

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Catarina Kurg

**EESTI ÜHISRAHASTUSTURU KAARDISTAMINE:
PLATVORMIDE KASUMLIKKUSE EDUTEGURID**

Bakalaureusetöö

Õppekava ÄRINDUS, peeriala äriandus

Juhendaja: Mari-Liis Kukk, MA

Tallinn 2020

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 11 337 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Catarina Kurg

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 179337TABB

Üliõpilase e-posti aadress: catakurg@hotmail.com

Juhendaja: Mari-Liis Kukk, MA:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE.....	4
SISSEJUHATUS	5
1. ÜHISRAHASTUSE OLEMUS JA LIIGID	8
1.1. Ühisrahastuse turu olemus, kujunemine, areng.....	8
1.2. Ühisrahastusplatvormide liigid.....	13
1.2.1. Laenupõhine ühisrahastus.....	14
1.2.2. Osaluspõhine ühisrahastus.....	15
1.2.3. Kinnisvara ühisrahastus.....	16
1.2.4. Faktooringul põhinev ühisrahastus.....	17
1.2.5. Annetuspõhine ühisrahastus	18
2. ÜHISRAHASTUSPLATVORMIDE KASUMLIKKUSE EDUTEGURID.....	19
2.1. Ühisrahastusplatvormide müügitulu mudel ja hinnapoliitika kujunemine	19
2.3. Kontseptuaalne mudel kõrgema kasumlikkuse saavutamiseks	24
3. EESTI ÜHISRAHASTUSTURU KAARDISTAMINE JA PLATVORMIDE KASUMLIKKUSE EDUTEGURID.....	28
3.1. Eesti ühisrahastusturu ülevaade ja uurimismeetodid.....	28
3.2. Finantsnäitajate analüüs: müügitulude ja kasumlikkuse kujunemine.....	29
3.3. Kontseptuaalse kasumlikkuse mudeli rakendamine Eesti ühisrahastusplatvormidel.....	38
3.4. Järeldused ja ettepanekud	44
KOKKUVÕTE	47
SUMMARY.....	50
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	53
LISAD	59
Lisa 1. Intervjuu küsimused.....	59
Lisa 2. Lihtlitsents	61

LÜHIKOKKUVÕTE

Ühisrahastus on terve maailma kontekstis üha suuremat populaarsust ja kasutajaskonda koguv kaasaegne finantseerimisviis, mis pakub rahastuse leidmiseks alternatiivset meetodit. See on võrdlemisi uus valdkond, mistõttu ei ole Eesti ühisrahastusmaastikku ning platvormide kasumlikkuse edutegureid eriti põhjalikult uuritud. Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on kaardistada Eesti ühisrahastusturul tegutsevad ettevõtted ning selgitada välja, kuidas kujuneb nende kasumlikkus. Eesmärgi täitmiseks kasutab autor nii kvantitatiivset kui ka kvalitatiivset uurimismeetodit. Ühisrahastusturu olukorrast luuakse ülevaade kirjeldava statistika abil ning rakendatavate kasumlikkuse mudelite kohta kogutakse informatsiooni ühisrahastusplatvormide intervjuerimise teel. Statistilise analüüsi teostamiseks kasutatakse ettevõtete finantsaruannete kirjeid. Töö tulemused näitavad, et Eestis domineerivad laenuühised platvormid ning ühissponsoreerimisplatvormid on nii turuosa suuruse kui ka tulususe poolest suures vähemuses. Lisaks selgus, et kasumlikkuse modelleerimiseks kasutab iga ettevõtte neile omapärast metoodikat. Analüüsitud valimi põhjal saab järeldada, et investoritele tulu teenimist võimaldavad platvormid on edukamad kui need, kes seda ei paku, ning et platvormide teenitav tulu kujuneb peamiselt edukate finantseerimisprojektide pealt tehtavatest maksetest.

Võtmesõnad: ühisrahastus, ühisrahastusplatvormid, kasumlikkuse mudel

SISSEJUHATUS

Ühisrahastus on viimaste aastatega kujunenud üheks tõhusamaks ja lihtsamaks finantseerimisviisiks. Suure hulga erinevate ühisrahastusplatvormide vahendusel on laenu võtmine ning projektidele finantseeringu leidmine muutunud efektiivseks ja kiireks protsessiks, millega on võimalik hoiduda liigsest bürokraatiast, mis kaasneb tavaliselt traditsiooniliste finantsvahendajate (pankade) kaudu raha kaasamisel. Ühisrahastusplatvormide peamine kasu rahastuse saaja jaoks seisneb asjaolus, et platvormide kaasabil on võimalik leida alternatiivset rahastust ettevõtetele ja projektidele, mis traditsioonilistelt finantsvahendajatelt oma väiksuse, ebalikviidsuse või ebapiisava finantsvõimekuse tõttu rahastust ei saaks. Seda varianti kasutavad sageli nii alustavad ja kasvavad ettevõtted kui ka eraisikud.

Täiendav kasu ühisrahastuse kasutamisest tekib rahastuse saajatele sellest, et platvormide kaudu kampaaniaid korraldavad ettevõtted ja projektid muutuvad potentsiaalsete investorite jaoks varasemast rohkem nähtavaks. Kampaaniate korraldamisega kaasneb ühtlasi ka interneti teel toimuv teavitustöö, mis võimaldab ettevõtet või projekti ja sellega tegelevat meeskonda laiemalt tutvustada. Ühisrahastuskampaaniate rahastajate ehk ühisrahastusplatvormi investorite jaoks muudab olukorra soodsaks see, et investoril on võimalik raha laenata väikestes summates ning paljudele eri projektidele, mis suurendab investori diversifitseeritust ning vähendab üksikprojekti riski portfelliga. Samuti on ühisrahastus loonud võimaluse tavainvestoril panustada projektidesse, mis on potentsiaalselt kõrgema tootlikkusega, luues seeläbi võimaluse, mida varem said kasutada vaid riskikapitalistid. Lisaks on ühisrahastus näiteks börsil investeerimisega võrreldes oluliselt odavam, võimaldades investeerimist alustada ka väiksemate summadega.

Eestis hakkas ühisrahastuse valdkond arenema 2008. aastal ning praeguseks tegutseb kohalikul finantsmaastikul ~40 ühisrahastusplatvormi. Need on oma sisu ja meetodika poolest väga erinevad, tagades finantseeringuid näiteks ainult teatud liiki projektidele/laenudele. Rahastust saab projekti iseloomust tulenevalt leida nii tulu- kui ka ühissponsorluspõhistelt platvormidelt. Levinumaks on saanud tulupõhised platvormid, millel on omakorda palju erinevaid liike: P2P (*peer-to-peer*) ehk inimeselt-inimesele laenamisel, ettevõttes osaluse saamisel,

kinnisvarainvesteeringutel või faktooringul põhinevad variandid. Eestis on edukaid platvorme igas valdkonnas ning tuntuimateks nimedeks on näiteks Bondora, Estateguru, Funderbeam ja Hooandja.

Valdkonna problemaatilisus seisneb asjaolus, et seda on Eestis vähe uuritud ning ühtlasi puudub ka ühisrahastusturgu reguleeriv seadusandlus. Mõningatele ühisrahastusettevõtjatele on Finantsinspeksioon väljastanud krediidivahendaja tegevusloa, kuid see pole kohustuslik nõue. Seega tegutseb turul ka ettevõtteid, kellel tegevusluba tegelikult pole. Valdkonnapõhise analüüsi ja ühtsete reeglite puudumise taustal töötavad ka Eestis tegutsevad ühisrahastusplatvormid peamiselt enda parimale teadmisele tuginedes. Välismaised teadusuuringud seevastu on loonud esmast arusaama, et platvormidel on võimalik kindlaid meetmeid rakendades muuta enda ärimudeleid kasumlikumaks ja jätkusuutlikumaks. Ühisrahastusega kaasatava raha hulk kasvab aasta-aastalt väga kiiresti ning mahtude suurenemisega muutuvad ka investeerimisriskid nii platvormil tegutsevate investorite kui ka platvormide endi jaoks kaalukamaks.

Käesoleva töö uurimisprobleem keskendub Eesti ühisrahastusturul tegutsevatele platvormivalikule ning nende kasumlikkuse väljaselgitamisele. Töö eesmärk on kaardistada Eesti ühisrahastusturul tegutsevad ettevõtted ning finantsandmete analüüsi ja intervjuude abil välja selgitada, milline on platvormide kasumlikkus ning millised tegurid seda mõjutavad. Ühtlasi on autori jaoks oluline luua töö käigus kvaliteetne ja usaldusväärne andmebaas Eesti ühisrahastuse valdkonna ettevõtetest, mida kõik huvilised kasutada saaksid.

Eesmärgist lähtuvalt püstitatakse järgmised hüpoteesid:

- suuremad ja kauem turul olnud platvormid on kasumlikumad;
- annetus- ja auhinnapõhised platvormid on vähem tulusad kui laenu- ja omakapitalipõhised platvormid;
- AON mudelit kasutavad ühisrahastusplatvormid on kasumlikumad kui KIA mudelit kasutavad platvormid;
- kasumlikumate ühisrahastusplatvormide edukate kampaniate osakaal on suurem kui vähem kasumlikel;
- kasumlikumatel ühisrahastusplatvormidel rahastatakse suurema väärtusega projekte kui vähem kasumlikel.

Hüpoteeside kontrollimiseks kasutab autor oma töös nii kvantitatiivset kui ka kvalitatiivset analüüsimeetodit. Kvantitatiivne osa seisneb 28 ühisrahastusplatvormi finantsandmete analüüsis. Valimisse kuuluvad kõik uurimistöö valmimise hetkel autorile teadaolevad Eestisse registreeritud ühisrahastusplatvormid, mille kohta on Eesti Äriregistris perioodil 2014–2018 finantsandmed olemas. Informatsioon Eestis tegutsevate platvormide kohta on kogutud veebilehelt Rahafoorum, Crunchbase andmebaasist, Financer Eesti kodulehelt ning Flow Fintech portaalist. Finantsaruannete kirjed pärinevad Äriregistri andmebaasist. Ühisrahastusplatvormide andmete kogumisel on toetunud Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) poolt loodud taksonoomiale, mille kohaselt peab laenu/kampaania rahastamine toimuma tavavaluutas. Seetõttu on andmebaasist välja jäetud platvormid, mis vahendavad laene krüptovaluutas.

Kvalitatiivses osas viib töö autor läbi intervjuud nelja ühisrahastusplatvormi esindajaga. Intervjueeritavate platvormide valikul keskendutakse Eesti turu kolmele suurimale ühisrahastuse valdkonnale: P2P laenamine, kinnisvarapõhine laenamine ning osaluspõhine ühisrahastus. Igast liigist valitakse suuruse alusel 1–2 platvormi, kellega intervjuud läbi viiakse. Eesmärgiks on saada ülevaade vaatluse all olevate ettevõtete äritegevusest, kontseptuaalse kasumlikkuse mudeli rakendamisest ning projektide edukuse tagamiseks kasutatavatest meetoditest. Lisaks uuritakse ka Eesti ühisrahastusturu arengusuundi ning Covid-19 viirusepuhangust tingitud mõjusid.

Käesolev bakalaureusetöö on jaotatud kolmeks peatükiks. Esimeses peatükis kirjeldab autor ühisrahastuse turu olemust, kujunemist ja arengut, toetudes erinevatele uuringutele ning teadustöödele. Lisaks antakse ülevaade universaalsest ühisrahastusplatvormide liigitamise tavast. Täpsemalt kirjeldatakse laenupõhise, osaluspõhise, kinnisvarapõhise, faktooringupõhise ja annetuspõhise ühisrahastuse toimimise põhimõtteid. Teises peatükis tutvustatakse välismaises kirjanduses esitatud ühisrahastusplatvormide edutegureid. Esmalt antakse ülevaade müügitulu mudelist ja hinnapoliitika kujunemisest ning peatüki teises pooles kirjeldatakse kontseptuaalset mudelit kõrgema kasumlikkuse saavutamiseks. Kolmandas peatükis kaardistatakse Eesti ühisrahastusturgu ning kirjeldatakse platvormide kasumlikkuse edutegureid. Esmalt antakse ülevaade kasutatud uurimismeetoditest ning seejärel esitatakse kogutud andmeid kirjeldav statistika. Peatüki järgmises osas on välja toodud ühisrahastusplatvormide intervjueerimise tulemused. Viimasena esitatakse tehtud järeldused ja nendest tulenevad soovitusel.

Töö autor soovib tänada juhendajat Mari-Liis Kukke sisuka tagasiside ja kasulike nõuannete eest. Lisaks avaldab autor oma tänu kõigile intervjuudes osalenud ühisrahastusplatvormidele.

1. ÜHISRAHASTUSE OLEMUS JA LIIGID

1.1. Ühisrahastuse turu olemus, kujunemine, areng

Ühisrahastus on viimase kahekümne aasta jooksul hoogsalt arenenud alternatiivne finantseerimise meetod erinevate ettevõtmete, projektide, ürituste, firmade aga ka näiteks personaalsete laenude rahastamiseks.

Ühisrahastuse mõiste on kujunenud inspiratsioonina kahest olulisest kontseptsioonist, milleks on mikrofinantseerimine (*micro-finance*) ja ühisloome (*crowdsourcing*), kuid esindab siiski oma olemuselt väga unikaalset rahaliste vahendite hankimise viisi (*fundraising*) (Mollick 2014). Mikrofinantseerimise all mõeldakse ühiskonna vaesematele liikmetele finantsteenuste pakkumist (väikeste tagatiseta laenusummade võimaldamise näol) vaesuse vähendamise eesmärgil (Morduch 1999). Ühisloome leiab aset, kui ettevõtte pöördub interneti vahendusel vabatahtliku üldsuse poole, et saada odavamalt abi/ressurssi teatud töö sooritamiseks või eesmärgi täitmiseks (Kleemann *et al.* 2008).

Ühisrahastust mainiti esmakordselt 2006. aastal, mil seda kirjeldati kui ühiskonnaliikmetelt rahastuse saamist. Sellest kirjeldusest puudub aga väga palju olulisi aspekte. Aastate jooksul on ühisrahastuse mõistet püstitatud väga erinevalt, mis tuleneb valdkonna pidevast arengust ning uute ühisrahastustüüpide juurde tekkimisest ja nende mitmekesisusest. Steinberg ja DeMaria (2012) on ühisrahastuse nähtust defineerinud kui üldsuselt annetuste küsimist uute ettevõtmete jaoks stardikapitali saamiseks. Esmalt tuleneski ühisrahastusprojektidesse panustamine annetajate heateo tegemise tahtest ning peamiseks kasusaajaks oli finantseeringu saaja. Tänapäeval on kasutusel ka palju teisi ühisrahastuse liike, kusjuures enamus neist on tulupõhised. Nii saab finantseerimistegevuse eest rahalist kasu ka rahastaja ise. Lisaks sellele aspektile puuduvad nimetatud definitsioonist muuhulgas ka interneti ning sotsiaalsete suhete roll ühisrahastuse juures.

Veebikeskkonna olulisust on täheldanud näiteks Schwienbacher ja Larralde (2010), kes on ühisrahastust defineerinud kui avalikku pakkumiskonkurssi eeskätt internetiplatvormil, mille

eesmärk on koguda rahalisi vahendeid, toetamaks kindla eesmärgiga projekti/ettevõtmise realiseerumist. Interneti rollile on veel enam tähelepanu pööranud need teadlased, kes käsitlevad oma definitsioonis ka Veeb 2.0 (*Web 2.0*) tehnoloogiaid. Nende all mõistetakse peamiselt digitaalseid mitme osapoolse vahelist interaktiivset suhtlust võimaldavaid rakendusi ja maksesüsteeme (Wieck *et al.* 2013). Veel on internetist rääkides oluline mainida sotsiaalmeediat. Belleflamme *et al.* (2011) käsitlusest selgub, et ettevõtja kasutab ühisrahastuse õnnestumiseks oma sotsiaalset võrgustikku ning olemasolevat internetiplatvormi, mis võimaldab investoritega suhelda. Teadlased on leidnud, et rahastuse kogujate sotsiaalmeediakontode jälgijate, sõprade ja meeldimiste arv ning tüüp omavad märkimisväärset rolli esimeste investorite tähelepanu võitmisel (Hossain, Oparaocha 2017).

Belleflamme *et al.* (2011) toovad oma definitsiooniga veel välja, et ühisrahastuse peamine idee on, et ettevõtja saaks kaasata välist rahastust suurelt hulgalt investoritelt (*the „crowd“*), kus iga üksikisik panustab sealjuures väga väikeste rahasummadega. Siit selgub, et ühisrahastuse väga oluline eripära on, et raha kogumine toimub suure hulga investorite käest väikeste individuaalsete panustena. Traditsioonilise pangalaenu puhul on laenusaaaja sõltuv ühest ainsast raha laenajast, kuid ühisrahastusplatvormi kasutades saadakse vajalik summa kokku mitme erineva laenaja panuse tulemusena. Väikemaid summasid on inimesed rohkem valmis laenama ning see muudab rahastajate leidmise lihtsamaks. (Ahlers *et al.* 2015)

Ükski seni välja toodud definitsioon ei sisalda aga investorite põhjuseid ühisrahastusprojektides kaasa löömseks. Hossain'i ja Oparaocha (2017) sõnastuse kohaselt saavad investorid ühisrahastamise kaudu annetada, tooteid ette osta, raha laenata või investeerida lähtuvalt oma isiklikest uskumustest ja eelistustest, ettevõtjate lubadustest ja/või tuluootustest. Tasu saamine ja selle vorm sõltuvad projekti iseloomust ning ühisrahastuse liigist. Ühisrahastusvaldkond areneb tulevikus veelgi edasi, hõlmates üha rohkem ühisrahastuse tüüpe ja mõisteid.

Ühisrahastuse turu ajalugu ja kujunemisprotsess viib meid tagasi 18. sajandisse, mil on kirjapandult esimesi tõendeid, et rahvas üheskoos aitas rahaliselt kaasa esimeste projektide elluviimisele. Näiteks on ajaloos kasutatud sõjavõlakirjasid (*War Bonds*), mis teoreetiliselt on sõjaliste konfliktide ühisrahastamise vorm. Selle näiteks on tuua 1730-ndad, mil Londoni kaubandusmaailm päästis Inglise panga, kui kliendid nõudsid, et nende naelad konverteeritaks kullaks – kauplejad toetasid valuutat kuniks usaldus naela vastu taastus, seeläbi ühisrahastades nende endi rahasüsteemi. (Simons 2016) Seesuguseid mikrofinantseerimise mehhanismi ilminguid

on ajaloo teisigi. Näiteks 1800-ndate lõpus koguti USA-s ajalehe World eestvedamisel avalikkuse käest väikestes summas (alla 1 dollari panustaja kohta) annetustena kokku vajalik kapital vabadussamba allosa parandustööde finantseerimiseks. (Funk 2018 viidatud Karadogan 2019). Lisaks eelpool toodud näidetele loetakse ühisrahastuse arengu üheks võtmekohaks ka 1976. aastat, mil Bangladeshis tegutsenud Muhammad Yunus hakkas looma süsteemi selleks, et madala sissetulekuga inimestel oleks võimalik võtta laene. Tema eesmärgiks oli järele aidata ühiskonna madalamat kihti ja vähendada seeläbi vaesust. 1983. aastal rajati tema tegevuse tulemusena Grameen Bank, mis laenab tänapäevani usaldusele ja solidaarsusele tuginedes abivajajatele tagatiseta raha. 2006. aastal sai Yunus oma elutöö ja platvormi loomise eest Nobeli rahupremia. (Grameen Bank)

Internetiplatvormidele kolis ühisrahastus aga algselt erinevate loovprojektide (kunst, muusika, kirjandus) kaudu (Agrawal *et al.* 2013). Näiteks 1997. aastal ühisrahastas internetis oma USA kontserdituuri Briti rokkmuusikabänd Marillion, kaasates investoritelt 60 tuhande dollari väärtuses toetusraha (Masters 2001). Maailma esimene internetipõhine ühisrahastusplatvorm loodi 2001. aastal USA-s ning see kandis nimetust ArtistShare. Sellele järgnesid mitmed teised ühisrahastusplatvormid, teiste seas Kiva (2005), IndieGoGo (2008), KickStarter (2009), GoFundMe (2010) jne. (Freedman, Nutting 2015).

Olgugi et esimene internetipõhine ühisrahastusplatvorm loodi juba 2003, siis hakkas ühisrahastuse valdkond laialdasemalt populaarsust koguma alles 2008. aastal ülemaailmse majanduskriisi puhkedes, mil inimestel kadus usk traditsioonilistesse finantsvahendajatesse. Kriis muutis pankade laenuitingimused senisest veelgi rangemaks ja piiravamaks, mis sundis laenusoovijaid alternatiivseid lahendusi otsima. Madalate intressimäärade tõttu olid ka investorid huvitatud kõrgema tulumäära ning väiksemate kuludega investeerimisvõimalustest. (Delivorias 2017) Majandusse oli tekkinud „finantseerimislõhe“ (*'financing gap'*), mis avaldas suurimat mõju väikse ja keskmise suurusega ettevõtetele (Pekmezovic, Walker 2016). Tühimikku hakati täitma ühisrahastusplatvormidelt abi otsides. Perioodil 2007–2011 kasvas ühisrahastusturg oma mahult 122% võrra (Turan 2015). Ka järgnevatel aastatel on kiire kasv jätkunud. Alates 2012. aastast on näiteks globaalne osaluspõhise ühisrahastuse turg igal aastal rahalise mahu poolest kahekordistunud (The crowdfunding industry report 2015).

Varasemale tuginedes võib öelda, et selline projektiideede ja neid rahaliselt toetavate investeerimishuviliste inimeste kokkuviiimine ei ole sugugi uus nähtus. Uus on hoopis see, kuidas

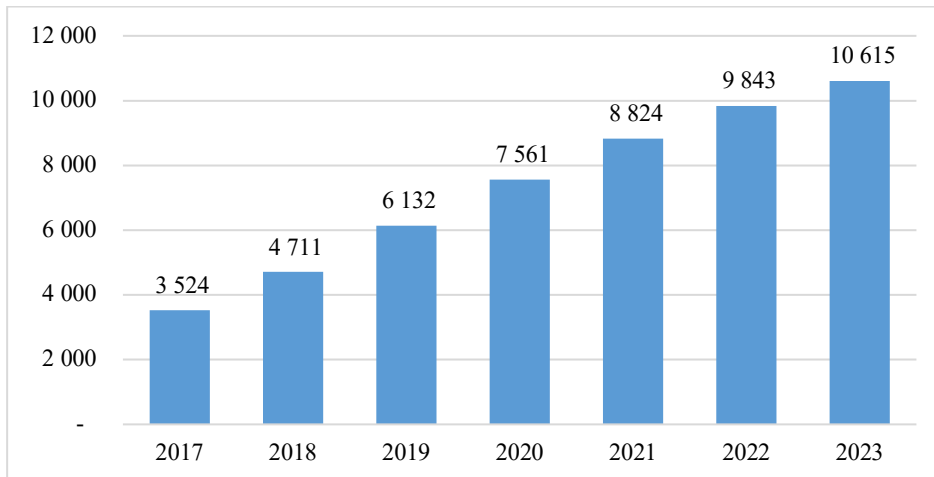
seada kontseptsiooni tehnoloogia vahendusel ja ülemaailmsel tasandil tänapäeval ellu viiakse (Cumming, Zhang 2018). Ühisrahastusplatvormide kasutamisel pole rahastuse andja ja selle saaja vahele vaja mitmeid erinevaid vahendajaid, kuna raha liigub internetipõhisel platvormil otse finantseerijalt abivajajale (Terry *et al.* 2015). Nii on investeerimine muutunud efektiivsemaks, kiiremaks, vahetumaks ja kättesaadavamaks, võrreldes muude traditsioonilisemate meetoditega (pangad, riskikapitalistid, äriinglid).

Ühisrahastus on oma olemuselt interdistsiplinaarne nähtus, milles ristuvad nii finantsteaduse, majanduse, IT-süsteemide kui ka juhtimise ja sotsioloogia põhimõtted. See on kujunenud ja edasi arenenud tänu innovatsioonile ja ettevõtluse edendamisele. Innovatsioon on majandusarengu ja kaasajastumise võtmekohaks ning ettevõtjad on majanduslikus mõttes sageli kõige julgemad, võtmaks kasutusele uuenduslikke lahendusi ja tehnoloogiaid. (Cho, Moon 2013) Ettevõtjate vastuvõtlikkus innovatsiooni suhtes on ühisrahastuse üks toimimise alus.

Üheks ühisrahastusplatvormide eduka toimimise eelduseks peetakse ka „rahvahulga tarkust“ (*'wisdom of the crowd'*) (Surowiecki 2004 viidatud Giudici *et al.* 2012). See printsiip tähendab kollektiivset intelligentsi, mis tekib, kui indiviidide mittetäielikud teadmised ja oskused koostöös ühendatakse. Ühisrahastajad usuvad selle nähtuse esinemisse ja toimimisse omavahel informatsiooni jagades ja seda kokku koondades. Sellest teooriast lähtudes on osa teadlasi järeldanud, et oma jõud ühendanud rahvahulk võib olla väärtuslike projektide ära tundmises parem kui eraldiseisvalt tegutsevad riskikapitalistid ja äriinglid. (*Ibid.*) Olgugi et „rahvahulga tarkus“ annab julgust arvata, et ühisrahastuse investorid üheskoos on võimelised ära tundma head projektid halbade seast, on sellele teooriale teadusringkondades ka vastuseisjaid (Moritz, Block 2014).

Majanduslikus mõttes on ühisrahastusplatvormide abil raha laenamise võimalikuks saamine üks suurimaid transformatsioone finantseerimises, mis on muutnud seda, kuidas rahastatakse väikseid ja alustavaid ettevõtteid (*start-up companies*). Kõige levinuma seisukoha järgi suurendab ühisrahastus potentsiaalset turgu finantseeringute saamiseks ettevõtte elutsükli algusfaasis, kuid pole siiski suuteline asendama riskikapitaliste, kes löövad sageli ettevõtte töös aktiivselt kaasa, pakkudes tuge ja nõu näiteks juhtimises, värbamises, turunduses ja suhete kujundamises. (*Ibid.*) Tuleb arvestada, et igal finantseerimisviisil on omad positiivsed ja negatiivsed küljed ning need omavad nii erinevate ettevõtte elutsüklite kui ka erinevate rahastuse vajaja eesmärkide korral isemoodi tähtsust.

Tänapäeval on ühisrahastamine veelgi rohkem populaarsust kogunud ning Statista (2019) andmetel on selle valdkonna tehingute väärtuseks 2020. aastal 7 561 m EUR. Kampaniate arv ulatub seejuures 10 949 tuhandeni.



Joonis 1. Ühisrahastusplatvormidel tehtud tehingute koguväärtus aastate lõikes (m EUR)

Allikas: Statista (2019); autori koostatud

Tehingute väärtuselt on 2020. aastal ühisrahastuses maailmas juhtival positsioonil Hiina (6 245 m EUR). Järgnevad USA (692 m EUR) ja Suurbritannia (88 m EUR). Eestis on tehingute koguväärtuseks 0,09 m EUR ning keskmine projekti finantseeringu summa ulatub siin 1 497 euroni. Tehingute väärtuse kasvumääraks ennustatakse perioodil 2020–2023 Eestis olevat 10,5%, mis tähendab, et 2023. aastaks on ühisrahastusprojektide väärtuseks 0,1 m EUR. (Statista 2019)

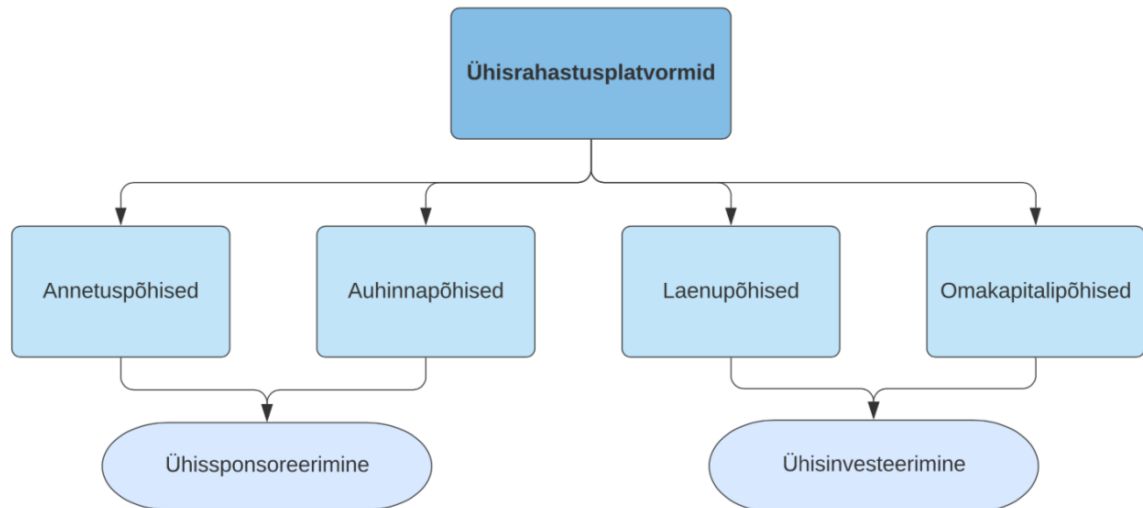
Kesk- ja Ida-Euroopa (CEE) riike vaadeldes on Eesti rahvastiku struktuur võrdlemisi noor, mis tingib suurema avatuse erinevate innovaatiliste investeerimistehnoloogiate kasutamiseks. Seetõttu on Eesti elanikkond ka antud piirkonnas internetiplatvormidel ühisrahastusprojektidesse investeerimisel kõige aktiivsem. SKP suurus elaniku kohta vaadeldes on Eesti piirkonnas küll neljandal kohal, kuid ometi ollakse ühisrahastuse mahult elaniku kohta teistest riikidest mitmekordselt üle. Balti riigid moodustavad Kesk- ja Ida-Euroopas ühisrahastuse populaarsuse poolest esikolmiku. Eesti alternatiivse finantseerimise maht elaniku kohta on 26,08 USD-d, Lätil on see 8,34 USD-d ning Leedul 1,09 USD-d. Ülejäänud riikidel on see väärtus väiksem kui 1 USD. (Bednarz *et al.* 2017)

1.2. Ühisrahastusplatvormide liigid

Ühisrahastuse meetodeid on erinevates uuringutes grupeeritud mitmetel eri viisidel, kuid konsulteerimisagentuur ja juhtiv ühisrahastuse uurigute läbiviija Massolution on välja töötanud ühe enim kasutatava klassifitseeringu, mis eristab nelja ühisrahastusplatvormide tüüpi (Delivorias 2017):

- Annetuspõhised (*donation-based*): investorid teevad oma rahalise panuse heategevuslikul eesmärgil ning investeeringuga ei kaasne materiaalselt kasu. Kuna inimesed ei oota vastutasu, siis on ka riskitase väga madal või isegi olematu (Omarini 2018).
- Auhinna- ehk materiaalse tasu põhised (*reward-based*): rahastatavateks projektideks on tavaliselt kunsti- või kultuuriobjektid, mis vajavad finantseeringut oma algfaasis. See on ka turundusvahend, mille abil uut toodet rahvale tutvustada. Investorid võivad oma panuse eest saada materjaakset, kuid mitte finantsilist kasu. (*Ibid.*) Sageli tähendab see sisuliselt rahastatava projekti tulemusena valmiva toodangu etteostu. (Kuppuswany, Bayus 2013).
- Laenupõhised (*lending-based*): raha laenatakse individidele ja ettevõtetele, teenides seeläbi intressitulu kindla tulumäära ja aegumistähtaja alusel. Sõltuvalt laenu objektist jaguneb valdkond erinevateks alaliikideks: P2P laenamine, kinnisvara, faktooring. (Delivorias 2017)
- Omakapitalipõhised (*equity-based*): viis ettevõtete finantseerimiseks, mille korral saavad rahastuse andjad investeeringu eest firma osakuid/aktsiaid. (*Ibid.*)

Rahvusvaheline Väärtpaberi Järelevalve Organisatsioon (International Organization of Securities Commissions) nimetab esimest kahte viisi ühis sponsoreerimiseks (*crowd-sponsoring*) ja viimast kahte ühisinvesteeringuks (*crowd-investing*) (*Ibid.*). Ühis sponsoreerimisprojektid äratavad huvi inimestes, kellele algatus meeldib ning kes soovivad heast tahtest ettevõtjaid toetada. Ühisinvesteeringusplatvormidel pakuvad rahastust aga inimesed, kes on projektide finantseerimisest huvitatud sellest saadava materiaalse tulu tõttu (Schwienbacher, Larralde 2010). Samas pole välistatud mõlema motiivi esinemine korraga. Ka tulupõhise investeeringuprojekti rahastamise taga on sageli soov toetada teostatavat ideed (Belleflamme *et al.* 2015).



Joonis 2. Ühisrahastusplatvormide liigitumine

Allikas: Consultation ... (2014); autori koostatud

Kuna Eestis on enim registreeritud laenupõhiseid platvorme, siis pöörab käesoleva töö autor rohkem tähelepanu just selle haru erinevatele vormidele. Lisaks on lähema vaatluse all ka osaluspõhine ja annetuspõhine ühisrahastus, mis on samuti Eestis levinud.

1.2.1. Laenupõhine ühisrahastus

Laenupõhine ühisrahastus (*crowdlending*) või ka P2P laenamine (*peer-to-peer lending*) on laenu taotlejat ja laenajat ühendav internetipõhine keskkond, kus vahendatakse tagatiseta laene (Kirby, Worner 2014). Laenupõhine ühisrahastus võimaldab laenata inimestel raha nii eraisikutele kui ka ettevõtetele, saades ise seeläbi rahalist kasu intressimaksete ja laenuperioodi lõppedes tagasimakstava laenusumma näol. See laenu võtmise alternatiiv on eriti kasulik neile, kes ei vasta traditsioonilise pangalaenu saamiseks vajalikele kriteeriumitele või ei ole rahul panga seatud laenutingimustega. P2P platvormide üheks fookusgrupiks on näiteks erakulutuste katmiseks raha vajavad inimesed, kes soovivad võtta tagatiseta tarbimislaene (üliõpilased, autoostjad) (Galloway 2010). Ühisrahastuses ei mängi pank laenuvahendajana rolli ning laenu andmise üle otsustavad investorid iseene riskihinnangu põhjal (Caldieraro *et al.* 2018). P2P ühisrahastuse nagu ka teiste laenupõhiste platvormide tehingute aluseks on lepinguline suhe ehk nii investorite kui ka projekti algatajate õigused ja kohustused on investeerimislepinguga eelnevalt paika pandud (Karadogan 2019).

Laenupõhised finantseerimisplatvormid võivad olla laenude rahastamis- ja hinnastamismeetodi poolest kas otsesed või vahendatud. Mõned platvormid kasutavad läbivalt vaid ühte viisi ning mõned kahe erineva viisi kombinatsiooni. Otsesest finantseerimismeetodit rakendavatel platvormidel saab investor soovitud laenuaotlusesse otse panustada ja laenajale raha üle kanda, kuid kaudse meetodi korral saab oma raha investeerida laenudesse, mis on juba platvormi poolt välja antud. Vahendatud hinnastamine tähendab, et laenu intressimäär on juba eelnevalt kindlaks määratud, kuid otsesel hinnastamisel selgub tootlus oksjoni tulemusena. (Galloway 2010)

P2P platvormidel investeerimise muudab keeruliseks ja riskantseks asjaolu, et seal valitseb suur informatsiooni asümmeetria. Akerlof, Spence ja Stiglitz on oma 1970-ndatel läbi viidud uurimuses kirjeldanud seda olukorrana, kus turu üks osapool omab paremat informatsiooni kui teine. Antud juhul tähendab see, et rahastuse kogujatel on projektidest täpsem ülevaade kui selle rahastajatel (Popular ... 2001). Kirjeldatud nähtus esineb tegelikult ka teiste ühisrahastusliikide puhul, kuid laenupõhistel platvormidel kaasneb sellega suurem oht, kuna see mõjutab finantstulu teenimist ning muudab seda riskantsemaks. Ettevõtete kodulehtedel leidub palju ühtlustamata ja kontrollimatut infot. Tuginemata brändi tuntusest tingitud signaalidele ja teistele mainest tulenevatele teadmistele, mida investorid kasutavad sageli kvaliteedimärgisena, tuleb investeerimisotsuseid langetada limiteeritud informatsiooni tingimustes, mis muudab tehinguriski taseme kõrgemaks kui see on traditsioonilistes äritoimingutes. See olukord võimaldab müüjatel projekti kohta infot strateegiliselt avaldada ja ka mitte avaldada, mistõttu on oluline, et ühisrahastusettevõttel oleks paigas protseduurid, mis peegeldavad tehinguriski õiglaselt. See muudab platvormi usaldusväärsemaks ja järelilikult ka kasumlikumaks. (Caldieraro *et al.* 2018)

1.2.2. Osaluspõhine ühisrahastus

Osaluspõhine (*equity-based*) ühisrahastus on finantseerimismeetod, kus ettevõtja müüb avaliku pakkumisega kindla osa firma aktsiaid/osakuid grupile investoritele, et saada rahastust internetipõhiselt platvormilt (Ahlers *et al.* 2015). See on eriti hea võimalus stardikapitali otsivate alustavate ettevõtete jaoks, kel pole veel piisavalt staaži, et tõestada pangale oma maksevõimekust. Inglismaal läbi viidud uuringu kohaselt lükatakse 50% idufirmade (*start-up companies*) laenuaotlustest pankade poolt tagasi (Small Business Finance Markets Report 2015/2016). Rahastuse taotlemiseks tuleb projekti algatajal esmalt määrata raha kogumise ajaperiood ning lävendiks olev rahasumma (Hemer 2011). See jagatakse võrdseteks osadeks, mida ühisrahastusplatvorm pakub omakapitali osakute või aktsiatena investoritele kindlaks määratud hinna eest. Raha kogumine kestab kuni lävendi saavutamiseni ning seejärel algab

investeeringisfaas (Pazowski, Czudec 2014). Kui kogumisperioodi tähtaeg saabub enne lävendini jõudmist, siis jääb projekt rahastamata.

Peamisteks põhjusteks, miks otsustatakse ettevõtte loomisel kaasata raha ühisrahastusplatvormidelt, on nende suur läbipaistvus, võimalikkus koguda raha enda seatud tingimustel ning kontrolli omamine selle üle, kuhu raha paigutada (Crowdfunding's ... 2013). Tasu investeeringu eest makstakse kas dividendide või osaku väärtuse tõusu kujul. Dividendide maksmine on antud olukorras harv juhus, kuna uued ettevõtted ei pruugi veel teenida kasumit või siis investeeritakse see ettevõtte arenguks. Lisaks näib see ettevõtete jaoks võrdlemisi mugava investorite kaasamise variandina, kuna valdkond pole rangelt reguleeritud ning ei nõua finantsstandardile alluvat aruandlust (Turan 2015). Vähene reguleeritus seab aga osaluspõhise ühisrahastusturu tõsiselt ohtu, kuna ka riskikapitalistid on õppinud ühisrahastusplatvormidelt hoo sisse saanud potentsiaalikaide projekte märkama ja neid „olematu raha“ eest üle võtma ning ühisinvestorid välja suruma.

Teiste vormidega võrreldes on see üks riskantsemaid ühisrahastuse liike, kuna alustava ettevõtte puhul on selle tulevane väärtus ja kasumlikkus hinnangulised ja oodatav dividendimaksete laekumine ebakindel. Eksisteerib võimalus, et firma, mille rajamisse investor oma raha paigutas, ei ole nii edukas, et suudaks genereerida kasumit. Kui ettevõtet pole ka korralikult auditeeritud, ohustab investoreid pettuserisk. (Toppari 2017) Ühtlasi pole kõigil platvormidel aktsiate jaoks järeלטurgu, mistõttu on eriti oluline, et investeeritavat ettevõtet saadaks edu (Caldieraro *et al.* 2018). Informatsiooni asümmeetria tingimustes on tähtis, et rahastust otsiv ettevõtte avaldaks detailset informatsiooni investeeringuriskide ja omakapitali haldamise kohta. Ahlers *et al.* (2015) on hinnanud neid peamisteks kvaliteeti väljendavateks signaalideks, mida ettevõtted saavad investorite tähelepanu püüdmiseks kasutada.

1.2.3. Kinnisvara ühisrahastus

Kinnisvara ühisrahastus on 2012. aastal USA-s alguse saanud kinnisvaraprojektide rahastamise alternatiivne viis, mis on loonud tavakodanikele otsese ligipääsu kinnisvaraturul investeerimisele (Garcia-Teruel 2019). Ajalooliselt on see varaklass olnud kättesaadav vaid institutsionaalsetele investoritele ja jõukatele eraisikutele (Baum 2015). Pankade poole pöördumise asemel saavad kinnisvaraarendajad efektiivsel viisil finantseeringut koguda hoopis suurelt investorite ringilt internetipõhiste platvormide vahendusel (Cannon 2014, Maarbani 2015). Investeeringuks pole

vaja olla eelnevalt kogutud eriliselt suuri säästusid, kuna panustada saab ka väikeste summade kaupa (Garcia-Teruel 2019).

Üldiselt töötavad kinnisvara ühisrahastusele spetsialiseerunud platvormid kas omakapitali- või laenu põhisel (*Ibid*). Kui raha paigutatakse omakapitali, saab investor tasu kinnisvaraettevõtte aktsiate näol. Sellest tulenevalt kaasneb osaline kontroll ja hääleõigus firma tegevuse üle, kuid ühtlasi hakatakse kandma ka sellega seonduvat riski. Kui aga raha antakse laenu kujul, jääb investor ettevõtteväliseks osapooliks, olles arendusprojektiga seotud lepingulise suhte alusel. Tasu laekub laenusumma tagastamiselt koos eelnevalt määratud intressimaksega. (Srovnalíková, Ditkus 2016). Investori kantav risk on tänu tagatise ja laenutähtaja olemasolule väiksem kui ettevõttes osaluse saamise korral (Schwienbacher, Larralde 2010).

Kinnisvaraprojekti finantseerimise protsess sõltub olulisel määral ka konkreetse ühisrahastusplatvormi ülesehitusest. Erinevad platvormid kasutavad erinevaid meetmeid näiteks investeerimistaotluste tegemiseks ja projektide valimiseks – see võib toimuda vaid ankeedi täitmise alusel, hõlmata ka kohtumist konsultantidega või sisaldada ulatuslikku taustakontrolli. Kinnisvara ühisrahastuse puhul on põhjalik taustakontroll eriti oluline. Mõned platvormid lasevad kinnisvaraprojekte esitada ainult kogunud ja staažikatel arendajatel. (Srovnalíková, Ditkus 2016)

1.2.4. Faktooringul põhinev ühisrahastus

Faktooring on laenu ja liisingu kõrval üheks populaarseimaks äri finantseeringu ja varade likviidsuse juhtimise meetodiks. See on kolme osapoollega (arve ostja ehk faktor, müüjafirma ehk faktoriija, ostja ehk võlgnik) finantstehing, kus traditsiooniliselt pank ostab ettevõttelt temale veel laekumata müügiarveid. Seeläbi on ettevõttel võimalik raha faktorilt enne ostja maksetähtaja saabumist kätte saada ning võlgnikul tuleb ostu eest tasuda hoopis faktorile. Pankade rangete laenu tingimuste tõttu said seda lahendust varem võimaldada ainult suuremad ettevõtted, kuid tänu faktooringutehingute liikumisele ühisrahastustasandile, on see kättesaadavaks muutunud ka väikse ja keskmise suurusega ettevõtetele. (Dziuba 2018)

Ühisrahastusplatvorm käitub vahelülina arvete ostjate ehk investorite ning laekumata arveid müüvate ettevõtete vahel. Platvormi peamiseks ülesanneteks on müügiks esitatud arvete legitiimsuse kontrollimine, oksjonite korraldamine ning maksete vahendamine. Oksjonid kestavad üldjuhul 24 tundi, mis muudab finantseeringu saamise ettevõtte jaoks väga kiireks protsessiks. Ettevõtete jaoks on positiivne ka see, et arvete esitamisel puudub vajadus garantii või tagatise

olemasolu järgi. Arveid müüakse rahastajatele tavaliselt 97–99% väärtuses nende originaalmaksumusest. Ülejäänud protsent on faktooriija poolt tasutav investori allahindlus. Oksjoni käigus teevad investorid pakkumisi ning võitjatest kujuneb arve finantseerijate grupp, mille iga liige teeb järgmise sammuna ühisrahastusplatvormile ülekande ning platvorm kannab raha edasi arve esitanud firmale. Investorid peavad oksjonil osalemise eest lisaks maksma ka komisjonitasu. (*Ibid.*)

1.2.5. Annetuspõhine ühisrahastus

Annetuspõhise ühisrahastuse mudel on kõige lihtsamaks ühisrahastuse liigiks ning see tugineb suures osas filantroopilistele põhimõtetele. Annetusi tehakse tavaliselt sotsiaalsete ja heategevuslike eesmärkidega initsiatiivide toetamiseks seejuures investeringu eest tasu või tulu ootamata (Mollick 2014). Mõnikord avaldavad projekti teostajad annetajatele küll sümbolset tänu näiteks tänukirja kujul, kuid mitte materiaalselt. Annetuspõhiseid ühisrahastusplatforme kasutavad oma projektide rahastamiseks peamiselt mittetulundusühingud ja erinevad artistid. Investorid valivad panustamiseks algatusi, mille vastu neil on isiklik huvi ning mille eesmärki nad usuvad. Lisaks on annetuspõhisel meetodil oma tegevuse finantseerimine võimalik ka kasumile orienteeritud ettevõtetel. Neile raha annetades on investorid tavaliselt huvitatud projekti tulemusena valmivast tootest, mida nad hiljem avatud turult soetada soovivad. Annetuspõhise ühisrahastusega seonduv risk on väga madal, kuna finantseeringu kogujatel pole kohustust tasu pakkuda ning rahastajatel pole ka sellekohaseid eeldusi. Peamine risk seisneb selles, et kogutud raha ei kasutata lubatud eesmärgi tarbeks. Kuna valdkond pole seadusandlusega hästi reguleeritud, siis pole see paraku harv nähtus. (Hossain, Oparaocha 2017)

2. ÜHISRAHASTUSPLATVORMIDE KASUMLIKKUSE EDUTEGURID

2.1. Ühirahastusplatvormide müügitulu mudel ja hinnapoliitika kujunemine

Ühisrahastusega seonduva osas on enim uuritud, millised tegurid tagavad projektidele suurima edukuse määra (*success rate*). Cumming *et al.* (2019) väidavad, et õnnestunuks osutuvad (*all-or-nothing* mudelit järgivatel platvormidel) need projektid, mis saavad kogu lävendiks seatud finantseeringusumma kokku. Srovnalíková ja Ditkus (2016) kirjutavad oma uurimuses, et kõige olulisemaks on projekti põhjalik iseloomustamine ja reklaamimine, kuna tõhus investorite „värbamise“ protsess on edu aluseks. Ahlers *et al.* (2015) arvavad samuti, et projekti kohta detailse informatsiooni jagamine aitab investorite tähelepanu püüda ning et eriti oluliseks on selle juures riskide selge välja toomine. Mamonov ja Malaga (2018) on oma uuringuga välja selgitanud, et tulu teenimisele mõjub positiivselt see, kui rahastatavad projektid on madala tururiskiga ning omavad suurt ettevõtjate tiimi. Mõnevõrra vähem on uuritud platvormide edukust, mis on samas tugevas seoses nii platvormidel läbiviidavate projektide edukusega kui ka seeläbi nende omadustega. Berkovich (2011) on väitnud, et ühisrahastusplatvorm on seda edukam, mida kõrgem on seal rahastatavate projektide kvaliteet. Ka käesolev töö keskendub just platvormide kasumlikkusele, mitte niivõrd kampaniate eduteguritele. Järgnevalt annab autor käesolevas peatükis täpsema ülevaate, millistest osadest koosneb ühisrahastusplatvormide teenitav tulu, mille alusel erinevad tulu allikad kujunevad ning kuidas ja miks neid rakendatakse.

Ühisrahastusplatvormidel on kolm peamist tuluteenimise allikat. Esiteks teenib platvorm igalt investeeringult intressitulu senikaua kuni projekt rahastatud saab või kuni finantseeringu kogumise tähtaja saabumiseni. Intressi suurus sõltub proportsionaalselt iga eraldiseisva investeeringu suuruselt. Kui investor investeerib projekti liiga rutakalt ja see osutub ebaõnnestunuks, siis tuleb tal leppida intressiks makstud rahasumma kaotusega, kuna seda ei tagastata. Teiseks võetakse maksuprotsenti lisateenuste eest, milleks on näiteks maksete vahendustasu, juriidiline tasu, haldustasu, pangateenuste tasu, projekti toetuse tasu, krediitkaardiga/Paypal'iga/tšekiga maksmise tasu ja eksperthinnangu tasu. Ka kolmandate osapoolte teenuseid pakkudes saavad platvormid tulu

teenida. Seda tehakse näiteks projektituge või eelmiste projektide kohta informatsiooni vahendades. Kolmandaks kujuneb suur osa ühisrahastusplatvormi sissetulekust projektide rahastamiseks tehtavate maksete komisjonitasudest. Seda küsitakse vaid edukate projektide puhul ning mida väärtuslikum ja kallim see on, seda rohkem makseid selle rahastamiseks tehakse ning seda suurem on projektilt teenitav tulu. Komisjonitasude vastav protsentuaalne summa kujuneb konkreetse ühisrahastusplatvormi kõikide õnnestunud projektide jaoks kogutud kapitali alusel. (Belleflamme *et al.* 2015) Järelikult sõltub platvormi sissetulek suuresti sellest, et rahastust otsivad projektid saaksid vajaliku summa kokku ja läheksid teostamisele ning et investorid leiaksid konkreetset platvormilt omale meelepäraseid investeerimisprojekte. Selle jaoks peavad investeeringute arv, investorite ootused tulule ning ettevõtja eesmärk omavahel kooskõlas olema. (Baber 2019)

Investorid kipuvad üldjuhul eelistama platvorme, millel on suurem arv kampaaniaid ja seetõttu ka rohkem finantseerijaid. Pakutavate projektide mitmekesisus on seal suurem ning on tõenäolisem, et investor leiab talle huvipakkuva algatuse. Sellest tulenevalt on autor püstitanud ka hüpoteesi, et suuremad ja kauem turul olnud platvormid on kasumlikumad. Ühisrahastusplatvormidel tuleb hoolt kanda selle eest, et investorid saaksid juhatatud neile sobilike projektideni, mis neis investeerimishuvi tekitavad. Et projektid poolikult finantseerituks ei jääks, on oluline koordineerida ka investorite koostööd. Üheks sellekohaseks meetmeks on värskest liitunud finantseerijate juhtimine projektide juurde, mis lävendiks seatud rahasumma kokkusaamisele lähedal on. Paljude teiste investorite toetuse olemasolu suurendab ka lisandunud investori usku sellesse projekti, isegi kui iseseisvalt otsustades ta nii ehk ei mõtleks. (Belleflamme *et al.* 2015) Investorid toetavad suurema tõenäosusega neid projekte, mis on juba 80% ulatuses finantseeringuid kogunud (Burtch *et al.* 2013).

Kui palju investoreid mingi platvorm ligi meelitab, võib sõltuda ka sellest, mis liiki investeerimisprojekte seal rahastada saab – kas ühissponsorlusprojekte (annetus- ja mitterahalise tasu põhised) või ühisinvesteerimisprojekte (laenu- ja omakapitalipõhised). Kuna esimese variandi põhimõtteks pole investorile tulu teenimine, siis võib eeldada, et need on vähem populaarsed ja ei paku huvi nii suurele hulgale investoritele kui tulupõhised platvormid. Lambert ja Schwiendbacher (2010) on leidnud, et 22% kõigist ühisrahastusinvestoritest ei teeni oma investeeritud summalt mingit tulu, kuid 78% saavad investeeringute eest tasu omakapitali, raha või toodete kujul (viidatud Belleflamme *et al.* 2010). Agrawal *et al.* (2015) uuringust selgub, et laenu põhised platvormid moodustavad koguni 69% kõigist ühisrahastusplatvormidest. Lisaks selgub

Belleflamme *et al.* (2013) tööst, et omakapitalipõhistel platvormidel kogutakse rohkem kapitali kui auhinnapõhistel. Seega saab järeldada, et finantstulu mitte pakkuvatel platvormidel on ka vähem edukalt rahastatud projekte. Sellest tulenevalt on autor püstitanud hüpoteesi, et annetus- ja auhinnapõhised platvormid on vähem tulusad kui laenu- ja omakapitalipõhised platvormid.

Õnnestunud projektide arvu ja järelkult ka platvormi teenitavat tulu mõjutab ka see, milline on kasutusel olev müügitulu mudel. Ühisrahastusplatvormid rakendavad oma töös tavaliselt ühte kahest mudelist: *all-or-nothing* (AON) või *keep-it-all* (KIA) (Cumming *et al.* 2014). AON mudeli korral algab projekti elluviimine vaid siis, kui eesmärgiks seatud summa kokku saadakse. Kui seda ei juhtu, tähendab see, et investoritel pole projekti edusse piisavalt usku ning sellesse juba panustanud investoritele kantakse raha tagasi. KIA meetodit rakendades kantakse kõik investoritelt laekunud summad kohe rahastuse soovijale ning ta saab saadud finantseeringu abil projekti elluviimisega alustada ka siis, kui eelnevalt lävendiks seatud summat tegelikult kokku ei saada. Enam kui 50% juhtudest on kasutusel AON mudel, kuna see tingib platvormidele suurema edukuse määra. Väiksema potentsiaaliga projekte ei alustatagi ning nii on ebaõnnestunud algatuste osakaal väike.

KIA versiooni puhul üritatakse ellu viia ka neid projekte, millesse investoritel piisavalt usku pole ning suure tõenäosusega need ebaõnnestuvad ning platvormi läbikukkunud projektide osakaal muutub suuremaks. Ühisrahastusplatvormile investorite ja rahastuse otsijate meelitamiseks on aga vaja, et edukuse määr oleks võimalikult kõrge. AON mudel pakub investoritele rohkem kaitset ja kindlustunnet ning tingib projektidele realistlike sihtsummade määramise. (Baber 2019, Belleflamme *et al.* 2015) Lisaks on AON mudelit rakendades tõenäoline, et kogutava kapitali summa on lõppkokkuvõttes suurem, kui see oleks KIA puhul. AON projekti algataja lubadus ja kohustus alarahastatud projekti mitte teostada maandab investeerimisriski ning on investoritele positiivseks signaaliks. (Cumming *et al.* 2014) Siit lähtub ka autori püstitatud hüpotees, et AON mudelit kasutavad ühisrahastusplatvormid on kasumlikumad kui KIA mudelit kasutavad platvormid.

Erandina võivad mõned investeerimisplatvormid võimaldada projekti omanikul endal valida, kas nad soovivad finantseeringut koguda AON või KIA mudeli alusel. KIA-t kasutades on rahastuse kogumise hind projekti algataja ja ka finantseerijate jaoks kõrgem. Kuna investorite jaoks on kasulik võimalikult madal hind, siis võimaldab see meetod KIA-t kasutatavatel platvormidel

läbikukkunud projektide arvu minimeerida. IndieGoGo nõuab ebaõnnestunud projekti jaoks kogutud summalt 9%, kuid eduka projekti puhul nõutakse 4%. (Belleflame *et al.* 2015)

	AON	KIA
Tingimus projekti algatamiseks	Rahasumma lävend peab olema saavutatud	Lävendit ei pea saavutama, kõiki projekte võib algatada
Raha laekumine projekti algatajale	Peale lävendi saavutamist terviksummana	Üksikinvesteeringute kaupa nende kohesel laekumisel
Investeeringurisk	Väiksem	Suurem
Investeeringu hind	Madalam	Kõrgem
Projekti edukuse tõenäosus	Suurem	Väiksem
Ebaõnnestunud projektide osa	Väiksem	Suurem
Kogutud kapitali väärtus	Suurem	Väiksem
Platvormi edukuse määr	Suurem	Väiksem

Tabel 1. AON ja KIA mudeli erinevused

Allikas: autori koostatud

Erinevat liiki platvormid kasutavad erinevaid tasustamissüsteeme. Tüüpiliselt küsivad ühisrahastusplatvormid iga investeeringu eest komisjonitasu 5% tervelt kogutud kapitalilt (pluss tulumaks). Mõnedel platvormidel on see protsent muutuv (näiteks Prantsuse osaluspõhised platvormil Smart Angels skaalal 5% kuni 0,5%) ja kujuneb sõltuvalt investeeringu suuruselt. Mõned laenupõhised platvormid kasutavad krediitklassi, mille alusel tuleb projekti algatajal tasuda platvormile ette mingi osa koguma hakatava kampaania rahasumma väärtusest. USA laenupõhised ühisrahastusplatvormil Prosper on nimetatud määraks 1,95–4,95%. Kui projekt pole edukas, siis investoritelt komisjonitasu ei nõuta. (Belleflamme *et al.* 2015)

Auhinna- ja annetuspõhised ühisrahastusplatvormid erinevad tulupõhistest selle poolest, et finantstulu asemel huvitab investoreid hoopis algatuse sisuline pool. Seega tuleb investorite tähelepanu võitmiseks projekti kirjeldamisega rohkem vaeva näha. Projektid ei paku finantstulu, mille alusel muidu peamiselt investeeringusotsuseid langetatakse. Tulu teenimiseks kasseerivad platvormid samuti investoritelt edukate projektide eest komisjonimaksu, mille suurus on kas fikseeritud (tavaliselt 5%) või sõltub see kogutud finantseeringu summast ning keskmisest

investeeringu väärtusest. Lisaks võidakse küsida sümboolset tasu iga makse tegemise eest. Näiteks võtab Prantsuse annetuspлатvorm goFundme iga annetuse eest 30 senti. (*Ibid.*)

Mõned platvormid kasutavad tulu teenimiseks ka erandlikke hinnastruktuure. Üheks variandiks on eelnevalt kirjeldatud AON ja KIA mudelite erinev hinnastamine. Peale selle võivad mitut ühisrahastuse meetodit (nt. omakapital ja annetused) kasutavad platvormid küsida mõlema liigi puhul komisjonitasu erineva protsendi alusel. Komisjonitasu võib erineda ka maksemeetodi alusel, näiteks olenevalt sellest kas kasutatakse krediitkaarti, Paypal'i või tšekki. Leidub ka mitte tulupõhiseid investeerimisplatvorme, kes tegutsevad investorite ja projektide algatajate annetuste toel. (*Ibid.*)

Komisjoni- jt. maksete asemel saaksid ühisrahastuspлатvormid alternatiivina kasseerida investoritelt liikmetasu, kuid alates 2014. seda meetodit enam laialdaselt ei kasutata. Projektipõhine liikmetasu saaks iseenesest edukalt toimida „halbade“ algatuste välja sõelumise vahendina ning see vähendaks investorite jaoks taustakontrolli tegemise vaeva. Kuna aga enamus ühisrahastuspлатvorme on võrdlemisi uued ettevõtted, siis on nende peamiseks mureks pigem võimalikult mitmekesiste projektide pakkumine, mitte nende välja praakimine. Tulevikus, kui turul on soovitud positsioon saavutatud, saavad platvormid oma hinnastamisstrateegiat muuta. (*Ibid.*)

Liikmemaksu olulisus ja vajalikkus sõltub ka investorite ja ettevõtjate omanduses oleva informatsiooni olemusest. Kui mõlemal osapoolel eksisteerib vastaspoole „peidetavat“ informatsiooni, mis ilmneb alles peale liikmeks hakkamist, võib platvorm pidada vajalikuks liikmeks olemise eest tasu nõuda, kuid see eest ei kehtestata siis tehingutasu. Kuna projekti rahastamises osaleb suur hulk investoreid, siis on tõenäoline, et esineb privaatset informatsiooni. Need kaks maksu – liikmemaks ja tehingutasu – mõjutavad ühisrahastuspлатvormil osalemise otsust. Tihtipeale saab projekti omanik valida, kas tehingu eest maksab tema või investorid ning vastavalt sellele kohandada finantseeringumahtu. (*Ibid.*)

Kuigi liikmemaksu kehtestamisel on omad plussid, ei pruugi ühisrahastuspлатvormid seda ka pikas perspektiivis kasutusele võtta. Kui rahastust otsivad projektid on kvaliteedi poolest sarnased ja erinevused tulenevad nende karakteristikust, siis on kasulikum neid mitte välja sõeluda ja mitmekesist valikut säilitada. Ühtlasi ei pruugi projekti kvaliteet olla teada, kuna sageli ei oska ettevõtjad algatatava projekti edu tõenäosust ette näha. (*Ibid.*) Lisaks hoidutakse liikmemaksu

kehtestamisest ka sellepärast, et see võib potentsiaalsed investorid platvormilt eemale peletada (Belleflamme *et al.* 2016).

2.3. Kontseptuaalne mudel kõrgema kasumlikkuse saavutamiseks

Käesolevas alapeatükis annab autor ülevaate Baber'i (2019) loodud kontseptuaalsest mudelist kõrgema kasumlikkuse saavutamiseks ühisrahastusplatvormidel, mis võimaldab ühendada investorid nende jaoks kõige paremini sobivate projektidega ning korraldada investeerimistegevust nii, et võimalikult väike arv projekte osutuksid ebaedukateks.

Nagu ka eelnevalt mainitud, on ühisrahastusplatvormidel kasumi maksimeerimiseks oluline hoida kõrget edukuse määra. Et vähendada rahastamata jäävate projektide arvu, tuleb ühisrahastusplatvormil rakendada tõhusaid taustakontrolli meetmeid, mille põhjal valida, kui palju ja milliseid kampaaniaid investoritele pakkuda. Mida rohkem on platvormil kvaliteetseid projekte, mille potentsiaali investorid näevad, seda rohkem kasumit teenitakse. Ühtlasi on oluline, et platvormil oleksid efektiivsed meetmed omavahel kokku sobivate investorite ja projektide ühendamiseks. Platvorm peab suutma tagada projektide valiku, mis oleks kvaliteetne ning seejuures ka piisavalt mitmekesine. Ühisrahastusplatvormi kasum on positiivses korrelatsioonis edukate projektide hulgaga ning kui nende arv suureneb, saab platvorm nõuda kõrgemaid tasusid. Edukalt finantseeritud algatused meelitavad platvormile ka uusi investoreid ja ettevõtjaid ning see suurendab turuhõivet. (Baber 2019)

Ühisrahastusplatvormile pääsemiseks tuleb projektil saada platvormilt hinnang, mis kinnitaks selle kvaliteeti. Riskantsemate algatuste puhul on vaja kõrgemat kindlust andvat hinnangut, kuid vähem riskantsete puhul piisab ka madalamast (*high ja low securitization*). *High securitization* (kõrgem hinnang ja põhjalikum hindamisprotsess) on vajalik nende algatuste jaoks, kus finantseeringumaht on suur ning kaasatud on palju investoreid. Selliste projektide edu mõjutab otseselt ka kogu platvormi käekäiku. *Low securitization* (madalam hinnang ja lihtsam hindamisprotsess) on piisav nende projektide korral, kus kogutav rahasumma on väiksem ning millesse panustajaid on vähem. Selle meetodi kasutamine muudab hindamisprotsessi efektiivseks ja aitab sobivaid projekte ja investoreid omavahel kokku viia. Kui seda tehakse edukalt, siis kaasneb rohkemate algatuste õnnestumine ja ühisrahastusplatvormi kasumi suurenemine. (*Ibid.*)

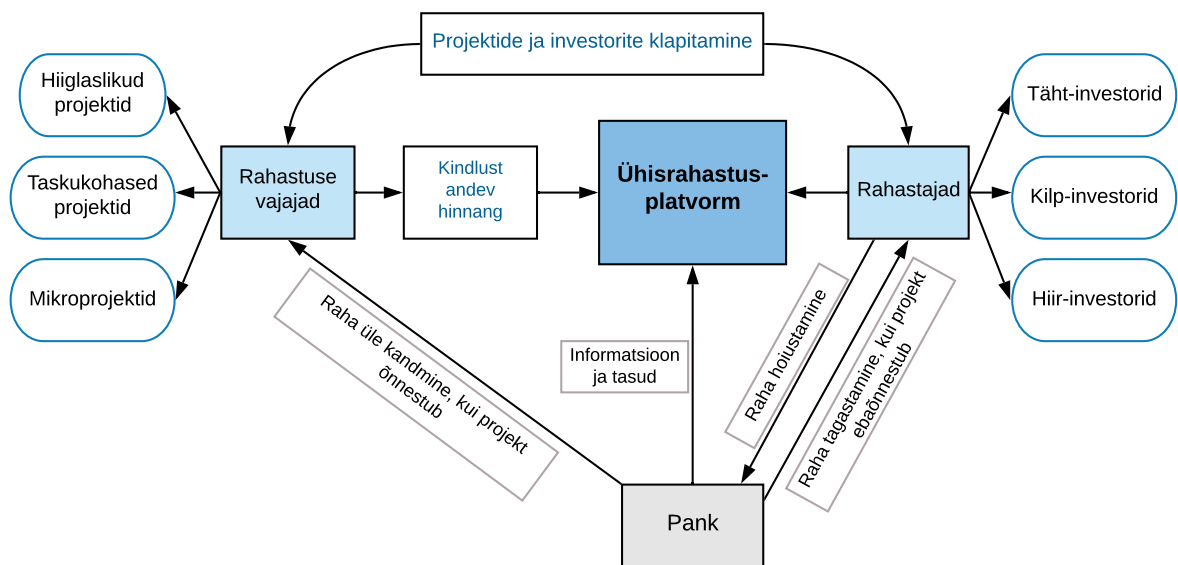
Projektide ja investorite kokku sobitamiseks grupeeritakse mõlemad osapooled kindlatesse kategooriatesse. Kampaaniaid jaotatakse vajalike investeeringute arvu järgi hiiglaslikeks, taskukohasteks ja mikroprojektideks (*giant, affordable and micro projects*). Hiiglaslikud projektid vajavad hulgaliselt investeeringuid ning sinna saavad panustada ainult kogenud kõrgema taseme investorid. Taskukohastel projektidel on väiksemad finantseeringumahud ning tagasihoidlikumad tulumäärad. Mikroprojektid on heaks võimaluseks algajale investorile esmase ühisrahastusse panustamise kogemuse saamiseks, kuna seal on summad kõige väiksemad. Iga grupi siseselt jagab platvorm projektidele hinnanguid veel idee kvaliteedi ja oodatava tulu alusel. See võimaldab investoritel potentsiaalikad algatused üles leida, mistõttu saavad need kerge vaevaga rahastatud ning tõstavad ühisrahastusplatvormi edureitingut. (*Ibid.*)

Investoritele määratakse tasemed vastavalt sellele, kui kogenud nad on ning kui suuri summasid on nad valmis investeerima. Iga finantseerija on vastavalt kas täht-, kilp- või hiirinvestor (*star, armor* või *mouse*). Tähe tasemel olivad panustavad suuri summasid mitmesse erinevatesse algatustesse. Nad on oma kogemuse tõttu kõige sobilikumad hiiglaslike projektide jaoks, kus tulumäärad on kõige kõrgemad. Kilpinvestorid on keskmisel tasemel, seda nii investeeritava summa, tulunõudluse kui ka kogemuste ning teadmiste poolest. Nemad sobivad enim taskukohase klassi projektide jaoks, kuna seal pakutav veidi tagasihoidlikum, kuid väiksema riskiga tulumäär on nende jaoks mõistlik ja piisav. Hiire tasemel olevad indiviidid on konkreetsel platvormil algajad investorid, kes saavad esialgu rahastada ainult mikroprojekte. Kui esmane kogemus on saadud, võimaldab platvorm neil edaspidi investeerida ka riskantsematesse ja mahukamatesse algatustesse. (*Ibid.*)

Platvorm määrab igale projektile ja investoritele põhinedes nende karakteristikutele vastava märgise kirjeldatud klasside hulgast ning analüüsib ja jälgib edaspidi väga hoolikalt nende tegevust. Selle jaoks on platvormidel loodud spetsiaalsed IT-süsteemid ja automaatselt arenevad mudelid (*machine learning models*). Nii kampaaniate korraldajad kui ka investorid hakkavad oma tegevuse tulemusena koguma positiivseid ja negatiivseid märkeid. Iga uus tehing ja selle käekäik muudavad investorite reitingut klasside sees. See süsteem aitab suurendada ühisrahastusplatvormi teenitavat tulu, sest mida rohkem on projektil staarinvestoreid, seda usaldusväärsemaks seda peetakse ning seda rohkem on valmis ka uued, värskelt liitunud investorid sinna panustama. Nii on neile juba projektide rahastamisega alustades selge, kuhu on kasumlik investeerida ja kuhu mitte. Ühtlasi saavad uued investorid ka edaspidi oma investeerimisotsuseid langetades jälgida professionaalsete ja kogenud ühisrahastuse finantseerijate eeskujut, kes juba teavad, kuidas algatusi analüüsida ning

mida kampaaniate ja nende korraldajate juures tähele panna. Tänu sellele kujunevad välja paremad ja halvemad projektid ning suureneb heade projektide rahastamise tõenäosus ja platvormi edukuse reiting. Investorid võivad sellest sõltuvalt ühisrahastuse meetodist kas teenides intresse või dividende. (*Ibid.*)

Selline IT-süsteemidele tuginevast „rahvahulga tarkuse“ fenomenist tingitud positiivne sündmuste jada mõjub (AON mudelit rakendavale) ühisrahastusplatvormile hästi, kuna nii saavad vajalikus mahus rahastatud eelkõige head projektid. Ühelt poolt suurendab see platvormi teenitavat tulu ning teiselt poolt säilitab platvorm ka oma head mainet finantseerijate silmis, mis meelitab tulevikus veelgi enam investoreid ligi ja suurendab seeläbi platvormi turuosa. Nii hakkab kogu platvormi investorite ja kampaaniate tegijate jälgimine ja neile reitingute andmine ühel hetkel väga tugevalt platvormi enda jaoks tööle. (*Ibid.*)



Joonis 3. Kontseptuaalne mudel kõrgema kasumlikkuse saavutamiseks

Allikas: Baber (2019); autori koostatud

Vaatamata sellise müügitulu mudeli positiivsetele omadustele, on ka seisukohti, mis peavad platvormi poolset projektide ja investorite kategoriseerimist liigseks sekkumiseks. 1.1. peatükis kirjeldatud „rahvahulga tarkuse“ fenomeni kohaselt on suurem inimeste grupp edukate projektide üles leidmisel ja analüüsi (*due diligence*) tegemisel efektiivsem kui mõni individuaalne ekspert. Ühtlasi, kui ühisrahastusplatvorm kasutab hinnangute andmisel ja projektide valikul traditsioonilisi riskikapitalistide/äriinglite/pankade meetodeid, siis ei erinegi ühisrahastus enam nii

väga tavalistest finantseerimisviisidest ega laiendada finantseeringute saamise võimalust kõikide ettevõtete ja eraisikute tasandile. (Cumming *et al.* 2019)

Sellest kriitikast hoolimata peavad ühisrahastusplatvormid vajalikuks tugineda vähemalt mingil määral sisemistele kontrollimeetmetele. Esiteks on väga riskantne eeldada, et väike- ja alustavad investorid, kes moodustavad suure osa platvormide kasutajatest, omavad piisavalt teadmisi, stiimuleid ja aega iseseisvaks analüüsi teostamiseks ja ettevõtete töö jälgimiseks (Ahlers *et al.* 2015). Väikeinvestoritele tooks põhjaliku ja kuluka analüüsi tegemine pigem kahju ning suurte monitoorimiskulude tegemine pole neile majanduslikus mõttes kasulik. Teiseks ei pruugi rahvas omal käel suuta koguda avalikest allikatest piisavalt informatsiooni õiglase investeerimisotsuse langetamiseks. Aktsiaanalüütikud ja spetsialiseerunud meedia jälgivad ja analüüsivad tavaliselt börsil noteeritud ettevõtete tegevust ning ei anna hinnanguid ühisrahastusplatvormidel finantseeringut taotlevate firmade kohta.

Kolmandaks peaks „rahvahulga tarkuse“ teooria töötamiseks kõik ettevõtted olema läbipaistvad ning avaldama projekti kohta käivat informatsiooni ausalt ja täielikult. Paraku aga võivad mõned finantseeringut taotlevad ettevõtted oma eesmärgi saavutamiseks negatiivset infot varjata ja positiivseid andmeid võimendada. Lisaks peidetud informatsioonile (*'hidden information'*) võib tekkida ka peidetud tegevuse (*'hidden action'*) probleem, kuna väikeinvestoritel pole võimalik ettevõtjate tegevust ja pingutusi isiklikult lähemalt jälgida. Nad langetavad investeerimisotsuseid, ilma projekti algatajatega kunagi personaalselt kohtumata. Nimetatud ohud kõrgendavad pettuseriski, kuna ettevõtjad võivad sageli olla eksperimenteerivad ja reegleid eiravad inimesed, kes ei tee äri tavapärasel viisil, mis muudab nende kavatsused ebaselgeks (Harris *et al.* 2009).

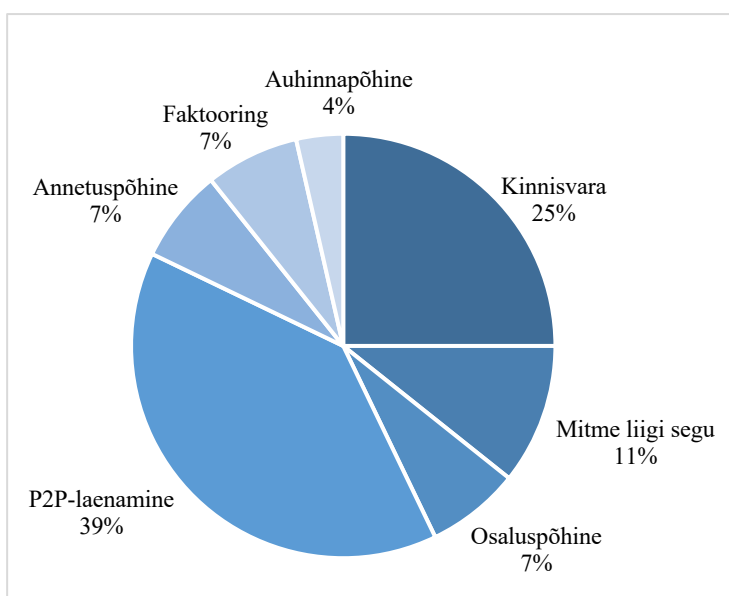
Oma edu ja konkurentsivõime kindlustamiseks ning hea maine säilitamiseks, mitte nende juhuse hooleks jätmiseks, peavadki enamuse ühisrahastusplatvormid oluliseks ise projektide eelvaliku tegemist. Meetodid, mille alusel projekte hinnatakse on näiteks taustakontroll, kohapealne külastus, krediidikontroll, pangakontode jälgimine ning kolmandatelt osapooltelt tõendite kogumine. Ebakvaliteetsed algatused praagitakse välja ning nii ei teki võimalust, et investorid panustaksid raha suure tõenäosusega ebaedukastesse ettevõtmistesse, mis lõppkokkuvõttes vähendaksid ühisrahastusplatvormi teenitavat tulu. Kui platvormil esineb palju läbikukkunud algatusi, siis pöörduvad sealsed investorid tulevikus pigem konkureerivate ühisrahastusplatvormide poole. Cumming ja Zhang (2018) on leidnud, et mida ulatuslikumat analüüsi platvorm projektidele teostab, seda suurem on edukate kampaniate osakaal.

3. EESTI ÜHISRAHASTUSTURU KAARDISTAMINE JA PLATVORMIDE KASUMLIKKUSE EDUTEGURID

3.1. Eesti ühisrahastusturu ülevaade ja uurimismeetodid

Käesolevas peatükis annab autor täpsema ülevaate Eesti ühisrahastusturu struktuurist ning kirjeldab analüüsi teostamiseks kasutatud valimit ja vajaliku andmestiku kogumise meetodeid.

Eesti ühisrahastusturg sai alguse 2008. aastal ning tänaseks on loodud ~40 aktiivselt tegutsevat platvormi. Nende seas on nii kohalike ettevõtjate loodud ühisrahastusplatvorme kui ka naaberriikides algatatud ja hiljem Eestisse laienenud ettevõtteid. Eesti turul on esindatud nii ühissponsoreerimist kui ka ühisinvesteerimist võimaldavad variandid. Joonis 3 annab täpsema ülevaate käesoleva töö valimisse kuuluvate Eesti platvormide jaotumisest ühisrahastuse erinevate liikide vahel.



Joonis 3. Eesti ühisrahastusplatvormide jaotumine erinevate liikide vahel

Allikas: autori koostatud

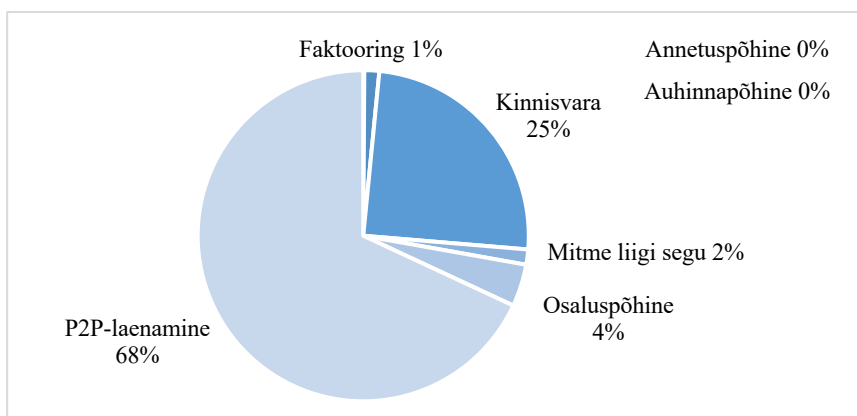
Kõige rohkem leiavad rakendust erinevat tüüpi laenu põhised platvormid. Ettevõtete arvu järgi on Eestis suurimaks ühisrahastuse sektoriks P2P laenamine, mis moodustab turu tervikust 39% (11 platvormi). Sinna kuuluvad näiteks Bondora, Moneyzen, Mintos jt. Kinnisvarapõhised laenuplatvormid on suuruselt teine sektor (25%) ning neist on tuntuimateks Crowdestate ja Estateguru. Faktooringut ehk müügiarvete finantseerimist võimaldavad platvormid moodustavad 7% (platvormid Investly ja Inwise). Osaluspõhist ühisrahastust pakuvad ettevõtetele 7% platvormidest ning nendeks on Funderbeam ja Fundwise. Lisaks on turul ka selliseid platvorme, mis võimaldavad samaaegselt ühisinvesteerimise mitut liiki (P2P laenamine, kinnisvara, faktooring ja/või osaluspõhine ühisrahastus). Nendeks on Kreditex Ühisraha, Crowdestor ning Bondkick, mis moodustavad 11% kõigist tegutsevatest platvormidest. Eesti annetuspõhisteks platvormideks on loovprojektide jaoks mõeldud Hooandja ning spordiga seotud algatustele suunatud Stardipaik. Kokku on nende osakaal turust 7%. Auhinnapõhise ühisrahastuse valdkonda (4%) esindab Fanvestory, kus saab finantseerida oma lemmikartistide tegevust ning saada vastutasuks albumeid, kontserdipileteid, fännitooteid vm.

Ühisrahastusturu edasises ülevaates ja tulemuslikkuse analüüsis kasutab autor nende platvormide andmeid, mille kohta on Eesti Äriregistris perioodil 2014–2018 finantsandmed olemas. Üldiselt pole alla 2–3 aasta vanused ettevõtted oma finantsaruandeid veel avalikustatud. Seega puuduvad valimist enamik aastatel 2018–2020 asutatud ühisrahastusplatvormidest, mida on 13 tükki. Valimisse jääb 28 aktiivselt tegutsevat platvormi. Turu hetkeolukorra arvestuses on vaadeldud 2018. andmeid ning kolmel juhul ka 2017. aasta andmeid uuema info puudumise tõttu. Töös esitatud finantsandmed pärinevad Äriregistri andmebaasist. Alapeatükis 3.2. analüüsib autor ühisrahastusturu ja -platvormide finantsnäitajaid ning uurib müügitulude ja kasumlikkuse kujunemist. Lisaks viib autor läbi ka intervjuud nelja Eesti ühisrahastusplatvormiga, et uurida, kas kõrgeima kasumlikkusega ettevõtted rakendavad käesoleva töö teooria pooles kirjeldatud kasumlikkuse edutegureid. Intervjuudega kogutud informatsiooni analüüsib autor alapeatükis 3.3. Intervjuu küsimused ja vastused edastatakse e-maili või telefoni teel. Lisas 1 on välja toodud intervjuude käigus esitatud küsimused.

3.2. Finantsnäitajate analüüs: müügitulude ja kasumlikkuse kujunemine

Eesti ühisrahastusplatvormide müügitulu on 2018. aasta lõpu seisuga kokku 13,5 miljonit eurot. Jooniselt 4 on näha, et sellest üle poole (68%) teenisid P2P platvormid, mis on ühelt poolt loogiline, kuna neid platvorme on joonisel 3 toodud andmete alusel ka kõige rohkem. Teisalt on

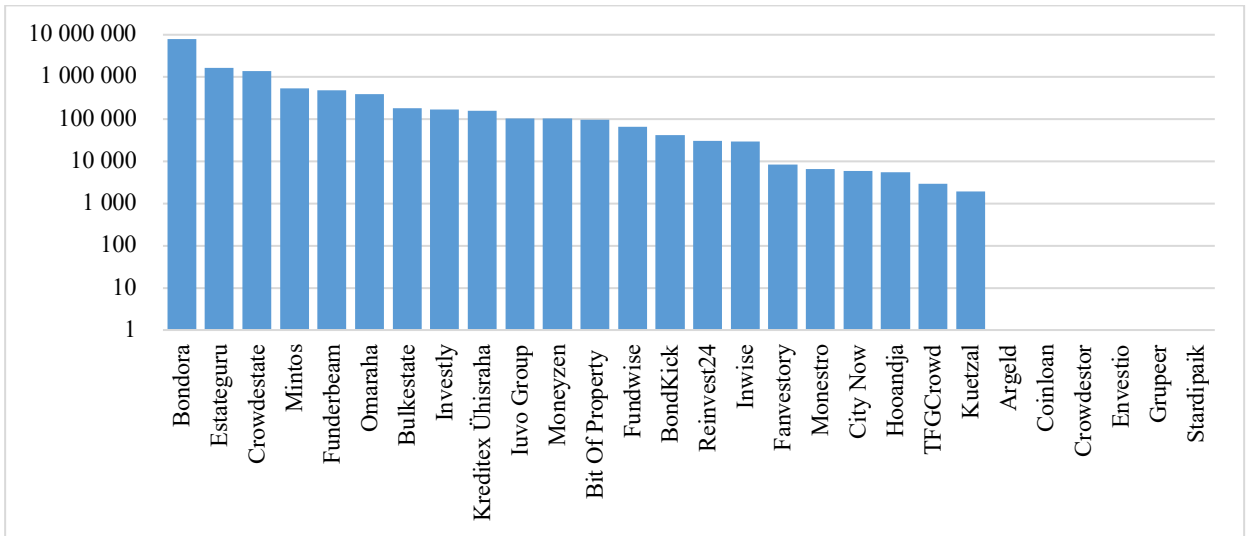
P2P platvormide osakaal sektori müügituludest oluliselt suurem kui osakaal platvormide arvust. Proportsionaalselt platvormide arvu osakaalule on veerand sektori kogutulust teeninud kinnisvarapõhised laenuplatvormid. Proportsionaalselt vähem tulu on teeninud osaluspõhise ühisrahastuse platvormid, ühisinvesteeringu mitut võimalust pakkuvad platvormid ning faktooringu ühisrahastus. Annetus- ja auhinnapõhised platvormid teenivad väga väikese osa kogu sektori müügituludest.



Joonis 4. Ühisrahastusplatvormide teenitud müügitulu jaotumine alaliikide vahel

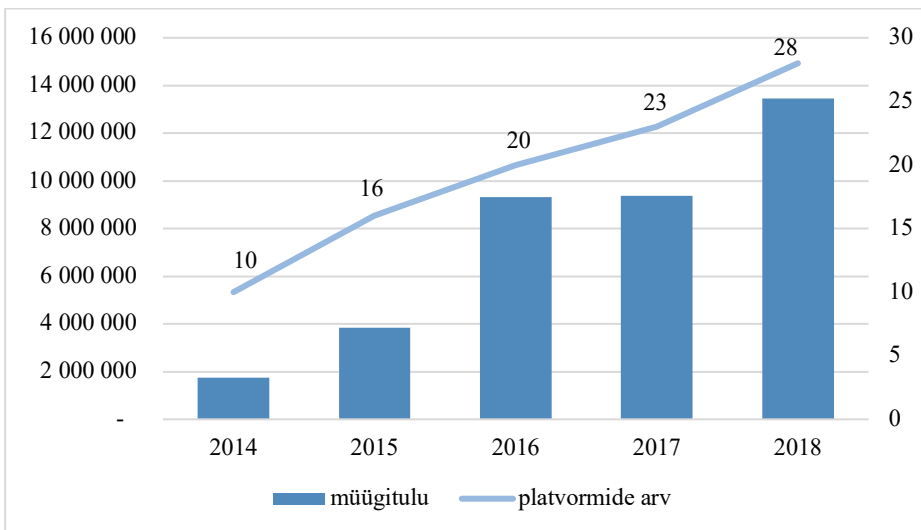
Allikas: autori koostatud

Joonisel 5 on toodud ühisrahastusplatvormide müügitulu üksikute platvormide lõikes. Jooniselt on näha, et P2P platvormide suur osakaal kogu sektori müügituludest tuleneb suuresti ühe platvormi, Bondora edust. Bondora teenis kõikide P2P platvormide 9,1 miljoni euro suurusest müügitulust 8 miljonit eurot ehk 88%. Samal ajal ei ole P2P platvormid eraldiseisvana teist tüüpi ühisrahastusplatvormidest oluliselt edukamad ning üle poole P2P laenuplatvormidest teenivad keskmisest vähem müügitulu. Müügitulude jaotumine on mõnevõrra ühtlasem kinnisvarapõhiste laenudega tegelevate platvormide seas, kuivõrd nii Estateguru kui Crowdestate kuuluvad Bondora järel kolme Eesti suurimate tuludega platvormi sekka. Ühisrahastuse turul tervikuna on aga müügitulude jaotumine väga ebaühtlane. Näiteks teenivad kolm suurimat platvormi kokku 82% kogu sektori müügituludest.



Joonis 5. Ühisrahastusplatvormide müügitulu platvormide lõikes (eurodes) logaritmilisel skaalal
Allikas: autori koostatud

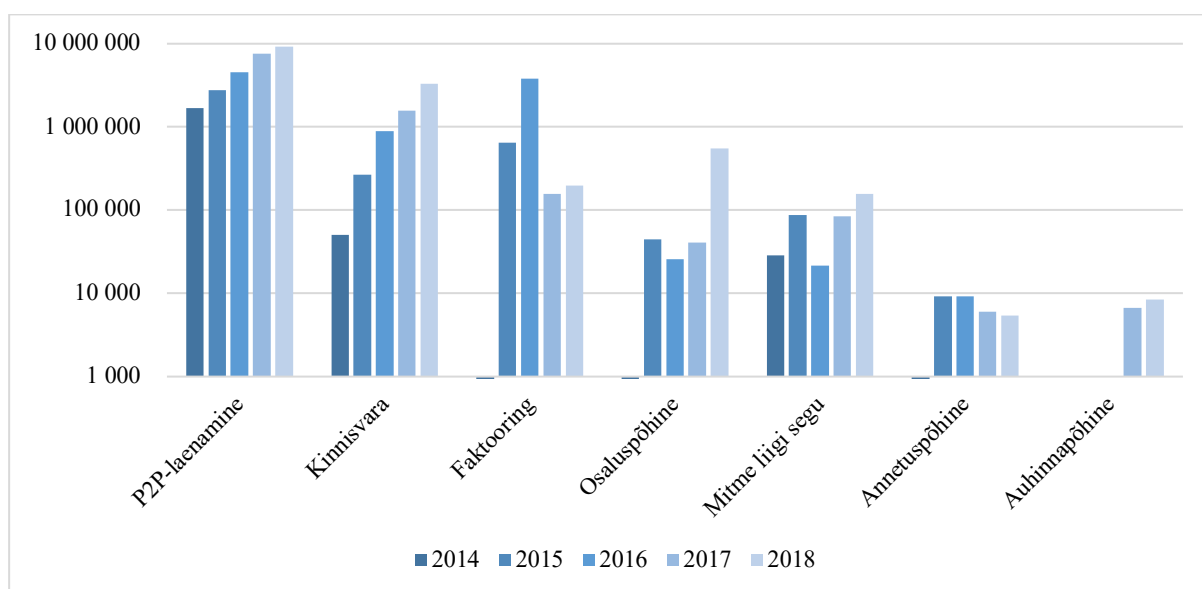
Ühisrahastusplatvormide finantsandmeid aastate lõikes analüüsid on näha, kuidas Eesti ühisrahastusturg on järjest edasi arenenud ja suuremaks muutunud. Joonisel 6 on välja toodud valimisse kaasatud ettevõtete baasil Eesti ühisrahastusturu suurus mõõdetuna müügituluna aastatel 2014–2018. Iga aastaga on platvormide arv üha suurenenud ning müügitulu kasvanud. Kõige hüppelisem kasv toimus 2016. aastal, mil sektori müügitulude kasv oli kokku 143%. Sellest enam kui pool moodustas Inwise'i tulude kasv. Ka 2017. aasta eriliselt väike turu areng (0,5%) on tingitud Inwise'i tegevusest kelle müügitulu langes siis 3,7 miljoni euro võrra.



Joonis 6. Eesti ühisrahastusturu suurus aastate lõikes (müügitulu eurodes (vasakpoolsel skaalal) ja platvormide arv (parempoolsel skaalal))

Allikas: autori koostatud

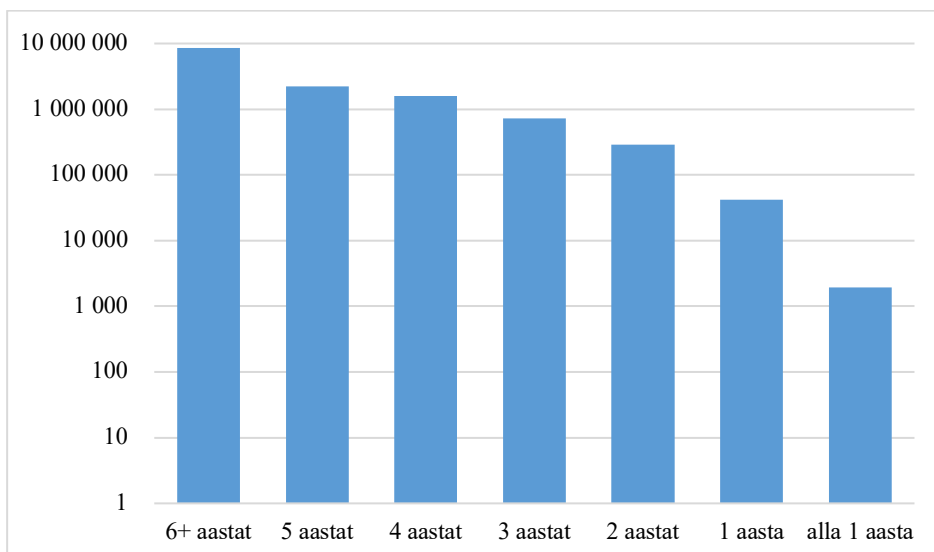
Kuna Eesti ühisrahasusturg on võrdlemisi väike ning turul tegutsevaid platvorme vähe, siis avaldavad suuremad muutused iga ettevõtte sees märkimisväärset mõju ka üldise turuolukorra näitajatele. Kui Inwise’st tingitud 2016. aasta turukasvu mitte arvestada, siis on suurim tõus toimunud 2018. aastal, mil turg kasvas üle 4 miljoni euro. Joonisel 7 on välja toodud Eesti ühisrahasusturu teenitud müügitulud aastatel 2014–2018 ühisrahasustuse liikide lõikes. Jooniselt on näha, et 2018. aasta tõus oli 30%, millest kinnisvaraplatvormid andsid 44 protsendipunkti ja P2P platvormid 40 protsendipunkti.



Joonis 7. Eesti ühisrahasusturu suurus aastate lõikes platvormiliikide järgi (müügitulu eurodes) logaritmilisel skaalal

Allikas: autori koostatud

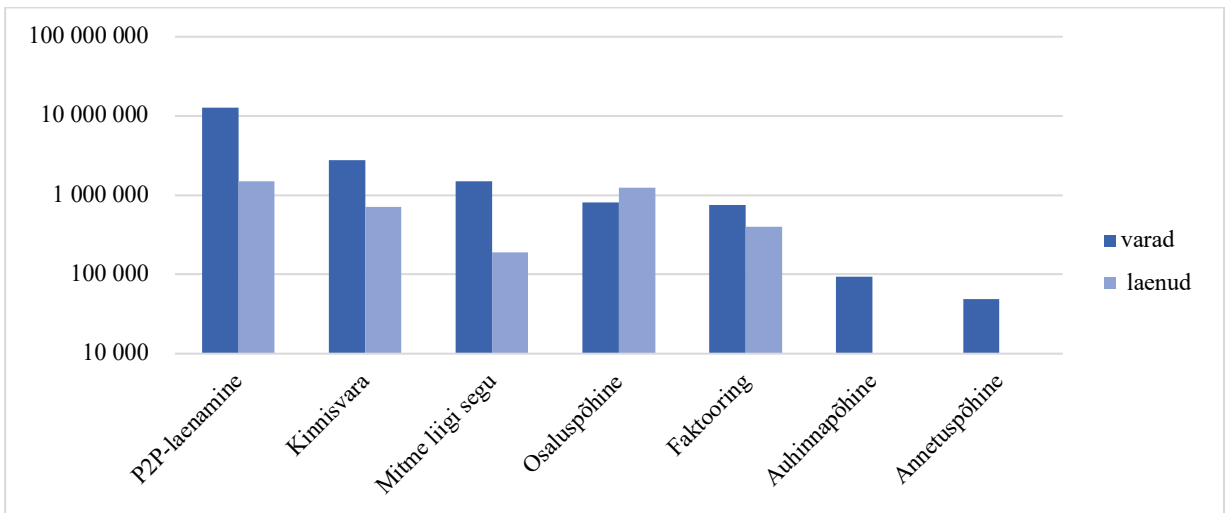
Ühisrahasusturгу platvormide vanuse alusel vaadeldes selgub, et mida vanem on platvorm, seda suurem on ka teenitav müügitulu. Seda trendi näitab joonis 8. Nooremad (0–2 aasta vanused) ettevõtted on veel arendus- ja kasvufaasis ning neile pole jõudnud kujuneda väga suurt ja usaldusväärset kliendibaasi. Nende hulka kuuluvad näiteks Fanvestory, Crowdestor ja Bulkestate. Seega on ka müüginumbrid väiksemad. Vanemad (3+ aasta vanused) ettevõtted on aga jõudnud küpsusfaasi, mis tähendab, et neil on juba suurem turukogemus ning nad on suutnud oma kasumlikkust tõestada. Neile on kujunenud püsiklientuur, mille liikmed omavad platvormil mahukat investeerimisportfelli. Ühed vanimad Eestis tegutsevad ja tulusaimad ühisrahasustuplatvormid on Bondora, Kreditex Ühisraha ja Omaraha. Vähemalt 3 aasta vanuste platvormide keskmine müügitulu on 97% suurem kui kuni 2 aasta vanustel platvormidel.



Joonis 8. Müügitulu suurus (eurodes) ühisrahastusplatvormide vanuse lõikes (2018. a seisuga) logaritmilisel skaalal

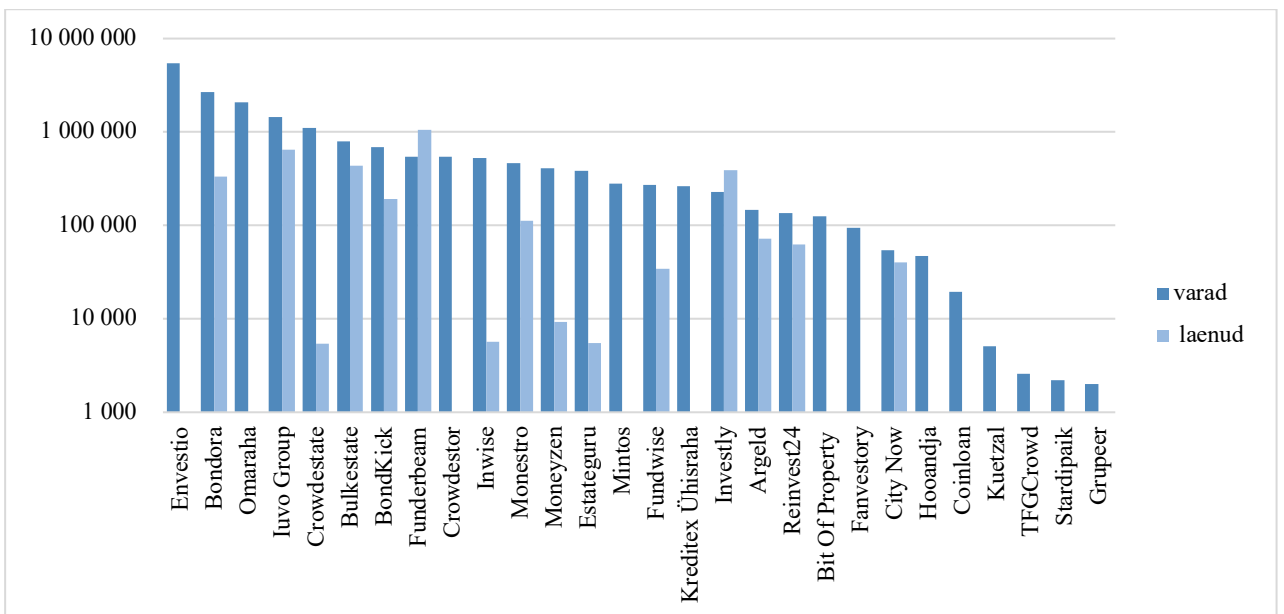
Allikas: autori koostatud

Joonisel 9 välja toodud koguarade ning võetud pika- ja lühiajaliste laenukohustuste mahu poolest ületab P2P laenamise sektor taaskord kõiki teisi ühisrahastuse liike, kuna kõige suurem osa Eesti ühisrahastusplatvormide kuuluvad sellesse alaliiki ning seetõttu on ka statistilised näitajad suuremad. Varasid ja laene kõrvuti vaadeldes selgub, et nende vahetõttu pole ühisrahastuse liikide lõikes ühetaoline, ehk sektorite vahel esineb olulisi erinevusi võlakordajates. Suur varade maht ei tähenda alati ka suuremat laenu mahtu. Võrreldes varadega kasutavad kõige vähem laene P2P platvormid (võlakordaja 0,12) ning kõige rohkem osaluspõhised platvormid (võlakordaja 1,54). Viimastel laenukohustised isegi ületavad varasid, mis on selgeks ohumärgiks. Faktooringu sektoril on võlakordaja 0,53, kinnisvara sektoril 0,26 ja mitut ühisrahastuse liiki võimaldavate platvormide sektoril 0,13. Nii auhinna- kui ka annetuspõhise liigi võlakordaja on 0, kuna nende valdkondade platvormid ei kaasa üldse laenukapitali ning finantseerivad ettevõtte tegevust oma vahenditega.



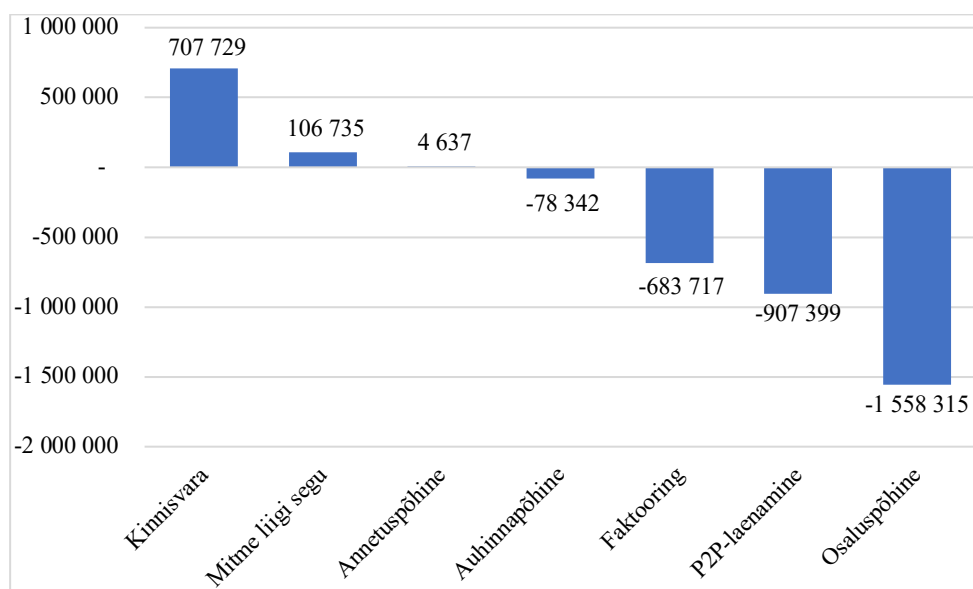
Joonis 9. Varade ja laenude maht ühisrahastusliikide lõikes (eurodes) logaritmilisel skaalal
Allikas: autori koostatud

Joonisel 10 on toodud koguvarade ja võetud lühi- ja pikaajaliste laenukohustuste jaotus individuaalsete platvormide lõikes. Antud jooniselt on näha, et osaluspõhiste platvormide suur laenukoormus on tingitud Funderbeam'i tegevusest, kuna eraldiseisvalt vaadeldes on teise osaluspõhise platvormi Fundwise'i varad laenudest suuremad. Varasid ületavad laenukohustused on platvormidest veel vaid Investly'l. Ülejäänud ettevõtted tegutsevad ettevaatlikumalt, finantseerides oma varasid laenurahaga kas osaliselt või üldse mitte.



Joonis 10. Varade ja laenude maht ühisrahastusplatvormide lõikes (eurodes) logaritmilisel skaalal
Allikas: autori koostatud

Kuna ühisrahastus on Eestis võrdlemisi uus ärivaldkond ning rajatud platvormid on vaid mõne aasta pikkuse ajalooga, siis tegutsevad enamik platvorme (61%) kahjumis või nullkasumis. Sellest tingituna oli ühisrahastusturg 2018. aasta lõikes tervikuna 2,4 miljoni euro suuruses kahjumis. Joonisel 11 on välja toodud ühisrahastusplatvormide kogukasum 2018. aastal ühisrahastuse liikide lõikes. Ühisrahastuse alaliikide lõikes on kolm liiki kasumis (kinnisvarapõhine, mitme liigi segu, annetuspõhine) ning ülejäänud neli liiki kahjumis (auhinna-, faktooringu-, P2P-laenamise ja osaluspõhine). Kõige kasumlikumad on Eesti turul kinnisvarapõhised laenuplatvormid, mis teenisid 2018. aastal kokku üle 700 tuhande euro kasumit.

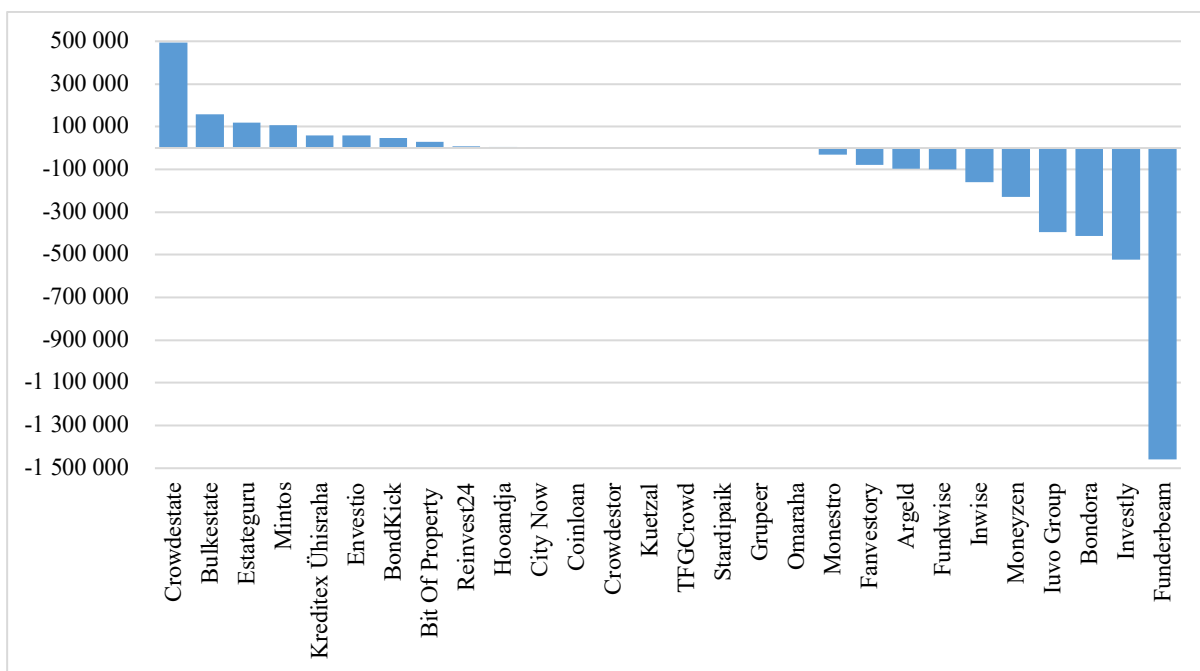


Joonis 11. Kasumlikkus ühisrahastusliikide lõikes (eurodes)

Allikas: Autori koostatud

Joonisel 12 esitatud ettevõtete võrdluses moodustavad kasuminumbri poolest esikolmiku samuti just kinnisvaraplatvormid (Crowdestate, Bulkestate ja Estateguru). Kahjumisse on jäänud vaid üks kinnisvaraplatvormidest (Argeld). Mitut ühisrahastuse liiki võimaldavad platvormid teenisid kokku ligikaudu 100 tuhat eurot kasumit. Neist kaks ettevõtet on ka eraldiseisvalt võttes kasumis (Kreditex Ühisraha ja Bondkick), kuid Crowdestor tegutseb nullkasumiga. Annetuspõhistel laenuplatvormidel õnnestus tervikuna jääda 4,6 tuhande euroga kasumisse, kuid selles on oluline roll Hooandjal, tänu kellele kasum saavutati. Eesti teine annetuspõhine platvorm Stardipaik on aga hoopis kahjumis. Auhinnapõhist ühisrahastust ainukesena pakkuv Fanvestory on 2018. aasta lõpu seisuga veidi üle 78 tuhande euro suuruses kahjumis. Sellele järgneb faktooringupõhine sektor 684 tuhande euro suuruse kahjumiga. Ka eraldiseisvalt vaadeldes on mõlemad faktooringuplatvormid (Inwise ja Investly) kahjumis. P2P laenupõhise sektori kahjum on natuke üle 900 tuhande euro.

Platvormide löikes on kõige edukamad Mintos ja Envestio, kellel õnnestus jääda kasumisse. Ülejäänud üheksa P2P platvormi on kas nullkasumis või kahjumis. Ühisrahastuse liikidest on kõige suuremas miinuses osaluspõhine ühisrahastus 1,5 miljoni euro suuruse kahjumiga, mille on peamiselt tekitanud Funderbeam. Siiski on ka Fundwise eraldiseisvalt vaadeldes kahjumisse jäänud. Kahe suurima kahjumiga ettevõtte, Investly ja Funderbeami majandusaasta tulem on suures osas tingitud aktiivselt välisriikidesse laienemise tarbeks tehtud investeeringutest.



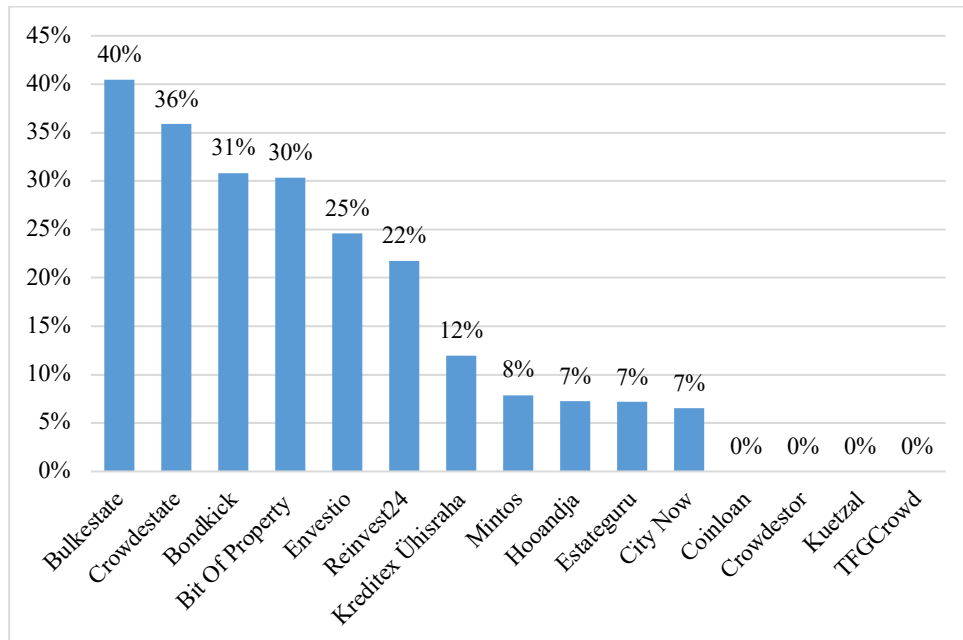
Joonis 12. Kasumlikkus ühisrahastusplatvormide löikes (eurodes)

Allikas: autori koostatud

Analüüsi põhjal osutusid kõige kasumlikumateks platvormideks kolm kinnisvarapõhist portaali, kusjuures kõige edukam neist (Crowstate) on koguni 68% kasumlikum kui järgmine ettevõte. Kasuminumbri poolest paistavad silma veel P2P laenuplatvormid. Enamus Eesti ühisrahastusettevõtetest on siiski nullkasumis või kahjumis ning eelkõige seetõttu, et need on veel vähest aega tegutsenud. Seega peavad platvormid kasumlikkuse suurenemiseks jõudma oma elutsükli küpsusfaasi, mil arendustegevuseks ei kulu enam üldjuhul nii suuri summasid ning selleks ajaks kogutud laiem kliendibaas suurendab sissetulekut.

Joonistel 13 ja 14 on toodud platvormide aruandeaasta puhaskasumi marginaalid. Andmeid analüüsid selgub, et veidi üle poole (54%) platvormidest tegutsevad positiivse või nullmarginaaliga. Kõige suuremate rentaablustega on Bulkestate, Crowdestate ja Bondkick. Need

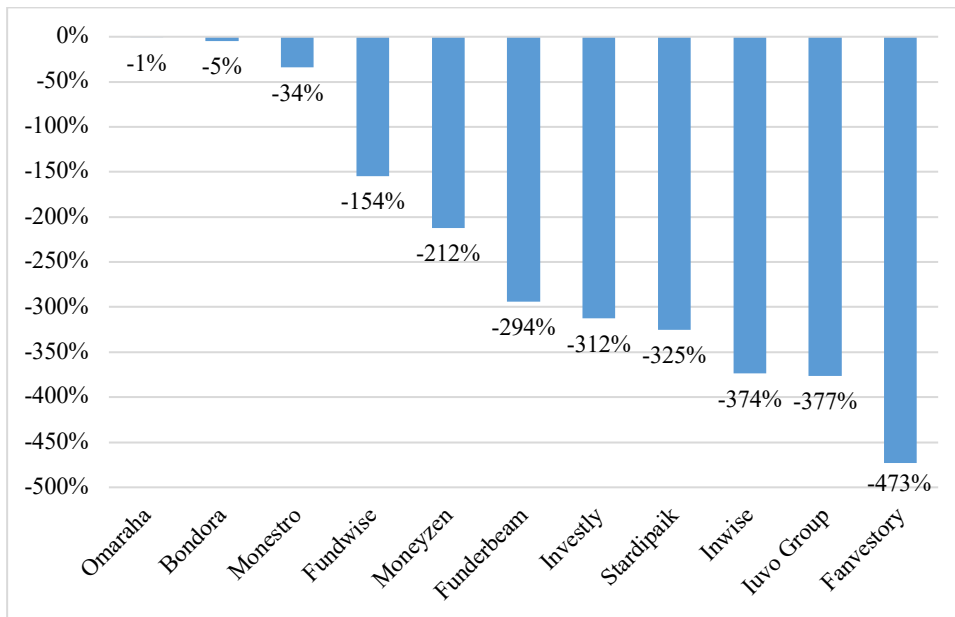
ettevõtted teenivad ühe „müügi“ kohta kõige rohkem tulu ning neil on õnnestunud kulud madalana hoida. Neli ettevõtet (Coinloan, Crowdestor, Kuetzal ja TFGCrowd) opereerivad võrdsete tulude ja kuludega ning kasumi teenimiseks peaksid nende müüginumbrid suurenema ja/või kulutused vähenema.



Joonis 13. Ühisrahastusplatvormide positiivsed aruandeaasta puhaskasumi marginaalid

Allikas: autori koostatud

46% ühisrahastusplatvormidest on aga negatiivne puhaskasumi marginaal. See tähendab, et nende ettevõtete puhaskasum oli vaatluse all oleval majandusaastal negatiivne ning tehtud kulud kaaluvad üles loodud tulu. Negatiivse kasumimarginaaliga ettevõtted peaksid rakendama tõhusamaid kulude kontrollimise meetodeid, et oma rentaablust suurendada. Grupeer ja Argeld on jooniselt välja jäetud, kuivõrd nende tulud on nullilähedased ja seetõttu ei ole võimalik võrreldavaid kasumimarginaale välja arvutada.



Joonis 14. Ühisrahastusplatvormide negatiivsed aruandeaasta puhaskasumi marginaalid

Allikas: autori koostatud

Käesolevas peatükis esitatud finantsinformatsioon viitab, et Eesti ühisrahastusturg on alates selle tekkimisest 10 aasta (2008–2018) jooksul jõudsalt suurenenud ja edasi arenenud. Selles ajavahemikus on loodud 28 tänaseni aktiivselt tegutsevat platvormi, mis pakuvad investeerimisvõimalusi nii kohalikul kui ka välisturul. Kuigi areng on olnud kiire, siis maailma mastaabis on Eesti ühisrahastusturu kogumaht siiski väike. Igal turul tegutseval platvormil on ka üldpildis oluline osa ning ettevõtetesisesed finantsnäitajate muutused avaldavad suurt mõju ka turu keskmistele näitajatele. Suurimat turuosa hõlmab P2P laenupõhine ühisrahastuse liik ning ka Eesti vanim ja suurim platvorm Bondora kuulub selle valdkonna ettevõtete hulka. Teisi ühisrahastusviise võimaldavaid platvorme on turul oluliselt vähem, mistõttu ei eksisteeri eriti suurt konkurentsi. Ka Cowdestate on seda kinnitanud, väites et Eestis väga suurt kohalikku konkurentsi (kinnisvarapõhisel) ühisrahastusturul pole (Linnupõld 2020). Seega on siinsel ühisrahastusmaastikul veelgi arenguruumi.

3.3. Kontseptuaalse kasumlikkuse mudeli rakendamine Eesti ühisrahastusplatvormidel

Käesolevas alapeatükis käsitleb autor erinevaid Eesti ühisrahastusplatvormide poolt rakendatavaid kasumlikkuse mudeleid. Et nende kohta võimalikult detailset informatsiooni koguda, viidi läbi intervjuud platvormide esindajatega. Intervjueeritavate platvormide valikul põhines töö autor Eesti

turu kolmele suurimale ühisrahastuse valdkonnale: P2P laenamine, kinnisvarapõhine laenamine ning osaluspõhine ühisrahastus. Igast liigist valiti suuruse alusel 1–2 platvormi, kellega intervjuud läbi viidi. Nendeks osutusid Moneyzen, Estageguru, Crowdestate ja Funderbeam. Intervjuude käigus oli autori peamiseks eesmärgiks välja selgitada, milliseid investorite ja projektide reitingusüsteeme platvormid kasutavad, millistest maksetest kasum kujuneb ning kuidas tagatakse võimalikult suur projektide edumäär. Lisaks uuris autor ettevõtelt ka Eesti ühisrahastusturu olulisemaid arengusuundi ning Covid-19 viirusepuhangust tingitud mõjusid äritegevusele. Intervjuudel esitatud küsimused on täpsemalt välja toodud lisas 1.

Töö teoreetilises osas kirjeldas autor Baber'i (2019) esitatud kontseptuaalset kasumlikkuse mudelit, mis jagab nii platvormil tegutsevad investorid kui ka rahastust koguvad projektid selgelt eristuvatesse kategooriatesse. Sellist süsteemi, mille alusel kindlatesse gruppidesse kuuluvaid finantseeringu pakkujaid ja vajajaid platvormi kaasabil omavahel kokku viidaks, ei rakenda ükski vaatluse all olevatest platvormidest. Intervjuudest selgus, et kasutusel on küllaltki erinevad reitingumudelid, mis grupeerivad kas pigem investoreid või projekte. Platvormipoolse grupeerimistegevuse eesmärgiks pole seega mitte niivõrd rahastajate investeerimisotsuse optimaalne suunamine, vaid pigem isiklikku otsustusprotsessi lihtsustavate näitajate pakkumine. Näiteks määrab Crowdestate kinnisvaraprojektidele 15 erineva parameetri põhjal kaalutletud skoori (skaalal A1–C5), mis aitab investoritel projekte omavahel võrrelda, kirjeldades nende üldist riskitaset ja tootlust. Eraldi investorite grupe pole, kuna kõik finantseerijad on sarnaseid käitumismustreid järgivad ja sama suuri summasid investeerivad jaeinvestorid. (Linnupõld 2020)

Estageguru ja Funderbeam kasutavad pigem investorite grupeerimise meetodikat ning mõlemad platvormid jaotavad rahastajad laenusumma alusel kolme rühma. Estageguru investorgruppideks on väike-, suur- ja institutsionaalsed investorid. Projektidele määratakse krediidireitinguid, kuid seda tehakse eelkõige sisemise protseduuri raames ning antud hinnangut avalikult investoritele ei kuvata. (Lepik 2020) Ka Funderbeam ei kasuta eraldi kampaniate reitingu süsteemi. Projekti võimalikult head sobivust investorile tagatakse põhjaliku ülevaate andmisega laenuinstrumentide, -struktuuri ja sündikaadi kohta. Funderbeam'i platvormil tegutsevad investorid jagunevad professionaalseteks investoriteks, varakateks eraisikuteks ning jaeinvestoriteks, kuid grupeerimist tehakse eelkõige ettevõtteseise analüüsi, mitte kasumlikkuse modelleerimise eesmärgil. Ettevõtte selgitas, et tavaliselt moodustab iga klass projekti finantseerijatest ühe kolmandiku. Professionaalsed investorid panustavad esimesena, siis lisanduvad varakad eraisikud ning nende eeskujul hakkavad liituma ka jaeinvestorid. (Mardisoo 2020) Selline süsteem sarnaneb

teoreetilises osas kirjeldatud mudelile (Belleflamme *et al.* 2015), mis aitab suure edukuse tõenäosusega projektidel kiiresti vajaliku summa täis saada.

Moneyzeni kasumlikkuse mudel kasutab laenulepingute hindamiseks laenaja krediidiskoori. Investorid seadistavad oma investeerimispakkumused krediidiskoori vahemike põhiselt (500–600, 601–700, 701–800, 801–900 ja 901–1000 punkti) vastavalt intressisoo vile ja lepingu perioodile (1–7 aastat). Moneyzen kogub laenu finantseerimiseks vajaliku summa automaatselt investorite laenupakkumiste hulgast vähempakkumise teel. Seega sõltub laenuvõtjate ja finantseerijate kokku sobitamine eelkõige investorite krediidiskoori vahemiku valikust. (Markus 2020)

Vaatluse all olevatest platvormidest kasutavad Estateguru, Crowdestate ja Funderbeam suhteliselt sarnaseid tulude teenimise ja tasude kujunemise mudeleid. Platvormide peamine sissetulek tuleb arendajatelt kapitali kaasamise ja nõustamisteenuste osutamise eest. Platvormide suurim tuluosa (näiteks Crowdestate'i puhul 75%) kujuneb kampaaniate edukustasudest, mida maksavad finantseeringu saajad projekti õnnestumise korral. Funderbeamil on makse suuruseks fikseeritud 5% kogutud rahasummalt. Estateguru küsib edukustasu 2,5–4% vahemikus sõltuvalt laenusummast, tähtjast, tagasimaksegraafikut, vara likviidsusest ja laenusaa ja taustast. Crowdestate'i puhul jääb makse 3-4% vahele. Moneyzen erineb selle poolest, et lisaks projekti väärtusele sõltub makse protsent ka intressi suurusest. Platvorm teenib vahendustasu 30% ulatuses laenuintressist. Veel rakendatakse projektide omanikele antud ettevõtete näitel kampaania alustustasusid, järelturul kauplemise tasusid, kvartaalseid põhitasusid, administreerimistasusid, viivisetasu, tagatisagenditasu ning lepingutasusid. Estateguru ja Crowdestate platvormidel on investoritele investeringute tegemine ja hoidmine tasuta. Funderbeam aga küsib 0,5% suurust makset igalt investeringult. Moneyzen võtab investoritelt iga väljamakse eest 0,50 eurot. Kõigil platvormidel on investorite jaoks tasulised järelturul tehtavad tehingud. Liikmetasusid ei rakenda ükski platvormidest. (Lepik 2020, Linnupõld 2020, Mardisoo 2020, Markus 2020)

Intervjuude käigus uuris autor platvormidelt ka nende edumäära kohta. Crowdestate'l on viimase 5 aasta jooksul olnud 4 ebaedukat kampaaniat 250-st, mis teeb platvormi edumääraks 98,4%. Projektide edu tagatakse tõhusa hinnastamispoliitikaga, millega leitakse optimaalne tasakaalupunkt investorite kõrge tootlusootuse ning kinnisvaraarendajate madalama intressisoo vi vahel. Rahastamata jäänud projektid on olnud liiga keerulise ülesehitusega ning investorite jaoks raskesti mõistetava kapitalistruktuuriga. (Linnupõld 2020) Ka Estateguru platvormil saavad peaaegu kõik laenu investorite poolt täis märgitud. Finantseerimata on jäänud ligikaudu 4,5%

rahastuskampaaniatest. Seega on platvormi edumäär 95,5%. (Lepik 2020) Funderbeam'i esindaja andmetel osutuvad nende platvormil 90% projektidest edukateks (Mardisoo 2020). Need andmed kinnitavad autori püstitatud hüpoteesi, et kasumlikumate ühisrahastusplatvormide edukate kampaaniate osakaal on suurem. Statistiline analüüs näitas, et Crowdestate'i kasum oli ligikaudu 500 tuhat eurot, Estateguru oma ligikaudu 120 tuhat eurot ning Funderbeam oli kahjumis. Moneyzen intervjuu käigus enda edumäära ei avaldanud.

Lisaks uuris autor platvormidelt kui suure väärtusega projekte nende portaalides keskmiselt rahastatakse. Selgus, et keskmiselt kõige kallimaid kampaaniaid korraldab Crowdestate (500–600 tuhat eurot) (Linnupõld 2020). Natuke väiksemas summas projektid on Estateguru (200–300 tuhat eurot) ja Funderbeami (150 tuhat eurot) platvormidel (Lepik 2020, Mardisoo 2020). Intervjueeritud platvormidest finantseerib kõige väiksemaid laene Moneyzen (ligikaudu 4 tuhat eurot) (Markus 2020). See tuleneb tõenäolisest ühisrahastuse liigist, kuna P2P platvormide tarbijalaenu lepingute summad on üldjuhul väiksemad kui kinnisvara- või osaluspõhiste projektide teostamiseks vajalik kapital. See analüüs lükkab ümber töö autori hüpoteesi, et kasumlikumatel ühisrahastusplatvormidel rahastatakse suurema väärtusega projekte. Rahastatavate kampaaniate väärtus sõltub eelkõige ühisrahastuse valdkonnast.

Kasumlikkuse suurendamiseks, hea maine hoidmiseks ja kvaliteedi tagamiseks on kõigil platvormidel välja töötatud põhjalik projektide taustakontrolli meetodika, mille alusel ebakvaliteetsed ja väikse potentsiaaliga kampaaniad „välja sõelutakse“. Funderbeamil on selleks kolmetasandiline filtrite süsteem: esmalt peab projekt saama platvormipoolse hindamiskomitee heakskiidu, lisaks peab sellel olema kampaaniat ja investeerimistingimusi valideeriv juhtinvestor ning 1/3 summa osas investorite eelhuvi. Selle protsessi alusel jõuab platvormile 5–10% kõikidest kandideerivatest projektidest. Lisaks tõi Funderbeam kvaliteeti kindlustava faktorina välja kuulumise litsentseeritud investeerimisteenust pakkuvate ettevõtete hulka, mis tingib kõrgemad nõudmised kui litsentseerimata ettevõtetel ning annab turvatunde, et projekte on kriitilisema pilguga hinnatud. Ettevõtete seisukohast hoiab reputatsiooni see, et rahastamise tingimusi kommuniqueeritakse võimalikult selgena ning pakutakse abi materjalide koostamisel ning kampaania üles ehitamisel ja läbi viimisel. Lisaks peavad Funderbeami vahendusel „raha tõstnud“ ja järelturul tegutsevad ettevõtted tegema kvartaalseid raporteid oma tegevuse kohta. (Mardisoo 2020)

Crowdestate kasutab 5-elementilist projektide analüüsi mudelit, mille raames hinnatakse esmalt kinnisvaraarendajat ja meeskonda kuuluvate inimeste pädevust projekt edukalt ellu viia. Seejärel tutvutakse arendusprojekti ja selle põhiparameetritega. Kolmandaks analüüsitakse turuseisu, konkurentsi ja projekti hinnastamisstrateegiat ning neljandaks vaadatakse finantsmudelit ja tasuvust. Viimasena analüüsitakse kapitali struktuuri. Suurt tähelepanu pööratakse seejuures tingimusele, et arendaja omaks ka ise osalust algatatavas ehitusprojekti. See toob kaasa suurema vastutuse projekt ellu viia. Selle hindamismudeli alusel avaldatakse platvormil 10% taotlustest, mis tähendab, et suur osa (90%) kandideerivatest kampaaniatest ei näita piisavalt suurt edukuse tõenäosust. (Linnupõld 2020)

Ka Estategurul on olemas eraldi riskimeeskond, kes teostab kõikidele projektidele eelnevalt põhjaliku taustanalüüsi ning langetab otsuseid lähtuvalt ettevõtte krediitpoliitikast. Laenuprojektides on alati kajastatud info laenu perioodi, LTV, hüpoteekide ja täiendavate tagatiste kohta. Iga projekti puhul tuuakse selgelt välja ka see, milleks arendaja investorite raha täpsemalt kasutab. Seda selleks, et anda investorile võimalikult adekvaatne ja hea ülevaade oma investeerimisotsuse toetamiseks. Lisaks koostatakse kõikidele projektis olevatele tagatistele hindamisaktid, mis on investoritele avalikud ja kättesaadavad. Estateguru toob välja, et kinnisvaralaenu puhul on keskmised summad suuremad kui näiteks tarbimislenu puhul ning teenusepakkujapoolsel taustakontrollil on väga oluline roll. Erilist tähelepanu pööratakse ka läbipaistvusele, mille tagamiseks hoiustatakse investorite raha turvaliselt, teistest varadest eraldi, rahade liikumine on kergesti jälgitav ning maksed on turvalised. Veel on avalikud ka auditi tulemused, ettevõtte organisatsiooni ülevaade ja majandusaasta aruanded. (Lepik 2020)

Moneyzen säilitab oma reputatsiooni konservatiivse ja vastutustundliku laenuandmise poliitikaga, mis tagab finantsportaalis sõlmitud laenulepingute kõrgema kvaliteedi võrreldes konkurentidega. Laenuaotlustele määratava krediitdiskoori arvutamise aluseks vaadatakse sissetulekuid, väljaminekuid, olemasolevate kohustuste mahtu ja igakuiste kohustuste tagasimaksete suurust. Võetakse arvesse ka ametit, tööandjaga seotud infot ja töösuhte pikkust, haridust, pereseisu ja ülalpeetavate arvu – kõiki rahalisi sissetulekuid ja väljaminekuid mõjutavaid asjaolusid. Tagasilükatavate taotluste osakaal on muutuv, aga keskmiselt lükatakse 9 taotlust 10-st tagasi. (Markus 2020)

Kõik platvormid on ühel nõul selles, et nende tehtav analüüs on eelkõike kui hinnang, mitte absoluutne tõde. Funderbeam'i esindaja sõnul pole juba regulatsioonidest tulenevalt platvormidel

õigust konkreetseid finantssoovitusi anda (Mardisoo 2020). Seega julgustatakse ka investoreid oma analüüsi tegema. Alati pole see aga võimalik, näiteks P2P platvormidel investeerides on keeruline kontrollida personaalset laenu vajava isiku tausta. Ka välismaised projekte on raskem analüüsida, kuna ei olda kursis sihtriigi turuolukorraga. Crowdestate tõi välja, et investorite tehtav analüüs ei ole eriti põhjalik: nad langetavad oma otsuse keskmiselt 4–5 minutiga ning toetuvad pigem platvormi poolt esitatud infole (Linnupõld 2020). Seega on oluline, et ühisrahastusplatvormid kajastaksid oma portaalides kampaaniate kohta põhjalikult analüüsitud taustainformatsiooni, mis oleks samas esitatud võimalikult kompaktselt. Kuna kõik platvormid rakendavad põhjalikke meetmeid, siis selle küsimuse baasilt ei olnud võimalik hinnata, kuidas antud asjaolu platvormide kasumlikkust mõjutab.

Eesti ühisrahastusturu arengusuundi puudutavate küsimuste puhul rõhutasid nii Moneyzeni kui ka Crowdestate'i esindajad regulatiivsete muudatuste olulisust. Esimest korda avaldus selle mõju 2015. aastal, kui jõustus Krediidiandjate ja -vahendajate seadus (KAVS), mis kohustas krediidiandjaid ja -vahendajaid taotlema Finantsinspeksioonilt tegevusluba ning viima oma tegevuse vastavusse KAVS-iga. Lisaks keelati tarbijakrediidi reklaamide esitamine tele- ja raadioetris ning kehtestati selgemad piirangud reklaamides esitatavale teabele. (Markus 2020) Siiski pole Eesti seadusandluses praegusel hetkel konkreetselt ühisrahastamist puudutavaid õigusakte, mistõttu puuduvad ühisrahastusettevõtete jaoks ühtsed nõuded investorkaitse tagatiste, avaldatava teabe, hoolsuskohustuse, konfliktide juhtimise ning platvormi jätkusuutlikkuse kohta. Crowdestate'i esindaja viitas, et Rahandusministeerium ja Euroopa Liit teevad parasjagu koostööd EL-is kehtiva määruse eestikeelse versiooni koostamisel ja välja andmisel. Planeeritu kohaselt võetakse see vastu käesoleva aasta suvel ning jõustub 12 kuu perspektiivis. (Linnupõld 2020)

Alates käesoleva aasta märtsikuust on maailmamajanduses eriti palju problemaatikat tekitanud Covid-19 viirusepuhang, mille mõjutustest pole puutumata jäänud ka Eesti ühisrahastusettevõtted. Olukord on tekitanud palju teadmatust ning kõik intervjueeritud platvormid on täheldanud, et investorid on eriolukorra kehtestamise ja majanduslanguse tagajärjena kaalutlevamad ja konservatiivsemad. Funderbeam platvormil tehtavate investeeringute suurus on kuni 50% ulatuses vähenenud ning väiksema rahakotiga investorid on jätnud ka oma investeeringud tegemata. Investorid on üles näidanud huvi turvalisemate investeerimistingimuste vastu ning nad pööravad rohkem tähelepanu olemasolevate portfelli üllalpidamisele, mitte niivõrd uute investeerimisvõimaluste otsimisele. (Mardisoo 2020) Crowdestate platvormil on lisaks investeerimisvalmidusele vähenenud ka investorite arv (Linnupõld 2020).

Kriisiolukorra madalhetk tekkis aprillis, mil kampaaniate maksumus langes oluliselt. Crowdestate'i ärimahud on vähenenud nii Eestis kui ka mujal Euroopas 50–60%. Platvormil pakutavate rahastusprojektide väärtus on langenud 2/3 võrra, kuid nende arv on seejuures samaks jäänud (4–6 projekti kuus). (Linnupõld 2020) Ka Estageguru tulemused olid aprillis mõnevõrra tagasihoidlikumad, mistõttu kohandati vastavalt enda riskipoliitikat (Lepik 2020). Funderbeam on seevastu täheldanud, et ettevõtete arv, kes soovivad majandusraskustesse sattumise vältimiseks ühisrahastusega „raha tõsta“, on tõusnud ning seega on projektide arv suurenenud. Edukalt on finantseeritud 2 uut kampaaniat. (Mardisoo 2020) Moneyzeni platvormil ei ole kriisi tulemusel laenulepingute makseviivitused oluliselt kasvanud ning mõju on olnud suhteliselt väike tulenevalt laenuaotluste tagasihoidlikumast mahust ja ettevõtte konservatiivsemast krediidipoliitikast. (Markus 2020) Võrreldes aprilliga on ühisrahastusturg maikuu jooksul siiski taastuma hakanud. Estageguru tõi välja, et mitmed nende näitajad (uute investorite arv, investeeritud summad, deposiidid) on madalhetkega võrreldes oluliselt paranenud (Lepik 2020).

3.4. Järeldused ja ettepanekud

Eesti ühisrahastusturu areng on olnud kiire ja alates 2008. aastast, mil loodi esimene platvorm, on turg nii ettevõtete arvu kui ka rahalise mahu poolest iga aastaga suurenenud. Kõige rohkem on siinsel ühisrahastusmaastikul erinevaid laenu põhiseid platvorme, mille seast domineerivad selgelt P2P platvormid. Neile järgnevad kinnisvarapõhised ja mitut ühisrahastuse liiki pakkuvad platvormid. Faktooringu-, osalus- ja annetuspõhiste platvormide turuosa on sama suur. Kõige vähem on Eestis auhinnapõhiseid platvorme. Müügitulu suuruse poolest on esikohtadel samuti P2P laenamise ja kinnisvarapõhine ühisrahastus ning neile järgneb osaluspõhine ühisrahastus. Teiste liikide tulu on kordades väiksem. Seega vastab tõele autori hüpotees, et annetus- ja auhinnapõhised platvormid on vähem tulusad kui laenu- ja omakapitalipõhised platvormid. Finantsandmete analüüsist selgub, et lisaks ühisrahastusvaldkonnale sõltub platvormide müügitulu ka nende vanusest – kauem turul olnud platvormide teenitav tulu on suurem.

Kasumlikkuse poolest järjestuvad ühisrahastuse liigid järgnevalt (alates kasumlikemast): kinnisvara, mitme liigi segu, annetuspõhine, auhinnapõhine, faktooring, P2P laenamine ning osaluspõhine. Järelikult tuleb ümber lükata hüpotees, et suuremad ja kauem turul olnud platvormid on kasumlikumad. Keskmisest suuremate ja vanemate platvormide hulgast kuulub keskmisest

kasumlikumate platvormide hulka vaid 42%. Et uurida ühisrahastusettevõtete tegevuse tasuvust teostati ka puhaskasumimarginaali analüüs. See näitas, et 54% platvormidest tegutsevad positiivse või nullmarginaaliga ning 46% negatiivse marginaaliga. Järelikult peaksid peaaegu pooled platvormid oma kulusid paremini kontrolli all hoidma.

Eesti ühisrahastusplatvorme intervjuerides selgus, et kasumlikkuse kujundamiseks kasutatakse erinevaid mudeleid. Nende ühiseks tunnuseks on aga see, et need pööravad rohkem tähelepanu pigem ühele ühisrahastusprojekti osalevale poole (investorite või kampaaniate) grupeerimisele mingi tunnuse alusel. Investoreid grupeerivate reitingusüsteemide eesmärgiks on üldjuhul soovitada panustatava summa alusel neile sobivaid projekte. Kampaaniaid hindav mudel võimaldab rahastajatel projekte mingi universaalse näitaja (nt. krediidiskoori) järgi võrrelda. Ühisrahastusplatvormide tulu kujuneb suures osas kampaania algatajalt kapitali kaasamise ja nõustamisteenuste osutamise eest. Peamiseks makseks on edukaks osutunud projektide finantseerimise tasu, mis jääb üldjuhul 2,5–5% vahemikku. Ühe ettevõtte puhul on makseks 30% laenuintressist. Kõik intervjueritud platvormid töötavad AON mudeli põhimõttel ja seega ei saa nende näitel kontrollida hüpoteesi, et AON mudelit kasutavad ühisrahastusplatvormid on kasumlikumad kui KIA mudelit kasutavad platvormid.

Kvaliteedi tagamiseks ja hea maine hoidmiseks on kõigil ettevõtetel välja töötatud põhjalik projektide taustakontrolli metoodika, mille alusel ebakvaliteetsed kampaaniad välja filtreeritakse. Platvormipoolne hindamisprotsess kinnitab kampaania algatajate poolt esitatud informatsiooni tõepärasust ning projekti tõenäosust edule. Enamik finantseeringut taotlevatest projektidest ei vasta kõigile hindamiskriteeriumitele ning platvormidele pääseb maksimaalselt 10% kandideerijatest. Põhjalik ja sisukas taustakontroll on oluline ka võimalikult kõrge edumäära saavutamiseks. Kõigil intervjueritud platvormidel, mis antud küsimusele vastasid, on see vähemalt 90%. Intervjuude käigus kogutud andmed tõestavad autori hüpoteesi, et kasumlikumatel ühisrahastusplatvormidel on edukate kampaaniate osakaal suurem.

Rahastatavate projektide väärtused algavad paarist tuhandest eurost ning intervjueritud platvormide suurima kapitalivajadusega kampaania on olnud 5 miljonit eurot. Keskmiselt jääb projektide väärtus üldjuhul paarisaja tuhande euro ulatusse. Intervjuude vastuseid analüüsides selgus, et platvormil rahastatavate kampaaniate väärtus sõltub eelkõige ühisrahastuse liigist ning platvormide kasumlikkus ei ole kampaaniate väärtusega otseselt seostatav. Seega ei leidnud

kinnitust autori püstitatud hüpotees, et kasumlikematel ühisrahastusplatvormidel rahastatakse suurema väärtusega projekte.

Eesti ühisrahastusturu olulisimaks arengusuunaks peeti regulatiivsete muudatuste sisse viimist. Hetkel puuduvad seadusandlusest konkreetset ühisrahastamist puudutavad õigusaktid, kuid järgmisel aastal peaks jõustuma Rahandusministeeriumi ja Euroopa Liidu koostööna valminud eestikeelne ühisrahastuse määrus. Teiseks aktuaalseks turgu mõjutavaks trendiks peeti Covid-19 viirusepuhangut, mis on enamikke platvorme mõjutanud negatiivselt. Peamised muutused on toimunud investorite käitumises, kes on muutunud kaalutlevamaks ja konservatiivsemaks. Projektide arv Eesti turul vähenenud ei ole, kuid nende väärtused kokkuvõttes on oluliselt langenud. Kriisiolukorra madalseis oli aprillis, kuid maikuu jooksul on ettevõtete näitajad paranema hakanud.

Tegemist on autori teada esimese tööga, mis kaardistab põhjalikult ära kõik Eestis registreeritud ühisrahastusplatvormid ning analüüsib nende finantsnäitajaid. Olulise lisaväärtusena keskendub töö just ühisrahastusplatvormide edukusele, analüüsides nende kasumlikkust ning vaadeldes erinevaid meetodeid, mida platvormid on enda ärimudeli edukuse tõstmiseks rakendanud. Varasemad akadeemilised uuringud on keskendunud peamiselt ühisrahastusplatvormidel tegutsevatele investoritele või kampaaniate edukusele, kuid platvormide eripärasid on uuritud vähesel määral. Töö teoreetiline osa toob välja mitmeid ettepanekuid, kuidas platvormid saavad enda kasumlikkust suurendada. Baber'i (2019) kontseptuaalse kasumlikkuse mudel soovib jagada investorid ja projektid omavahel vastavuses olevatesse klassidesse, et leida iga kampaania jaoks selle rahastamiseks kõige sobilikumad investorid. Praegu kasutavad Eesti platvormid reitingusüsteeme vaid osaliselt, rõhudes kas investorite või projektide grupeerimisele. Peale selle selgub tööst, et teadlased on jõudnud järeldusele, et AON hinnastamisstrateegia tagab suurema kasumlikkuse kui KIA ning seda põhimõtet Eesti platvormid ka järgivad. Samuti teostatakse kampaaniatele põhjalikku taustakontrolli ja analüüsi, mis erinevate teadustööde põhjal platvormi mainele ja edukusele kaasa aitavad. Töö kirjutamise käigus puhkenud Covid-19 pandeemia andis võimaluse töös välja tuua ka tekkinud olukorra esmase mõju ühisrahastuse sektorile, tõstes seeläbi töö aktuaalsust veelgi.

Käesoleva töö autor soovib tulevikus töö empiirilise osa kvalitatiivset poolt korrata, intervjuuerides kõiki Eesti ühisrahastusplatvorme, et näha, kas saadud tulemused kattuvad käesolevas töös kasutatud valimi põhjal tehtud järeldusega.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli kaardistada Eesti ühisrahastusturul tegutsevad ettevõtted ning selgitada välja, kuidas kujuneb nende kasumlikkus. Sellest lähtuvalt püstitas autor viis hüpoteesi, mis puudutavad platvormide kasumlikkuse suurendamise ja tulu kujunemise mudeleid. Nende kontrollimiseks kasutati nii kvantitatiivset kui ka kvalitatiivset uurimismeetodit, mis hõlmasid kirjeldavat statistikat ja intervjuusid. Analüüsi teostamiseks kasutati 28 ühisrahastusplatvormi finantsandmeid ning nelja platvormiga läbi viidud intervjuusid.

Finantsinformatsiooni analüüsist selgus, et suurim osa (39%) Eesti ühisrahastusplatvormidest tegeleb P2P laenamisega. Järgnevad kinnisvarapõhise ühisrahastuse valdkond ja mitme ühisrahastusliigi segu pakkuvad platvormid. Müügitulu poolest kuulub suurim turuosa taaskord P2P laenamise liigile (69%). Silmapaistvaimaks platvormiks osutus Bondora, kelle tulu moodustas kogu sektori omast 88%. Kahel järgneval positsioonil paiknesid teenitud tulu järgi kinnisvarapõhised Estageguru ja Crowdestate. Kõige vähem tulusad on annetus- ja auhinnapõhised platvormid, mis vastab ka autori püstitatud hüpoteesile.

Ühisrahastusplatvormide vanuseline analüüs näitas, et mida vanem on ettevõtte, seda suurem on ka teenitav tulu. Tulemusi kasumlikkusega kõrvutades selgus aga, et see ei ole eelmainitud näitajatega korrelatsioonis, nagu autor oma püstitatud hüpoteesiga arvas. Keskmisest suuremate ja vanemate platvormide hulgast kuulub keskmisest kasumlikumate platvormide hulka vaid 42%. Ühisrahastusturu kasumlikkust tervikuna analüüsides selgus, et enamik platvorme (61%) tegutsevad kahjumis või nullkasumis, mis on suures osas tingitud sellest, et tegemist on võrdlemisi uue ärivaldkonnaga ning paljud ettevõtted investeerivad suure osa sissetulekust platvormi edasise arengu tarbeks.

Intervjuude käigus ühisrahastusplatvormidelt nende kasumlikkuse kujunemise kohta küsides selgus, et rakenduses on erinevaid reitingumudeleid, mis rõhuvad pigem kas investoreite või projektide grupeerimisele. Inverstoreid grupeerivate reitingusüsteemide eesmärgiks on üldjuhul soovitada panustatava summa alusel neile sobivaid projekte. Kampaniaid hindav mudel

võimaldab rahastajatel projekte mingi universaalse näitaja (nt. krediidiskoori) järgi võrrelda. Rahastuskampaaniate väärtuste analüüsist ilmnas, et projektide maht ja platvormi kasumlikkus ei ole omavahel sõltuvuses, vastupidiselt autori poolt eeldatule. Küll aga ilmnas, et näiteks kinnisvara ja omakapitalipõhiste platvormide kampaaniate summad on suuremad kui P2P platvormidel. Kasumlikkuse analüüsist selgus veel, et see on korrelatsioonis platvormide edumääraga, mida autor ka hüpoteeside püstitamisel eeldas.

Ühisrahastusplatvormide suurim osa sissetulekust tekib kampaania algatajatel saadud maksetest edukate projektide finantseerimise ja neile nõustamisteenuste osutamise eest. Investoritele on tehingute tegemine kas tasuta või väga väikse hinnaga ning ka liikmemaksu ei võeta. Investorite ja ettevõtjate silmis hea maine säilitamiseks on kõigil platvormidel välja töötatud põhjalik projektide taustakontrolli meetodika. Statistika näitab, et investorid ise projektide taustakontrolli tavaliselt ei teosta või kui nad seda teevad, siis on see väga pealiskaudne.

Töö empiirilise osa tulemuste põhjal tegi autor järgnevaid järeldusi:

- ühisrahastusinvestorite prioriteediks on kampaania rahastamise eest teenitav tulu, mistõttu on ühisinvesteeringuplatvormid edukamad kui ühissponsoreeringuplatvormid;
- platvormil rahastatavate kampaaniate väärtus sõltub ühisrahastuse liigist, mida tõestab asjaolu, et kinnisvara ja ettevõtete arendusprojektide ellu viimine nõuab suuremat kapitali kui näiteks eraisikute tarbimislaenu;
- on kõige tõhusam, kui tulu mudel toetub enamjaolt projektide korraldajatel nõutavatele maksetele, sest kui investoritele suuremad tehinguhinnad kehtestada, võivad nad konkureerivate platvormide kasuks otsustada;
- investorid usaldavad platvormide poolseid projektide hinnangu meetodeid ning tuginevad investeerimisotsuste tegemisel pigem portaalis esitatud infole kui iseseisvate taustakontrollile.

Autori arvates oli käesoleva töö peamiseks piiranguks see, et platvormide kasumlikkuse mudelite ja projektide edumäära kohta pole info avalikult kättesaadav. Seega tuli vajalik informatsioon koguda aeganõudvamate kvalitatiivsete meetoditega. Autor soovib tulevikus uuringut korrata kõiki Eesti ühisrahastusplatvorme intervjuerides, et näha, kas saadud tulemused kattuvad käesolevas töös kasutatud valimi põhjal tehtud järeldusega.

Käesolev bakalaureusetöö võib pakkuda huvi näiteks majandusanalüütikutele, investoritele ja majandustudengitele, kes soovivad saada ülevaadet Eesti ühisrahastusturu olukorrast ning erinevate platvormide finantsnäitajatest. Töö teoreetiline osa võib kasulikuks osutada ühisrahastusprojektidesse investeerimisega alustada soovivale isikule või ka projekti finantseerimiseks kapitali vajavale ettevõtjale, kes saavad tutvuda erinevate ühisrahastamise variantidega ning Eesti turul eksisteerivate võimaluste ja alternatiividega. Kõige enam võivad käesolevast tööst kasulikku informatsiooni leida ühisrahastusplatvormide asutajad ning nende juhtimisega seotud isikud. Töö annab põhjaliku ülevaate ühisrahastusplatvormide kasumlikkusest, seda mõjutavatest teguritest ja suurema kasumlikkuse saavutamiseks sobilike meetodite rakendamisest Eesti platvormide näitel. Seeläbi võimaldavad töö tulemused tuvastada ühisrahastusplatvormidel kitsaskohti enda ärimudelites ning võimalikke arengusuundi, mis aitaksid platvormide tegevust muuta efektiivsemaks. Olulise ja aktuaalse lisaväärtusena annab töö esmase ülevaate Covid-19 pandeemia mõjust Eesti ühisrahastussektorile.

SUMMARY

MAPPING THE ESTONIAN CROWDFUNDING MARKET: SUCCESS FACTORS OF THE PLATFORMS' PROFITABILITY

Catarina Kurg

Crowdfunding is a fast-growing and modern way of financing that offers an alternative method for finding funding. Thanks to many different crowdfunding platforms, getting a loan and financing projects has become a fast and effective process, which refrains from the excessive bureaucracy that usually comes with raising money through traditional financial intermediaries (banks). The main benefit of crowdfunding platforms for borrowers is that they have made it possible to find alternative funding for entities and projects that can not get financing from banks because of their small size, illiquidity or insufficient financial capacity. This option is often used by starting and growing companies, but also individuals.

As Estonia is technologically a very advanced country and has a rather young structure of population, the local people are very open to new innovations and eager to invest in crowdfunding projects. Bernardez *et al.* (2017) have discovered that although there are not many inhabitants and the GDP per capita is average, Estonia has the most willing online crowd investors in Central and Eastern Europe.

Because crowdfunding is a new area, Estonian crowdfunding scene and the success factors of the platforms' profitability have not been examined very thoroughly. Therefore the author wanted to examine these topics in this Bachelor thesis. The main purpose of this paper was to map the entities that operate in Estonian crowdfunding market and to find out how their profitability and income develops. Also, the author wanted to create a trustworthy database about the current market situation, that all interested parties could use.

Five hypotheses were formed as follows:

- bigger and older crowdfunding platforms are more profitable;
- donation- and reward-based platforms earn less revenue than lending- and equity-based platforms;
- the crowdfunding platforms that use AON model are more profitable than the ones that use KIA model;
- more profitable platforms have a higher projects' success rate;
- more profitable platforms finance the projects that have a higher value.

To test the hypotheses the author used both quantitative and qualitative methods of research. The quantitative part consists in conducting a statistical analysis of the financial data of 28 crowdfunding platforms that are represented in Estonian Business Register for the time period 2014–2018. For the qualitative part the author conducted interviews with four Estonian crowdfunding platforms. The research objects of the interviews were selected from the three biggest crowdfunding types in Estonia and based on their size.

The results showed that the largest part (39%) of platforms in Estonia belong to the P2P lending sector. Next most common types are real estate based financing and platforms that offer a mix of different crowdinvesting methods. Based on revenue, the biggest market share (69%) also belongs to P2P lending sites. Crowdsponsoring sector has the lowest income as the author expected. It was also concluded that older platforms are usually bigger in revenue, but this does not mean that they have the largest profits. Many big crowdfunding platforms use their income for expanding purposes.

The interviews' answers indicate that there are many different profitability models in use, that have a bigger emphasis on rating rather investors or campaigns. The purpose of most rating systems is to suggest investors the most suitable investing opportunities based on the size they wish to invest or offer them an universal criteria that would help them make investment decisions. The platforms' revenue mostly comes from fees for project developers that are paid when their campaign succeeds. There are no membership fees for investors. It was also concluded that the value of funded projects depends on the crowdfunding type and not on the platforms' profitability as the author initially assumed. On the other hand, information collected during interviews proves the author's expectation that more profitable platforms have a higher projects' success rate.

In the author's opinion, the main limitation of this paper was that the information about platforms' profitability models and success rates is not available publicly. Therefore the information needed to be collected using time consuming qualitative methods. The author suggests to interview all crowdfunding platforms in Estonia to see if the results match the conclusions drawn from this research's sample. The outcomes of this paper could be useful for crowdfunding investors, economic analysts and platforms' management teams, who wish to get an overview of the current market situation. In addition, the information provided could help entrepreneurs, who are looking for an alternative way for financing their project or company. As an important and topical added value, this Bachelor thesis gives a first overview of the impact of Covid-19 pandemic on Estonian crowdfunding sector.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding. – NBER/Innovation Policy and the Economy, Vol. 14, No. 1, 63-97. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/272543487_Some_Simple_Economics_of_Crowdfunding, 11.04.2020.
- Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. – Journal of Economics & Management Strategy, Vol. 24, No. 2, 253–274. Kättesaadav: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jems.12093>, 12.03.2020.
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding: Entrepreneurship Theory and Practice, Forthcoming. Kättesaadav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2564121, 18.02.2020.
- Baber, H. (2019). A framework for Crowdfunding platforms to match services between funders and fundraisers – International Journal of Industrial Distribution & Business, Vol.10, No. 4, 25-31. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/332464494_A_framework_for_Crowdfunding_platforms_to_match_services_between_funders_and_fundraisers, 28.03.2020
- Baum, A. (2015) Real estate investment: A strategic approach. 3rd ed. Routledge, New York: Routledge.
- Bednarz, J., Markiewicz, M., Ploska, A. (2017). The determinants and development of crowdfunding in the Central and Eastern Europe countries. – Ekonomia i Prawo, Vol. 16, No. 3, 275–285. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/321102364_The_determinants_and_development_of_crowdfunding_in_the_Central_and_Eastern_Europe_countrie, 10.03.2020.
- Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. (2010). Crowdfunding: An industrial organization perspective. Kättesaadav: <https://www.semanticscholar.org/paper/Crowdfunding%3A-An-Industrial-Organization-Belleamme-Lambert/2d6e0c9bfc762e88656ff63a3a109e237f0bf8a0>, 12.10.2020.
- Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. (2011). Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. – Journal of Business Venturing, Vol. 29, No. 5, 585-609. Kättesaadav: https://www.academia.edu/4841632/Crowdfunding_tapping_the_right_crowd, 01.04.2020.
- Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. (2013). Individual Crowdfunding Practices – Venture Capital, Vol: 15, No. 4, 313–333. Kättesaadav:

- https://www.researchgate.net/publication/255726020_Individual_Crowdfunding_Practices, 12.04.2020.
- Belleflamme, P., Omrani, N., Peitz, M. (2015). *The Economics of Crowdfunding Platforms*. Kättesaadav: <https://www.researchgate.net/publication/273850822>, 06.03.2020.
- Belleflamme, P., Omrani, N., Peitz, M. (2016). *Understanding the Strategies of Crowdfunding Platforms*. – CESifo DICE Report, Vol. 2/2016. Kättesaadav: <https://www.cesifo.org/DocDL/dice-report-2016-2-belleflamme-et-al-june.pdf>, 12.04.2020.
- Berkovich, E. (2011). Search and herding effects in peerto-peer lending: evidence from prosper.com – *Annals of Finance*, Vol. 7, No. 3, 389–405.
- Burtch G., Ghose A., Wattal S. (2013), *An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets* – *Information Systems Research*, Vol. 24, No. 3, 499-519. Kättesaadav: <https://pdfs.semanticscholar.org/0499/7050ac9f0c6c993438e25f7810cfd801e30.pdf>, 12.04.2020.
- Caldieraro, F., Zhang, J. Z., Cunha, Jr. M., Shulman, J. D. (2018). *Strategic Information Transmission in Peer-to-Peer Lending Markets*. – *Lending Markets Journal of Marketing*, Vol. 82. Kättesaadav: <https://www.deepdyve.com/lp/sage/strategic-information-transmission-in-peer-to-peer-lending-markets-hapiInVtA0?key=sage>, 25.03.2020
- Cannon, S. E. (2014). *Disruption, disintermediation and real estate crowdfunding* – *Real Estate Review*, Vol. 43, No. 3, 1-12. Kättesaadav: <https://www.slideshare.net/SusanneCannon/rer-v43-3-cannon-article>, 27.03.2020.
- Cho, D. S., Moon, H. C. (2013). *From Adam Smith to Michael Porter: evolution of competitiveness theory*. Asia-Pacific Business Series, Vol. 7. Seoul: World Scientific Publishing Co Pte Ltd.
- Consultation Paper on Crowdfunding in India*. (2014). Securities and Exchange Board of India. Kättesaadav: http://www.sebi.gov.in/cms/sebi_data/attachdocs/1403005615257.pdf, 12.04.2020.
- Crowdfunding's potential for the developing World*. (2013). InfoDev: Finance and Private Sector Development Department. Washington, DC: World Bank. Kättesaadav: https://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf, 20.04.2020.
- Crunchbase. Kättesaadav: <https://www.crunchbase.com/>, 15.02.2020.
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., Schwienbacher, A. (2014). *Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All-or-Nothing*. Kättesaadav: https://www.eurofidai.org/Schwienbacher_2014.pdf, 28.03.2020.
- Cumming, D. J., Vanacker, T., Zahra, S. A. (2019). *Equity crowdfunding and governance: toward an integrative model and research agenda* – *Academy of Management*

- Perspectives. Kättesaadav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3317678, 01.04.2020.
- Cumming, D. J., Zhang, Y. (2018). Are crowdfunding platforms active and effective intermediaries? Kättesaadav: http://www.fmaconferences.org/Boston/Cumming_Zhang_crowdfunding_platform_due_diligence.pdf, 07.03.2020.
- Delivorias, A. (2017). Crowdfundig in Europe: Introduction and state of play. Kättesaadav: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI\(2017\)595882_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI(2017)595882_EN.pdf), 09.03.2020.
- Dziuba, D. T. (2018). Crowdfunding Platforms in Invoice Trading as Alternative Financial Markets. Kättesaadav: http://rocznikikae.sgh.waw.pl/p/roczniki_kae_z49_31.pdf, 28.03.2020.
- Financer Eesti. Kättesaadav: <https://financer.com/ee/saastmine/uhisrahastus/>, 15.02.2020.
- Flow Fintech. Kättesaadav: <https://flowfin.tech/>, 15. 02.2020.
- Freedman, D., M., Nutting, M., R. (2015). A Brief History of Crowdfunding: Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA. Kättesaadav: <https://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf>, 11.04.2020.
- Galloway, I. (2010). Peer-to-Peer Lending and Community Development Finance. – Community Investments, Vol. 21, No. 3, 18-39. Kättesaadav: <http://ideas.repec.org/p/fip/fedfcw/2009-06.html>, 21.03.2020
- Garcia-Teruel, R. M. (2019). A legal approach to real estate crowdfunding platforms. – Computer Law and Security Review, Vol. 35, Iss. 3, 281-294. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/331636193_A_legal_approach_to_real_estate_crowdfunding_platforms, 27.03.2020
- Giudici, G., Nava, R., Lamastra, C. R., Verecondo, C. (2012). Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship? Kättesaadav: <http://ssrn.com/abstract=2157429>, 06.03.2020.
- Grameen Bank. Kättesaadav: <http://www.grameen.com>, 07.03.2020.
- Harris, J. D., Sapienza, H. J., Bowie, N. E. (2009). Ethics and entrepreneurship. – Journal of Business Venturing, Vol. 24, No. 5, 407-418. Kättesaadav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1421290, 01.04.2020.
- Hemer, J. (2011). A snapshot on crowdfunding. – Arbeitspapiere Unternehmen und Region No. R2/2011. Kättesaadav: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/52302/1/671522264.pdf>, 27.03.2020.
- Hossain, M., Oparaocha, G. O. (2017). Crowdfunding: motives, definitions, typology and ethical challenges. – Entrepreneurship Research Journal, Vol. 7, No. 2. Kättesaadav:

- https://www.researchgate.net/publication/311065516_Crowdfunding_Motives_Definitions_Typology_and_Ethical_Challenges, 28.03.2020.
- Karadogan, B. (2019). CrowdFunding. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/336318793_CrowdFunding, 25.03.2020.
- Kirby, E., Worner, S. (2014). Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. IOSCO Research Department, Staff Working Paper Vol. 3/2014. Kättesaadav: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>, 11.04.2020.
- Kleemann, F., Voss, G., Rieder, K. (2008). Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. – Science, Technology & Innovation Studies, Vol 4, No. 1, 5-26. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/42632427_UnderPaid_Innovators_The_Commercial_Utilization_of_Consumer_Work_through_Crowdsourcing, 13.04.2020.
- Kuppuswamy, V., Bayus, B. L. (2013). Crowdfunding Creative Ideas: the Dynamics of Projects Backers in Kickstarter. Kättesaadav: https://pdfs.semanticscholar.org/acd2/ce05471c369afb0031e8a8dcfc6733450254.pdf?_ga=2.157954234.1291081163.1589200582-1404602571.1586702546, 11.03.2020.
- Lepik, K. Estateguru. Autori intervjuu. E-kiri. 05.05.2020.
- Linnupõld, L. Crowdestate. Autori telefoniintervjuu. Intervjueerija märkmed. 06.05.2020.
- Maarbani, S. (2015). Real estate crowdfunding: the digital evolution of real estate funding and investment. Sydney: PricewaterhouseCoopers. Kättesaadav: <https://www.pwc.com.au/legal/assets/legaltalk/legaltalk-alert-12may15-v2.pdf>, 17.03.2020.
- Mamonov, S., Malaga, R. (2018). Success factors in Title III equity crowdfunding in the United States – Electronic Commerce Research and Applications, Vol. 27, 65-73. Kättesaadav: <https://pdfs.semanticscholar.org/8d8c/148fd0b1473b513617e0f11e506e5375528a.pdf>, 01.04.2020.
- Mardisoo, A. Funderbeam. Autori telefoniintervjuu. Intervjueerija märkmed. 06.05.2020.
- Markus, M. Moneyzen. Autori intervjuu. E-kiri. 08.05.2020.
- Masters, T. (2001). Marillion fans to the rescue. BBC News. Kättesaadav: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/entertainment/1325340.stm>, 11.04.2020.
- Morduch, J. (1999). The Microfinance Promise. – Journal of Economic Literature, Vol. 37, No. 4. Kättesaadav: https://www.academia.edu/588601/The_microfinance_promise?auto=download, 13.04.2020.
- Moritz, A., Block, J. H. (2014). Crowdfunding: A Literature Review and Research Directions. Kättesaadav:

- https://www.researchgate.net/publication/317784875_Crowdfunding_A_Literature_Review_and_Research_Directions, 11.04.2020.
- Mollick, E. (2014). The Dynamics of Crowdfunding: an Exploratory Study. – Journal of Business Venturing, Vol. 29, No. 1, 1–16. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/259133171_The_Dynamics_of_Crowdfunding_An_Exploratory_Study, 28.03.2020.
- Omarini, A. (2018) Peer-to-Peer Lending: Business Model Analysis and the Platform Dilemma. – International Journal of Finance, Economics and Trade, Vol. 2, No. 3, 31-41. Kättesaadav: <https://www.researchgate.net/publication/327836640>, 21.03.2020.
- Pazowski, P., Czudec, W. (2014). Economic Prospects and Conditions of Crowdfunding. – Human Capital without Borders: Management, Knowledge and Learning for Quality Life, International Conference, 25.-27.06.2014, Slovenia. Kättesaadav: <http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-09-3/papers/ML14-685.pdf>, 18.03.2020.
- Pekmeovic, A., Walker, G. (2015). The global significance of crowdfunding: solving the SMEfunding problem and democratizing access to capital. – William & Mary Business Law Review, Vol. 7, No. 2, 347-458. Kättesaadav: <https://scholarship.law.wm.edu/wmblr/vol7/iss2/3>, 26.03.2020.
- Popular information. (2001). Nobel Media. Kättesaadav: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/popular-information/>, 11.04.2020.
- Rahafoorum. Kättesaadav: <https://rahafoorum.ee/p2p/>, 15.02.2020.
- Schwienbacher A., Larralde, B. (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures – Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press. https://www.researchgate.net/publication/228252861_Crowdfunding_of_Small_Entrepreneurial_Ventures, 28.03.2020.
- Simons, O. (2016). Crowdfunding Comte. Positivism. Kättesaadav: <http://positivists.org/blog/archives/5959>, 11.04.2020.
- Small Business Finance Markets Report 2015/2016. (2016). British Business Bank. Kättesaadav: <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2016/02/british-business-bank-small-business-finance-markets-report-2015-16.pdf>
- Srovnalíková, P., Ditkus, D. (2016). Crowdfunding as a capital source for real estate projects. – Innovation Management, Entrepreneurship and Corporate Sustainability, 701-711. Kättesaadav: <https://www.ceeol.com/search/chapter-detail?id=480287>, 27.03.2020.
- Statista: crowdfunding. (2019). Kättesaadav: <https://www.statista.com/outlook/335/100/crowdfunding/worldwide?currency=eur#market-revenue>, 10.03.2020.

- Steinberg, S., DeMaria, R. (2012). The crowdfunding bible: how to raise money for any startup, video game, or project. Kättesaadav: <http://www.crowdfundingguides.com>, 20.02.2020.
- Terry, H., Schwartz, D., Sun, T. (2015). The Socialization of Finance. – The Future of Finance, Vol. 3. New York: Goldman Sachs. Kättesaadav: https://www.planet-fintech.com/downloads/The-future-of-Finance-the-Socialization-of-Finance-Golman-Sachs-march-2015_t18796.html; 07.03.2020.
- The crowdfunding industry report: CF 2015. (2015). Massolution. Kättesaadav: <http://www.smv.gob.pe/Biblioteca/temp/catalogacion/C8789.pdf>, 01.04.2020.
- Toppari, E. (2017). Investing in equity crowdfunding in Finland: risks and opportunities. (Urimistöö). TTÜ Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut. Tallinn.
- Turan, S. (2015). Financial Innovation - Crowdfunding: Friend or Foe? – Procedia Social and Behavioral Sciences, Vol. 195, No. 3, 353-362 Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/282557015_Financial_Innovation_-_Crowdfunding_Friend_or_Foe, 26.03.2020.
- Wieck, E., Bretschneider, U., Leimeister, J., M. (2013). Funding from the Crowd: An Internet-Based Crowdfunding Platform to Support Business Set-Ups from Universities – International Journal of Cooperative Information Systems, Vol. 22, No. 3, 1–21. Kättesaadav: https://www.researchgate.net/publication/262534101_Funding_from_the_crowd_An_internet-based_crowdfunding_platform_to_support_business_set-ups_from_universities, 12.04.2020.

LISAD

Lisa 1. Intervjuu küsimused

1. Millised on tänased Eesti ühisrahastusturu olulisemad arengud (regulatiivsed, konkurentsituatsioon, Covid-19 mõju, turu üldine olukord)? Kuidas need Teie äritegevust mõjutavad?
 - 1.1. Kuidas näete Covid-19 mõju oma tänavusele äritegevusele? Positiivselt/negatiivselt? Kampaniate arv platvormil on pigem kasvanud/kahanenud? Edukate kampaniate arv platvormil pigem kasvanud/kahanenud?
 - 1.2. Kas väikeettevõtted on tänases situatsioonis rohkem Teie poole pöörduma hakanud? Kas on näha tendentsi ka teatud keerulisemates oludes sektorite suurenenud huvis kampaniaid korraldada (turism, hotellindus, restoranid jne)?
2. Milliseid meetodeid enda äris rakendate, et hoida enda platvormi reputatsiooni investorite/kampaniate korraldajate silmis?
3. Milline on Teie *tulu teenimise/tasude kujunemise* mudel? Kuidas see kujuneb? Millistest komponentidest see koosneb? Mille eest ja kui palju Te tasusid küsite kampania korraldajalt? Kas rakendate liikmemaksu kampania korraldajatele, investoritele?
4. Kui suure väärtusega projekte Teie platvormil (keskmiselt) rahastatakse?
5. Kui suur on teie projektide edumäär (*success rate*)? Kui suur osa kõikidest kampaniatest on edukad?
6. Milliseid meetodeid olete rakendanud, et kampaniate kvaliteeti hoida?
7. Kas kasutate oma platvormil mingit sorti kampaniate reitingute süsteemi? Kui jah, palun kirjeldage.
8. Kas kasutate oma platvormil investorite reitingute süsteemi? Kui jah, palun kirjeldage.
9. Kui kasutate reitingute süsteemi, siis millistesse klassidesse te kampaniaid ja investoreid jaotate ja millised on iga klassi osakaalud (kui palju kampaniaid ja investoreid igasse klassi kuulub)?

Lisa 1 järg

10. Kas teete platvormile pürgivatele projektidele/ kampaaniatele eelnevalt põhjaliku analüüsi või on see ülesanne jäetud pigem iga investori enese kanda? Kui teete, siis kui palju taotluseid selle aluselt keskmiselt tagasi lükatakse?
11. Kas pöörate tähelepanu sellele, et Teie platvormil pakutaks mitmekesist investeerimisprojektide valikut? Kui jah, siis kuidas seda tagate?

Lisa 2. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina _____ Catarina Kurg _____ (autori nimi)

1. annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose
__ Eesti Ühisrahastusturu kaardistamine: platvormide kasumlikkuse edutegurid _____,
(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on _____ Mari-Liis Kukk _____,
(juhendaja nimi)

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

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

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

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

¹Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil.