

Sisekaitseakadeemia

Finantskolledž

Sandra Siilbek

**FINTECH ÜHISRAHATUSE KVALIFITSEERIMINE EESTI
ÕIGUSE ALUSEL**

Lõputöö

Juhendaja:

Indrek Saar, PhD

Tallinn 2018

SISEKAITSEAKADEEMIA LÕPUTÖÖ ANNOTATSIOON

Finantskolledž	Juuni 2018
<p>Töö pealkiri eesti keeles: FinTech ühisrahastuse kvalifitseerimine Eesti õiguse alusel</p> <p>Töö pealkiri inglise keeles: Qualification of the FinTech Crowdfunding Under the Estonian Law</p> <p>Lõputöö on koostatud eesti keeles ja koosneb 66 leheküljest. Lõputöö koostamisel on kasutatud 86 allikat. Lõputöö uurimisprobleem oli, et FinTech ühisrahastuse puhul on tegemist õiguslüngaga ning seni veel on toimunud iseregulatsioon tehingute tegemisel ja lepingute sõlmimisel, millest lähtuvalt on keeruline määratleda kolmiksuhtes õiguste, kohustuse ja vastutuse ulatust.</p> <p>Lõputöö teema on aktuaalne, kuna FinTech ühisrahastusega on kaasnenud õiguslik diskussioon seoses ärimudelite positiivsete mõjuritega ja valitsevate riskidega ning reguleerimisega nii Eesti kui ka Euroopa Liidu tasandil.</p> <p>Lõputöö eesmärk oli analüüsida FinTech ühisrahastuse kvalifitseerimist Eesti õiguse alusel. Eesmärgi saavutamiseks püstitati neli uurimisülesannet, mis täideti, kasutades teoreetilise materjali ja kehtivate õigusaktide süstemaatilist, võrdlevat ja kirjeldavat analüüsi.</p> <p>Lõputöö teoreetilise materjali ja kehtivate õigusaktide analüüsi tulemusel selgus, et on võimalik kvalifitseerida FinTech ühisrahastust Eesti õiguse alusel olemasolevaid õigusakte tõlgendades. Eestis puudub üldine õigusakt, mis kohalduks FinTech ühisrahastusele. Samas kehtivad VPTS ja KAVS, mida saab kohaldada sõltuvalt FinTech ühisrahastuse platvormide ärimudelidest. Sel juhul on FinTech ühisrahastuse platvormid Finantsinspeksioonilt tegevusloa taotlemise ja järelevalve subjektid. Alternatiivselt võib kaaluda, et platvormilepingut ja selles kindaks määratud kolmiksuhet saab kvalifitseerida maaklerilepinguks või agendilepinguks VÕS-i tähenduses.</p>	
Lisad: 13	
Võtmesõnad: FinTech, ühisrahastus, laenupõhine ühisrahastus, investeringupõhine ühisrahastus, platvorm, väärtpaber, kauplemiskoht, krediit, kredidivahendaja, kolmiksuhe, kvalifitseerimine	
Võõrkeelsed võtmesõnad: FinTech, crowdfunding, lending-based crowdfunding, investment-based crowdfunding, platform, security, trading venue, credit, credit intermediary, triangular relation, qualification	
Säilitamise koht: Sisekaitseakadeemia raamatukogu	
<p>Töö autor: Sandra Siilbek</p> <p>Olen koostanud lõputöö iseseisvalt. Kõik lõputöö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, seisukohad, kirjalikest allikatest ja mujal allikatest saadud info on nõuetekohaselt viidatud. Olen nõus oma lõputöö avaldamisega elektroonilises keskkonnas.</p> <p>Allkiri:</p>	
<p>Vastab lõputöö nõuetele</p> <p>Juhendaja: Indrek Saar</p>	
<p>Kaitsmisele lubatud</p> <p>Kolledži direktor: Kerly Randlane</p>	

SISUKORD

TERMINITE JA LÜHENDITE LOETELU	4
SISSEJUHATUS	6
1. FINTECH ÜHISRAHASTUSE KONSEPTSIOON	9
1.1. FinTech ühisrahastuse ärimudelid	9
1.2. FinTech ühisrahastuse ajendid regulatiivses kontekstis	16
2. FINTECH ÜHISRAHASTUS EESTI ÕIGUSES	24
2.1. FinTech ühisrahastuse platvormid VPTS ja KAVS tähenduses	24
2.2. FinTech ühisrahastuse kolmiksuhe VÕS tähenduses	30
KOKKUVÕTE	38
SUMMARY	40
VIIDATUD ALLIKATE LOETELU	41
Lisa 1. Ühisloome konseptsioon.....	51
Lisa 2. FinTech-i ja ühisrahastusega seotud regulatiivne diskussioon.....	52
Lisa 3. FinTech-i konseptsioon	53
Lisa 4. Investeeringupõhise ühisrahastuse süsteemipõhised ärimudelid.....	54
Lisa 5. Laenu põhise ühisrahastuse süsteemipõhised ärimudelid.....	55
Lisa 6. FinTech ühisrahastuse riskide loetelu.....	57
Lisa 7. FinTech ühisrahastusele kohalduv regulatsioon erinevates jurisdiktsioonides	58
Lisa 8. Väärtpaberituru põhilised eesmärgid.....	61
Lisa 9. Füüsiline isik majandus- ja kutsetegevuses laenu andmisel	62
Lisa 10. Eestis kehtiv privaatautonomia põhimõte.....	63
Lisa 11. Tüüptingimuste platvormilepingu osaks saamise tingimused	64
Lisa 12. Maakleri ja agendi vahendustegevus	65
Lisa 13. Platvormipidajate aktiivsus vahendustegevuses	66

TERMINITE JA LÜHENDITE LOETELU

Terminite ja lühendite loetelu tugineb lõputöös viidatud allikatele.

AltFi – alternatiivrahastus, *alternative finance*

art – artikkel

B2B – äri-äri mudel, *business-to-business*

B2C – äri-tarbija mudel, *business-to-consumer*

C2B – tarbijalt äri mudel, *consumer-to-business*

C2C – tarbijalt tarbijale mudel, *consumer-to-consumer*

CGFS – Ülemaailmse Finantsüsteemi Komitee, *Committee on the Global Financial System*

Due diligence – hoolsuskohustus

EBA – Euroopa Pangandusjärelevalve, *European Banking Authority*

EL – Euroopa Liit

ELT – Euroopa Liidu Teataja

ESMA – Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, *European Securities and Markets Authority*

EÜ – Euroopa Ühendus

FCA – Finantsjärelevalve Asutus, *Financial Conduct Authority*

FinTech – finantstehnoloogia, *financial technology*

FinTech ühisrahastus – FinTech-il põhinevad finantstulu pakkuvad ühisrahastuse ärimudelid, st investeringupõhine ühisrahastus ja laenupõhine ühisrahastus.

FinTech ühisrahastuse platvorm – FinTech-il ja ühisrahastuse ärimudelil põhinev *online* veebileht, milles kohtuvad platvormipidaja ja teenuse kasutajate huvid ning tekib kolmiksuhe.

FSB – Finantsstabiilsuse Nõukogu, *Financial Stability Board*

InfoTS – Infoühiskonna teenuse seadus

Investor – FinTech ühisrahastuse platvormi registreerunud platvormiteenuse kasutaja, kes füüsilise või juriidilise isikuna pakub rahastust üksinda või kollektiivselt teiste investoritega rahastuse taotleja projektile ja saab finantstulu.

IOSCO – Rahvusvaheline Väärtpaberijärelevalve Organisatsioon, *International Organization of Securities Commissions*

KAVS – Krediidandjate ja -vahendajate seadus

Kolmiksuhe – Platvormipidaja ja platvormiteenuse kasutajate õiguslik lepinguline suhe, milles platvormipidaja sõlmib platvormilepingud teenuse kasutajatega ning teenuse kasutajad sõlmivad põhilepingud omavahel.

lg – lõige

MTF – mitmepoolne kauplemissüsteem, *Multilateral Trading Facility*

nt – näiteks

online – võrguühendusega

OTF – organiseeritud kauplemissüsteem, *Organised Trading Facility*

p – punkt

Platvormileping – Platvormipidaja ja teenuse kasutajate vahel sõlmitud platvormiteenuse osutamise leping.

Platvormipidaja – FinTech ühisrahastuse platvormi looja, kes võimaldab teenuse kasutajatel investeerida või taotleda rahastust platvormi vahendusel.

Platvormiteenus – Teenus, mida platvormipidaja osutab teenuse kasutajatele.

Projekt – Rahastuse taotleja poolt platvormi esitatud isiklikuks või äriliseks tarbeks rahastuse taotlus, millesse investorid saavad investeerida.

Põhileping – Platvormi vahendusel teenuse kasutajate vahel sõlmitud leping.

Rahastuse taotleja – FinTech ühisrahastuse platvormi registreerunud platvormiteenuse kasutaja, kes füüsilise või juriidilise isikuna esitab projekti ja pakub finantstulu investoritele.

sh – sealhulgas

SME – väikse ja keskmise suurusega ettevõtted, *small and middle sized enterprises*

st – see tähendab

Teenuse kasutaja – Potentsiaalne investor või rahastuse taotleja.

TsÜS – Tsiviilseadustiku üldosa seadus

VPTS – Väärtpaberituruseadus

vt – vaata

VÕS – Võlaõigusseadus

Ühisrahastuse ärimudel – Platvormipidaja poolt rakendatav süsteem, mis sõltub investeerimisobjektist, kasutajagrupidest ning finantstulust.

SISSEJUHATUS

Infotehnoloogia arengu, digitaalajastu kommunikatsiooni ning majanduskriisist ajendatuna kaasnes AltFi, st ühisrahastuse, fenomen. Ühisrahastust peetakse osaliseks FinTech-i innovatsioonist, mis väljendub platvormide loomises eesmärgiga võimaldada digitaalselt platvormide vahendusel finantsteenuseid erinevate kasutajagruppide koostöös. Ühisrahastuse ärimudeleid saab liigitada finantstulu pakkuvaks ja finantstulu mittepakkuvaks sõltuvalt investeerimise eesmärkidest, objektidest ning kasutajagrupidest. Ühisrahastuses esineb kolmiksuhe – lisaks platvormipidajale on platvormis investorid ja rahastuse taotlejad, kes kasutavad platvormiteenust tehingute tegemiseks ja lepingute sõlmimiseks.

Lõputöö tuuma ehk ühisrahastuse teema valikul lähtus autor tema endise kolleegi Deloitte Legal vandeadvokaadi Merit Lind suunavatest küsimustest: “Mis on ühisrahastus? Kes on ühisrahastuse osapooled? Millised on ühisrahastuse osapoolte vahelised suhted?”. Teema valikut ajendas aktuaalsus ning täiendavalt see, et FinTech ühisrahastuses nähakse finantssektoris suurimat kasutegurit majandusele ja väljakutset kaasaegsele õigussüsteemile.

Teema aktuaalsus seisneb asjaolus, et FinTech ühisrahastuse konseptsioon on Euroopa Liidus ja Eestis tekitanud õiguslikku diskussiooni seoses ärimudelite olemuse ja reguleerimisega. FinTech ühisrahastuses valitsevad positiivsed mõjurid, riskid ja platvormide vahendusel tehingute tegemine ja lepingute sõlmimine on nii seadusandjate, järelevalveasutuste kui ka õigusteadlaste seas tekitanud küsimusi, kas kehtivad õigusaktid kohalduvad või on vajalik kehtestada eriregulatsioon. Ühisrahastus on Euroopa Komisjoni üks prioriteetsetest valdkondadest rohelises raamatus Euroopa majanduse pikaajalise rahastamise töökavast, digitaalse ühtse turu strateegiast, tegevuskavadest “Ettevõtlus 2020”, “Kapitaliturgude Liit” ja “FinTech”. Euroopa Komisjon teatas 2017. aastal Ühisrahastuse Konverentsil ning 2018. aastal Euroopa Komisjoni tegevuskavas “FinTech” algatusest reguleerida FinTech ühisrahastuse raamistikku.

Riigikantselei konkurentsivõime kava “Eesti 2020” vahearuanDES märgiti, et Eestis on tarvilik luua õiguslik raamistik ühisrahastuse platvormide tegutsemiseks. Vabariigi Valitsus kinnitas “Eesti 2020 tegevuskava 2017–2020”, milles määrati Rahandusministeeriumile ning Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumile ülesanne analüüsida õigusliku raamistiku loomist ühisrahastuse platvormide tegevusele. 2015. aastal loodi Finance Estonia ühisrahastuse ekspertrühm, kelle eestvedamisel valmis Ühisrahastuse Hea Tava. Finantsinspeksioon esitas 2016. aastal Rahandusministeeriumile ettepaneku kaaluda ühisrahastuse teenust osutatavate ettevõtete tegevuse ühisrahastuse seadusega reguleerimist. Ühisrahastusega seotud regulatiivne

analüüs on osa ka Rahandusministeeriumi arengukavast aastateks 2018–2021. Seni veel ei ole Eestis vastu võetud ühisrahastuse õigusakti.

Lõputöö on uudne, kuna FinTech ühisrahastus on kujundamas Euroopa Liidu ja Eesti õigussüsteemi ning autorile teadaolevalt pole Eestis akadeemilise teadustöö raames tegeletud komplekselt FinTech ühisrahastuse uurimisega majanduslikust ja regulatiivsest vaatenurgast, arvestades investeerimise eesmärke, objekte, riske, osapooli ning õiguslikke suhteid. Lõputöö lisandväärtus on FinTech ühisrahastuse platvormidele ja kolmiksuhtele VPTS-i ja KAVS-i ning VÕS-i kohaldatavuse analüüsimine.

Lõputöö uurimisprobleem seisneb selles, et FinTech ühisrahastuse puhul on tegemist õiguslüngaga, millest tulenevad riskid otseselt erinevate ärimudelite kolmiksuhtele ning kaudselt majandusarengule. FinTech ühisrahastuse eriregulatsioon puudub Eestis ning on ka Euroopa Liidu tasandil harmoniseerimata, mistõttu on keeruline määratleda osapoolte õiguste, kohustuste ja vastutuse ulatust, kuivõrd seni veel on toimunud ärimudelite iseregulatsioon tehingute tegemisel ja lepingute sõlmimisel.

Eeltoodust tulenevalt on püstitud järgmised uurimisküsimused:

1. Millistel eeldustel saab investeringupõhiseid ja laenupõhiseid ühisrahastuse platvorme kvalifitseerida vastavalt VPTS-i ja KAVS-i tähenduses?
2. Millistel eeldustel saab FinTech ühisrahastuse kolmiksuhet kvalifitseerida VÕS-i tähenduses?

Lõputöö eesmärk on analüüsida FinTech ühisrahastuse kvalifitseerimist Eesti õiguse alusel.

Lõputöö eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

1. Anda ülevaade FinTech ühisrahastuse ärimudelitest.
2. Anda ülevaade FinTech ühisrahastuse ajenditest regulatiivses kontekstis.
3. Analüüsida FinTech ühisrahastuse platvormide kvalifitseerimist VPTS-i ja KAVS-i tähenduses.
4. Analüüsida FinTech ühisrahastuse kolmiksuhte kvalifitseerimist VÕS-i tähenduses.

Lõputöö on teoreetiline uurimus ning eesmärgi saavutamiseks kasutatakse kvalitatiivset uurimismeetodit. Lõputöö kvalitatiivsus väljendub süstemaatilises, võrdlevas ja kirjeldavas FinTech ühisrahastuse konseptsiooniga seonduva teoreetilise materjali ja kehtivate õigusaktide analüüsis. Kuna Eestis ega Euroopa Liidu tasandil ei ole vastu võetud ühisrahastuse õigusakti, kasutatakse lõputöö koostamisel Euroopa Komisjoni, IOSCO, ESMA, EBA ja FSB dokumente ning õigusteadlaste seisukohti ja analüütilisi artikleid seoses ühisrahastusega. Lisaks eelnimetatud

materjalidele kasutatakse õigusakte Euroopa Liidu ja Eesti tasandil – Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiive, VPTS-i, KAVS-i, VÕS-i, InfoTS-i ja TsÜS-i. Lisaks tuginetakse võlasuhteid ja lepinguõigust reguleerivate VÕS-i ja TsÜS-i normide tõlgendamisel vastavatele kommenteeritud väljaannetele. Lõputöös kasutatakse 12.03.2018 seisuga õigusaktide redaktsioone.

Lõputöö on lähtuvalt eesmärgist ja uurimisülesannetest jagatud kaheks peatükiks, millest mõlemal on kaks alapeatükki. Esimese peatüki esimene alapeatükk käsitleb FinTech ühisrahastuse ärimudeleid, selgitades platvormidele iseloomulikke tunnuseid ning nende liigitamist tehingute ja kasutajagruppide tunnuste alusel. Esimese peatüki teine alapeatükk kirjeldab FinTech ühisrahastuse ajendeid, st positiivseid mõjureid ja valitsevaid riske, millest lähtutakse regulatiivses perspektiivis. Tuginedes esimeses peatükis tehtud järeldustele, analüüsitakse teise peatüki esimeses alapeatükis VPTS-i ja KAVS-i kohaldatavuse eeldusi vastavalt investeringupõhise ja laenupõhise ühisrahastuse konseptsioone arvestades. Teise peatüki teises alapeatükis analüüsitakse FinTech ühisrahastuse kolmiksuhtes osapoolte vahel sõlmitavale platvormilepingule kohalduvaid põhimõtteid. Seejärel analüüsitakse, millistel eeldustel saab FinTech ühisrahastuse kolmiksuhtes platvormipidajale omast vahendustegevust kvalifitseerida maakleri või agendi tegevusena vastavalt VÕS-i §-de 658 ja 670 tähenduses ning millistel eeldustel saab olla platvormipidaja ja teenuse kasutajate platvormilepingust tulenev õigussuhe kvalifitseeritav maaklerilepinguks või agendilepinguks.

1. FINTECH ÜHISRAHASTUSE KONSEPTSIOON

1.1. FinTech ühisrahastuse ärimudelid

Ühisrahastust peetakse finantssektori innovatsiooniks, mis on tuntud ka kui FinTech-i alamkategooria AltFi-na. Ühisrahastus on üldnimetus AltFi meetodile, milles rahastust kaasatakse kollektiivselt füüsilistelt või juriidilistelt isikutelt spetsiifiliste projektide tarbeks. Rahastust kaasavate ja pakkuvate isikute vahel sobivuste loomiseks kasutatakse FinTech ühisrahastuse platvorme traditsiooniliste finantsteenuste pakkujate asemel. Ühisrahastuse definitsioonid varieeruvad ning ärimudelid erinevad struktuuri, eesmärgi ja käsitluse poolest, kuid neil on siiski põhiline ühine iseloomulik omadus – rahastuse kaasamine paljude isikute poolt paljudele isikutele FinTech-il põhinevate platvormide vahendusel.

Ühisrahastus omandas globaalse mõõtme peamiselt tehnoloogia innovatsiooni ja 2008. aastal aset leidnud majanduskriisi tulemusel (Financial Conduct Authority, 2014, p. 6; Kirby & Worner, 2014, p. 12; Gabison, 2015, p. 6; Jenik, Lyman & Nava, 2017, p. 3). Esimesed FinTech ühisrahastuse platvormid loodi 2006. aastal Ühendkuningriigis peale tehnoloogia innovatsiooni, st Web 2.0, sh kollektiivne intelligentsi rakendamine (O’Rielly, 2007, p. 22), mis võimaldas interneti kasutajatel kasutada veebilehtede sisu ühiselt (Kirby & Worner, 2014, p. 12). Tehnoloogia innovatsiooniga kaasnes tõhus internetile ligipääs, kasutajapõhine veebilehtede sisu, laialdane sotsiaalvõrgustike kasutamine ja suurandmete (inglise keeles *Big Data*) analüüsimine, mis võimaldasid vähendada tegevuskulusid ja suurendada potentsiaali seoses suuremal hulgal isikute kaasamisega ühisrahastusse (Terry, Schwartz & Sun, 2015, pp. 5, 7–8). Ühisrahastuse populaarsus kasvas peale majanduskriisi, kuna pangad vähendasid laenude väljastamist ning traditsiooniliste rahastusallikate leidmine oli keerulisem (Gabison, 2015, p. 6). Majanduskriisi tagajärjel lõpetasid mitmed pangad tegevuse ja kehtestati rangemaid kapitalinõuete regulatsioone pankadele (Terry, *et al.*, 2015, p. 5), millega omakorda kaasnesid piiratud võimalused laenata raha reaalmajandusse ning laenuuru puudujääk SME-de ja tarbijate laenudele (Kirby & Worner, 2014, p. 13). Rahastuse taotlemise keerukuse tõttu oli tingitud ühisrahastuse levik (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher, 2012, p. 2). Aktiivne ettevõtlus, kapitali puudus ja rikkuse hajuvus on eeldused ühisrahastuse edukaks toimimiseks traditsioonilistes turutingimustes (Lynn & De Buysere, 2014, p. 204 ref Kunda, 2016, p. 253).

Ühisrahastus on ühisloome (inglise keeles *crowdsourcing*) laiendatud konseptsioon (Schwienbacher & Larralde, 2010, pp. 5–6; Belleflamme, *et al.*, 2012, p. 2; Collins & Pierrakis, 2012, p. 7; Hemer, 2011, p. 8) (vt ühisloome konseptsiooni lisa 1). Kuivõrd ühisrahastus põhineb

ühisloomest tuletatud kogukonna efektiivsusel ja kollektiivsel intelligentsil, mis puudutab kogukonna võimu teostada üksikisikule võimatusena näivaid ülesandeid, siis ühisrahastus kasutab kogukonna jõudu ja valmisolekut pakkuda rahastust seda vajavatele isikutele (Hemer, 2011, p. 8; Jenik, *et al.*, 2017, pp. 2–3). Ühisrahastus on ühisloome osa, kuid ühisrahastuse eesmärk on rakendada kogukonna jõudu riskantsete projektide rahastamiseks vastavate platvormide vahendusel (Schwienbacher & Larralde, 2010, pp. 3–4; Belleflamme, *et al.*, 2012, p. 2; Gerber, Hui & Kuo, 2012, p. 2). Ühisrahastus võimaldab kogukonna mobilisatsiooni suhteliselt lühikese aja jooksul, kasutades võimalikke sotsiaalvõrgustikke ja teisi Web 2.0 funktsioone, sh virtuaalse võrgustiku loomist ja turundamist, komplekssete ja riskantsete projektide rahastamiseks (Hemer, 2011, pp. 2, 8). Kogukond ühisrahastuse kontekstis tähendab platvormiga liitunud investoreid, kes rahastavad projekte eesmärgiga teenida tulu või toetada heategevuslikult rahastuse taotleja ideede elluviimist (Belleflamme, *et al.*, 2012, pp. 2–3).

Ühisrahastuse idee seisneb hulga isikute, st investorite, kaasamises väikeste rahasummadega koondamaks suuri summasid teiste isikute, st rahastuse taotlejate, projektide hüvanguks. Ühisrahastus iseloomustab rahastuse kaasamise mehhanismi, mida pakutakse füüsiliste või juriidiliste isikute kogumile *online* platvormide vahendusel (Jenik, *et al.*, 2017, pp. 1–2). Ühisrahastus viitab üldiselt avalikkusele suunatud avatud üleskutsele osaleda spetsiifilise projekti rahastamises (Tomczack & Brem, 2013, p. 388; Belleflamme, *et al.*, 2012, p. 7; European Commission, 2014, p. 2). Rahastuse taotlejad esitavad avatud üleskutse projektile rahastuse taotlemiseks ühisrahastuse platvormidel (Belleflamme, Omrani & Peitz, 2015, p. 1; Lambert & Scwienbacher, 2010, p. 4). Platvormid ühendavad rahastuse taotlejad investoritega (Belleflamme, *et al.*, 2015, p. 1; Bouncken, Komorek & Kraus, 2015, p. 1), vahendavad kommunikatsiooni (Lambert & Scwienbacher, 2010, p. 4), võimaldavad vastastikust suhtlust ning loovad keskkonna rahaliste tehingute sooritamiseks (European Commission, 2016, p. 2). Ühisrahastus on projekti toetamine koostöös grupi isikute poolt (Cuesta, Lis, Roibas, Rubio, Ruesta, Tuesta & Urbiola, 2015, p. 3), mis on alternatiiv professionaalsete osapoolte, nt pankade, riskikapitalistide ja äriinglite, kaasamiseks (Schwienbacher & Larralde, 2010, pp. 3–4; Golic, 2014, pp. 40, 46–47; Agrawal, Catalini & Goldfarb, 2013, p. 75). Traditsioonilisest finantsturust lõhestav efekt on see, et traditsioonilise finantsturu vahendusfunktsioon on vähendatud minimaalseks, kuna platvormi rahastuse kanal on loodud otseselt investoritelt rahastuse taotlejatele (Terry, *et al.*, 2015, pp. 1, 3, 10, 47, 51–52).

Ühisrahastuses nähakse osalist FinTech-i innovatsioonist (European Commission, 2016, pp. 3–4; Financial Stability Board, 2017, p. 1; Jenik, *et al.*, 2017, p. vii; Zetsche, Buckley, Arner &

Barberis, 2017, p. 6). FinTech ja ühisrahastus on üha enam seadusandjate ja järelevalveasutuste regulatiivses fookuses (European Commission, 2016, p. 12) (vt FinTech-i ja ühisrahastusega seotud regulatiivne diskussioon lisa 2). Täpsemalt on ühisrahastus FinTech-i alamkategooria AltFi, mis viitab tehnoloogia poolt võimendatud turupõhisele rahastamisele väljaspool traditsioonilist finantssüsteemi ja mis hõlmab *online* turuplatse (inglise keeles *marketplaces*) tarbija- ja äri-laenudeks, faktooringuks ning kolmandate osapoolte maksete platvorme (Jenik, *et al.*, 2017, p. 1). FinTech-i innovatsioon leiab aset erinevatel globaalsetel trendidel, sh arvutisüsteemide areng suurandmete analüüsis, laildasel ligipääsul kaupadele ja teenustele ning nende otsevahendamises (inglise keeles *disintermediation*) ja korduvvahendamises (inglise keeles *re-intermediation*) (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 6–7). FinTech oma laias tähenduses (vt Schueffel, 2016, pp. 32–54) viitab tehnoloogia kasutamisele eesmärgiga võimaldada finantsilisi lahendusi (Arner, Barberis & Buckley, 2016, p. 1272; Zetsche, *et al.*, 2017, p. 6). FinTech-iga on seotud TechFin-id, st andmete vahendajad, kelle poolt kogutud andmeid kasutatakse finantsteenustele väärtusahela loomiseks (Zetsche, *et al.*, 2017, pp. 1, 9). IOSCO (2017, p. 4) defineerib FinTech-i läbi innovatiivsete ärimudelite ja arenevate tehnoloogiate, mis muudavad traditsioonilist finantsteenuste majandusharu. Erinevalt IOSCO-st on FSB (2017, pp. 8–9) FinTech-i maastiku jaotamisel aluseks võtnud finantsteenuste majandusliku funktsiooni (vt FinTech-i konseptsiooni lisa 3). IOSCO ja FSB FinTech-i käsitlused sarnased, arvestades FinTech-i innovatsiooni ja arenevate tehnoloogiate määratlusi, kuid FSB FinTech-i määratlus lähtuvalt finantsteenuste majanduslikust funktsioonist võib olla parem lähtealus FinTech-i, sh ühisrahastuse, konseptsiooni ning innovaatiliste ärimudelite selgitamiseks. Samas IOSCO ja FSB FinTech-i tõlgenduste vahel ei esine selliseid vastuolusid, mis takistaks neid kasutamaks koosmõjus ning teineteise täiendamise eesmärgil.

Ühisrahastuse konseptsioon on kompleksne ning varieerub erinevates ärimudelites (Jenik, *et al.*, 2017, p. 4). Ühisrahastus jaguneb finantstulu pakkuvaks ja finantstulu mittepakkuvaks ühisrahastuseks, millest viimane toimib heategevuslikul põhimõttel (Kirby & Worner, 2014, p. 9). Kuna lõputöö eesmärgi saavutamise üks alustest on selgitada FinTech ühisrahastuse ärimudeleid, siis on asjakohane lähtuda eelkõige Euroopa Komisjoni määratlusest. Euroopa Komisjon (2016, p. 33) on jaganud FinTech ühisrahastuse ärimudeleid vastavalt olemasolevate ühisrahastuse platvormide ärimudelitele järgmistesse kategooriatesse: investeringupõhine ühisrahastus (inglise keeles *investment-based crowdfunding*); laenu põhine ühisrahastus (inglise keeles *lending-based crowdfunding*); faktooringupõhine ühisrahastus (inglise keeles *invoice trading crowdfunding*); ühisrahastuse hübriidmudelid (inglise keeles *hybrid models of crowdfunding*).

Investeeringupõhine ühisrahastus on avanud võimaluse investeerida ettevõtetesse laiale investorite ringile, mis ei piirdu traditsiooniliste riskikapitalistide ega äriinglitega. Investeeringupõhine ühisrahastuse ärimudeli uudsus seisneb selles, et ühisrahastusse kaasatud ettevõteted on väiksemad kui need, kes on tüüpiliselt seotud esmase avaliku väärtpaberi pakkumisega (inglise keeles *initial public offering*, edaspidi IPO). (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 11) Investeeringupõhine ühisrahastuse ärimudel on välja kujunenud läbi erinevate finantseerimise mehhanismide, mis on vastavuses Euroopa Liidu liikmesriikide erinevate regulatiivsete nõuetega (European Commission, 2016, p. 32). Põhiosaalselt Euroopa Liidu tasandil kohalduvad õigusaktid võiks olla eelkõige Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivid 2003/71/EÜ (edaspidi Prospektidirektiiv) ja 2014/65/EL (edaspidi MiFID2) ning vastavalt Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004 ja Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 600/2014 (European Securities and Markets Authority, 2014, pp. 5, 13–14). ESMA (2014, pp. 4–5) on leidnud, et on võimalik ärimudelite struktureerimine Prospektidirektiivi ja MiFID2 nõuete kohaldamist vältides.

Investeeringupõhises ühisrahastuses on vähemalt kolm osapoolt: rahastuse taotleja, kes taotleb projektile rahastust; platvorm, kes tegutseb vahendajana rahastuse taotleja ja investori vahel; investor, kes on osa projekti investeerivast kogukonnast (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 6). Vähemalt üks osapool, tavaliselt rahastuse taotleja, peab väljastama finantsinstrumendi, kuid mitte alati väärtpaberi (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 6). Rahastuse taotleja on ettevõtte, tüüpiliselt idufirma (inglise keeles *start-up*) või SME (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 10; Jenik, *et al.*, 2017, p. 17), kes väljastab projekte toetavatele investoritele osalus- (osaluspõhine ühisrahastus, inglise keeles *equity-based crowdfunding*), võlakirja- (võlapõhine ühisrahastus, inglise keeles *debt-based crowdfunding*) või kasumipõhiseid (kasumipõhine ühisrahastus, inglise keeles *profit-based crowdfunding*) instrumente (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 6; European Banking Authority, 2015, p. 8; European Commission, 2016, p. 8). Projekti ulatus on tavaliselt suhteliselt väike, mistõttu alternatiivne rahastusallikas oleks pigem äriingel või pangalaen kui riskikapitalist või IPO (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 7). Kui rahastuse taotleja poolt projektile seatud investeeringu eesmärk saavutatakse, kinnitab platvorm kokkuleppe investorite ja rahastuse taotleja vahel ning võtab tasu kaasatud summalt või tulevaselt kasumilt (Jenik, *et al.*, 2017, p. 17). Investoril on õigus valida valida investeeriv projekt, investeerida väiksemaid summasid kui traditsioonilised äriinglid (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 7) ning võimalus teenida tulu dividendidelt, kasumilt või väärtpaberite müügil, kui ettevõtte tegutseb börsil (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 11).

Ärimudeleid eristatakse pigem eelnimetatud investeerimisobjektide alusel, kuid tunnustatud on ka üldisemad süsteemipõhised neli ärimudelit: klubi mudel; ühingu mudel; juht-investor mudel; koosinvesteeringu mudel (Jenik, *et al.*, 2017, p. 17) (vt investeeringupõhise ühisrahastuse ärimudelite süsteemipõhiseid kirjeldusi lisa 4).

Ettevõtte osalusse investeerimine toimub otseselt või kaudselt (European Commission, 2016, p. 32). Ettevõtte osalusse investeeritakse otseselt, kui rahastuse taotleja väljastatab finantsinstrumendi väärtpaberina ning investor investeerib projekti väärtpaberi ostuga või saades omandiõiguse, mida platvorm hoiab volitatud esindaja kontol. (European Securities and Markets Authority, 2014, pp. 6–7). Teisisõnu, kui investorid investeerivad ettevõtte osalusse ühisrahastuse platvormi kaudu, siis nad saavad otseselt hoida ettevõtte osalust ise või määratakse volitatud esindaja, kes kolmanda isikuna hoiab osaluse omandiõigust väärtpaberi tegelike kasusaajate, st investorite, nimel.

Kaudse investeerimise puhul investeeritakse läbi osaluse eraldiseisvas juriidilises isikus, mis omakorda investeerib ühisrahastuse projekti ning hoiab osaluse omandiõigust. Eraldiseisev juriidiline isik võib olla platvormis loodud eriotstarbeline vahendusüksus (inglise keeles *special purpose vehicle*, edaspidi SPV) või kollektiivne investeerimisskeem (*collective investment scheme*, edaspidi CIS). (European Commission, 2016, p. 32) Tõenäoliselt platvormid administreerivad SPV-d või CIS-e, mistõttu platvorm võib investeerida projekti koos investoritega. SPV, CIS või kolmas juriidiline isik väljastab väärtpaberi investorile, kes omandab projektis osaluse. Eraldiseisval juriidilisel isikul on väärtpaberid või muud huvid projektis ning vastav juriidiline üksus on tavaliselt seotud ühe projektiga. (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 7)

Võlapõhised instrumendid investeeringupõhises ühisrahastuses hõlmavad fikseeritud intressimääraga võlakirju, nt minivõlakirju või vahetusvõlakirju. Lepinguliste instrumentide, st kasumi või käibe, jagamisel põhinevas ühisrahastuses jagavad ettevõtted tulevikus saadavaid käibeid või kasumeid investoritega. Investorid ei omanda pikaajalist osalust ostetud väärtpaberitega ning tihti tegutsevad sellised ühisrahastuse ärimudelid läbi lepinguliste instrumentide, nt vaikiva seltsingu, mis ei ole väärtpaber äriühinguõiguse tähenduses. (European Commission, 2016, p. 32) Investoritel on lepinguliste instrumentide puhul oluline teada, mille alusel arvutatakse kasumi jagamine ning peab olema usaldusväärne mehhanism realiseeritud kasumi monitoorimiseks. Platvorm võib täita monitoorimise kohustust asjakohaste lepingute ja reeglite alusel. (European Commission, 2013, p. 5)

Sarnaselt investeringupõhisele ühisrahastusele esineb ka laenupõhises ühisrahastuses mitmeid vorme sõltuvalt erinevustest Euroopa Liidu liikmesriikide regulatiivsetes nõuetes (European Commission, 2016, p. 32). Platvormid erinevad teenuse osutamise iseloomu poolest, kuid tavapäraselt hõlmab pakutav teenus raha hoidmist, projekti hindamist, krediidireitingute andmist, maksete, sh tagasimaksete, korraldamist (European Banking Authority, 2015, p. 10) ning kredidivahendust (European Commission, 2016, p. 25). EBA (2015, pp. 24, 33–35) hinnangul platvormidele potentsiaalselt kohalduvad võiks olla Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivid 2013/36/EL, 2014/17/EL, (EL) 2015/2366, 2009/110/EÜ, (EL) 2015/849 ning 2008/48/EÜ (edaspidi tarbijakrediidi direktiiv), kuid on selgusetu nende kohaldatavuse ulatus. Sõltuvalt erinevatest jurisdiktsioonidest rahastatakse nii platvormi loodud iseseisva majandusüksuse poolt kogutud võlgasid, rahastuse taotleja laene, platvormi iseseisva majandusüksuse omakapitali ning väärtpaberilisi üksusi, kuid rahastus võib piirduda ainuüksi koondatud (inglise keeles *pooled*) investeringutega laenudesse (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 4). Tuginedes IOSCO (2017, p. 4) seisukohale regulatiivsest vaatenurgast, juhul kui platvormid ei paku ainuüksi bilansilist laenamist, on laenupõhised ühisrahastuse platvormid väärtpaberite või CIS-ide intresside emitendid ning sellest tulenevalt langevad ka väärtpaberite regulatsiooni raamidesse. Lõputöö kontekstis ei ole laenupõhise ühisrahastuse puhul tegemist väärtpaberite või muude finantsinstrumentide väljastamisega, mis on omased investeringupõhisele ühisrahastusele, mistõttu võib lähtuvalt IOSCO seisukohast kitsalt tõlgendada koondatud investeringutena või bilansilise laenamisena laenudesse.

Laenupõhine ühisrahastus võimaldab platvormide vahendusel koguda projektidele rahastust laenulepingu alusel (European Banking Authority, 2015, p. 8; European Commission, 2016, p. 8). Laenupõhises ühisrahastuses on vähemalt kolm osapoolt: rahastuse taotleja, kes taotleb projektile rahastust; platvorm, kes tegutseb vahendajana rahastuse taotleja ja investori vahel; investor, kes on osa projekti investeerivast kogukonnast. Rahastuse taotlejad kasutavad platvormi alternatiivina traditsioonilisele finantsturule, milles seisneb ka laenupõhise ühisrahastuse uudsus. (European Banking Authority, 2015, pp. 1, 8) Rahastuse taotlejad võivad olla nii tarbijad kui ka ettevõtted (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 20). Investorid, üksinda või koos teiste investoritega, pakuvad rahastust rahastuse taotlejate (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 4) platvormi vahendusel avalikustatud võlakohustustele seoses isikliku tarbega või äritegevusega (Jenik, *et al.*, 2017, p. 10). Investorid võivad olla nii füüsilised isikud kui ka professionaalsed investorid (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 17), milles täiendavalt seisneb laenupõhise

ühisrahastuse uudsus (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 4). Platvormid tegutsevad vahendajatena, võimaldades rahastuse taotlejatel taotleda enamasti tagamata laenu ning investoritel investeerida laenu ning saades vastutasuks finantstulu (European Commission, 2016, p. 25). Platvormiteenuste alla kuuluvad projekti hindamine, reitingute määramine, krediidi hindamine ja maksete, sh tagasimaksete, käitlemine (European Banking Authority, 2015, p. 10), mistõttu laenupõhine ühisrahastus hõlmab krediidivahendust, raha hoidmist ja võla kogumist (European Commission, 2016, p. 25).

Euroopa Komisjon (2016, pp. 32–33) on jaganud ärimudeli vastavalt kasutajagruppidele kaheks – tarbija- ja äri-laenu põhinevaks. Tarbijalaenu põhinevas ühisrahastuses laenavad füüsilised isikud, st C2C, või institutsioonid, st B2C, otseselt füüsilistele isikutele ning tavaliselt on tegemist tagamata laenudega. Äri-laenu põhinevas ühisrahastuses laenavad füüsilised, st C2B, või institutsioonid, st B2B, otseselt ettevõtetele ning laenud võivad olla tagatud või tagamata. Laenupõhise ühisrahastuse puhul eristatakse ärimudeleid pigem investeerimisobjektide ja kasutajate gruppide alusel, kuid tunnustatud on ka üldisemad süsteempõhised neli ärimudelit: traditsiooniline kasutajalt kasutajale (inglise keeles *peer-to-peer*) laenamise, st kliendikonto, mudel; notari mudel; garanteeritud tulu mudel; bilansilehe mudel (Kirby & Worner, 2014, pp. 17–19; European Commission, 2016, p. 33; Jenik, *et al.*, 2017, p. 12; Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, pp. 11–16) (vt laenupõhise ühisrahastuse ärimudelite süsteempõhiseid kirjeldusi lisa 5).

Euroopa Komisjoni jaotuse alusel on faktooringupõhine ühisrahastus eraldiseisev ärimudel (European Commission, 2016, p. 33), kuid CGFS ja FSB (2017, pp. 2, 10) tõlgenduse kohaselt on faktooringupõhine ühisrahastus laenupõhise ühisrahastuse alamkategoria. Faktooringupõhine ühisrahastuse ärimudel esindab arvete või nõuete rahastamisena, st faktooringuna, ebatüüpilist laenu ettevõtete krediidi kujul. Faktooringus müüvad ettevõtted arveid või nõudeid investoritele, pakkudes ettevõtetele likviidsust. Faktooringu platvormid osutavad paindlikumat teenust võrreldes traditsiooniliste faktooringu pakkujatega – platvormid automatiseerivad arvete töötlemist, ettevõtetele on seatud madalam minimaalne käibekünnis või faktooringu arvete nõue ning investorid saavad investeerida väiksemaid summasid. (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, pp. 6–7, 16) Ettevõtete tasumata arved või nõuded müüakse üksikult või kogumina investoritele platvormi kaudu. Tavaliselt investorid on institutsioonid ja varakad isikud ning intressimäärad kujunevad enampakkumiste käigus. (European Commission, 2016, p. 33)

Kokkuvõtvalt on saab järeldada, et FinTech ühisrahastus on ühisloome laiendatud konseptsioon, mida peetakse FinTech-i alamkateooriaks AltFi. FinTech ühisrahastus omandas globaalsed mõõtmel tehnoloogia innovatsiooni, st Web 2.0, ning 2008. aasta majanduskriisi tulemusel, pakkudes alternatiivseid rahastusallikaid traditsioonilistele finantsturu institutsioonidele või teistele professionaalidele. Ühisrahastuses rakendatakse ühisloomele omast kogukonna efektiivsust ja kollektiivset intelligentsi *online* turuplatsidel, st platvormidel, projektide kollektiivseks rahastamiseks. Platvormidel on esindatud vähemalt kolm osapoolt – platvorm, rahastuse taotlejad ja investorid. Platvormid on vahendaja rollis rahastuse taotlejate ja investorite vahelises kommunikatsioonis ja tehingutes. Ühisrahastus jaguneb finantstulu mittepakkuvaks ning finantstulu pakkuvaks ühisrahastuseks. Finantstulu mittepakkuvad ühisrahastuse ärimudelid tegutsevad ainuüksi heategevuslikul põhimõttel. FinTech ühisrahastuse platvormide ärimudelid jagunevad sõltuvalt investeerimise eesmärkidest, objektidest ja finantstulust kaheks: investeringupõhine, mis võimaldab investoril üksinda või kollektiivselt teiste investoritega investeerida rahastuse taotleja ettevõtte osalus-, võla- või lepingupõhisesse instrumentidesse ja kokkuleppe alusel saada finantstuluna osaluse, võlakirja või projekti kasumit; laenu põhine, mis võimaldab investoril üksinda või kollektiivselt teiste investoritega investeerida rahastuse taotleja projekti laenulepingu alusel ja kokkuleppe korral teenida finantstuluna intressi laenusummalt.

1.2. FinTech ühisrahastuse ajendid regulatiivses kontekstis

Ühisrahastuse idee seisneb erinevate isikute vahel sobivuse leidmises platvormi vahendusel eesmärgiga rahastada spetsiifilistesse projekte. Ühisrahastusel on potentsiaali muuta finantsteenuste turgu tehnoloogia ja kogukonna jõu kasutamise tõttu nii regulatiivses perspektiivis kui ka majanduslikes nõudluse ja pakkumuse tingimustes. Ühisrahastusel on märkimisväärseid kasutegureid seoses võimekusega pakkuda rahastusele ligipääsu isikutele, kes seda vajavad, ning isikutele, kes seda pakkuda saavad. Samas valitsevad ühisrahastuses ka riskid tervikuna kolmiksuhtele, mis võivad tuleneda regulatiivse keskkonna puudumisest või osapoolte kogemuste ja teadmiste ebavõrdsusest tehingute tegemisel.

FinTech ühisrahastuse konseptsiooni keskpunkt on platvorm, mis ühendab nõudluse pakkumusega (Jenik, *et al.*, 2017, p. 4). Platvormidele omane vahendustegevus võimaldab kahesuunalist kommunikatsiooni ja koostööd investorite ja rahastuse taotlejate vahel (European Securities and Markets Authority, 2014, pp. 7–8). Nõudluse pool koosneb rahastuse taotlejatest, kes võivad olla nii füüsilised isikud kui ka ettevõtted. Pakkumuse poolt esindavad investorid, kes võivad olla nii

füüsilised isikud, riskikapitalistid, ettevõtet kui ka finantsinstitutsioonid. Platvormi, rahastuse taotlejate ja investorite kõrval on teised osapooled või muud tegurid, sh makseteenuste pakkujad, tehnoloogiline infrastruktuur ja suurandmete analüüs, vajalikud ärimudelite toimimiseks. (Jenik, *et al.*, 2017, pp. 4–5) FinTech ühisrahastuse areng on hoogustunud nõudluse ja pakkumuse teguritega, millest olulisemaks võib pidada järgmisi positiivseid mõjureid: laiendatud ligipääs rahastusele; mitmekesine alternatiivne investeerimisvõimalus; tehnoloogilised kulu-eelised; turule orienteeritud süsteem; võrgustiku efektiivsus (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 12–15).

FinTech ühisrahastus on traditsioonilisele finantsturule alternatiiv, mis täidab pankade poolt tekitatud lõhe seoses piirangutega tagamata krediidi väljastamisele tarbija- ja äri-laenudele (Kirby & Worner, 2014, p. 21). Nõudluse poolest kujutab majanduskriisijärgne traditsioonilise laenuuru puudujääk ja AltFi väljakutset traditsioonilisele finantssüsteemile tulenevalt pankade ja teiste finantsteenuste pakkujate riskide juhtimise kaalutlustest (Savarese, 2015, p. 5). Laenuühisel ühisrahastusel on edendab ligipääsu krediidi taotlemise võimalusele (Kirby & Worner, 2014, p. 21; Jenik, *et al.*, 2017, p. 13) vähemsoodsate turusegmentidele, sh SME-d, idufirmad ja tarbijad, kellel on tavaliselt keerulisem taotleda rahastust traditsioonilisest finantsturust (Zhang, Baeck, Ziegler, Bone & Garvey, 2016, p. 21; International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 12, 14). Investeeringupõhine ühisrahastus pakub uut võimalust omakapitali rahastusele (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 14), mis on relevantne kõrge riskiprofiiliga alustavatele ettevõtetele (OECD, 2015, p. 8). Idufirmade ja SME-de rahastus on piirdunud pankade, riskikapitalistide ja äriinglitega, kuid investeeringupõhine ühisrahastus laiendab investeerimisvõimalusi ka teistele investorite gruppidele (Jenik, *et al.*, 2017, p. 18).

FinTech ühisrahastuse platvormid pakuvad suuremat tootlust investoritele, kui nad suunavad säästnud investeeringuteks ning aksepteerivad investeerimisega kaasnevaid riske (Jenik, *et al.*, 2017, p. 13). Kriisijärgne majanduskeskkond madalate intressimääradega on investoreid suunanud otsima alternatiivseid investeeringuid kõrgema tootlusega (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 12–13). Pakkumuse poolest on muutunud sotsiaalsed käitumismustrid – raha kontrollitakse säästmise ja investeerimisega ning eelistatakse traditsioonilises finantsturus hoiustamise asemel raha akumulereerimist investeerimisega projektidesse AltFi-s (Savarese, 2015, p. 6). Investorid saavad teenida tulu innovatiivsetelt äridelt, hajutades väikestes summades erinevates portfooliotes (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 15). Erinevates portfooliotes riskide hajutamine vähendab süstemaatilist riski, kuna väikestes summades hajutatud vara ei sõltu ainult ühest varaklassist (Kirby & Worner,

2014, pp. 21–22). Laenupõhine ühisrahastus pakub investoritele uut varaklassi tagamata võlgadena (Kirby & Worner, 2014, p. 21; Jenik, *et al.*, 2017, p. 13), kuna mitteprofessionaalsetel isikutel oli enne FinTech ühisrahastuse platvormide teket võimalus suunata säästud investeringuteks vaid CIS-ide kaudu (Jenik, *et al.*, 2017, p. 13). Professionaalsed investorid saavad kasutada FinTech ühisrahastuse platvormi investeerimisvõimaluste võrdluseks ning edukad projektid võivad kõita ka äriinglite ja riskikapitalistite huvi (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 15). Erinevalt laenupõhisest on investeringupõhises ühisrahastuses investoritel võimalus mitmekordistada tulu, kui nad panustavad potentsiaalse turuliidri projekti (Jenik, *et al.*, 2017, p. 18). Platvormipidaja teenib tulu tehingu osapoolte teenustasudelt (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 11), sh konto seadistamise, projekti avaldamise, rahastuse taotlejate tagasimakse või krediitvõimekuse hindamisega (Kirby & Worner, 2014, p. 17).

FinTech ühisrahastuse platvormid tegutsevad avatud turule orienteeritud süsteemis, milles otsustatakse, kas isikud peavad saama rahastust või mitte (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 14). FinTech ühisrahastus pakub turupõhiselt madalate kuludega alternatiivi säästude suunamiseks reaalmajandusse, mis omakorda hoogustab majanduskasvu. Investorid saavad jagada kapitali neile, kes seda vajavad, saades vastutasuks ka tulu madalamate kulude eest võrreldes traditsioonilise finantsturuga. (Kirby & Worner, 2014, p. 21) Platvormipidaja pakub vahendustegevuses mehhanisme nii rahastuse taotlejate projektidele investorite kui ka investoritele projektide sobivuse leidmiseks madalate kuludega (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 7). Vähendatud on tehnoloogilised kulud, kuna interneti liides loob investorite ja rahastuse taotlejate kohtumispäiga ning algoritmid võimaldavad projektidega seotud protsesside automatiseerimist ja valikute mitmekesistamist (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 12–13). Laenupõhine ühisrahastus on pankadega võrreldes odavam peamiselt tehnoloogia ja andmete võimenduse ning administreerimisega seotud kulude arvelt, mistõttu saavad platvormid toimida ka madalate tulu marginaalidega (Milne & Parboteeah, 2016, p. 1). Laenupõhine ühisrahastus võimaldab projektide esitamist sõltumata pankadele omasest füüsilisest kohalolekust, kuna platvormid kasutavad algoritme krediitvõimekuse hindamiseks ja taotluse töötlemiseks (Kirby & Worner, 2014, p. 22; Jenik, *et al.*, 2017, p. 14). Investeringupõhise ühisrahastuse vahendusel saavad ettevõtjad suurendada omakapitali ilma protseduurideta ja kuludeta, mis oleks seotud IPO prospekti ettevalmistamisega (OECD, 2015, pp. 8, 43). Platvormide madalate infrastruktuuri- ja administreerimiskulude arvelt väheneb rahastuse taotleja kulu ning suureneb investori tulu. Seega

rahastuse kaasamine AltFi kaudu on taskukohasem, kättesaadavam ja kulu-efektiivsem võimalus nii investoritele kui ka rahastuse taotlejatele (Kirby & Worner, 2014, pp. 21–22).

FinTech ühisrahastuse platvormid loovad tugeva võrgustiku efekti, milles platvormide väärtus tõuseb projektide ja investorite hulga suurenemisega. Võrgustiku efekt seisneb selles, et platvormid arendavad finantssektorit, loovad võrgustiku kasutajate väärtusahela seoses uute ideede ja projektide omandamise ja vastuvõtmisega, võimaldavad suurandmete võimendamisel reaalsajas jagamist, läbipaistvust ja kommunikatsiooni kiirelt ning kulu-efektiivselt. (Terry, *et al.*, 2015, pp. 7–10) Investorid ja rahastuse taotlejad jagavad samu huve ja riske seoses projekti õnnestumisega ning edukas projekt peegeldab turul potentsiaalsete tarbijate nõudlust ning ajendab täiendavaid investeeringuid (Jenik, *et al.*, 2017, pp. 18–19). Ühisrahastus innustab kasvava konkurentsi tingimustes traditsioonilisi turuosalisi olema avatud uuendustele, vähendama kulusid ning tõstma efektiivsust seoses krediitvõimelisuse hindamisega ja lepingute sõlmimisega (Kirby & Worner, 2014, p. 22). Lisaks soodustab platvorm investoritelt rahastuse taotlejatele intellektuaalse sisendi andmist hinnangute ja kogemuste kujul (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 15). Informatsiooni paljususes saab langetada paremaid kollektiivseid otsuseid (vt Surowieck, 2006, p 277). Platvormiteenused (vt European Commission, 2016, p. 25) ja tehnoloogia vähendavad dokumentatsiooni hulka, lihtsustavad rahastuse taotlejate ja investorite tehingute protsessi (Jenik, *et al.*, 2017, p. 14) ning mugavdavad projektide turundamist (Kirby & Worner, 2014, p. 22). FinTech ühisrahastuse platvormid võivad olla ka traditsioonilise finantsturu suhtes innovatsiooni ajendiks (European Commission, 2016, pp. 12, 31).

Eeltoodule tuginedes on FinTech ühisrahastusel mitmeid positiivseid mõjureid seoses laiendatud ligipääsuga rahastusele, mitmekesise alternatiivse investeerimisvõimalusega, tehnoloogiliste kulu-eelistega, turule orienteeritud süsteemiga ning võrgustiku efektiga. Samas valitsevad riskid kolmiksuhtele, kuivõrd platvorm võib olla ainus professionaalne osapool rahastuse kaasamise tehingutes ning investor ja rahastuse taotleja on võrdlemisi nõrgemad ja kogenematud osapooled (Jenik, *et al.*, 2017, p. vii). Euroopa Komisjoni (2013, pp. 7–8; 2016, p. 16) ja IOSCO (pp. 9, 31–34, 72–73) tõlgenduste kohaselt valitsevad FinTech ühisrahastuses riskid, mis seisnevad investorkaitses ning ausas, läbipaistvas ja efektiivses turus, sh küberturvalisuses ning kolmiksuhte osapoolte informeerituses. Euroopa Komisjoni (2013, p. 8; 2016, p. 16), ESMA (2014, pp. 29–31) ja EBA (2015, p. 13) hinnangul on riskid üldiselt seotud investeerimisobjektidega, sh finantsinstrumentide ja laenudega, ning platvormi vahendustegevusega, sh raha käitlemisega ja informatsiooni esitlemisega (vt FinTech ühisrahastuse riskide loetelu lisa 6).

FinTech ühisrahastuse platvormidel kannavad investorid investeerimisel riski, et nad kaotavad osa või kogu investeeritud raha või ei teeni oodatud tulu (European Commission, 2016, p. 16). Hinnanguliselt 50–90% idufirmadest ebaõnnestub investeringupõhises ühisrahastuses. Erinevalt arenenud ettevõtetest, millel on jälgitav tulu ja sissetulekute dokumentatsioon, sõltub idufirmade kapital uue toote või teenuse arengust, mida ei pruugi leida turult. Kuna investeringupõhise ühisrahastuse investeringud on tavapärasest pikaajalisemad, siis on ka kõrgem projektide ebaõnnestumise risk ning sellest tulenevalt ka investori investeringu kaotamise tõenäosus. (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 17) Laenupõhises ühisrahastuses ei pruugi rahastuse taotleja ei pruugi täita kohust tagastada laenu õigeaegselt (Kirby & Worner, 2014, p. 23) või teha tagasimakseid ning investor võib kaotada kogu investeringu (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 17). Hinnanguliselt 0,2–7% rahastuse taotlejatest ei täida investoritele tagasimakse kohustust, olenemata kehtestatud reeglite minimaalsele krediitdiskokoorile. Kui tegemist on tagamata kodu- või äri-laenudega, ei ole investoritel õigust rahastuse taotleja varale kohustuste täitmata jätmise korral. (Kirby & Worner, 2014, pp. 23–24) Platvormid ei ole läbinud terviklikku majanduslikku tsüklit laienemisel ja lepingute sõlmimisel ning tsükliliselt kohandatud protsendid ei ole kättesaadavad, mistõttu keskmised protsendid võivad olla kõrgemad kui prognoositud (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 17).

Likviidsusrisk seisneb selles, et enamikul platvormidest puudub investeringute järelturg. Investorid investeerivad kõrge riskiprofiiliga ettevõttesse või laenudesse lootuses saada investeringult suurt tulu, kuid võivad kaotada kogu investeringu. Investeringupõhises ühisrahastuses ostetud väärtpaberitel on limiteeritud järelturu likviidsus. (Kirby & Worner, 2014, p. 27) Idufirmad ja SME-d ei pruugi sobitada IPO nõuetega, mis piirab investoritel investeringust väljumist. Mõned laenupõhised ühisrahastuse platvormid lubavad investoritel müüa laenuga seotud investeringuid enne laenu on täielikku tagastamist, kuid investori võimekus laenu müüa sõltub teiste investorite huvist laenu osta. Investoritel on keeruline laenu müüa, kui rahastuse taotlejal esineb korduvaid maksehäireid. Platvormid saavad ka peatada laenu müügi, et kaitsta teisi investoreid investeerimast riskantsesse laenu. (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 17–18) Samas ei ole likviidsusrisk süsteemaatiline risk (Kirby & Worner, 2014, p. 28).

Investorid saavad maandada investeringu või tulu kaotamise riske porföölio hajutamise (Kirby & Worner, 2014, p. 25), kuid mitte kõik platvormid ei avalda selget ega võrreldavat andmekogumit projektist või portfööliost (Kirby & Worner, 2014, p. 27; International Organization of Securities

Commissions, 2017, pp. 16–17). Investeeringupõhises ühisrahastuses esitatud projektidest või rahastuse taotleja finantsseisundist võib puududa läbipaistev, standardne ja detailne ülevaade, mis toetab investoreid teadlike otsuste langetamisel (Kirby & Worner, 2014, p. 27). Samas mittedetailne ja ebastandardne avalikustamine ei pruugi olla investorile eksitav, kuna avaldatud informatsiooni adekvaatsus sõltub rahastuse taotlejast (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 16). Laenupõhise ühisrahastuse turu anonüümsest olemusest tulenevalt puudub investoril rahastuse taotlejaga seotud tugev informatsioon ning saadaval on vaid pehme informatsioon (Freedman & Jin, 2009, p. 1). Ainus tugev informatsioon on platvormi poolt rahastuse taotlejale antud hinnangud (Kirby & Worner, 2014, p. 27), mistõttu investor lähtub investeerimisel kontrollimata pehmest informatsioonist (Herzenstein, Sonenshein & Dholakia, 2011, p. 2). Kui investor soovib teenida investeeringult reklaamitud tulu, siis nõuab see pidevat valvsust. Informatsiooni assümmetriast tulenevaid riske saab maandada, kui kasutatakse standardset aruandlust läbipaistava ja tugeva informatsiooni avaldamisel. Samas investorid peavad teostama *due diligence*-i pettuse riski maandamiseks ning hea ja halva investeeringu eristamiseks, arvestades seejuures platvormis kasutatavaid krediidiriski mudeleid, mitte tuginema ainuüksi platvormipidaja poolt teostatud riskide hindamisele. (Kirby & Worner, 2014, p. 27)

Platvormide maksejõuetuse risk esineb juhul, kui platvorm ajutiselt või jäädavalt sulgetakse. FinTech ühisrahastuse investeeringutel võib olla kõrgem tootlikkus kui pankate poolt pakutavatel kogumiskontodel, aga samuti ka kõrgem risk. Investeeringutele ei kehti regulatiivsed kaitsemeetmed, nt panga hoiuste tagatised või investori kaitse skeemid. Kui rahastuse taotleja ei täida kohustusi või platvorm muutub maksejõuetuks, kannab investor riski kaotada osaliselt või kogu investeeringu. (European Commission, 2016, p. 25) Platvormi sulgemine seab investori portfooliole riski, et laenu ei tagastata vahendaja ja tagasimaksete koguja puudumise tõttu (Kirby & Worner, 2014, p. 25). Kõrgeim risk on potentsiaalne platvormi sulgemine kelmuse tõttu, mis on esinenud 57% kordadest (Zhang, *et al.*, 2016, p. 7). Platvormi sulgemise ja kelmuse põhjustajad võivad olla nii rahastuse taotlejad (nt Moore & Moules, 2011) kui ka platvormipidajad (nt Alois, 2016). Mõned platvormid tegutsevad ülepiirilisel, jagades laenusid ja finantsinstrumente investoritele erinevates jurisdiktsioonides. Ülepiirilise tegevuse puhul on ebaselge, mis seadus kohaldub investorite kaitseks, kui platvorm või rahastuse taotleja ei täida kohustusi või kuulutatakse välja pankrot. (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 16) Platvormid saavad platvormi sulgemise korral investorite kaitseks hüvitusfondidele alternatiivina kasutada kliendikonto mudelit, mille puhul võib kehtivad kohustused üle võtta teine konto valitseja (Kirby & Worner, 2014, p. 26). Korrektnete krediidiriski juhtimine ja raha käitlemine on olulised

platvormi jätkusuutlikusele pikas perspektiivis, sh investorite ja rahastuse taotlejate kaitseks (European Commission, 2016, pp. 25–26).

FinTech ühisrahastuse platvorm olemuslikult ühendab tarbijad teiste tarbijatega, st investorid rahastuse taotlejatega, mis loob regulatiivse väljakutse ning nõuab raamistikku platvormiteenuse kasutajate kaitseks (Jenik, *et al.*, 2017, p. vii). Mitmed eelpool kirjeldatud riskid investoritele ja rahastuse taotlejatele kujutavad endast riske ausale, läbipaistvale ja efektiivsele turule (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 18), kuid ei ole tuvastatud süstemaatilist riski võrdlemisi väiksele sektorile ega puudusi seotuses globaalse finantsturuga (Kirby & Worner, 2014, p. 6). Positiivsete mõjurite edendamine ja riskide maandamine tuleb tagada asjakohaste kaistemeetmetega (European Commission, 2016, pp. 15–16). Platvormipidajad võivad väita, et neile ei kehti reguleeritiivsed nõuded ning nad pakuvad vaid dokumentide vormistamise, informatiivset ja sobitamise teenust. Seevastu enamjaolt platvorm ja sellel avaldatavad pakkumused on laildaselt kättesaadavad, teenuse kasutajad saavad kasutada töövahendeid ning platvormipidaja saab tasu platvormiteenuste eest, mistõttu võib platvorm olla siiski vaadeldav reguleeritud tegevusena. (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 15–16)

FinTech ühisrahastuse definitsioonid ja regulatiivsed piirid, mille tulemusena kujuneb ka investorkaitse ja valitsevate riskide maandamine, varieeruvad jurisdiktsioonides (vt FinTech ühisrahastusele kohalduv regulatsioon erinevates jurisdiktsioonides lisa 7). Informatsiooni assümmeetriaga seotud riske maandada regulatsiooniga, kuid regulatsioon võib suurendada investorite kogematusse riski tajutava usaldusvääruse ja turvalisuse tõttu. Regulatsiooni korral võivad investorid tunnetada turu piisavat turvalisust ning välistada omapoolse *due diligence*-i investeerimisel. (Kirby & Worner, 2014, p. 27)

Kokkuvõtvalt saab järeldada, et FinTech ühisrahastuses ühendab platvorm nõudluse pakkumusega, st rahastuse taotlejad investoritega, mille majanduslikus ja regulatiivses vaatenurkades esineb mitmeid positiivseid mõjureid ning riske. Positiivsed mõjurid on majanduskriisijärgne ligipääs alternatiivsele võrdlemisi kulu-efektiivse ja kõrge tootlusega rahastusele, säästude suunamine reaalmajandusse, avatud turule orienteeritud süsteem ning võrgustiku efekt. Riskid on üldiselt seotud investorkaitse ning ausa, läbipaistva ja efektiivse turuga. Investorid kannavad investeerimisel riski, et nad kaotavad investeeringu, ei teeni oodatud tulu või on kogematused. Tulu kaotamise riski on võimalik maandada, hajutades portfoolioid või teostades iseseisvalt *due diligence*-i pettuse vältimiseks. Samas enamjaolt ei ole investeeringud likviidsed, investeeringutel puudub järelturg ning informatsiooni assümmeetrias pole avaldatud standardset või detailset informatsiooni projektidest. Platvormid on olulisel määral sõltuvad

interneti anonüümsusest, mistõttu tõusetub pettuse risk. FinTech ühisrahastuse positiivsetest mõjuritest ja valitsevatest riskidest on ajendatud FinTech ühisrahastuse diskussioon regulatiivses kontekstis. FinTech ühisrahastusele kohalduvad regulatsioonid varieeruvad erinevates jurisdiktsioonides, langedes kas olemasolevatesse väärtpaberituru ja panganduse; olemasolevate muudetud ja selgitatud; või *ad hoc* regulatsioonide kohaldamisalasse. FinTech ühisrahastus on seadusandjate ja järelevalveasutuste tähelepanu all, kuna puudub ühene lähenemine FinTech ühisrahastuse platvormidele ning kohalduvatele regulatsioonidele. FinTech ühisrahastuse reguleerimisel peetakse oluliseks lähtekohaks arvestada erinevaid ärimudeleid, finantsstabiilsust ning ausat, läbipaistvat ja arenevat turgu.

2. FINTECH ÜHISRAHASTUS EESTI ÕIGUSES

2.1. FinTech ühisrahastuse platvormid VPTS ja KAVS tähenduses

Eelmises peatükis selgus, et FinTech ühisrahastuse regulatiivses kontekstis on oluline arvestada erinevate ärimudelitega, positiivsete mõjuritega ning valitsevate riskidega. FinTech ühisrahastuse platvormidel esinevas kolmiksuhtes võib olla platvorm ainus professionaalne osapool, kes vahendab investorite ja rahastuse taotlejate vahelisi tehinguid ja loob vastava *online* keskkonna teenuse kasutajate vahel sobivuste loomiseks. Regulatsioon maandab valitsevaid riske ning kindlustab efektiivse, ausa ja läbipaistva turu. Finantsinspeksioon tegi 2016. aastal ettepaneku ühisrahastusettevõtete tegevuse reguleerimiseks, et kaitsta investoreid ja seada õiguskindlus (vt Finantsinspeksioon, 2016, lk 1–2). Seni veel ei ole FinTech ühisrahastusele kohalduvat ühest õigusakti vastu võetud.

Investeeringupõhine ühisrahastus võib praktikas langeda väärtpaberituru regulatsiooni kohaldamisalasse. Eestis on Prospektidirektiiv ja MiFID2 siseriiklikult üle võetud VPTS-is. ESMA seisukohale (vt European Securities and Markets Authority, 2014, pp. 5–6) tuginedes sarnaselt Euroopa Liidu õigusaktidele on võimalik ka Eestis vältida VPTS-i regulatsiooni kohaldamist investeeringupõhisele ühisrahastusele. Lähtuvalt esimesest uurimisküsimusest on oluline esiteks selgitada, millistel eeldustel saab investeeringupõhises ühisrahastuses investeerimisobjekte, st rahastuse taotleja poolt väljastatavaid finantsinstrumente, käsitada väärtpaberitena VPTS-i tähenduses. Teiseks on vajalik kirjeldada, millistel eeldustel saab investeeringupõhiseid ühisrahastuse platvorme käsitada väärtpaberituruna VPTS-i tähenduses.

VPTS reguleerib väärtpaberite avalikku pakkumist ja nende reguleeritud väärtpaberiturul kauplemisele võtmist, investeerimisühingute tegevust, investeerimisteenuste osutamist, aruandlusteenuse osutamist, reguleeritud väärtpaberiturgude ja väärtpaberiarveldussüsteemide toimimist, järelevalve teostamist väärtpaberituru ja selle osaliste üle ning nende vastutust. VPTS-i § 2 lg 1 tähenduses on väärtpaber vähemalt ühepoolse tahteavalduse alusel, ka selle kohta dokumenti väljastamata, üleantav varaline õigus või kohustus või leping, mis on loetletud VPTS-i § 2 lg 1 punktides 1–7. (Väärtpaberituru seadus¹, 2001) Väärtpaberi legaaldefiniitsioonist nähtub, et tegemist on laia määratlusega, kuid grammatilisest tõlgendusest saab järeldada, et väärtpaberi keskne omadus on üleantavus. Üleantavuse mõistet VPTS ei sisusta, kuid VPTS-i § 1 kohaselt kuulub VPTS-i kohaldamisalasse väärtpaberite avalik pakkumine ja reguleeritud turul kauplemisele võtmine. Seega VPTS-i § 1 alusel peab väärtpaber olema avalikult pakutav ja reguleeritud väärtpaberiturul kaubeldav.

Väärtpaberite pakkumine on avalik (vt VPTS § 11), kui seda ei loeta mitteavalikuks (vt VPTS § 12 lg 2) (Väärtpaberituru seadus¹, 2001). Väärtpaberite avalikkusele pakkumist reguleerib Prospektidirektiiv, mille art 2(1)(d) kohaselt väärtpaberite pakkumine üldsusele on isikutele suunatud mis tahes vormis ja vahenditega pakkumistingimustega ja pakutavate väärtpaberiga seonduv teade, millest lähtuvalt investor saab otsustada väärtpaberite ostmise või märkimise üle, sh finantsvahendajate kaudu väärtpaberitele suunatud pakkumine (Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ). Teoreetiliselt kohaldub Prospektidirektiiv investeringupõhistel ühisrahastuse platvormidel rahastuse taotlejate, st emitentide, projektidest pakutavatele väärtpaberitele, kuid need peavad vastama MiFID2-s võõrandatavate väärtpaberite tunnustele (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 13). MiFID2 art 4(1)(44) tähenduses on vabalt võõrandatavad väärtpaberid need väärtpaberid, mis on kapitaliturul kaubeldavad. Euroopa Komisjon (2008, p. 45) on märkinud, et MiFID-i vabalt võõrandatavate väärtpaberite loetelu ei ole ammendav ning VPTS-i väärtpaberi legaaldefiniitsiooni allika MiFID2 vastavates sätetes mõiste “kapitaliturg” tähendus on laiaulatuslik ning see hõlmab väärtpaberite ostu- ja müügihuvide kohtumist kõigis kontekstides. Väärtpaberite kaubeldavust iseloomustab nende võimekus olla kaubeldav reguleeritud turul või alternatiivturul, kuid vastasel juhul ei ole tegemist kaubeldavate väärtpaberitega (European Commission, 2008, p. 46).

Investeringupõhise ühisrahastuse investeerimisobjektide, st finantsinstrumentide, liigitamisel väärtpaberiteks VPTS-i alusel on lai tõlgendamisruum. Samas on oluline selgitada väärtpaberite üleantavuse, st vabalt võõrandatavuse, kriteeriumi, mis seisneb väärtpaberi kaubeldavuses kapitaliturul, st väärtpaberiturul. Väärtpaberituru eesmärk lähtub eelkõige investorkaitsest, kuid on oluline tagada ka investorite usaldus, turgude läbipaistvus ja konkurents finantsinstrumentide toimimise reeglitega (Rudi, 2017, lk 1). Investeringupõhise ühisrahastuse platvormidele on omased väärtpaberituru eesmärgid (vt väärtpaberituru põhilisi eesmärke lisa 8) ning mille vastu eksimisega kaasnevad investorkaitse või süsteemsed riskid. Kuivõrd investeringupõhises ühisrahastuses on väärtpaberiturule omased eesmärgid, on siiski kaheldav, kas investeringupõhised ühisrahastuse platvorme saab käsitada väärtpaberiturgudena. Vastavalt VPTS-i § 4 on väärtpaberituru osalised emitent, pakkuja, investor, klient ja väärtpaberituru kutseline osaline (Väärtpaberituru seadus¹, 2001). Eelduslikult investeringupõhise ühisrahastuse konteksti ülekantuna juriidilisest isikust rahastuse taotleja, st emitent (vt VPTS § 5), väljastab väärtpaberi investorile (vt VPTS § 6), kasutades platvormi, st väärtpaberituru kutselist osalist (vt VPTS § 7).

VPTS-i § 3 sätestab väärtpaberituru mõiste, mis varasemalt kandis nimetust “reguleeritud väärtpaberi turg”, kuid peale seaduse muudatust omandas laiem mõiste “kauplemiskoht”. Kauplemiskoht on reguleeritud väärtpaberiturg, MTF ja OTF. (Väärtpaberituru seadus¹, 2001) Termin “kauplemiskoht” on koondnimetus mitmepoolsetele süsteemidele, milles on loodud võimalused kolmandate isikute omandamis- ja võõrandamishuvide kokku viimiseks. Kauplemiskoht koondab väärtpaberiga seotud infovahetuse süsteemi, kus on tagatud tehnilised võimalused ja likviidsus tehinguteks. Kauplemiskoht ei tähenda kitsalt füüsilise kogunemis- ja kauplemiskohana turgu, tuntud kui börs, vaid mitmepoolset süsteemi infotehnoloogilise platvormina koos selleks välja töötatud reeglitega või ilma platvormita reeglite kogumina. (Rudi, 2017, lk 14–15) Seega kauplemiskoha defineerimisel kasutatav termin “süsteem” hõlmab nii selliseid turge, mis koosnevad reeglistikust ja kauplemisplatvormist, kui ka neid, mis tegutsevad üksnes reeglistiku alusel (Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 600/2014).

Mitmepoolne süsteem võimaldab süsteemis viia kokku mitme kolmanda isiku omandamis- ja võõrandamishuvid seoses finantsinstrumendiga (Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL). Omandamis- ja võõrandamishuve tuleb mõista laias tähenduses, hõlmates korraldusi, hinnapakumisi, huviväljendusi ja tulemusena lepingut (Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 600/2014). Kolmandate isikute kauplemishuvide organiseeritud kokkuviiimine võib toimuda ainuüksi VPTS-i § 3 määratletud kauplemiskohas (Rudi, 2017, lk 16), et tagada kauplemiseelne ja -järgne läbipaistvus igat liiki kauplemiskohtade ning kõigi kaubeldavate finantsinstrumentide suhtes (Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 600/2014). VPTS-i raames kauplemiskohtade korraldamisel tuleb lähtuda VPTS-i 14.–18. peatükkides või 3. osas ja 18¹. peatükis sätestatust (Väärtpaberituru seadus¹, 2001). Samas välistatakse kauplemiskohtade regulatsioonile allutamist süsteemid, milles ei toimu tegelikku kauplemise korraldamist ega tehingute sõlmimist, nt potentsiaalsete omandamis- ja võõrandamishuvide teadetetahvlid vastavate huvide koondamiseks (Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 600/2014). ESMA (2014, p. 18) on leidnud, et investeringupõhised ühisrahastuse platvormid osutavad korralduste täitmise teenust kasutajate nimel ning platvormide tegevust saab potentsiaalselt käsitada kauplemiskohale omasena.

Laenupõhises ühisrahastuses on platvormid tavapäraselt kredidivahendaja rollis ning praktikas on levinud platvormide ärimudelite kvalifitseerimine panganduse, mittepanganduse ja kredidivahenduse regulatsioonide kohaldamisalasse. Eestis reguleerib KAVS krediidi andmist ja vahendamist. Lähtuvalt uurimisküsimusest on vajalik esiteks selgitada, millistel eeldustel saab laenupõhiseid ühisrahastuse platvorme kredidivahendajatena KAVS-i ja täiendavalt VÕS-i

tähenduses, arvestades platvormi tüüpilist omadust olla vahendaja rollis. Teiseks on oluline määratleda, millistel eeldustel saab laenu põhise ühisrahastuse investeerimisobjekte, st investorite poolt rahastatavaid laene, käsitada krediidina.

KAVS kehtestab nõuded krediidiandjate ja -vahendajate vastutusele ning tegevusele (Krediidiandjate ja -vahendajate seadus¹, 2015). KAVS-i nõuete eesmärk on muu hulgas ühtlustada kehtivaid nõudeid finantsturul tegutsevate ettevõtjatele, eelkõige mittepankadest krediidiandjate ja -vahendajatele, kes annavad krediiti eraisikutele, st tarbijatele (Aben, Siibak, Auväärt & Kuusler, 2015, lk 1). KAVS-i § 2 lg 1 kohaselt kohalduvad seadus krediidiandjale ja -vahendajale, kes oma majandus- või kutsetegevuse raames annab või vahendab Eestis tarbijale krediiti. KAVS-i § 2 lg 2 alusel kohalduvad krediidivahendaja sätted ka isikule, kes oma majandus- või kutsetegevuse raames vahendavad tarbijale krediiti, mida annab isik, kes ei tegutse majandus- või kutsetegevuses ja ei ole krediidiandja. (Krediidiandjate ja -vahendajate seadus¹, 2015) Täiendavalt tarbijakrediidi direktiivi art 3(f) alusel on krediidivahendaja füüsiline või juriidiline isik, kes rahalise tasu või muu kokkulepitud majandusliku kasu eest esitleb või pakub tarbijatele krediidilepinguid, abistab tarbijaid krediidilepingutega seotud ettevalmistavat tööd tehes või sõlmib tarbijatega krediidilepinguid krediidiandja nimel (Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/48/EÜ).

Krediidi vahendamine KAVS-i § 4 tähenduses on tarbijale krediidi andmise vahendamine, krediidilepingu sõlmimise võimalusele osutamine ja abistamine ning krediidiandja huvides iseseisvalt ja püsivalt vahendada või sõlmida lepinguid tema nimel ja arvel (Krediidiandjate ja -vahendajate seadus¹, 2015). VÕS-i § 401¹ kohaselt saavad krediidivahendaja kohustused seoses krediidi vahendamisega tuleneda krediidivahenduslepingust (Võlaõigusseadus¹, 2001). Krediidivahenduslepingu sisu on krediidivahendaja vahendustegevuse tulemusena krediidi- või tarbijakrediidilepingu sõlmimine krediidivahendaja poolt osutatud või vahendatud krediidiandja ja tarbijast krediidivõtja vahel (Käerdi, 2007, lk 406). Laenu põhise ühisrahastuse konteksti ülekantuna on platvormileping tingimuslikult samaväärne krediidivahenduslepinguga. Lähtudes KAVS-i ja tarbijakrediidi direktiivis sätestatud krediidivahendaja tegevuse iseloomust, ei ole välistatud laenu põhise ühisrahastuse platvormide kvalifitseerimine krediidivahendajatena. Samas on laenu põhise ühisrahastuse platvormidele KAVS-i krediidivahendaja sätete kohaldamisel oluline eelkõige tõlgendada, kes on tarbija ning mis on majandus- ja kutsetegevus ja krediidileping.

Laenu põhises ühisrahastuses on platvormi vahendusel levinud laenu andmine laenulepingu alusel mitmete füüsiliste ja juriidiliste isikute poolt – tüüpilises ärimudelil sõlmitakse laenuleping

investorite ja laenuvõtja vahel, platvorm on seejuures vahendaja, sh informatsiooni koguja ning lepingute ettevalmistaja ja osapooltele saatja, rollis. Platvormi vahendusel sõlmitavas laenulepingus võib olla üks või mitu ühisevõlausaldajat (Aben, *et al.*, 2015, lk 11). Laenuühisevõlausaldajate vahel sõlmitav põhileping kvalifitseerub laenulepinguks VÕS-i § 396 lg 1 tähenduses. Praktikas on tunnustatud laenu käsitlemine krediitina ning sellest tulenevalt ka põhjendatud investorite ja rahastuse taotleja vahelise põhilepingu kvalifitseerimine krediitilepinguks VÕS-i § 401 alusel, kuivõrd krediitilepingu sisu, tunnused ja kohustused on samased nagu laenulepingul (Käerdi, 2007, lk 382, 401). Erinevalt laenulepingust on krediitileping VÕS-i § 401 lg 1 alusel üksnes krediteerimisele suunatud tasuline leping (Võlaõigusseadus¹, 2001; Käerdi, 2007, lk 401).

KAVS-i tähenduses on platvormi kaudu antav laen käsitletav krediitina ning vastav põhileping VÕS-i § 402 alusel tarbijakrediitileping, tagamaks platvormi kaudu antava laenu, selle lepingu ja tarbijate võrdse kaitse, sõltumata krediiti andvate isikute tegevusest (Aben, *et al.*, 2015, lk 12). Tarbijakrediitileping on VÕS-i § 402 lg 1 kohaselt krediitileping, mille pooled on majandus- või kutsetegevuses tegutsev krediidiandja ning tarbijast krediitivõtja (Võlaõigusseadus¹, 2001). Krediidiandja võib olla majandus- või kutsetegevuses krediiti pakkuv füüsiline või juriidiline isik (Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/48/EÜ), kuid tema poolt antav krediit peab olema seotud majandus- või kutsetegevusega (Käerdi, 2007, lk 405). VÕS-i § 1 lg 6 alusel on iseseisva majandus- või kutsetegevuse läbiviimisega seonduva tehingu tegija seaduse mõistes ettevõtja (Võlaõigusseadus¹, 2001). Majandus- või kutsetegevuse subjekt võib olla nii füüsiline kui juriidiline isik, kelle omadus on tegutseda turul plaanipäraselt, et saavutada majanduslikke eesmärgi. Iseseisev majandus- või kutsetegevus võib olla ka isiku kõrvaltegevus, kuid ühekordne tegevus ja tulu saamine ei tohiks tähendada majandustegevust (vt füüsilise isiku majandus- ja kutsetegevuses tegutsemise kriteeriume laenu andmisel lisa 9). (Kull, 2016, lk 10)

Tarbijakrediitilepingu säte seab tingimused, et krediitivõtja peab olema VÕS-i § 1 lg 5 tähenduses tarbija, st füüsiline isik, (Võlaõigusseadus¹, 2001) ning krediidi võtmine ei tohi seonduva selle isiku iseseisva majandus- või kutsetegevusega (Käerdi, 2007, lk 405). Samas kohaldatakse tarbijakrediidi sätteid erandina ka füüsilise isiku poolt sõlmitud lepingule ja tarbijakrediidile juhul, kui võetakse iseseisva majandus- või kutsetegevuse alustamiseks krediiti kuni 50 000 euro väärtuses (Võlaõigusseadus¹, 2001; Käerdi, 2007, lk 407). Kui tarbijale vahendab krediiti platvorm, ei pruugi krediidiandjad olla VÕS-i tähenduses majandus- või kutsetegevuses tegutsevad isikud, vaid nende tegevus võib piirduda ühekordse investeeringuga. Sellisel juhul on lubatud tarbijale krediidi andmine vaid läbi tegevusloaga platvormi, kes vastutab tarbija ees krediidi andmisega

tegevusnõuete, sh lepingute sõlmimise ja täitmise, järgimise eest. (Aben, *et al.*, 2015, lk 12) Seevastu platvormis tehingu tegemisel ja lepingu sõlmimisel lähtutakse subjektiivsest konspetsioonist, st isik peab reeglina ise määrama, kas ta on tarbija või tegutseb majandus- või kutsetegevuses. Seega tarbijaga seotud normide kohaldamine ei sõltu teise poole teadlikkusest või teadma pidamisest, kas ta teeb tehingu tarbijaga, kuna tarbija kohta sätestatu eesmärk on tarbija huvide kaitsmine. (Kull, 2016, lk 10)

Kokkuvõtvalt uurimisküsimusest lähtudes saab järeldada, et nii investeringupõhise kui ka laenu põhise ühisrahastuse platvorme saab kvalifitseerida vastavalt VPTS-i ja KAVS-i kohaldamisalasse, kuid esineb ka teatavaid takistusi seoses sätete tõlgendamisega ning platvormipidajate ja platvormide määratlemises. Esiteks selgus, et investeringupõhise ühisrahastuse rahastuse taotleja poolt väljastatavaid finantsinstrumente saab käsitada väärtpaberitena, kui need on üleantavad avaliku pakkumise kaudu reguleeritud turul. Väärtpaberite pakkumine on avalik, kui väärtpaberid vastavad vabalt võõrandatavate väärtpaberite tunnustele, st võimekusele olla kapitaliturul kaubeldavad. Täidetud on avalikult pakkumise kriteerium, kuivõrd platvorm on internetis, mis loob avaliku keskkonna rahastuse taotlejatele väärtpaberite väljastamise pakkumise esitlemiseks ning investoritele võimaluse otsustada finantsinstrumentide ostmise üle. Investoritele esitletavate investeringute liigitamisel väärtpaberiks on piisavalt lai tõlgendamisruum ning näiliselt ei esine takistusi kvalifitseerimamaks investeringupõhise ühisrahastuse finantsinstrumente väärtpaberina VPTS-i, Prospektidirektiivi ja MiFID2 kriteeriumite alusel. Samas ei saa tõsikindlalt väita, et need on üleantavad väärtpaberiturul.

Teiseks nähtus, et investeringupõhiste ühisrahastuse platvormidele on omased VPTS-i väärtpaberituru eesmärgid, mis seisnevad investorkaitsega ja turu läbipaistvusega seotud info sümmeetria tagamises ning nõudluse ja pakkumise vahendamises. Samas on kaheldav, kas platvormid kujutavad endast väärtpaberiturgu, st kauplemiskohti, VPTS-i tähenduses. Platvormidele omane vahendustegevus vastab VPTS-i eelkõige MTF-i ja OTF-i kauplemiskoha tunnustele, kuivõrd platvormide võrgustiku efekt loob mitmepoolse süsteemi ja platvormid viivad kokku investorite omandamise ning rahastuse taotlejate võõrandamise huvid. Platvormipidajad on loonud infotehnoloogilise platvormi koos sisemiste ühetaoliste reeglitega, mis reguleerib platvormis teenuse kasutajate vahelisi suhteid, huviväljendusi, tehingute korraldamist ning tulemusena lepingute sõlmimist. Platvormid liigituks kas MTF-ina või OTF-ina, kuivõrd ühisrahastuses on tunduvalt vähem likviidsed investeringud riskantsetesse projektidesse. Samas on oluline tuvastada, kas toimub tegelik kauplemise korraldamine ja tehingute tegemine või on tegemist ainuüksi teadetetahvliga. Tuleb arvestada, et VPTS-is sätestatud investorkaitse ja

läbipaistva turu nõute kohaldamise välistab investeringupõhistele ühisrahastuse platvormidele asjaolu, kui platvormipidajad ei tegutse reguleeritud turu korraldajate või investeerimisühingutena, kelle nõutav juriidiline vorm on aktsiaselts ning Finantsinspeksioonilt vastav tegevusluba.

Kolmandaks nähtus, et KAVS-is ja tarbijakrediidi direktiivis sätestatud kredidivahendaja tegevuse iseloomust ei ole välistatud laenupõhise ühisrahastuse platvormide kvalifitseerimine kredidivahendajatena. Kredidivahendajale omane vahendustegevus KAVS-i tähenduses on sarnane laenupõhistele ühisrahastuse platvormidele, arvestades funktsioone osaleda investoritele ja rahastuse taotlejatele põhilepingu sõlmimisele eelsetes ja järgsetes toimingutes, sh korralduste ja informatsiooni kogumises, ning osutada nende huvides tehingute tegemise võimalusele. Platvormi laenud on käsitatavad krediidina, kui investor saab investeringu eest intressi rahastuse taotlejalt. Investorite ja rahastuse taotlejate vahel sõlmitavat laenulepingut saab käsitada VÕS-i tähenduses krediidilepinguna, kuna laenuandjad teenivad eelduslikult väljastatud laenudelt kokkuleppelist intressitulu.

Neljandaks selgus, et kui platvormipidajad on kredidivahendajad, siis platvormi vahendusel investorite ja rahastuse taotlejate vahel sõlmitav krediidileping on kvalifitseeritav tarbijakrediidilepinguna KAVS-i ja VÕS-i sätteid arvestades. Samas ei saa tõsikindlalt väita, et kõigi laenupõhiste ühisrahastuse platvormide tarbijalaenude, st C2C ja B2C, ja äri-laenude, st C2B ja B2B, puhul on täidetud tarbijakrediidilepingute kriteeriumid. Määravaks osutub platvormis võimalik subjekttiivuse konseptsioon seoses majandus- või kutsetegevuses tegutsemisega. Arvestades asjaolu, et tarbijakrediidilepingu osapooled on krediidiandja ja tarbija, on tarbijalaenude puhul on täidetud krediidilepingute kvalifitseerimine tarbijakrediidilepinguna, kuid on välistatud tarbijakrediidilepingu vastava regulatsiooni kohaldamine äri-laenudes sõlmitavatele krediidilepingutele. Tuleb arvestada, et KAVS-is sätestatud kredidivahendaja tegevusnõuded kohalduvad platvormipidajale tingimusel, kui tal on Finantsinspeksioonilt vastav tegevusluba.

2.2. FinTech ühisrahastuse kolmiksuhe VÕS tähenduses

FinTech ühisrahastuse platvormidel esineb võlaõiguslik kolmiksuhe. FinTech ühisrahastuse kolmiksuhtes platvormipidaja osutab platvormiteenust investoritele ja rahastuse taotlejatele, kes saavad platvormi vahendusel sõlmida põhilepingud omavahel. FinTech ühisrahastuse platvormi saab eristada kasutajagruppide, osutatava teenuse sisu ning investeerimisobjektide, st lepingu esemete, põhjal. Kvalifitseerides FinTech ühisrahastuse platvormide vahendusel lepingute sõlmimisel tekkivat kolmiksuhet, on vajalik analüüsida kolmiksuhtes lepingutele kohalduvaid

põhimõtteid lähtuvalt platvormiteenuse sisust ja lepingupoolte tahtest lähtuvalt privaatautonomiast ja lepinguvabaduse põhimõttest (vt Eestis kehtivat privaatautonomia põhimõtet lisa 10).

VÕS-i kommenteeritud väljaande VÕS-i § 9 üldreeglites on kirjeldatud ühes alapunktis platvormi ja sellel pakutava teenuse olemust ning võimalikke lepingulisi suhteid, sh kolmiksuhet (Kull, 2016, lk 67–68). Platvormi vahendusel lepingute sõlmimist ja platvormiteenust lepingute sõlmimiseks VÕS-i § 9 tähenduses peetakse InfoTS-i § 2 sätestatud infoühiskonna teenuseks (Kull, 2016, lk 61, 68), mida teenuse osutaja majandus- või kutsetegevuse raames teostab teenuse kasutaja otsesel taotlusel ning töötleb, säilitab ja edastab andmeid digitaalkujul selleks vajalike elektrooniliste vahendite abil (Infoühiskonna teenuse seadus¹, 2004). Platvormi vahendusel sõlmitavatele lepingutele on omane kolmiksuhe. Kolmiksuhtes sõlmitud lepingute eripära on see, et esiteks platvormiteenuse pakkuja, st platvormipidaja, sõlmib platvormilepingud eraldi teenuse kasutajatega ning teiseks teenuse kasutajad sõlmivad platvormi vahendusel põhilepingud omavahel. Platvormipidaja on reeglina tüüptingimustes kindlaks määranud lepingute sõlmimise korra ning vastutuse täitmise eest, kusjuures platvormileping loetakse sõlmituks platvormi kasutajaks registreerumisega. (Kull, 2016, lk 68) Platvormis sõlmitavas platvormilepingus teenuse kasutajad FinTech ühisrahastuse kontekstis on potentsiaalsed investorid ja rahastuse taotlejad.

FinTech ühisrahastuses sõlmitavad platvormilepingud platvormipidaja ja teenuse kasutaja vahel on eelduslikult kvalifitseeritavad VÕS-i § 62¹ tähenduses arvutivõrgu abil sõlmitud lepinguteks. VÕS-i § 62¹ lg 1 kohaselt peab ettevõtja, kes sõlmib lepingu arvutivõrgu abil, andma teise poole kasutusse sobivad ja tõhusad tehnilised vahendid, millele teisel poolel on juurdepääs ja mille abil ta saab enne tellimuse edastamist tuvastada ja parandada sisestusvead (Võlaõigusseadus¹, 2001). Arvutivõrgu mõiste langeb eelduslikult kokku InfoTS-i § 2 sätestatud mõistega. Kohaldamaks VÕS-i § 62¹ platvormilepingutele, peab platvormipidaja olema ettevõtja VÕS-i § 1 lg 6 tähenduses ning võimaldama teenuse kasutajatele juurdepääsu tehnilistele vahenditele tellimuse edastamiseks. Tellimuseks saab pidada igasugust teenuse kasutaja poolset ettevõtjale suunatud ja mingi soorituse saamisele suunatud avaldust, mis õiguslikus tähenduses on pakkumus (vt VÕS § 16), nõustumus (vt VÕS § 20) või ettepanek pakkumuse esitamiseks (vt VÕS § 16). (Sein, 2016, lk 324–325) FinTech ühisrahastuse konteksti ülekantuna on platvormipidaja ettevõtjale omase majandus- või kutsetegevuse subjekt, kuna ta tegutseb turul plaanipäraselt ja kasu saamise eesmärgil. Platvormiteenuse kasutajad esitada tellimusi projektide ja rahastuse pakkumuste kujul. Projektid ja rahastuse pakkumused väljendavad platvormipidajale suunatud avaldusi tegemaks vastavaid sooritusi platvormil.

Platvormilepingute tüüptingimustes määrab reeglina platvormipidaja kindlaks lepingute sõlmimise korra ja vastutuse ning platvormileping sõlmitakse tavaliselt platvormi kasutajaks registreerumisega. Tüüptingimused on eelnevalt välja töötatud lepingutingimused olukorras, kus tehingute suur arv ei võimalda iga teenuse kasutajaga läbirääkimisi pidada. VÕS-i tüüptingimuste regulatsiooni esmane alus on Euroopa Liidu direktiiv 93/13/EMÜ ebaõiglaste tingimuste kohta tarbijalepingutes. (Kull, 2016, lk 68, 188–189) Tüüptingimustele kohaldub VÕS-i §-de 35–45 regulatsioon (Võlaõigusseadus¹, 2001), mille eesmärk on tagada lepinguvabadus suhtes, kus ühel poolel on võimalus peale suruda oma lepingutingimused (Kull, 2016, lk 188). VÕS-i § 35 lg 1 sätestab tüüptingimuse legaaldefiniitsiooni, mille kohaselt loetakse tüüptingimuseks eelnevalt välja töötatud tüüplepingutes kasutatavat või lepingupoolte vahel läbi rääkimata lepingutingimust, mida tingimuse kasutaja kasutab teise lepingupoolte suhtes ja mille sisu saa mõjutada teine lepingupool (Võlaõigusseadus¹, 2001). Tüüptingimused peavad olema hinnatavad eelkõige lähtuvalt VÕS-i § 42, mis sätestab tüüptingimuste tühisuse ja nende sisukontrolli (Võlaõigusseadus¹, 2001) eesmärgiga kaitsta nõrgema läbirääkimisvõimega lepingupoolt ebamõistlikult kahjustavate lepingutingimuste eest (Kull, 2016, lk 189, 217–220). FinTech ühisrahastuse platvormilepingute konteksti ülekantuna tüüptingimust kasutav lepingupool on platvormipidaja ning teiseks lepingupooleks teenuse kasutaja, kes saavad tutvuda tüüptingimuste sisuga platvormis kasutajaks registreerumisel (vt tüüptingimuste platvormilepingu osaks saamise tingimusi lisa 11).

FinTech ühisrahastuses esinev kolmiksuhe võib vastata nii VÕS-i § 658 lg 1 sätestatud maaklerilepingu kui ka VÕS-i § 670 lg 1 agendilepingu tunnustele, kuna maakleri ja agendi õigussuhtes on kaasatud kolm osapoolt. Maaklerileping ja agendileping on käsunduslepingu tüüpi lepingud, mis on suunatud teenuse osutamisele kui protsessile maakleri ja agendi põhikohustusi arvestades (Varul, 2009, lk 2, 103; Tang, 2009, lk 120) (vt maakleri ja agendi vahendustegevust lisa 12). VÕS-i § 658 lg 1 alusel kohustub maakler maaklerilepinguga vahendama käsundiandjale lepingu sõlmimist või osutama lepingu sõlmimise võimalusele kolmanda isikuga ning käsundiandja kohustub maksma maaklerile tasu (Võlaõigusseadus¹, 2001). Lähtudes VÕS-i § 658 lg 1 legaaldefiniitsioonidest saab järeldada, et maakleri põhikohustus on vahendada käsundiandjale põhilepingu sõlmimist kolmanda isikuga või vähemalt osutada sellise lepingu sõlmimise võimalusele. Maakler on käsundisaaja, kes ei vaja põhikohustuse täitmiseks volitust käsundiandja nimel tegutsemiseks ega ei tee käsundiandja nimel tema esindajana tehinguid kolmandate isikutega (Varul, 2009, lk 102). VÕS-i § 670 lg 1 alusel kohustub agent agendilepinguga käsundiandja jaoks ja huvides iseseisvalt ja püsivalt lepinguid vahendama või käsundiandja nimel ja arvel lepinguid sõlmima ning käsundiandja kohustub maksma agendile tasu (Võlaõigusseadus¹,

2001). Lähtudes VÕS-i § 670 lg 1 legaaldefiniitsioonist saab järeldada, et on agendi põhikohustus vahendada käsundiandjale lepingu sõlmimist kolmanda isikuga püsivalt ja iseseisvalt käsundiandja huvides või sõlmida lepinguid käsundiandja nimel, arvel ja huvides. Agent on käsundisaaja, kes tegutseb püsivalt käsundiandja nimel ja huvides, viies käsundiandja kokku potentsiaalse kolmanda isikust lepingupartneriga ning tehes selle jaoks mõistlikke pingutusi (Tang, 2009, lk 120–121).

Eeltoodu põhjal ei saa tõsikindlalt väita, et FinTech ühisrahastuse platvormipidajad tegutsevad maaklerile või agendile omase vahendustegevusega, kuivõrd platvormi iseloomustatakse kui teenuse kasutajate kommunikatsioonivahend, tehniline lahendus, kohtumispaik, teadetatavahel või reklaamikeskkond. Maakleri ja agendi puhul on rõhutatud aktiivsuskohustuse kriteeriume lepingute sõlmimise vahendamisel. Platvormides esineb teatav passiivsus, mis väljendub konkreetselt platvormi kui *online* veebilehe võimaldamises projektidega seotud andmete digitaalkujul avalikustamises teenuse kasutajatele. Platvormipidajad näiliselt ei panusta isikute veenmisele liitumaks platvormiga ning mõjutamisele teenuse kasutajaid investeerima riskantsetesse projektidesse. Seevastu väljendub platvormipidajate vahendustegevuse aktiivsus esiteks asjaolus, et platvormipidaja on loonud tingimused teenuse kasutajatele asutumaks lepingulisse suhtesse nii platvormipidaja kui ka teiste teenuse kasutajatega. Teiseks kinnitab platvormipidaja aktiivsust asjaolu, et teenuse kasutajad teevad tehinguid ning sõlmivad lepinguid platvormis platvormipidaja poolt avalikustatud projektidega ning platvormilepingust tuleneva sisemise reeglistiku alusel (vt platvormipidajate aktiivsust vahendustegevuses lisa 13).

FinTech ühisrahastuse platvormipidajate tegevus on sarnane maaklerile ja agendile omasele aktiivsele vahendustegevusele, arvestades maakleri ja agendi põhikohustusi ning platvormipidajate ja platvormilepigutest tulenevaid kohustusi. Kui käsitada platvormilepingut maaklerilepinguna või agendilepinguna, siis kohalduks ka platvormipidajale teenuse kasutajate ees vastavalt maakleri või agendi kohustused. Kuna maaklerileping ja agendileping on käsundustüüpi lepingud, siis maakleril ja agendil tekivad põhikohustuse täitmisel käsundiandja ees järgnevad kohustused: lojaalsus- ja hoolsuskohustus (vt VÕS § 620); juhiste täitmise kohustus (vt VÕS § 621); maakleri- ja agendilepingu isikliku täitmise eeldus (vt VÕS § 622); huvide konflikti vältimise kohustus (vt VÕS § 623); teatamiskohustus (vt VÕS § 624) (Võlaõigusseadus¹, 2001; Varul, 2009, lk 104; Tang, 2009, lk 122–123, 126–129).

Maakleri ja agendi põhikohustus on osutada kokkulepitud teenust, mistõttu peab ta tegema toimingud, mis on vastava teenuse osutamiseks vajalikud (Varul, 2009, lk 7). Platvormilepingutest saab järeldada, et platvormipidaja on õiguslikus suhtes teenuse kasutajatega ning platvormilepingu

teatavad tingimused kohalduvad kolmiksuhtes kõigile osapooltele. Platvormipidaja õiguslik suhe paljude platvormiteenuse kasutajate, st potentsiaalsete põhilepingu osapooltega, ei välista maaklerilepingu ja agendilepingu olemasolu. VÕS-i § 668 lg 1 alusel võib maakler tegutseda nii käsundiandja kui ka vahendatava või osutatud lepingu kolmanda isiku kasuks (Võlaõigusseadus¹, 2001; Varul, 2009, lk 116). VÕS-i § 675 lg 1 kohaselt võib agent tegutseda ka mitme käsundiandja huvides, kui poolte kirjalikul kokkuleppel ei ole mitme käsundiandja huvides tegutsemise õigust piiratud. Täiendavalt VÕS-i § 670 lg 2 alusel on agendil õigus kujundada oma tegevust vabalt ja on tegutsemise viisi, aja ja koha valikul olulisel määral iseseisev. (Võlaõigusseadus¹, 2001; Tang, 2009, lk 120, 129)

Maakleri ja agendi vastutus piirdub maaklerilepingust ja agendilepingust tulenevate põhikohustuste täitmisega. Vastavalt VÕS-i § 669 lg 1 ei vastuta maakler kolmanda isiku kohustuste täitmisega käsundiandja ees ega vastupidi (Võlaõigusseadus¹, 2001), kuna peale lepingu sõlmimist ei puutu ta enam lepingu poolte vahelistesse suhetesse (Varul, 2009, lk 118). Agent peab küll vahendatava või sõlmitava lepingu teise poole majanduslikku olukorda ja lepingute täitmise võimet hindama, kuid agent ei vastuta teise lepingupoole võimalike lepingurikkumiste eest (Tang, 2009, lk 140). Erandlikult VÕS-i § 681 lg 1 alusel võib agent vastutada tema poolt vahendavast või sõlmitavast lepingust tulenevate lepingu teise poole kohustuste täitmisest, kuid üksnes vastavasisulise kirjaliku kokkuleppe korral, (Võlaõigusseadus¹, 2001) ning sellise kokkuleppe näol on tegemist kohustuste ühinemisega VÕS-i § 178 tähenduses (Tang, 2009, lk 141). Maakleri ja agendi kohustuste täitmise ja vastutuse ulatuse põhimõtted kehtivad teoreetiliselt ka FinTech ühisrahastuse platvormipidajate tegevusele – platvormipidajat ei saa seada investorite ees vastutavaks rahastuse taotlejatega sõlmitud lepingutest tulevate rahaliste kohustuste täitmata jätmise korral, kui see peaks ilmnema rahastuse taotlejate poolt. Küll aga tuleks määrata platvormipidaja vastutavaks juhul, kui rahastuse taotlejad teostavad rahalisi tagasimakseid kokkuleppe alusel investoritele platvormi vahendusel ning rahalised tagasimaksed investoritele ei laeku.

Teoreetiliselt on platvormipidajale omane tegutseda kõigi teenuse kasutajate huvides, avaldades platvormil projekte ja ühendades need investoritega. Sellest tulenevalt on oluline selgitada, kes on FinTech ühisrahastuse platvormil käsundiandja ja kolmas isik, arvestades asjaolusid, et platvormileping vastab nii maaklerilepingu kui ka agendilepingu tunnustele ning platvormipidaja on käsundisaaja eelduslikult maaklerina või agendina. Platvormipidaja ja investorite ning platvormipidaja ja rahastuse taotlejate vahelisi suhteid tuleb vaadelda eraldiseisvatena ning platvormilepingust tuleneva kolmiksuhte kvalifitseerimisel maaklerilepinguks või

agendilepinguks tuleb lähtuda eelkõige valitsevatest riskidest, rahastuse kaasamise protsessist ning osapoolte tegelikest tahtest. Investorite ja platvormipidaja vaheline maaklerilepingule omane suhe võib tekkida, kui teenuse kasutajad on registreerinud platvormi selle sisuga tutvumise, rahastuse kaasamisega või investeerimisega seotud tehniliste lahenduste katsetamise eesmärgil ning sisestavad projekti või rahastuse pakkumusega seotud sobivaid kriteeriume, mis omakorda saavad siduvaks põhilepingus.

Lähtudes VÕS-i § 658 lg 1 grammatilisest tõlgendusest ja VÕS-i kommenteeritud väljaandest, peab maakleri suhtes käsundiandjaga olemas olema reaalne kolmanda isiku poolt pakutav lepinguline objekt (Varul, 2009, lk 103). FinTech ühisrahastuse konteksti ülekantuna tähendaks VÕS-i § 658 lg 1 seda, et maaklerilepinguline suhe saab tekkida platvormipidaja ja investorite vahel ning tingimuslikult – platvormis peavad olema esindatud rahastuse taotlejate lepingulised projektid, mille sõlmimist platvormipidaja maaklerina saaks investoritele vahendada või vähemalt sellisele võimalusele osutada. Kuivõrd platvormid võimaldavad teenuse kasutajate kokkuviiimist, on keeruline välistada, et platvormipidaja vähemalt ei osuta investoritele lepingu sõlmimise võimalusele rahastuse taotlejatega. Ei saa välistada ka maaklerilepingulist suhet platvormipidaja ja rahastuse taotlejate vahel, kuid arvestades tüüpilisi ärimudeleid, siis investorid langetatavad investeerimisega seotud otsused platvormis nähtavate projektide põhjal, mitte vastupidi – üldjuhul platvormipidaja ei algata investorite rahastuse pakkumuste kogumist, et siis leida sobivad rahastuse taotlejad, kellele platvormipidaja vahendaks rahastuse pakkumuste lepingute sõlmimist või vähemalt sellisele võimalusele osutamist.

Platvormipidajad vahendavad praktikas investoritele põhilepingu sõlmimist rahastuse taotlejatega või vähemalt osutavad põhilepingute sõlmimise võimalusele sarnaselt maaklerile ja agendile. Maakleri vahendustegevus kujutab endast tehingute ja lepingute ühekordset ning mittepüsivat vahendamist, erinevalt agendist, kes vahendab tehinguid või sõlmib lepinguid püsivalt, ühekordselt või ka korduvalt, käsundiandja huvides ja nimel (Varul, 2009, lk 104; Tang, 2009, lk 122). Tõusetub küsimus, kas platvormipidaja osutab investoritele ja rahastuse taotlejatele püsivalt põhilepingute, sh rahastuse pakkumuste ja projektide, vahendamist ning neile osutamist või mitte. Seega tuleb selgitada investorite ja rahastuse taotlejate tegelik tahe ja ootus platvormipidajale.

TsÜS-i § 75 lg 1 alusel tuleb tõlgendada kindlale isikule, st platvormipidajale, tehtud tahteavaldusi vastavalt tahteavalduse tegija, st teenuse kasutajate, tegelikule tahtele (Tsiiviilseadustiku üldosa seadus, 2002). Tahteavaldus on õigusliku tagajärje saavutamisele suunatud tahte väljendus, mis seisneb tehingu, st toimingu, tegemises, ning mille tõlgendamisel peab lähtuma eelkõige tahteavalduse tegija tahtest või ka sellest, kuidas tahtet mõistlik inimene mõistma peab (Varul,

2010, lk 217, 237–238). Lepingu tõlgendamisel on tegemist vähemalt kahe tahteavaldusega, mistõttu ei ole piisav TsÜS-i § 75 kasutamine lepingute olemuse ja sisu välja selgitamisel. Seega tuleb arvestada VÕS-i § 29 sätestatuga. VÕS-i § 29 lg 4 sätestab lepingu objektiivse tõlgendamise reegli, mille kohaselt tuleb lähtuda tõlgendamisel mõistliku isiku positsioonist, kes arvestab mõlema lepingupoole arusaama ja kokkulepitut. (Kull, 2016, lk 155, 159–160).

Investorid soovivad võimalikult palju pakkuda investeringuid rahastuse taotlejate projektidesse ning teenida finantstulu, tehes ka vastavaid toiminguid, sh registreerimine, investeermistingimuste seadistamine ja rahastuse pakkumuste esitamine, platvormil. Rahastuse taotlejad esitavad projektid platvormi, kus investorid saavad valida erinevate investeerimisvõimaluste vahel ja projektid on nähtavad platvormil seni, kuni täitub projekti eesmärk, sõlmitakse põhileping või projekt kaotab kehtivuse. Mõistliku isiku positsioonilt võib platvormipidaja vahendustegevust tõlgendada tahtena püsivalt vahendada teenuse kasutajate tehingute tegemist ja lepingute sõlmimist nende hüvanguks. Platvormipidaja püsiv tahe väljendub asjaoludes, et ta võimaldab platvormi kasutamist ning teeb endapoolseid toiminguid projektidega seotud tehingute tegemise ja põhilepingute sõlmimise protsessides.

Platvormipidaja ja investorite suhet saab pidada maaklerilepinguks, kui platvormipidaja vahendab ainult ühe tehingu või eraldiseisvaid ühekordseid tehinguid. Kuigi platvormipidaja kohustused vahendada põhilepingu sõlmimist või vähemalt osutada põhilepingu sõlmimise võimalusele viitavad maakleri tegevusele, võivad teenuse kasutajad eeldada platvormipidaja püsivat tegutsemist tehingute tegemisel nende huvisid arvestades, mis ei ole iseloomulik tunnus maaklerilepingule. Platvormipidaja tegevust sarnaselt agendiga saab pidada püsivaks teenuse osutamiseks. Püsivale tegevusele viitab kokkulepe pidevas määramatu hulga lepingute vahendamise või sõlmimise kohustuses (Varul, et al, 2009, lk 155). Keeruline tõendada agendi püsivuse kriteeriumile vastupidist, st platvormipidaja on kindlaks määranud arvuliselt lepingute vahendamise või sõlmimise. Lisaks saab platvormipidaja tegevuses analoogiat luua agendi iseseisvusega, sest platvormipidaja kujundab tegutsemise viisi, aja ja koha sõltumatult.

Alates hetkest, mil teenuse kasutajad koostavad ja esitavad platvormipidajale põhilepinguga seotud kriteeriume, võib vastada platvormipidaja tegevus agendilepingu tunnustele (vt VÕS § 670), kohustustele (vt VÕS § 673) ja volitustele (vt VÕS § 676). Teenuse kasutajatele kaasnevad samuti teatavad kohustused, mis on omased agendilepingust tulenevatele käsundiandja kohustustele (vt VÕS § 674). Platvorm koondab teenuse kasutajad ühte kohta ning tegutseb üldiselt kõigi osapoolte huvides. Teenuse kasutajad annavad platvormipidajale sobivate tingimuste puhul korraldusi, st tahteavaldusi, platvormipidajale enda nimel ja huvides põhilepinguid

vahendada ja sõlmida. Samas on esmatähtis mõista, et investorid langetavad neile siduvaid investeerimisotsuseid ja sõlmivad põhilepingud eelkõige juhul, kui neile on platvormis nähtavad projektid rahastuse taotlejate nimel. Arvestades ühisrahastuses valitsevaid riske, on investorite jaoks äärmiselt oluline platvormil avaldatud informatsiooni adekvaatsus projekti kohta, mistõttu peab rahastuse taotleja võimaldama platvormipidaja tegutsemist ning tegema koostööd, sh edastama platvormipidajale ja investoritele võimalikult täpset informatsiooni seoses projektiga. Seega võib kaaluda agendilepingu sätete kohaldamist nii platvormipidaja ja rahastuse taotlejate kui ka platvormipidaja ja investorite vahelistele suhetele.

Kokkuvõtvalt uurimisküsimusest lähtudes saab järeldada, et FinTech ühisrahastuse platvormidel esinevat kolmiksuhet saab kvalifitseerida VÕS-i tähenduses sätteid tõlgendades. Privaatautonoomiast ja lepinguvabaduse printsiibist tulenevalt on platvormide vahendusel lepingute sõlmimisel tekkivate õigussuhete kvalifitseerimisel vajalik analüüsida kolmiksuhte kohalduvaid põhimõtteid lähtuvalt platvormiteenuse sisust ja lepingupoolte tegelikust tahtest, kuna nendest sõltub õiguste, kohustuste ja vastutuse ulatus. Esiteks selgus, et VÕS-i kommenteeritud väljaandes § 9 üldreeglites on kirjeldatud platvormiteenust ning platvormi vahendusel lepingute sõlmimisel tekkivat kolmiksuhet. Platvormidel tekkiva õigusliku kolmiksuhte eripära on see, et platvormipidaja sõlmib platvormilepingud eraldi teenuse kasutajatega ning teenuse kasutajad sõlmivad platvormi vahendusel põhilepingud.

Teiseks selgus, et platvormilepingud kvalifitseeruvad VÕS-i §-de 35 lg 1 ja § 62¹ lg 1 tähenduses tüüptingimustel arvutivõrgu abil sõlmitud lepinguteks. Tüüptingimuste regulatsioonist tulenevalt peavad teenuse kasutajad saama teada platvormi tüüptingimustest, neid salvestada andmekandjale ning platvormilepingu tüüptingimused peavad lähtuma arusaadavuse ja mõistlikkuse kriteeriumitest. Platvormipidajad loovad platvormilepingute tüüptingimustes tehingute tegemisega ning põhilepingute sõlmimisega seotud korra, mis on alus kolmiksuhtes õigustele, kohustustele ja vastutusele.

Kolmandaks nähtus, et platvormipidajale omane vahendustegevus vastab maakleri ja agendi vahendustegevusele ning platvormilepingut saab õiguslikult kvalifitseerida vastavalt maaklerilepinguks või agendilepinguks VÕS-i §-de 658 ja 670 tähenduses. Platvormipidaja aktiivse vahendustegevuse tulemusel ning sobilike tingimuste korral sõlmivad investorid ja rahastuse taotlejad põhilepingud. Samas on oluline tõlgendada maaklerile ja agendile omast vahendustegevust ning selgitada erisusi, mis osutuvad määravaks õigussuhete kvalifitseerimisel, sh tegelikku tahtet, käsundiandja huvides iseseisvalt ja püsivalt tegutsemist ning käsundisaaja, käsundiandja ja kolmanda isiku õiguste, kohustuste ja vastutuse ulatust.

KOKKUVÕTE

FinTech-i innovatsioonist ja majanduskriisist on ajendatud FinTech ühisrahastus, mida peetakse kaasaegses finantssektoris suurimaks kasuteguriks majandusele ning alternatiivseks ja konkurentsivõimeliseks rahastuse taotlemise ning investeerimise meetodiks erinevatele kasutajagruppidele. FinTech ühisrahastus pakub finantstulu ning rahastuse taotlemise võimalusi füüsilistele ja juriidilistele isikutele platvormide vahendusel. Ärimudelid ja platvormid varieeruvad käsitluste, investeerimisobjektide ja kasutajagruppide poolest, kuid neil on ühine omadus – rahastuse kollektiivne kaasamine isikutelt isikutele platvormide vahendusel. FinTech ühisrahastuses on kolmiksuhe platvormipidaja ja teenuse kasutajate vahel.

Lõputöö aktuaalsus seisnes asjaolus, et FinTech ühisrahastusega on kaasnenud diskussioon seoses ärimudelite positiivsete mõjuritega ja valitsevate riskidega ning reguleerimisega nii Eesti kui ka Euroopa Liidu tasandil. Euroopa Komisjon on teatanud algatusest reguleerida FinTech ühisrahastust Kapitaliturgude Liidu loomise ja FinTech tegevuskava raames, mis on ka osad eesmärgist luua digitaalne ühtne turg. Vabariigi Valitsus on määranud Rahandusministeeriumile ning Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumile ülesande analüüsida regulatsiooni loomist ühisrahastuse platvormide tegevusele. Finantsinspeksioon on Rahandusministeeriumile esitanud algatuse ühisrahastuse reguleerimiseks. Rahandusministeerium on seadnud aastateks 2018–2021 eesmärgi analüüsida ühisrahastusega seotud õiguskeskkonda.

Lõputöö oli uudne, kuna autorile teadaolevalt ei ole Eestis seni veel avaldatud akadeemilist teadustööd, mis käsitleks FinTech ühisrahastuse platvormide, sh kolmiksuhte, kompleksset määratlemist. Lõputöö lisandväärtus oli FinTech ühisrahastuse regulatiivsete kaalutluste analüüs VPTS-i, KAVS-i ja VÕS-i alusel.

Lõputöö uurimisprobleem oli, et FinTech ühisrahastuse puhul on tegemist õiguslüngaga ning seni veel on toimunud iseregulatsioon tehingute tegemisel ja lepingute sõlmimisel. Lähtuvalt uurimisprobleemist püstitati kaks uurimisülesannet. Esiteks, millistel eeldustel saab investeringupõhiseid ja laenupõhiseid ühisrahastuse platvorme kvalifitseerida vastavalt VPTS-i ja KAVS-i tähenduses? Teiseks, millistel eeldustel saab FinTech ühisrahastuse kolmiksuhet kvalifitseerida VÕS-i tähenduses?

Lõputöö eesmärk oli analüüsida FinTech ühisrahastuse kvalifitseerimist Eesti õiguse alusel. Lõputöö eesmärgi saavutamiseks püstitati neli uurimisülesannet, millest lähtuvalt jaotati lõputöö kaheks peatükiks ja need omakorda kaheks alapeatükiks. Uurimisülesannete lahendamiseks

kasutati kvalitatiivset uurimismeetodit, mis seisnes süstemaatilises, võrdlevas ja kirjeldavas teoreetilise materjali ning kehtivate õigusaktide analüüsis vastavalt esimeses ja teises peatükis.

Esimene uurimisülesanne oli piiritleda FinTech ühisrahastuse ärimudeleid. Euroopa Komisjoni, EBA, ESMA, IOSCO, FSB ja CGFS tõlgenduste alusel erinevad FinTech ühisrahastuse ärimudelid, st laenu põhine ja investeringupõhine, struktuuri, eesmärgi ja käsitlemise poolest, kuid neil on siiski ühine omadus – FinTech ühisrahastuse platvormide vahendustegevuse tulemusel projektide kollektiivne rahastamine finantstulu vastu.

Teine uurimisülesanne oli kirjeldada FinTech ühisrahastuse ajendeid regulatiivses kontekstis. Kuivõrd FinTech ühisrahastuse konseptsiooni keskpunkt on platvorm, mis ühendab nõudluse pakkumusega, kannab see endas majanduslikus ja regulatiivses vaatenurkades mitmeid positiivseid mõjureid ning riske. Positiivseid mõjureid, valitsevaid riske, finantsstabiilsust, ausat ning läbipaistvat turu arengut arvestades varieeruvad kohalduvad regulatsioonid erinevates jurisdiktsioonides.

Kolmas uurimisülesanne oli analüüsida FinTech ühisrahastuse platvormide kvalifitseerimist VPTS-i ja KAVS-i tähenduses. Investeringupõhise ühisrahastuse finantsinstrumente saab käsitada VPTS-i tähenduses väärtpaperitena, kui need on üleantavad kaupemiskohas. Platvormid vastavad kauplemiskoha tunnustele, kuivõrd platvormi võrgustiku efektist tekkiv mitmepoolne süsteem viib kokku finantsinstrumentide omandamise ja võõrandamise huvid. Kohaldamiseks VPTS-i kauplemiskoha nõudeid platvormidele, peab platvormipidaja taotlema vastavat tegevusluba Finantsinspeksioonilt. Laenu põhiste ühisrahastuse platvormidele omane vahendustegevus vastab KAVS-is sätestatud kredidivahendaja tunnustele. Kui platvormipidaja on kvalifitseeritav kredidivahendajana, siis platvormi vahendusel sõlmitav laenuleping on tarbijakrediidileping. Kohaldamiseks KAVS-is kredidivahendaja nõudeid platvormidele, peab platvormipidaja taotlema vastavat tegevusluba Finantsinspeksioonilt.

Neljas uurimisülesanne oli analüüsida FinTech ühisrahastuse kolmiksuhte kvalifitseerimist VÕS-i tähenduses. Platvormilepingud kvalifitseeruvad tüüpitingimustel arvutivõrgu abil sõlmitud lepinguteks. Platvormilepingutest tulenev kolmiksuhe saab olla tingimuslikult kvalifitseeritav maaklerilepinguks või agendilepinguks VÕS-i tähenduses. Maaklerilepinguline suhe saab tekkida pigem platvormipidaja ja investorite kui platvormipidaja ja rahastuse taotlejate vahel. Samas saab luua platvormipidaja suhtes analoogiat agendi püsivuse, käsundiandja huvides, nimel ja arvel tegutsemise ja iseseisvuse kriteeriumitega, mille alusel saab agendilepinguline suhe tekkida nii platvormipidaja ja investorite kui ka platvormipidaja ja rahastuse taotlejate vahel.

SUMMARY

FinTech innovation and economic crisis enabled FinTech crowdfunding, which is considered to benefit economy in contemporary financial sector. Approaches, investment objects and groups of individuals of FinTech crowdfunding business models and platforms vary, but they have common characteristic – collective sourcing of funding to projects from investors to fundraisers through a platform with a financial return. FinTech crowdfunding has triangular relation between platform operator, investors and fundraisers.

The title of the thesis is "Qualification of the FinTech Crowdfunding Under the Estonian Law". The thesis is written in Estonian and contains two chapters of which both have two sub-chapters with total of 66 pages. 86 sources were used to compile the thesis, all which of have been referenced in the text.

The issue of the thesis is that a legal gap prevails in the FinTech crowdfunding and so far it has performed self-regulation in transactions and conclusion of contracts, on what basis is complexed to define real scope of rights, obligations and responsibilities in the triangular relation. There is no general law applying to FinTech crowdfunding platforms in Estonia.

The thesis is topical because legal debate has accompanied as regards the FinTech crowdfunding business models in a connection with beneficiary factors, predominant risks and regulation on the level of Estonia and European Union as well.

The purpose of the thesis was to analyse the qualification of the FinTech crowdfunding under the Estonian law. In order to achieve the purpose, the author formulated four research tasks, which were completed using systematic, comparative and analytical analyse of theoretical material and legislation in force.

As a result of the analyse, it was concluded that it is possible to qualify the FinTech crowdfunding under the Estonian law by interpreting the existing legislation. Securities Market Act and the Creditors and Credit Intermediaries Act might be followed depending on the business model of the FinTech crowdfunding platform. Therefore, the FinTech crowdfunding platforms are subjects that must apply for licence and to be supervised by the Financial Supervision Authority. Alternatively, it is possible to consider that the triangular relation stated in a platform contract between platform operator as intermediary and investors and fundraisers as service users can be qualified as brokerage contract or agency contract in the legal sense of the Law of Obligations Act.

VIIDATUD ALLIKATE LOETELU

- Aben, J., Siibak, K., Auväärt, T. & Kuusler, M., 2015. *Seletuskiri krediidiandjate ja vahendajate seaduse eelnõu juurde*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://e-kaubanduseliit.ee/wp-content/uploads/2015/12/Krediidiandjate-ja-vahendajate-eeln%C3%B5u-seletuskiri-9.pdf> [Kasutatud: 27.03.2018].
- Agrawal, A., Catalini, C. & Goldfarb, A., 2013. Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(2014), pp. 63–97. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/full/10.1086/674021> [Kasutatud: 12.03.2018].
- Alois, J. D., 2016. *Details on Ezubao P2P Platform Shutdown are Out: Ponzi Scheme with 95% of Projects Labeled Fake*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.crowdfundinsider.com/2016/02/81034-details-on-ezubao-p2p-platform-shutdown-are-out-ponzi-scheme-with-95-of-projects-labeled-fake/> [Kasutatud: 26.03.2018].
- Arner, D.W., Barberis, J. & Buckley, R.P., 2016. The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm? *Georgetown Journal of International Law*, 47(4), pp. 1271–1319. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.law.georgetown.edu/academics/law-journals/gjil/recent/upload/Arner-Barberis-and-Buckley.PDF> [Kasutatud: 12.03.2018].
- Belleflamme, P., Lambert, T. & Schwienbacher, A., 2012. *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://pdfs.semanticscholar.org/af66/2657c6e28ce6dfd5a966b4bc9bd635fed19d.pdf> [Kasutatud: 12.03.2018].
- Belleflamme, P., Omrani, N. & Peitz, M., 2015. *The Economics of Crowdfunding Platforms. Core Discussion Paper, 2015/15, March 2015*. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.researchgate.net/profile/Paul_Belleflamme/publication/273850822_The_Economics_of_Crowdfunding_Platforms/links/5aaa298faca272d39cd64747/The-Economics-of-Crowdfunding-Platforms.pdf [Kasutatud: 16.03.2018].
- Bondora, 2017. *Bondora kasutustingimused*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.bondora.ee/lepingud/kasutusleping/> [Kasutatud: 21.03.2017].
- Bouncken, R., Komorek, M. & Kraus, S., 2015. Crowdfunding: The Current State Of Research. *International Business & Economics Research Journal*, 14(3), pp. 407–415. [Võrgumaterjal] Leitav:

https://www.researchgate.net/publication/275657510_Crowdfunding_The_Current_State_Of_Research#pf7 [Kasutatud: 02.04.2018].

Brabham, D. C., 2008. Crowdsourcing as a Model for Problem Solving. An Introduction and Cases. *Sage Publications*, 14(1), pp. 75–90. [Võrgumaterjal] <http://sistemas-humano-computacionais.wdfiles.com/local--files/capitulo%3Aredes-sociais/Crowdsourcing-Problem-solving.pdf> [Kasutatud: 12.03.2018].

Collins, L. & Pierrakis, Y., 2012. *The Venture Crowd: Crowdfunding equity investment into business. Report, July 2012*. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf [Kasutatud: 23.03.2018].

Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017. *FinTech credit. Market structure, business models and financial stability implications. Report, 22.05.2017*. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/CGFS-FSB-Report-on-FinTech-Credit.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

Crowdestate, 2017. *Kasutustingimused*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://crowdestate.eu/et/register> [Kasutatud: 21.03.2017].

Cuesta, C., Lis, S. F., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D. & Urbiola, P., 2015. *Crowdfunding in 360°: alternative financing for the digital era. Research, BBVA Digital Economy Watch, 30.01.2016*. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2015/02/Crowdfunding_Watch.pdf [Kasutatud: 16.03.2018].

Ernits, M., 2017. Põhiseaduse § 19 kommentaar. Kogumik: Madise, Ü. (toim), Kalmo, H., Mälksoo, L., Narits, R., Pruks, P., Raidla, J. & Vinkel, P., 2017. *Eesti Vabariigi Põhiseadus. Kommenteeritud väljaanne*. 4. parandatud ja täiendatud väljaanne. Tallinn: Juura, lk 262–272. [Võrgumaterjal] Leitav: http://pohiseadus.ee/public/EVPS_kommeteeritud_valjaanne_2017.pdf [Kasutatud: 02.04.2018].

Estateguru, 2017. *Estateguru kasutajatingimused*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://estateguru.co/home/terms> [Kasutatud: 21.03.2017].

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. ELT L 345/64, 31.12.2003.

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/48/EÜ, 23. aprill 2008, mis käsitleb tarbijakrediidilepinguid ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 87/102/EMÜ. ELT L 133/66, 22.05.2008.

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. ELT L 173/349, 12.06.2014.

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012. ELT L 173/84, 12.06.2014.

European Banking Authority, 2015. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding. Report, EBA/Op/2015/03, 26.02.2015.* [Võrgumaterjal] Leitav:

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+%28EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding%29.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

European Banking Authority, 2017. Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech). *Discussion Paper, EBA/DP/2017/02, 04.08.2017.* [Võrgumaterjal] Leitav:

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+Discussion+Paper+on+Fintech+%28EBA-DP-2017-02%29.pdf> [Kasutatud: 27.03.2018].

European Commission, 2008. *Your questions on MiFID: Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures. Questions and answers document, 31.10.2008.* [Võrgumaterjal] Leitav:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf [Kasutatud: 27.03.2018].

European Commission, 2013. *Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action. Consultation document, 03.10.2013.* [Võrgumaterjal] Leitav:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf [Kasutatud 18.03.2018].

European Commission, 2014. *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, COM(2014) 172 final, 27.03.2014.* [Võrgumaterjal] Leitav:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf [Kasutatud 18.03.2018].

European Commission, 2016. *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. Commission staff working document, SWD(2016) 154 final, 03.05.2016.* [Võrgumaterjal] Leitav: https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf [Kasutatud 18.03.2018].

European Commission, 2017. *Summary of contributions to the Public Consultation on FinTech: a more competitive and innovative European financial sector.* [Võrgumaterjal] Leitav: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-fintech-summary-of-responses_en.pdf [Kasutatud 15.04.2018].

European Commission, 2018. *FinTech Action plan: For more competitive and innovative European financial sector. Communication from the Commission COM(2018) 109 final, 08.03.2018.* [Võrgumaterjal] Leitav: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0109> [Kasutatud 15.04.2018].

European Securities and Markets Authority, 2014. *Opinion on investments-based crowdfunding. Report, ESMA/2014/1378, 18.12.2014.* [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf [Kasutatud 18.03.2018].

European Securities and Markets Authority, 2018. *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics. Questions and answers document, ESMA70-872942901-38, 28.03.2018.* [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf [Kasutatud: 27.03.2018].

Financial Conduct Authority, 2014. *The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet and the promotion of non-readily realisable securities by other media: Feedback to CP13/13 and final rules. Policy Statement, PS 14/4, March 2014.* [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

Financial Stability Board, 2017. *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention. Report, 27.06.2017.* [Võrgumaterjal] Leitav: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

Finantsinspektsioon, 2016. *Algatus ühisrahastuse reguleerimiseks. Eelnõu.* Finantsinspektsioon. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.fi.ee/public/2016_09_Uhisrahastuse_seaduse_eelnou.pdf [Kasutatud: 27.03.2018].

Freedman, S. & Jin, G. Z., 2009. *Learning by Doing with Asymmetric Information: Evidence from Prosper.com*. *Academic study*, 14.12.2009. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://eaces.ulb.ac.be/eacesdocuments/seminars0910/jin.pdf> [Kasutatud: 16.03.2018].

Funderbeam, 2017. *Platform general terms*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.funderbeam.com/terms> [Kasutatud: 21.03.2017].

Fundwise, 2017. *Teenuste tingimused*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://fundwise.me/et/tos> [Kasutatud: 21.03.2017].

Gabison, G. A., 2015. *Understanding Crowdfunding and its Regulations. How can Crowdfunding help ICT Innovation? European Commission Joint Research Centre Report, EUR 26992 EN*. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf> [Kasutatud: 15.03.2018].

Gerber, E. M., Hui, J. & Kuo, P. Y., 2012. *Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Conference Paper, February 2012*. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.researchgate.net/publication/261359489_Crowdfunding_Why_People_are_Motivated_to_Post_and_Fund_Projects_on_Crowdfunding_Platforms [Kasutatud: 16.03.2018].

Golic, Z., 2014. Advantages of Crowdfunding as an Alternative Source of Financing of Small and Medium-Sized Enterprises. *Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo*, Issue 8, pp. 39–48. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://doisrpska.nub.rs/index.php/zrefis/article/viewFile/1440/1342> [Kasutatud: 15.03.2018].

Hemer, J., 2011. A snapshot on crowdfunding. *Fraunhofer Institute for Systems and Innovation Research ISI Working Papers Firms and Region*, No. R2/2011, pp. 1–39. [Võrgumaterjal] Leitav: http://publica.fraunhofer.de/eprints/urn_nbn_de_0011-n-1859318.pdf [Kasutatud: 15.03.2018].

Herzenstein, M., Sonenshein, S. & Dholakia, U. M., 2011. *Tell Me a Good Story and I May Lend You My Money: The Role of Narratives in Peer-to-Peer Lending Decisions. Research*, 13.05.2011. [Võrgumaterjal] Leitav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1840668 [Kasutatud: 16.03.2018].

Howe, J., 2006a. The rise of crowdsourcing. *Wired*, 14(6), pp. 1-5. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.researchgate.net/publication/200504371_The_Rise_of_Crowdsourcing [Kasutatud: 16.03.2018].

Howe, J., 2006b. *Crowdsourcing: A Definition*. [Võrgumaterjal] Leitav: http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing_a.html [Kasutatud: 16.03.2018].

*Infoühiskonna teenuse seadus*¹ (2004) RT I, 12.07.2014, 48.

Institute of International Finance, 2016. *RegTech in Financial Services: Technology Solutions for Compliance and Reporting. Report, March 2016*. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.iif.com/system/files/regtech_in_financial_services_-_solutions_for_compliance_and_reporting.pdf [Kasutatud: 27.03.2018].

International Organization of Securities Commissions, 2015. *Crowdfunding 2015 Survey Responses Report. Report, FR 20/2015, December 2015*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf> [Kasutatud: 27.03.2018].

International Organization of Securities Commissions, 2017. *IOCO Research Report on Financial Technologies (Fintech). Report, February 2016*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

Jenik, I., Lyman, T. & Nava, A., 2017. *Crowdfunding and Financial Inclusion. Consultative Group to Assist the Poor Working Paper, March 2017*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.cgap.org/sites/default/files/Working-Paper-Crowdfunding-and-Financial-Inclusion-Mar-2017.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

Kirby, E. & Worner, S., 2014. *Crowdfunding, An infant industry growing fast. IOSCO Research Department Staff Working Paper, SWP 3/2014*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf> [Kasutatud 18.03.2018].

Kleemann, F., Voß, G. G. & Rieder, K., 2008. Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4(1), pp. 5–26. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.researchgate.net/publication/42632427_UnderPaid_Innovators_The_Commercial_Utilization_of_Consumer_Work_through_Crowdsourcing [Kasutatud 02.04.2018].

Komisjoni määrus (EÜ) nr 809/2004, 29. aprill 2004, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/71/EÜ, mis puudutab prospektides sisalduvat informatsiooni nagu ka

selliste prospektide formaati, andmete esitamist viidetena ja selliste prospektide avaldamist ning reklaamide levitamist. ELT L 149/1, 30.04.2004.

*Krediidiandjate ja -vahendajate seadus*¹ (2015) RT I, 26.06.2017, 16.

Kull, I., 2000. Lepinguvabaduse põhimõte Euroopa ühtlustavas tsiviilõiguses ja Eesti tsiviilõiguse reform. Riigikogu Toimetised, nr 2. [Võrgumaterjal] Leitav:

<https://rito.riigikogu.ee/wordpress/wp-content/uploads/2016/04/Lepinguvabaduse-p%C3%B5him%C3%B5te-Euroopa-%C3%BChtlustuvas-tsiviil%C3%B5iguses-ja-Eesti-tsiviil%C3%B5iguse-reform.pdf> [Kasutatud 13.03.2018].

Kull, I., 2016. Leping. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V., Käerdi, M. & Sein, K. *Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 1–56, 188–255.

Kull, I., 2016. Üldsätted. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V., Käerdi, M. & Sein, K. *Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 1–56.

Kunda, I., 2016. *Jurisdiction and Applicable Law in Crowdfunding. Conference proceeding*. 16th International Scientific Conference on Economic and Social Development – The Legal Challenges of Modern World, Split, 1.–2.09.2016. [Võrgumaterjal] Leitav: http://www.academia.edu/31131507/Jurisdiction_and_Applicable_Law_in_Crowdfunding [Kasutatud: 16.05.2018].

Käerdi, M., 2007. Laenuleping ja krediidlepingud. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V. & Käerdi, M. *Võlaõigusseadus II. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 381–441.

Milne, A. & Parboteeah, P., 2016. *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending. European Credit Research Institute Research Report, No. 17, May 2016*.

[Võrgumaterjal] Leitav:

<https://www.ceps.eu/system/files/ECRI%20RR17%20P2P%20Lending.pdf> [Kasutatud: 27.03.2018].

Mintos, 2017. *General terms and conditions of portal user agreement* [Võrgumaterjal] Leitav: [Kasutatud: 21.03.2017].

Monestro P2P, 2017. *Portaali kasutamise üldtingimused*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://s3.eu-central-1.amazonaws.com/mintos-prod-public-files/4059F754-16F1-B5CA-E34A-45B2855B195E.pdf> [Kasutatud: 21.03.2017].

Moneyzen, 2017. *MoneyZen finantsportaali kasutusleping*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.moneyzen.eu/lepingud> [Kasutatud: 21.03.2017].

Moore, E. & Moules, J., 2011. *Peer-to-peer loans company closes*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.ft.com/content/2db417a6-20c1-11e1-816d-00144feabdc0> [Kasutatud: 26.03.2018].

Nambisan, S. & Sawhney, M., 2008. *The Global Brain: Your Roadmap for Innovating Faster and Smarter in a Networked World*. New Jersey: Pearson Education. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://ptgmedia.pearsoncmg.com/images/9780132339513/samplepages/013233951X.pdf> [Kasutatud 11.04.2018].

O’Rielly, T., 2007. What is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software. *Munich Personal RePEc Archive*, Communication & Strategies No. 65, pp. 17–37. [Võrgumaterjal] Leitav: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/4578/1/MPRA_paper_4578.pdf [Kasutatud: 16.03.2018].

OECD, 2015. *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instrument. Report*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf> [Kasutatud 20.03.2018].

OECD, 2017. *G20/OECD INFE Report on ensuring financial education and consumer protection for all in the digital age. Report*. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://www.oecd.org/finance/financial-education/G20-OECD-INFE-Report-Financial-Education-Consumer-Protection-Digital-Age.pdf> [Kasutatud: 27.03.2018].

Omaraha, 2017. *Üldtingimused*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://omaraha.ee/et/info/contracts/tos/> [Kasutatud: 21.03.2017].

Rudi, E., 2017. *Väärtpäberituru seaduse ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskiri*. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.koda.ee/sites/default/files/content-type/content/2017-05/2017_04_24_MIFID2_seletuskiri.pdf [Kasutatud: 27.03.2018].

Savarese, C., 2015. Crowdfunding and P2P lending: which opportunities for Microfinance? *EMN Magazine*, May 2015, pp. 3–31. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://docplayer.net/6146187-Emn-magazine-crowdfunding-and-p2p-lending-which-opportunities-for-microfinance-claudia-savarese-may-2015.html> [Kasutatud 20.03.2018].

Schnek, E. & Guittard, C., 2011. Towards a characterization of crowdsourcing practices. *Journal of Innovation Economics*, 1(7), pp. 93–107. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.cairn.info/revue-journal-of-innovation-economics-2011-1-page-93.htm> [Kasutatud 11.04.2018].

Schueffel, P., 2016. Taming the Beast: A Scientific Definition of FinTech. *Journal of Innovation Management*, 4(4), pp. 32–54. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.researchgate.net/publication/314437464_Taming_the_Beast_A_Scientific_Definition_of_Fintech [Kasutatud 18.03.2018].

Schwienbacher, A. & Larralde, B., 2010. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Book: Cumming, D. *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. New York: Oxford University Press, pp. 369–392. [Võrgumaterjal] Leitav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183 [Kasutatud 11.04.2018].

Sein, K., 2016. Leping. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V., Käerdi, M. & Sein, K. *Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 324–328.

Surowiecki, J., 2005. *The Wisdom of Crowds*. First Anchor Books edition. New York: Anchor Books. [Võrgumaterjal] Leitav: <http://www.asecib.ase.ro/mps/TheWisdomOfCrowds-JamesSurowiecki.pdf> [Kasutatud: 15.03.2018].

Zetsche, D. A., Buckley, R. P., Arner, D. W. & Barberis, J. N., 2017. *From FinTech to Tech FIN: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*. *European Banking Institute Working Paper, No 6, 25.04.2017.* [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/post/files/SSRN-id2959925.pdf> [Kasutatud: 27.03.2018].

Zhang, B., Baek, P., Ziegler, T., Bone, J. & Garvey, K., 2016. *Pushing Boundaries, The 2015 U.K. The Cambridge Centre for Alternative Finance & Nesta Alternative Finance Industry Report, February 2016.* [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf [Kasutatud: 23.03.2018].

Tang, K., 2009. Agendileping. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve V. & Käerdi, M. *Võlaõigusseadus III. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 119–154.

Terry, H., Schwartz, D. & Sun, T., 2015. *The Future of Finance: Part 3: The Socialization of Finance*. *Goldman Sachs Equity Research Report, 13.03.2015*. [Võrgumaterjal] Leitav: <https://www.planet-fintech.com/file/167061/> [Kasutatud 19.03.2018].

Tomczack, A. & Brem, A., 2013. A Conceptualized Investment Model of Crowdfunding. *Venture Capital*, 15(4), pp. 335-359. [Võrgumaterjal] Leitav: https://www.researchgate.net/publication/264383577_A_Conceptualized_Investment_Model_of_Crowdfunding [Kasutatud: 16.03.2018].

Tsiviilseadustiku üldosa seadus (2002) RT I, 20.04.2017, 21.

Varul, P., 2009. Käsundusleping. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V. & Käerdi, M. *Võlaõigusseadus II. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 2–33.

Varul, P., 2009. Maaklerileping. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V. & Käerdi, M. *Võlaõigusseadus III. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 102–118.

Varul, P., 2010. Üldsätted. Rmt: Varul, P., Kull, I., Kõve, V. & Käerdi, M. *Tsiviilseadustiku üldosa seadus. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura, lk 216–241.

Vassili Tubiši (Tubiš) hagi Nikolai Naumovi (Naumov) ja Marina Šitojeva vastu võlgnevuse ja viivise väljamõistmiseks (2014) 3-2-1-66-14.

*Võlaõigusseadus*¹, (2001) RT I, 31.12.2107, 8.

Väärteoasi Arne Randmaa karistamise tühistamises väärtpaberituru seaduse § 237⁴³ lg 1 järgi (2011) 3-1-1-70-11.

*Väärtpaberituru seadus*¹ (2001) RT I, 30.12.2017, 43.

Lisa 1. Ühisloome konseptsioon

Ühisloome mõiste autor oli anonüümne interneti foorumi kasutaja, kuid mõiste võttis kasutusele ajakirjas *Wired* J. Howe (Schnek & Guittard, 2011, p. 94), defineerides ühisloomet kui ettevõtte või organisatsiooni töötaja funktsiooni võtmist töötajalt ja selle andmist (inglise keeles *outsourcing*) avatud üleskutsega (inglise keeles *open call*) suurele inimrühmale, mille tulemus võib olla koostöös partnerlustootmine (inglise keeles *peer production*) (Howe, 2006a, pp. 1–5; Howe, 2006b). Kleemann, Voß ja Rieder (2008, pp. 6, 23) täiendasid Howe definitsiooni märkides, et ühisloome leiab aset, kui kasumi teenimisele orienteeritud ettevõtte esitleb internetis kogukonnale avaliku üleskutsega toote müügi eesmärki ja tegevuskava, suunates isikud vabatahtlikult investeerima toote valmimise protsessi heategevuslikult või vähemalt kaudselt mõjutama tööstuslikku otsustusprotsessi. Surowiecki (2005, pp. 274–277), Nambissani ja Sawhney (2008, p. 20) tõlgenduste kohaselt on kogukond kordades efektiivsem kui üksikisikud või väikesed rühmad. Surowiecki (2005, pp. 274–277) selgitas, et kogukonna tarkus ja efektiivsus tuleneb kogukonna koondumisest, mille tulemusel leitakse kokkuvõttes parim lahendus teineteise soovitudele tuginedes. Brabham (2008, pp. 75–76) leidis, et kogukonna efektiivsus probleemide lahendamisel seisneb kogukonna koosseisus, st mida mitmekesisem on kogukond, seda efektiivsem on tulemus. Ühisloome seisneb kogukonna kaasamises, koostöös ideede genereerimises, tagasisidestamises ja parimate lahenduste leidmises (Surowiecki, 2005, pp. 274–277; Brabham, 2008, pp. 75, 87; Belleflamme, *et al.*, 2012, p. 7), reklaamimises, kvaliteedi monitoorimises, massilises tootmises, piiratud turu loomises, vaba ligipääsu võimaldamises turgudele ning avatud sisuga projektide nähtavaks muutmises (Kleemann, *et al.*, 2008, pp. 6, 15–18).

Lisa 2. FinTech-i ja ühisrahastusega seotud regulatiivne diskussioon

ESMA ja EBA ühinesid 2013. aastal Euroopa Komisjoni konsultatsiooni raames, et hinnata ühisrahastuse arengut, valitsevaid riske ja kohalduvat regulatsiooni. Euroopa Komisjoni, ESMA ja EBA koostöö tulemusel selgus, et esineb arvukalt arusaamatusi ühisrahastuse olemuses ja kohalduvas Euroopa Liidu seadusandluses ning riiklikel ametiasutustel oli märkimisväärne väljakutse uute ühisrahastuse ärimudelitega ning asjakohaste nõuete tõlgendamistega. (European Securities and Markets Authority, 2014, p. 6; European Banking Authority, 2015, p. 7) FinTech-i hindamisega tegelevad ka OECD (2017), IOSCO (2017) ja FSB (2017). OECD (2017, pp. 3, 9) on seisukohal, et FinTech-i ettevõtted pakuvad digitaalseid finantsteenuseid, mistõttu peavad poliitikakujundajad järgima uute digitaalsete töövahendite ja finantsteenuste arengut. FSB hindab potentsiaalseid finantsstabiilsuse mõjusid tulenevalt FinTech-i innovatsioonist ja operatiivsest jaotusest finantsüsteemi infrastruktuuris (European Commission, 2016, p. 12) ning on avaldanud probleemkohad, millele poliitikakujundajad peaks tähelepanu pöörama (Financial Stability Board, 2017, pp. 2–4, 13). IOSCO roll on koostöös G20 ja FSB-ga kirjeldada FinTech-i ärimudeleid, arvestades seejuures rahvusvahelisi standardeid väärtpaperite regulatsioonile (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 4). FinTech-i innovatsioonist on välja kujunenud regulatiivse diskussiooniga RegTech, st regulatiivtehnoloogia (inglise keeles *regulatory technology*) (Arner, *et al.*, 2016, p. 1313), mis väljendub uute tehnoloogiate kasutamises eesmärgiga lahendada regulatiivseid vastavuse nõudeid efektiivselt ja kasumlikult, vähendades barjääre sisenemaks sektorisse (Institute of International Finance, 2016, p. 2).

Euroopa Komisjoni (2017, p. 4) FinTech-i avaliku konsultatsiooni raames leiti, et FinTech ja tehnoloogia innovatsioon soodustavad finantssektori arengut ning loovad uusi võimalusi rahastusallikate juurdepääsuks, tegevuse tõhususeks, kulude kokkuhoiuks ja konkurentsi valdkonnas. Euroopa Komisjon (2018) seadis FinTech-i tegevuskavas eesmärgiks teha Euroopa FinTech-i üleilmseks keskuseks ning anda finantssektorile võimalus kasutada uute tehnoloogiate kiiret arengut. Eesmärgi saavutamiseks kavatsetakse kehtestada õigusnorme, mis toetavad ühisrahastuse platvormide kasvu ja turuosaliste kaitset Euroopa Liidu ühtsel turul, ning võtta kasutusele üleeuroopaline märgis platvormide tegevuslubadele. (European Commission, 2018)

Lisa 3. FinTech-i konseptsioon

FinTech-i arengu saab jagada kolme ajastusse: 1.0 aastatel 1866–1967; 2.0 aastatel 1967–2008; 3.0 aastatel 2008–olevik (Arner, *et al.*, pp. 1271, 1276–1294). IOSCO (2017, p. 4) defineerib FinTech-i läbi innovatiivsete ärimudelite ja arenevate tehnoloogiate, mis muudavad traditsioonilist finantsteenuste majandusharu. Innovatiivsed FinTech-i ärimudelid tüüpiliselt pakuvad finantsteenuseid automatiseeritud kujul interneti kaudu, mis eristab need traditsioonilistest finantsturust. FinTech-i maastiku saab jagada kaheksasse laia kategooriasse: maksed; kindlustus; planeerimine; ühisrahastus; blokiahel (inglise keeles *blockchain*); kaubandus ja investeerimine; andmete analüüs; turvalisus. (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 4)

IOSCO (2017, p. 5) tõlgenduse kohaselt jagunevad FinTech-i innovaatilised ärimudelid järgmiselt: rahastusplatvormid, sh laenupõhine ja investeringupõhine ühisrahastus; jaekaubandus- ja investeringuplatvormid, sh robotnõustajad (inglise keeles *robo-advisers*) ning sotsiaalkaubandus- ja investeerimisplatvormid; institutsioonilise kauplemise platvormid, sh võlakirjade kauplemisplatvormid; blokiahela tehnoloogiaga hajutatud pearaamatu tehnoloogia (inglise keeles *Distributed Ledger Technology*, edaspidi DLT) ja avaliku kontoraamatu tehnoloogia (inglise keeles *Shared Ledgers Technology*) väärtpaperiturul. Arenevate tehnoloogiate alla kuuluvad kognitiivne arvutamine, masinõpe, tehisintellekt ja DTL, mida saab kasutada FinTech-i ja traditsiooniliste finantsturgude täiustamiseks ning muutusteks majandusharus (International Organization of Securities Commissions, 2017, p. 4).

Erinevalt IOSCO-st on FSB (2017, pp. 8–9) FinTech-i maastiku jaotamisel aluseks võtnud finantsteenuste majandusliku funktsiooni ning jaganud FinTech-i tegevused viite kategooriasse: maksed, arveldamine ja tasumine, sh finantsturu infrastruktuur; deposiidid, laenamine ja kapitali kaasamine; kindlustus; investeringute valitsemine ja investorite teenused; turu tugi. FSB (2017, p. 9) jaotuse kohaselt kuuluvad FinTech-i innovaatiliste ärimudelite kategooriasse FinTech-i majanduslikke funktsioone toetavad järgmised turutegurid: RegTech/SupTech; digitaalne identifitseerimine; digitaalsed valuutad; DLT ja targad lepingud; elektroonilised agregaatorid, st veebilehed ja programmid; suurandmete rakendamine; robotnõustajad; mobiilsed ja veebipõhised finantsteenused; elektrooniline kaubandus; pilveteenuste rakendamine; laenupõhine ja investeringupõhine ühisrahastus.

Lisa 4. Investeeringupõhise ühisrahastuse süsteemipõhised ärimudelid

Klubi mudelis platvorm vahendajana kaasab potentsiaalsed investorid suletud investeerimisklubisse, et vältida IPO regulatsiooni ning ajamahukat bürokraatiat (Hemer, 2011, p. 17). Investeerimisklubi liikmeid nimetatakse professionaalseteks investoriteks (Collins & Pierrakis, 2012, p. 16), kes ei vaja erilist juriidilist kaitset sarnaselt äriinglitele (Hemer, 2011, p. 17). Ühingu mudelis loovad platvormid SPV (Jenik, *et al.*, 2017, p. 17), mis kogub rahastust ühe projekti, tavaliselt idufirma, jaoks ning hoiab ja müüb selle projekti väärtpabereid investoritele (Hemer, 2011, p. 16). Juhtinvestor mudelis, tuntud ka sündikaadina, teostab professionaalne investor rahastuse taotlejale *due diligence*-i ja peab läbirääkimisi investeerimise tingimuste üle. Juhtinvestor investeerib enda raha projekti ning kaasab rahastuse protsessi teisi investoreid. Platvorm ja investorid saavad edaspidi edukast projektist tulu koos juhtinvestoriga. Koosinvesteeringu mudel võimaldab investoritel investeerida koos riskikapitalistidega. Platvorm vastutab *due diligence*-i ja investeeringu valitsemise eest, tavaliselt otsib ja esitleb investeeringuid potentsiaalsetele investoritele ning investeerib ka enda fondidest. Mõned platvormid jätavad endale eelisostu õigused ja pakuvad raamistikku, et võimaldada investoritel investeerida täiendavatesse fondidesse. (Jenik, *et al.*, 2017, p. 17)

Lisa 5. Laenupõhise ühisrahastuse süsteempõhised ärimudelid

Traditsioonilises laenupõhises ühisrahastuses on teenuse kasutajal platvormi kontost eraldi kliendi konto. Kliendikonto mudelis kohtuvad investor ja rahastuse taotleja platvormi vahendusel (Kirby & Worner, 2014, p. 17). Kõik investorite ja rahastuse taotlejate rahad on eraldatud platvormi bilansist ning rahad liiguvad eraldatud kasutajate kliendikontode kaudu (Kirby & Worner, 2014, p. 17; Jenik, *et al.*, 2017, p. 12). Investor otseselt valib projekti, võttes aluseks krediidi informatsiooni, sh rahastuse taotleja profiili, projekti tähtaja, sissetuleku ning muud krediidi indikaatorid (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 11). Investor võib kasutada ka automatiseeritud pakkumiste võimalust. Automatiseeritud pakkumiste mudel võib põhineda usaldusfondil, mille puhul teevad investorid fondi sisse makse ning platvorm kasutab fondi loomaks sobivusi rahastuse taotlejatega. Sel juhul administreerib platvorm laenamise protsessi ja tagasimakseid. (Kirby & Worner, 2014, pp. 17–18) Investori ja rahastuse taotleja vahel on laenuleping, kuid platvorm valmistab ette lepingulised tingimused (inglise keeles *terms and conditions*), saadab laenulepingu osapooltele ning koordineerib maksed ja tagasimaksed (European Commission, 2016, p. 33). Platvorm ei ole rahastuse taotleja ja investori vahelises laenulepingus lepinguline osapool. Platvorm teenib tulu ja katab projektide kogumise ja esitlemisega (inglise keeles *screening*) seotud kulud, teenustasudega, mida kogub rahastuse taotlejalt või investorilt. (Jenik, *et al.*, 2017, p. 12)

Vähem traditsioonilisteks peetakse laenupõhiseid ühisrahastuse platvorme, mis rakendatakse notari, garanteeritud tulu, bilansilehe ja faktooringu mudeleid. Notari mudelis on platvorm investori ja rahastuse taotleja vahendaja (Kirby & Worner, 2014, p. 18), kusjuures platvorm teeb koostööd ka pankadega (European Commission, 2016, p. 33). Investor ja rahastuse taotleja sõlmivad eraldi vahenduslepingud platvormiga (European Commission, 2016, p. 33). Kui projektile vajalik summa on kogutud, väljastab laenu pank (Kirby & Worner, 2014, p. 18; European Commission, 2016, p. 33). Pank hoiab väljastatud laene enda bilansis paar päeva enne laenu ostmist platvormi poolt investoritele (Jenik, *et al.*, 2017, p. 12). Laenuleping sõlmitakse rahastuse taotleja ja panga vahel (European Commission, 2016, p. 33). Platvorm väljastab märke investorile laenusumma väärtuses (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 13). Märge on mitmetes jurisdiktsioonides väärtpaberi tähendusega (Jenik, *et al.*, 2017, p. 12). Laenu tagasi maksmata jätmise korral jääb risk investorile, mitte pangale (Kirby & S. Worner, 2014, p. 18) või platvormile (Jenik, *et al.*, 2017, p. 12).

Garanteeritud tulu mudelis saab investor investeerida platvormi vahendusel projekti, mille intressitulu investorile määrab kindlaks platvormipidaja (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 14). Garanteeritud tulu mudel võib platvorm luua kohustusliku kasutajate poolt finantseeritava hüvitusfondi juhuks, kui laenude tagasimaksmist ei toimu. Platvormipidaja poolt garanteeritud tulu on kokku lepitud investoriga. (Jenik, *et al.*, 2017, p. 12) Garanteeritud tulu mudelis esineb võrguühenduseta (inglise keeles *offline*, edaspidi *offline*) ja *online* elemente. *Offline* aspekt seisneb selles, et rahastuse taotlejad teostavad krediitdivõimelisuse hinnangu manuaalselt ja iseseisvalt, kasutades vastavaid kanaleid ja tehnikaid. Peale manuaalset krediitdivõimelisuse hindamist avaldatakse projekt *online* platvormis ning investorid saavad investeerida projekti. Kui platvorm on kogunud vajaliku laenusumma, siis väljastatakse laenusumma rahastuse taotlejale. Garanteeritud tulu mudelis võib esineda ka automatiseeritud pakkumist, mille kohaselt platvorm laenab rahastuse taotlejale raha automaatselt investori kliendikontolt ning platvorm garanteerib tulu enda poolt määratud kriteeriumitega. (Kirby & Worner, 2014, p. 19)

Bilansilehe mudelis väljastab ja hoiab laene platvorm enda bilansis (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 15; Jenik, *et al.*, 2017, p. 12). Platvorm teostab rahastuse taotlejate krediitdivõimelisuse hindamist, loovutab investoritele nõudeid või müüb institutsionaalsetele investoritele laene täies ulatuses ning kogub investoritelt rahastust ja tekkivaid nõudeid (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 15). Platvorm teenib tulu intressimäärade vahest (Jenik, *et al.*, 2017, p. 12). Bilansilehe mudelit kasutavad platvormid tuginevad arenenud juristidiktioonides põhiliselt võla-, osalus- või väärtpaperipõhiste instrumentide väljastajatele. Bilansilehe mudelit võib pidada ka üheks ühisrahastuse hübriidmudeliks, mis on esindab nii traditsioonilist kliendikonto kui ka bilansilehe mudelit. (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 15)

Lisa 6. FinTech ühisrahastuse riskide loetelu

FinTech ühisrahastuse riskid on näitlikustatud järgnevas loetelus, mille üldistatud punktid pärinevad Euroopa Komisjoni, ESMA ja EBA dokumentidest:

1. Investorid kaotavad osa või kogu investeeringu või ei teeni oodatud tulu;
2. Investoritel ei ole piisavat informatsiooni hindamaks rahastuse taotleja võimet tagastada laenu või oskamatus hinnata väärtpaberit ja raskused osanikuõiguste kasutamisel;
3. Investoritele on esitatud valeinformatsioon investeeringu-eelses faasis või kogu investeeringu elueas;
4. Investeeringu lahjendamine, kui rahastuse taotleja kaasab kapitali ka järgmistes voorudes;
5. Investorid ei saa lahkuda investeeringutest järelturu (inglise keeles *secondary market*) puudumise tõttu või investeering ei ole likviidne;
6. Huvide konflikt ja vastuolu investorite, platvormipidaja ja rahastuse taotlejate vahel;
7. Teenuse kasutajate andmete turvalisus;
8. Intellektuaalomandi kaitse äriideedele;
9. Platvormide kasutamine ebaseaduslikuks tegevuseks;
10. Pettus teenuse kasutajate või projektide suhtes ning pettusest tulenev reputatsiooniline risk platvormile, nt raha ei kaasata lubatud eesmärkidel;
11. Platvormipidaja maksejõuetus seoses jätkusuutliku nõuete, sh dividendid ja intressimaksud, hüvitamisega ning võimetus kaitsa teenuse kasutajate varasid;
12. Platvormidel maksete käitlemine;
13. Platvormipidaja poolt eksitav *due diligence*, reklaam ja nõustamine (European Commission, 2013, p. 8; European Commission, 2016, p. 16; European Securities and Markets Authority, 2014, pp. 29–31; European Banking Authority, 2015, p. 13).

Lisa 7. FinTech ühisrahastusele kohalduv regulatsioon erinevates jurisdiktsioonides

FinTech ühisrahastusele kohalduvad regulatsioonid varieeruvad jurisdiktsioonides, kuid investeringupõhine ja laenupõhine ühisrahastus saavad langeda vastavalt olemasoleva väärtpaberituru või panganduse regulatsioonide kohaldamisalasse. Regulaatiivselt vaatenurgalt võivad investeringupõhised platvormid olla kui väärtpaberi pakkujad ja kauplejad ning sellest tulenevalt langeda väärtpaberite regulatsiooni raamistikku. (International Organization of Securities Commissions, 2017, pp. 10-11, 19) Jurisdiktsioonides ilma spetsiaalse regulatsioonita on tavaliselt investeringupõhises ühisrahastuses kapitali kaasamine väärtpaberituru regulatsiooni subjekt prospekti koostamisele, finantsteenuste pakkuja tegevusloale, eranditele ning järelevalvele. Nt Brasiilia, Saksamaa, Hong Kong, Ungari, India, Mehhiko, Marokko, Holland, Pakistan, Rumeenia, Singapur ja Türgi rakendasid 2015. aasta andmete kohaselt olemasolevat väärtpaberite regulatsiooni investeringupõhistele ühisrahastuse platvormidele ning ei kavatsenud välja töötada spetsiaalseid nõudeid. Finantsjärelevalve asutused teostavad järelevalvet, kui investeringupõhise platvormipidaja tegevus ajendab vastavust litsenseerimise ja registreerimise nõuetele, nt platvormipidaja hoiab kasutajate varasid, pakub investeerimisega seotud nõustamist, osutab vahendamise teenust, loob järelturu või pakub teenust või tooteid, mis vastavad CIS-i juhtimisele, või investeringuga kaasneb prospektiga seotud IPO nõuete täitmise kohustus. (International Organization of Securities Commissions, 2015, p. 4)

Mõnes jurisdiktsioonis on investeringupõhise ühisrahastusega seotud tegevused olemasoleva õiguse subjektiks paindlikult. Nt Brasiilias, Saksamaal, Hong Kongis, Singapuris ja Hollandis on investeringupõhise ühisrahastusega seotud tegevused vabastatud tegevusloa taotlemise ja registreerimise kohustusest või on erand prospekti avalikustamisega seotud nõuetest. Platvorme haldavad majandusüksused, kes ei ole tegevusloa subjekt, kui ei hoiata kleindi vara, ei paku vahendamise teenuseid või kuuluvad erandite alla. Ühisrahastuse pakkumine on vabastatud prospektiga seotud nõuetest limiteeritud väärtpaberite arvu tõttu. Pakutavad investeringud ei kvalifitseeru “väärtpaberi”, “kaubeldava väärtpaberi” või “finantsinstrumendina”, nt Saksamaal kasutavad turu osalised ühisnimetust “osaluslaen” või teisi instrumente väljaspool Euroopa Liidu direktiivide ulatust. (International Organization of Securities Commissions, 2015, p. 5)

Mitmetes jurisdiktsioonides on laenupõhise ühisrahastuse platvormid reguleeritud olemasoleva siseriikliku õigusega, mis kohaldub pankadele, mittepankadest krediitpakkujatele, CIS-ile ja väärtpaberi emitentidele, nt Saksamaa, Holland, Hong Kong, Singapur, Austraalia ja Ühendriigid

(Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 36). Laenu põhine ühisrahastus kuulub tavaliselt usaldusnormatiivide ja panganduse valdkonda, kui tegevus ajendab tegevusluba või registreerimise taotlemist, nt Brasiilias, Prantsusmaal, Itaalias ja Ühendriikides. Kui laenu põhise ühisrahastuse tegevusse on kaasatud väärtpaberid ja platvorm kvalifitseerub vara hoidjaks või CIS-iks, siis kuulub tegevus väärtpaberite regulatsiooni kohaldamisalasse, nt Austraalias ja Euroopa Liidus. (International Organization of Securities Commissions, 2015, p. 4)

Mitmetes jurisdiktsioonides on muudetud või selgitatud olemasolevaid regulatsioone või vähemalt kaalutud muudatusi, et viia regulatsioon vastavusse investeringupõhise ja laenu põhise ühisrahastuse eripäradega, nt Argentiinas, Austraalias, Brasiilias, Kanadas, Hiinas, Prantsusmaal, Saksamaal, Itaalias, Hollandis, Hispaanias, Ühendkuningriigis, Hong Kongis, Indoneesias, Keenias, Koreas, Singapuris, Türgis, Mehhikos, Austraalias ja Ühendriikides. Need muudatused hõlmavad tegevuslubade nõuete uuendusi või selgitusi, millisel juhul olemasolevad regulatsioonid kohalduvad. (Financial Stability Board, 2017, p. 26) Tegevusloa taotlemise ja tegevusega seotud intensiivsete usaldusnormatiivide regulatsioonide eesmärk on kindlustada ausus, efektiivsus, investorkaitse, sobimatute lepingute sõlmimine ning finantsturu funktsioonide turvalisus. Jurisdiktsioonides võivad litseneerimise reeglid erineda sõltuvalt ühisrahastuse potentsiaalset ja mõjust turutõrkele, nt Šveitsis, Prantsusmaal, Hispaanias, Ühendkuningriigis ja Indoneesias. (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 35) Leidub jurisdiktsioone, milles on kehtestatud ainult kindla eesmärgiga, st *ad hoc* (ladina keelne väljend), ühisrahastuse regulatsioon, järgides otseselt laenu põhise ja investeringupõhise ühisrahastuse tunnuseid ning adresseerides eripärasid kapitali kaasamise viisides, nt Kanadas, Prantsusmaal, Itaalias, Jaapanis, Hispaanias, Ühendkuningriigis, Ühendriikides, Koreas ja Austraalias. *Ad hoc* regulatsiooni sätted laiendavad üldiseid traditsioonilisi nõudeid valdkondadesse, mis vastasel juhul oleks vabastuse subjektiks, kehtestaks täiendavaid nõudeid äritegevusele ning seaks kahtluse alla investorkaitse. (International Organization of Securities Commissions, 2015, pp. 6–7)

Täiendavalt on ühisrahastuse platvormide riskijuhtimisele kehtestatud regulatiivseid nõudeid, mis on seotud süsteemide ja kontrolliga, nt Ühendkuningriigis, informatsiooni esitamisega, nt Prantsusmaal ja Hispaanias, laenamise piirangutega, nt Hiinas ja Hispaanias, otsustamise mehhanismidega või likviidsusega, nt Hispaanias ja Ühendkuningriigis (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, pp. 37–39). Muu hulgas on avaldatud robotnõustamise juhendmaterjale, mis loovad selgust olemasolevates reeglites väärtpaberite regulatiivses raamistikus seoses registreerimise, kohaldatavuse ning tehnoloogiliselt neutraalsete

tegevusnõuetega, nt portfoolio hoidmises kehtivad samad reeglid nii traditsioonilisele finantsturule kui ka ühisrahastuse platvormidele, nt Austraalias, Brasiilias, Kanadas, Hiinas, Prantsusmaal, Saksamaal, Itaalias, Hollandis, Hispaanias, Ühendkuningriigis, Hong Kongis, Koreas ja Ühendriikides. Prantsusmaa, Itaalia, Hispaania ja Ühendkuningriigi regulatsioon ei kaldu kõrvale üldistest väärtpapierituru regulatsiooni sätetest, mis on tulenevad Euroopa Liidu õiguse täitmisest. (Financial Stability Board, 2017, p. 27) Ühisrahastuse turu kasvamise kindlustamiseks ja FinTech-i innovatsiooni soodustamiseks on kehtestatud platvormide investoritele maksusoodustusi, nt Hiinas, Prantsusmaal ja Ühendkuningriigis, regulatiivseid liivakaste (inglise keeles *regulatory sandboxes*), st uute tehnoloogiate katsetamiene kontrollitud keskkonnas, innovatsiooni keskusi (inglise keeles *innovation hubs*), st uute ettevõtete toetamine olemasolevas regulatiivses keskkonnas navigeerimisel, ning kiirendajaid (inglise keeles *accelerators*), st rahaliselt toetamine sarnaselt hankelepingutele (Committee on the Global Financial System & Financial Stability Board, 2017, p. 39; European Banking Authority, 2017, pp. 32–33).

Lisa 8. Väärtpaberituru põhilised eesmärgid

Riigikohus on selgitanud reguleeritud väärtpaberituru põhilisi eesmärke, millel on õigus- ja korrapärasel toimisel tagatakse info sümmeetria, määratletakse väärtpaberi ja äri õige väärtus ning vahendatakse nõudlust ja pakkumist. Väärtpaberituru tõhusa toimimise eeldus on selle osalejate usaldus turu vastu, mis saab tekkida õige, täpse ja täieliku teabe kättesaadavusega väärtpaberi emitentide, pakkumuste ja tehingute tegemise kohta. Turu läbipaistvus võimaldab teha kaalutud otsuseid väärtpaberite hinnastamiseks, omandamiseks ja võõrandamiseks. Väärtpaberituru aluspõhimõtteid rikutakse, kui keegi püüab muuta väärtpaberi hinda, tehinguid, tehingukorraldusi või levitab valet teavet emitendist või väärtpaberitega kauplemisest turul. (Väärteoasi Arne Randmaa karistamise tühistamises väärtpaberituru seaduse § 237⁴³ lg 1 järgi, 2011)

Lisa 9. Füüsiline isik majandus- ja kutsetegevuses laenu andmisel

Riigikohus on selgitanud, et määramaks, kas füüsiline isik tegutseb laenu andmisel majandus- või kutsetegevuses, peab hindama laenu andmise püsivust ja mahtu, laenu tasulisust, laenulepingu põhitingimusi ja selle sõlmimise asjaolusid ning laenuandja ja -saaja vahelisi suhteid. Majandus- või kutsetegevusele võib viidata muu hulgas asjaolu, kui laenu on antud pikema perioodi jooksul mitmetele isikutele või kui füüsilisest isikust laenuandja on teatud piirkonnas teadaolev isik, kellelt saab tasuliselt laenu. Füüsilisest isikust laenuandjana majandus- või kutsetegevuses tegutsemist ei välista asjaolud, kui ta ei ole laenutulusid deklareerinud ega registreeritud ettevõtjana ning tegeleb muu majandustegevusega või töötab töölepingu alusel. (Vassili Tubiši (Tubiš) hagi Nikolai Naumovi (Naumov) ja Marina Šitojeva vastu võlgnevuse ja viivise väljamõistmiseks, 2014)

Lisa 10. Eestis kehtiv privaatautonomia põhimõte

Eestis kehtib privaatautonomia põhimõte, mis lepingulistes suhetes väljendub lepinguvabaduse printsiibina. Lepinguvabadus tähendab isikute valikuvabadust sõlmida või mitte sõlmida leping mistahes sisuga ning mille kohaselt saavad lepingupooled lepingus ise määrata oma õigusliku positsiooni, st ootused lepingu tulemustele (Ernits, 2017, lk 264). Leping väljendab poolte tahet ja vabadust sõlmida kokkuleppeid. Lepingupooled ei ole kunagi täiesti võrdsed tingimuste üle kauplemisel, sest tsiviilsuhetes osalejatel tegelik vabadus ja võrdsus puudub. Lepinguliste suhete subjektide positsioon lepingu sõlmimisel ja hilisemal täitmisel on ebavõrdne tulenevalt majanduslikult seisundist, teadmistest, kättesaadavast informatsioonist, võimupositsioonist ja võimalustest oma tahet peale peale suruda. (Kull, 2000) Privaatautonomias ja lepinguvabadusest tulenevalt nõuab kohustuste võtmine lepingu sõlmimist, mis täiendavalt eeldab kahe tahteavalduse, st pakkumuse ja nõustumuse, sobivust (Ernits, 2017, lk 271). Lepinguvabadusel peetakse oluliseks huvide kaitsmist isikutel, kes ei ole võimelised huve kaitsma ning nõustuvad kohustustustega, mis on erinevad nende tegelikust tahtest. Tõhus kaitsevahend on riskide jaotamine lepingupoolte vahel, mis tugineb eelkõige lepingute vaidlustamise õigusele, kaitsevahendite kohaldamisele ning vastutusele. (Kull, 2000)

Lisa 11. Tüüptingimuste platvormilepingu osaks saamise tingimused

VÕS-i § 37 lg 1 alusel saavad tüüptingimused platvormilepingu osaks, kui platvormipidaja enne lepingu sõlmimist või sõlmimise ajal tüüptingimustele kui lepinguosale selgelt viitas või kui nende olemasolu võis eeldada ning teenuse kasutajal oli võimalus nende sisust teada saada (Võlaõigusseadus¹, 2001). Kuivõrd platvormileping on kvalifitseeritav tüüptingimustel arvutivõrgu abil sõlmitava stiilis võta-või-jäta lepinguga, kasutatakse praktikas selle sõlmimiseks *click-wrap*- või *browse-wrap*-meetodit. *Click-wrap*-meetodil on teenuse kasutaja kohustatud tutvuma platvormilepingu tüüptingimustega ning märgistama vastavad kastikesed linnukestega, avaldades sellega tahet olla kättesaadavaks tehtud tingimustega seotud. *Browse-wrap*-meetodil platvormilepingu sõlmimisel on tüüptingimused kättesaadavad hüperlingi kaudu ning teenuse kasutajatelt ei nõuta kinnitust nõustumise või tutvumise kohta. (Kull, 2016, lk 63, 67–68) Samas peab VÕS-i § 62¹ lg 5 kohaselt platvormipidaja esitama teenuse kasutajale lepingutingimused, sh tüüptingimused, selliselt, et neid on võimalik salvestada ja taasesitada (Võlaõigusseadus¹, 2001) platvormilt enda andmekandjale, nt doc- või pdf-failina, (Sein, 2016, lk 326) enne platvormilepingu sõlmimiseks vajalike toimingute tegemist (Kull, 2016, lk 200). Lisaks teada saamise ja esitamise nõuetele seab VÕS-i § 37 lg 3 tüüptingimustele transparentsi, st arusaadavuse, ning ebatavalisust, st üllatuslikkust, välistava mõistlikkuse, sh heas usus tegutsemise, kriteeriumid (Kull, 2016, 199, 204–205).

Lisa 12. Maakleri ja agendi vahendustegevus

Maakler vahendab tehinguid ühekordselt ilma esindusõigusega. Maakleri vahendustegevus lepingu sõlmimiseks tähendab käsundiandja ja kolmanda isiku kokkuviimist ning lepingu sõlmimiseks vajalike ettevalmistuste tegemist, sh lepingu projekti ettevalmistamist, eelläbirääkimiste korraldamist ning vajalike dokumentide ja informatsiooni hankimist. Maakler peab pakkuma võimalusi lepingu sõlmimiseks ning käsundiandja soovi korral aitama teda lepingu sõlmimisel. Vahendamise puhul on oluline maakleri aktiivne tegevus, mis seisneb kolmanda isiku veenmises käsundiandjat huvitava lepingu sõlmimiseks, kuid lepingu sõlmimise võimalusele osutamise puhul ei pruugi see nii olla. Lepingu sõlmimise võimalusele osutamine tähendab ainuüksi sellise võimaluse näitamist käsundiandjale. Samas ei oma vahendamise või osutamise mõisteline eristamine suurt tähtsust, sest alati maaklerilepingus määratakse maaklerile kindlad kohustused ning need põhikohustused võivad esineda koos. (Varul, 2009, lk 103–104)

Maaklerilepingu ja agendilepingu peamised erinevused seisneb asjaolus, et agent peab tegutsema püsivalt käsundiandja huvides ning võib kasutada käsundiandja ees esindusõigust. Agent kasutab esindusõigust, kui teeb käsundiandjale lepingu sõlmimise ja vahendamiseprotsessis siduvaid tahteavaldusi ning sõlmib lepingud käsundiandja nimel. Agendile on iseloomulik püsiv lepingute sõlmimine või vahendamine käsundiandja nimel ja huvides. Agendi kohustus võib piirduda üksnes ühe turustuskampaaniaga, kuid oluline on püsiv käitumine käsundiandja heaks. Agendi tegevus on püsiv, kui ta tegutseb käsundiandja huvides ning on võtnud kohustuse pidevalt vahendada või sõlmimida määramatu arvul lepinguid. Sarnaselt maaklerile kehtib agendi tegevusele aktiivsuse nõue, mis seisneb aktiivses müügitöös, sh potentsiaalsete lepingupartnerite otsimises, kontaktide loomises, käsundiandja poolt pakutava tutvustamises ja klientide mõjutamises lepingu sõlmimise kasuks otsustama. Püsivalt tegutsemine käsundiandja huvides eristab agendi maaklerist, kuid püsivuse hindamisel on oluline poolte eesmärk lepingu sõlmimisel. Kui lepitakse kokku püsiv lepingute vahendamise kohustus, siis on tegemist agendilepinguga. Kui lepitakse kokku ühe lepingu vahendamises või vahendatakse mitmeid lepinguid erinevate lepingute alusel aeg-ajalt ja mittepüsivalt, siis on tegemist maaklerilepinguga. (Tang, 2009, lk 120–122)

Lisa 13. Platvormipidajate aktiivsus vahendustegevuses

Platvormipidajate aktiivsus seoses maaklerile ja agendile omase vahendustegevusega tehingute tegemisel ja lepingute sõlmimisel on näitlikustatud järgnevas loetelus, mille üldistatud punktid pärinevad Eesti investeringupõhiste ja laenupõhiste platvormilepingute tüüptingimustest:

1. Kolmiksuhtes õiguste, kohustuste ja vastutuse kehtestamine;
2. Teenuse kasutajate identifitseerimine, kasutajakonto avamine või avamisest keeldumine, võimalik taustakontrolli teostamine ja isiku tuvastamine ID-kaardi, mobiil-ID, pangakonto või muu audentimisviisiga;
3. Alamkonto avamine rahaliste vahendite hoiustamiseks ja tehingute tegemiseks, positiivse saldo broneerimine ning maksete, sh tagasimaksete, korraldamine;
4. Teenustasude kehtestamine ja kogumine;
5. Projekti vastuvõtmine, kontrollimine ja avalikustamine platvormil;
6. Hüpoteegi, nt kinnisvara, seadmine või tagatisagendi määramine;
7. SPV loomine juhtinvestoriga;
8. Projekti tingimuste põhjal oksjoni korraldamine;
9. Põhilepingu ja sellega seotud dokumentide, sh maksegraafiku, ettevalmistamine, administreerimine ja edastamine osapooltele;
10. Automatiseeritud pakkumuste võimaldamine ilma teenuse kasutajate füüsilise osalemiseta;
11. Põhilepingu osapoolte esindajana tegutsemine;
12. Põhilepingust tulenevate nõuete loovutamine;
13. Krediidivahendajana tegutsemine;
14. Rahastuse taotleja krediidivõimelisuse hindamine, krediidiskoori arvutamine;
15. Investori pädevuse hindamine, investeringust keeldumine;
16. Investeringule või projektile piirväärtuste määramine;
17. Platvormilepingu tingimuste ühepoolne muutmine platvormipidaja poolt (Crowdestate, 2017; Monestro P2P, 2017; Omaraha, 2017; Estateguru, 2017; Bondora, 2017; Mintos, 2017; Moneyzen, 2017; Funderbeam, 2017; Fundwise, 2017)