vol. 8 Issue 1, p11-46. 36p.
 35. **Gerber, E. M., Hui, J.S., Kuo, P.** Crowdfunding: why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms.- Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics, 2012/2/11.
 36. **Greer, G. E.** (1997). Investment Analysis: for real estate decisions. 4th ed. Chicago (Ill.): Dearborn Financial Publishing, Inc.
 37. **Griffin, Z. J.** Crowdfunding: Fleecing the American masses. – Case Western Reserve Journal of Law, Technology & the Internet, Forthcoming, 2012. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2030001], (17.01.2018).
 38. **Hernando, J. R.** Crowdfunding: The collaborative economy for channelling institutional and household savings. - The Spanish Review of Financial Economics, 15 (2017), pp 12–20. [<http://dx.doi.org/10.1016/j.srfe.2017.01.001>].
 39. **Kang, J., Pflueger, C.E.** Inflation rates in corporate bonds. – The Journal of Finance, vol. LXX, no. 1, February 2015, pp. 115-162.
 40. **Karma, O., Paas, T.** Riski mõiste ja majandusriskid.- Riskid Eesti majanduses, Tartu Ülikooli kirjastus, 2000, lk 15-57.
 41. **Kirby, E., Worner, S.** Financial Conduct Authority, Policy Statement PS 14/4. The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules.- London, 2014. [<http://www.fca.org.uk/static/documents/policy-statements/ps14-04.pdf>], (16.02.2018).
 42. **Kuppuswamy, V., Bayus, B. L.** Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter (UNC Kenan-Flagler Research Paper no. 2013, Volume 23, no.3
 43. **Krumm, K.** Investeeringute alused. Tallinn: Tallinna Tehnikaülikooli Kirjastus, 2011, 91 lk.

44. **Leela, V.** Crowdfunding: A Study of Risk Factors. South Asian Journal of Management. Jul-Sep 2016, Vol. 23 Issue 3, p170-192. 23p.
45. Ling, D. Archer, W. (2007). Real Estate Principles. New York: McGraw Hill.
46. **Liu, S., Lin, J., Hayes, K. A.** An agile and diversified supply chain: reducing operational risks. – Competitiveness Review: An International Business Journal, 2010, Vol. 20, Issue 3, pp. 222-234. DOI: 10.1108/10595421011047415
47. **Nielsen, N.H.** The startup funding book.- Clean distributed beta, 2017, version january, pp. 226.
48. **Mamonov, S., Malaga, R., Rosenblum, J.** An explanatory analysis of the Title II equity crowdfunding success.- Venture capital, 2017, vol. 19, no. 3, 239-256. Doi: <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1302062>
49. **Marchand, F. I.** Crowdfunding Real Estate: Institutions and Markets. An Institutional Comparison on the Growth-patterns and Behaviour of Crowdfunding Real Estate Markets in the Netherlands and United States.- Delft: TU Delft, Delft University of Technology, 2016.
50. **Marrison, Chris.** Managing the Liquidity Risk of Commercial Real Estate Portfolios. – Commercial Lending Review, 2010, July-August, pp. 35-37.
51. **Matthing, J., Sandén, B. & Edvardsson, B.** New service development: learning from and with customers.- International Journal of Service Industry Management, 2014, 15(5), 479-498.
52. **Mazure, G.** Perspectives of crowdfunding as innovative and alternative finance platform in Latvia. - Proceedings of the 2017 International Conference “ECONOMIC SCIENCE FOR RURAL DEVELOPMENT” No 46 Jelgava, LLU ESAF, 27-28 April 2017, pp. 279-286
53. **Mayo, B. H.** Basic Finance: An introduction to Financial Institutions, Investments and Management, 9th. ed.
54. **Mereste, U.** Majandusleksikon. - Tallinn: Eesti Entsüklopeedia kirjastus, 2003.
55. **Metrick, A., Yasuda, A.** The economics of private equity funds.- Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies, 2010. doi:10.1093/rfs/hhq020.
56. **Mollick, E.** The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. Journal of Business Venturing, Vol 29, Issue 1, January 2014, pp. 1-16

57. **Mollick, E. R.** Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs (SSRN Working Paper No. 2239204).
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2239204], (20.01.2018).
58. **Montgomery, J. T.** Real estate investment risk –basic concept.
59. **Morri, G., Ravetta, M.** Real estate crowdfunding. - Territorio Italia, Vol 2016, Iss 2/16, pp 9-24 (2016). DOI: 10.14609/Ti_2_16_1e.
60. **Sakamoto, M., Nakajima, T., Liu, Y., Aleksandrova, T.** Achieving Sustainable Society through Micro-level Crowdfunding. CHI'13, April 27-May 3, 2013 Paris, France.
61. **Peyton, M.S.** Capital Markets' Impact on Commercial Real Estate Cap Rates: A Practitioner's View.- TheJournal of Portfolio Management, Vol. 35, No. 5 (2009), pp. 38-49.
62. **Pokorna, M., Sponer, M.** Social lending and its risks.- Social and Behavioral Sciences 220 (2016), pp. 330 – 337.
63. **Plaizier, P.** What are the relevant factors and risk characteristics that determined the return in the direct and indirect property market?
64. Riskid eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine, 2002, toimetanud Juhkam, A., Masso, J. Tartu, Tartu Ülikooli kirjastus.
65. Rahafoorum. 14 tüüpilist alustajate viga ühisrahastuses investeerimisel. [<https://rahafoorum.ee/alustajate-vead-kogukondlikus-laenamises/>], (14.03.2018).
66. European Commission. Crowdfunding in the EU – exploring the added value of potential EU action, Consultation document.
[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf], (16.02.2018).
67. **Schwienbacher, A., Larralde, B.** Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, 2010, 23 p.
68. **Stemler, A.R.** The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power and money of the masses.- Business Horizons, 2013 56(3), pp. 271—275.
[<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681313000086?via%3Dihub>]. (17.01.2018).

69. **Toader, C.-S., Michalcewicz-Kaniowska, M., Zajdel, M., Dumitrescu, C.-S.** Some aspects regarding crowdfunding as an alternative source of funding projects in Poland and Romania. – *Lucrari Stiintifice, seria I*, vol. XVII (2).
70. **Vogel, J. H., Moll, B. J.** Crowdfunding for real estate.- *Real Estate Finance Journal*, summer/fall 2014 issue, pp. 5-16.
71. Völaõigusseadus. Vastu võetud Riigikogus 26.09.2001. – *Riigi Teataja I osa*, 2001, nr 81, art. 487 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/961235>], 28.02.2018.
72. **Võrklaev, E.** Investeerimise põhitõed.- *Investeerimise teejuht*, Tallinn, AS Äripäev, 2007, lk 79-100.
73. Ühisrahastuse Hea Tava. – FinanceEstonia ja Deilotte Legal. [<http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/Ühisrahastuse-Hea-Tava-Aruande-vorm.pdf>], 01.03.2018.
74. Ühisrahastuse Hea Tava aruandevorm. – FinanceEstonia ja Deilotte Legal. [<http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/Ühisrahastuse-Hea-Tava-Aruande-vorm.pdf>], 02.03.2018.
75. **Wilson, K. E., Testoni, M.** Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets.- *Bruegel Policy Contribution 2014/09*, August, pp. 1-14.
[https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEP_R2/bruegel-improving-role-equity-crowdfunding-europe-capitalmarkets.pdf], (17.01.2018).
76. **Woods, M., Dowd, K.**, 2008, *Financial Risk Management for Management Accountants*, pp. 5-7.
77. **Zhang, M.L., Yang, W.P.** Fuzzy comprehensive evaluation method applied in the real estate investment risks research. - *Physics Procedia*, 2012, 24, pp. 1815-1821.

LISAD

Lisa 1. Poolstruktureeritud intervjuu põhiküsimused.

Magistritöös käsitletakse riske süstemaatilistena ja mittesüstemaatilistena. Esimesena küsiks süstemaatiliste ehk tururiskide kohta. Näiteks, KV ühisrahastuse puhul on tururisk seotud alusvaraks oleva KV väärtuse hindamisega.

1. Kas teie arvates KV laenupõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida tururiskist? Kui tõenäoliseks peate tururiski realiseerumist KV laenupõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
2. Kas teie arvates KV laenupõhise ühisrahastamise puhul Eestis saame rääkida valuutariskist? Kui tõenäoliseks peate valuutariski realiseerumist KV laenupõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
3. Kas teie arvates KV laenupõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida intressimäära riskist? Siinkohal peab autor silmas ebasoodsaid muutusi intressimäärades, sest intressimäärade muutumine võib mõjutada oluliselt kinnisvarainvesteeringute väärtust jne. Milliste intresside muutus teie arvates mõjutab enam laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvara? Kui tõenäoliseks peate intressimäärariski realiseerumist KV laenupõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
4. Kas KV laenupõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida inflatsiooniriskist? Kui tõenäoliseks peate inflatsiooniriski realiseerumist KV laenupõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
5. Kas KV laenupõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida regulatiivsest riskist? Kas Eestis oleks vaja reguleerida ühisrahastuse valdkond? Kui teie arvates on

vaja reguleerida, siis kuidas seda peaks tegema? Näiteks, kohustus teabe avaldamiseks, suurema tähelepanu pööramine kaasnevatele riskidele või keeldude kehtestamine? Kui tõenäoliseks peate regulatiivse riski realiseerumist KV laenuõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?

6. Kas teie arvates saab KV laenuõhise ühisrahastamise puhul rääkida poliitilisest riskist? Kui tõenäoliseks peate poliitilise riski realiseerumist KV laenuõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
7. Mittesüsteematilistest ehk ettevõttespetsiifilistest riskidest rääkides saab esimesena tuua välja finantsriskid. Kas teie arvates saab KV laenuõhise ühisrahastamise puhul rääkida krediidiriskist (portaali krediidirisk, laenaja või vastaspoole krediidirisk)? Kui tõenäoliseks peate krediidiriski realiseerumist KV laenuõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
8. Kas teie arvates KV laenuõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida likviidsusriskist? Autor peab siinkohal silmas nii laenuõhise investeeringu likviidsusriski kui ka tagatiseks oleva vara likviidsusriski? Kui heaks instrumendiks likviidsusriski vähendamiseks peate järelturu olemasolu? Kui tõenäoliseks peate likviidsusriski realiseerumist KV laenuõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
9. Kas KV laenuõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida ärimudeli riskist? Autor peab silmas nii ühisrahastusplatvormi kui ka investeerimisobjekti ärimudeli riski. Kui tõenäoliseks peate ärimudeliriski realiseerumist KV laenuõhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeeringule?
10. Eelnevate riskidega on tihedalt seotud informatsiooni asümmeetria risk. Kas KV laenuõhise ühisrahastamise puhul saame rääkida informatsiooni asümmeetria riskist? Kuidas saab vähendada asümmeetria riski? Kui tõenäoliseks peate informatsiooni asümmeetria riski realiseerumist KV laenuõhisel

ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeringule?

11. Kas KV laenu põhise ühisrahastamise puhul eksisteerivad operatsiooniriskid? Siinkohal peab autor silmas nii ühisrahastusplatvormiga kui ka investori enda tegevusega seotud operatsiooniriske. Kui tõenäoliseks peate operatsiooniriski realiseerumist KV laenu põhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeringule?
12. Kas KV laenu põhise ühisrahastamise puhul saab rääkida kinnisvaraga seotud riskidest? Näiteks üürniku risk ja vakantsusrisk? Kui tõenäoliseks peate vakantsusriski või üürnikuriski realiseerumist KV laenu põhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeringule?
13. Kas KV laenu põhise ühisrahastamise puhul saame rääkida asukohaga seotud riskist? Kui tõenäoliseks peate asukohariski realiseerumist KV laenu põhisel ühisrahastamisel Eestis ja milline võiks olla riski realiseerumise mõju investeringule?
14. Kas oskate tuua välja riske, mis on autoril jäänud käsitlemata? Kui tõenäoliseks peate nimetatud riskide realiseerumist ja milline võiks olla nimetatud riskide realiseerumise mõju investeringule?

SUMMARY

THE RISKS OF LOAN-BASED CROWDFUNDING INVESTMENT OF REAL ESTATE IN ESTONIA

Anna Netšajeva

The loan-based crowdfunding of real estate has been rapidly developing in Estonia in the latest years and offers a solid alternative to traditional financial services. The field's growth in popularity is driven by the opportunity to achieve greater profitability, the belief that real estate is safe from inflation and the opportunity to manage risks by investing into multiple real estate projects. For an investor, however, it is important to understand what kind of risks the loan-based crowdfunding of real estate involves for them, to make as well-informed investment decisions as possible.

One of the greatest motivating factors in case of crowdfunding is regarded to be the opportunity to get a bigger rate of return, in particular among the investors whose risk tolerance is higher. Research has shown that the promised rate of return of an investment property and the risk level are tied to each other, with higher risk involving the opportunity to earn higher returns. However, it is important for an investor to have a clear understanding of the impact of the realisation of risk, that is the extent of the potential loss, and also what could cause the risk to realise and the probable frequency of the realisation of risk. Risks involved for the investor in case of loan-based crowdfunding of real estate stem from the field of crowdfunding itself, but also risks related to real estate and loan-based investment manifest themselves.

This means that in case of the loan-based crowdfunding of real estate, we could speak about systematic and specific risks. The former are divided into political risks, regulatory risks and macro risks. The latter into cognitive risks, micro risks and branch-level risks. Regulatory risk arises from legal obligations or the imposition of restrictions as a result of legislative changes and new obligations that may have an impact on the expected rate of return of the investment. Political risk is regarded to be the threat that

there will be political events or other events in the location country that may have an impact on the value of the investment. Market risks are related to unfavourable conditions appearing on the market. Inflation risk denotes the threat that steep inflation may have a negative impact on the value of the investment. Unlike many other investment opportunities, real estate is regarded to be an inflation-proof investment, because as a rule, as inflation grows, the property value also increases. However, in the short term, inflation may have a significant impact on real estate prices. Currency risk is understood as a loss the investor may incur in case of unfavourable changes in the exchange rate. The latter risk becomes relevant when the investment is in a foreign currency.

As for specific risks, cognitive risk is related to management and the conduct of the investor. Micro risks are related to the business model of the investment object or financial risks. Both of these risks are very relevant in case of both crowdfunding as well as real estate. In case of loan-based crowdfunding, many authors have stated that crowdfunding platforms are usually lacking a secondary market that would help to alleviate liquidity risk. The absence of a secondary market does not enable the investor to exit from the investment. During economic growth, a secondary market may be a successful solution, but during economic recession, exiting from the investment for a reasonable sum may be complicated. Also, in case of liquidity risk it is important to talk about the liquidity of real estate, and both in case of the property that constitutes the underlying assets of the guarantee as well as the investment object itself.

In case of real estate financed with loan-based crowdfunding, we can also talk about credit risk. This involves the credit risk of the crowdfunding platform and the credit risk of the counterparty, i.e. the recipient of the funding. In case of the credit risk of the crowdfunding platform, it has been stated that it is important to keep the assets of the crowdfunding platform and the assets of the investors separate. The counterparty's credit risk is important, because the success of the investment and the possibility of earning the desired profit depends on it.

Operational risk can be caused by insufficient or failed internal procedures, persons and systems or external events. This master's thesis will cover both the operational risks arising from the investor's own activities as well as the operational risks of the

crowdfunding platform. A loss can be a result of the lack of knowledge or improper conduct, but operational risks can also arise from the internal processes of the crowdfunding platform, interruptions in communication and improper management. Business model risk is related to both the crowdfunding platform as well as the investment object. Here, it is important to understand, how the party involving the funds is planning to return the obligation taken and whether the expectations are realistic.

Real estate investments are usually capital-intensive and often the risks cannot be dispersed between multiple investment objects. In order to solve this issue, investment funds have been created, which enable the investor to invest with small sums. Loan-based crowdfunding of real estate should ensure the greater transparency of the investment due to the availability and relevance of the information concerning the investment objects offered, transaction terms and conditions and any additional information. This enables the investor to select suitable investment objects. Due to the small initial investment, loan-based crowdfunding of real estate enable the investor to invest into multiple properties, dispersing the risks between different investment objects.

Also, an advantage that can be brought out in case of loan-based crowdfunding of real estate is the crowdfunding platform's interest in providing the investor the relevant information, as it is usually done in a timely and understandable manner. All the above has made investment into real estate accessible for many investors. Loan-based crowdfunding of real estate also involves negative aspects. Research has shown that due to the fact that investment with crowdfunding is advertised as a simple investment opportunity accessible for everyone, many investors are excessively confident, overestimate their experience and do not understand the risks involved. Another important negative aspect stated was the distancing of the investor and the real estate developer. Historically real estate investments have been capital-intensive, but also required intensive communication and cooperation between the investor and the developer. This constituted as additional motivation for the successful realisation of the investment object. In case of loan-based crowdfunding of real estate, this connection has been lost.

Many households have invested their savings precisely into crowdfunding and, as a logical step, several countries have started the regulation of the field of crowdfunding. Real estate crowdfunding started in the United States, where also in 2012 the Jumpstart Our Business Startups Act was adopted. Crowdfunding is regulated in several countries of the European Union and the European Commission has made their first proposal to regulate the field. The field of crowdfunding has been regulated in several European Union member states, Australia and New Zealand.

We have currently arrived to the point where the European Union is aiming for a central regulation of crowdfunding and has published their first vision of the regulation of crowdfunding. In case of potential regulation, the European Commission will take the implementation of instruments for investor protection and ensuring the sustainability of operation as basis. Here, it is important to note that the regulation of crowdfunding has been modelled after the European Union markets in financial instruments directive (MiFID). The presented vision for the regulation of crowdfunding, however, does not involve the regulation of the loan-based crowdfunding of real estate, which is the focus of this master's thesis. According to the current plans, regulating this field would be left to be a responsibility of the member states.

In Estonia there are no legal acts governing the field of crowdfunding. Therefore crowdfunding platforms do not need to hold an activity license and there are no legal requirements or obligations. In 2016, the Financial Supervision Authority has made a proposal to regulate this field and, to an extent, the proposal overlaps with the European Commission's vision for regulating the field of crowdfunding. However, a Crowdfunding Best Practice has been created and is applied in Estonia, which directs the crowdfunding entrepreneurs towards making the service more comprehensible and transparent. The said guidelines are not compulsory for crowdfunding platforms, but only recommendations.

The survey conducted in this master's thesis based on an analysis of the regulatory environment, document analysis and interviews with practitioners revealed that the most important risks an investor is exposed to with the loan-based crowdfunding of real estate in Estonia are systemic, i.e. the market risk and regulatory risk. As for the specific risks, there are the credit risk of the counterparty, i.e. the borrower, liquidity

risk of the property constituting the underlying assets of the guarantee and business model risk. The likelihood of the realisation of the five risks listed is high and their impact on the investment is present, but in case of some of the risks, dependent on the stage of the economic cycle.

Market risk is regarded to be important in case of loan-based crowdfunding of real estate, because it affects real estate prices, in particular the price of the property serving as a guarantee for the investment object and the value of the investment object. Market risk is seen as inevitable and the risk itself forms the basis for the opportunity to earn a profit. As for the impact and the likelihood of its realisation, regulatory risk is important. In Estonia, it is important to pay more attention to regulatory risk, because the field of crowdfunding is likely to be regulated in the near future and it is currently unclear how strictly the area will be regulated. Regulation will certainly have an impact on both investors as well as the crowdfunding platforms. In order to understand how the European Union and Estonia see the regulation of crowdfunding, including the loan-based crowdfunding of real estate, an investor could get acquainted with the proposal of the European Commission and the Financial Supervision Authority on the regulation of crowdfunding.

Among financial risks, the counterparty's credit risk is important. In case of investment opportunities guaranteed with real estate and non-guaranteed investment opportunities, a lot of attention is paid to the financial model of the investment object and the future cash flow projection used to cover the obligation taken. The background checks and credit history of the persons affiliated with the company needing funding are important factors. Credit risk is greater during economic decline, as the share of bad loans increases.

In case of the loan-based crowdfunding of real estate, liquidity risk plays an important role. In case of liquidity risk we can talk about both the liquidity of the property as well as the investment. For an investor it is important to understand that currently, in case of investment into the loan-based crowdfunding of real estate, it is not possible to exit from the investment prematurely. There is no secondary market in the researched sector and crowdfunding platforms were not able to estimate, whether such a solution to be planned for the near future could be sufficiently active. It is likely that during economic

decline exiting from the investment would be complicated even in the presence of a secondary market. Liquidity risk is inherently present in case of the property used as guarantee and the investment object itself, and must definitely be accounted for. Here it is important to acknowledge the risk that the realisation of the property forming the underlying assets of the guarantee may take a long time, as the involver of funds may, for example, turn to court to dispute the process.

Business model risk is relevant both for the crowdfunding platform as well as the investment object. An investor should pay attention to the sustainability of the crowdfunding platform, but it is also important to consider the business model of the investment object, both in case of guaranteed and non-guaranteed investment objects. It is important to understand the business model of the investment object and how the obligations taken are going to be financed.

Based on the results of this master's thesis, there are a few risks that can be highlighted, the realisation likelihood of which is smaller or that have a smaller impact on the investment. These are operational risk, political risk and real estate related risks.

When discussing investor's risks in case of the loan-based crowdfunding of real estate, also operational risk can be brought out, but its realisation likelihood is low. However, upon realisation, its impact can be rather big. The crowdfunding platforms researched engage in both the prevention of money laundering as well as the protection and preservation of personal information as provided by the law. The research indicated that political risk is not very relevant in Estonia. This is due to the fact that the Estonian political and social system is regarded to be stable and there are also no foreseeable global events that would pose a risk to the investor of the loan-based crowdfunding of real estate. Investor's risks in case of the loan-based crowdfunding of real estate also include risks relate to real estate, like location risk, vacancy risk and tenant risk. The realisation of these risks may have an impact on the cash flows of the investment object. However, practitioners did not regard such risks to be very important, as in case of non-guaranteed investment objects, a lot of attention is paid to the prior analysis of the financial model, and in case of guaranteed investment objects, the guarantee serves as basis for the loan-to-value ratio of the property. One potential further development direction of this master's thesis is researching investor's risks related to the loan-based

crowdfunding in case of other asset classes and a survey of the investors' risk-awareness.

In conclusion it can be said that when investing, it is important to understand the risks involved in case of the loan-based funding of real estate. An investor must understand both how likely the risk is to realise as well as its impact on the investment upon realisation. The author is of the opinion that moderate regulation of the crowdfunding sector would have a positive impact for both the crowdfunding platforms as well as the investors. It is certainly important to monitor the developments on the property market and the economy in general, and also, if necessary, gather additional information on the investment object. The loan-based crowdfunding of real estate certainly has its positive sides, as it enables the investor to earn a bigger rate of return, makes it possible to invest to the asset class of real estate, while also dispersing risks by investing into multiple investment objects in smaller amounts.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Anna Netsajeva (48205086012),

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose “Laenupõhiselt ühisrahastatud kinnisvaraga kaasnevad investori riskid Eestis”, mille juhendaja on assistent Mark Kantšukov,

1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1. nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 24.05.2018

(allkiri)

