

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse instituut
Tsiviilõiguse õppetool

Artur Sanglepp

**PARIMA TÄITMISE KOHUSTUS VÄÄRTPABERITURUÕIGUSES: ALUSED, SISU
JA TSIVILÕIGUSLIK VASTUTUS**

Magistritöö

Juhendaja: mag. iur. Kilvar Kessler

Tallinn 2012

Olen koostanud magistritöö iseseisvalt.

Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, olulised seisukohad, kirjandusallikad ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

07. mai 2012. a.

.....

Kaitsmisele lubatud /kuupäev/

Kaitsmiskomisjoni esimees /allkiri/

Sisukord

SISSEJUHATUS	5
1. PARIMA TÄITMISE KOHUSTUSED ALUSED	10
1.1. REGULATIIVNE EESMÄRK JA KUJUNEMISLUGU.....	10
1.1.1. Parima täitmise kohustuse eesmärk.....	10
1.1.2. Parima täitmise regulatsiooni kujunemislugu.....	14
1.2. INVESTEERIMISÜHINGU JA KLIENDI VAHELINE ÕIGUSSUHE.....	19
1.2.1. Parimat täitmist nõudvad investeerimisteenused.....	19
1.2.1.1. Väärtpaberiga seotud korralduse vastuvõtmine ja edastamine.....	20
1.2.1.2. Väärtpaberiga seotud korralduse täitmine kliendi nimel või arvel.....	21
1.2.1.3. Väärtpaberitega kauplemine oma arvel.....	22
1.2.1.4. Väärtpaberiportfelli valitsemine.....	25
1.2.1.5. Investeerimisenõustamine.....	26
Vahekokkuvõte.....	27
1.2.2. Kliendileping korralduste täitmise alusena.....	27
1.2.2.1. Lepingu tüüp.....	27
1.2.2.2. Investeerimisühing.....	30
1.2.2.3. Klient.....	31
1.2.2.4. Parima täitmise kohustus kliendilepingu kontekstis.....	33
1.2.2.4.1. Investeerimisühingu tegevusele esitatavate nõuete tähendus tsiviilõiguses.....	34
1.2.2.4.2. Parima täitmise kohustus: lepingutingimus või hoolsusstandard?.....	39
Vahekokkuvõte.....	41
2. PARIMA TÄITMISE KOHUSTUSE SISU	42
2.1. KLIENDI ISELOOMUSTAVAD ANDMED.....	43
2.2. KLIENDI JUHISED.....	44
2.3. KORRALDUS.....	45
2.4. VÄÄRTPABER.....	47
2.5. TÄITMISKOHT.....	48
2.5.1. Reguleeritud turud.....	49
2.5.2. Mitmepoolsed kauplemissüsteemid.....	50
2.5.3. Süsteemsed täitjad, turutegijad ja muud likviidsuse tagajad.....	51
2.6. TÄITMISEL VÕI TÄITMISEKS EDASTAMISEL ARVESTATAVAD TEGURID.....	52
2.6.1. Kulust üldiselt.....	52
2.6.1.1. Otsesed kulud.....	53
2.6.1.2. Kaudsed kulud.....	55
2.6.1.2.1. Kursivahe.....	55
2.6.1.2.2. Mõju turule.....	57
2.6.1.2.3. Ostu- või müügivõimaluse kaotus.....	57

2.6.1.2.4. Muud tegurid	58
2.7. Parima täitmise reeglid.....	59
2.7.1. Nõusolek parima täitmise reeglitele	61
2.7.2. Parima täitmise reeglid kliendilepingu osana.....	62
Vahekokkuvõte.....	63
3. ÕIGUSKAITSEVAHENDID PARIMA TÄITMISE KOHUSTUSE RIKKUMISE KORRAL	63
3.1. ASIAKOHASED ÕIGUSKAITSEVAHENDID	63
3.2. PARIMA TÄITMISE KOHUSTUSE RIKKUMINE	65
3.3. KAHJU HÜVITAMINE	69
3.3.1. Nõude eeldused.....	69
3.3.1.1. Kahju.....	69
3.3.1.2. Põhjuslik seos	70
3.3.1.3. Kahjunõude sissenõutavaks muutumine ja aegumine	71
3.3.2. Tõendamiskoormus.....	72
3.4. HINNA ALANDAMINE	74
KOKKUVÕTE.....	76
ABSTRACT – OBLIGATION FOR BEST EXECUTION IN SECURITIES LAW: LEGAL BASES, NATURE OF OBLIGATION AND CIVIL LIABILITY	80
KASUTATUD MATERJALID	84
KIRJANDUS	84
EUROOPA KOMISJONI NING JÄRELEVALVEORGANITE JUHENDID, SOOVITUSED JA ETTEPANEKUD.....	86
NORMATIIVAKTID	87
KOHTUTE JA JÄRELEVALVEORGANITE PRAKTIKA.....	88
MAGISTRITÖÖD.....	89
MUUD MATERJALID.....	89

Sissejuhatus

On mitmeid majandustegevuse valdkondi, milles tegutsevad ettevõtted omavad enda klientide ees tihtipeale paremate teadmiste eelist. Olukorda, kus üks tehingupool on teisega võrreldes enam informeeritud, nimetatakse informatsiooni asümmeetriaks.¹ Informatsiooni asümmeetriaga on omakorda seotud esinduskulu probleem. Esinduskulu probleem seisneb lihtsas dilemmas: kui esindatav usaldab esindajale oma varaliste huvide järgimise, siis võib esindaja sattuda pahatihti valiku ette, kas tegutseda esindatava varalistes huvides või kasutada hoopis talle usaldatud positsiooni enda varalise olukorra parandamiseks.² Kui puuduvad tõhusad meetmed, mis suunaks esindajat järgima esindatava varalisi huve, võib esindaja liigagi tihti võtta vastu otsuseid, mis esindatavale kahjulikuks osutuvad.

Üks tegevusalasid, kus esinduskulu probleem teravalt figureerib, on investeerimisteenuste osutamine. Võib isegi väita, et investeerimisteenuste iseloomulikuks tunnuseks on teenuse osutaja tavapärasest suurem kontroll kliendi varalise positsiooni üle ning ulatuslikum teave kliendi varalistest huvidest. Selline võimupositsioon pakub soodsat kasvupinnast erinevate huvide konfliktide tekkeks investeerimisühingu kui kliendi esindaja ja kliendi kui esindatava vahelises suhtes.

Klassikaline õigusinstituut, mille abil püütakse ühiskonnas maandada esindaja-esindatava suhtesse sisse programmeeritud riske, on esindaja üldine hoolsuskohustus esindatava suhtes (nn *fiduciary duty*). Maailma suurima börsi³ sünnimaa Ameerika Ühendriikide Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjoni (edaspidi „SEC“) praktikast leiab kohati enam kui viiekümne aasta taguseid otsuseid, kus SEC on investeerimisteenuste osutajatelt võtnud tegutsemisõiguse, kuna viimased ei ole oma klientide suhtes piisavat hoolsust üles näidanud.⁴ Ühiskondlikud suhted on aga pidevas arengus, kusjuures tehnoloogia arenguga on paljude majandustegevuse valdkonade kompleksus näiliselt süvenenud. Sama on juhtunud väärtpaberiturgudel, kus mitmetes riikides varem eelisseisundit nautinud riiklikud börsid on kaotanud tehingukorralduste voost märkimisväärse osa konkureerivatele alternatiivsetele

¹ Investopedia – Information Asymmetry. Arvutivõrgus:

<http://www.investopedia.com/terms/a/asymmetricinformation.asp#axzz1mTCzvpq8> (15.02.2012).

² Johnson, P. M. A Glossary of Political Economy Terms – agency problem. – Arvutivõrgus:

http://www.auburn.edu/~johnspm/gloss/agency_problem (15.02.2012).

³ Ülemaailmse Börside Liidu 2011. a. andmetel oli NYSE Euronext ehk New Yorgi börs kõige enam kapitaliseeritud börs maailmas. Arvutivõrgus: <http://www.world-exchanges.org/focus/2011-12/m-5-3.php> (16.02.2012).

⁴ Securities and Exchange Commission, "Investment Service Co.," Release 34-6884 (August 15, 1962), lk 2. Arvutivõrgus: <http://www.sec.gov/news/digest/1962/dig081662.pdf> (16.02.2012).

kauplemissüsteemidele, millest paljud osutavad oma teenuseid rahvusvaheliselt, odavamalt ja ööpäevaringselt.⁵

Investor on suhtes investeerimisühinguga reeglina nõrgem pool. Tormiline innovatsioon väärtpaberiturgudel tingib esinduskulu probleemi teravnemist, kui regulatiivsete mehhanismidega ei tagata, et ka uuenenud keskkonnas peavad investeerimisühingud oma klientide suhtes käituma ausalt, hoolsalt ja lojaalselt. 21. aprillil 2004. a. võeti vastu Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta ehk nn MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*; edaspidi „MiFID“).⁶ MiFID-iga sooviti kehtestada terviklik regulatiivne režiim, mis reguleerib finantsinstrumentidega tehingute tegemist, olenemata nende tehingute sõlmimiseks kasutatavatest kauplemissüsteemidest, et tagada investeerimistehingute tegemisel kõrge kvaliteet ja säilitada rahandussüsteemi terviklikkust ja üldist tõhusust.⁷ Piiriülese tegevuse soodustamiseks lõi MiFID ühise, harmoneeritud reeglistiku investeerimisteenuste osutamiseks liikmesriikides.⁸

Olulisel kohal MiFID-i regulatiivsete eesmärkide hulgas on investorite kaitse,⁹ sealjuures peaks MiFID pakkuma investoritele kõrgetasemelist kaitset.¹⁰ Muu hulgas kehtestab MiFID investeerimisühingutele üldised tegevusnõuded seoses huvide konfliktidega (MiFID art 18), erinevate teenuste osutamisega äritegevuse käigus (MiFID art 19) ning korralduste täitmise (MiFID art 21 ja art 22). MiFID ja selle rakendusdirektiiv¹¹ võeti Eesti õigusesse üle 19.11.2007 jõustunud väärtpaberituru seaduse¹² (edaspidi „VPTS“) muudatustega.

MiFID-i poolt investorite kaitseks ette nähtud ning Eesti õigusesse üle võetud investeerimisühingute tegevusnõuded (VPTS 10. peatükk) moodustavad autori hinnangul ühe õigusteoreetiliselt intrigeerivama osa kehtivast väärtpaberituruõigusest. MiFID-i (ja seega VPTS-i) nõudeid investeerimisühingute tegevusele iseloomustab balansseerimine abstraktse ja konkreetse piirimail. Ühest küljest kujutavad tegevusnõuded endast investeerimisühingu

⁵ Burke, J. J. A. Investor Protection Under MiFID: Cure Worse than the Disease. Kazakhstan Institute of Management, Economics and Strategic Research, Working Paper Series, 2009, lk-d 5-6.

⁶ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu Direktiiv 2004/39/EÜ, 21. aprill 2004, finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ (ELT L 145, 30.4.2004, lk 1).

⁷ MiFID-i põhjenduste p 5.

⁸ Petrella, G. MiFID, Reg NMS and competition across trading venues in Europe and the USA. Journal of Financial Regulation and Compliance, 2010, vol. 3, nr. 18, lk 260.

⁹ MiFID-i põhjenduste p 31.

¹⁰ MiFID-i põhjenduste p 2.

¹¹ Komisjoni direktiiv 2006/73/EÜ, 10. august 2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT L 241, 2.9.2006, lk 26-58).

¹² RT I 2001, 89, 532; RT I, 22.12.2011, 3.

hoolsuskohustuse märkimisväärset konkretiseeringut, teisalt aga püüab MiFID hoiduda liiga täpsete ettekirjutuste tegemisest. Selle taga võib näha direktiivi eesmärki mitte takistada väärtpaberiturgude arengut. Investeerimisteenuse osutamine on kiirelt arenev majandustegevuse valdkond, kus uute tehnoloogiate kasutuselevõtuga kaasnevad pidevad muutused ning uued elulised olukorrad. Seetõttu on MiFID-i sätete ebamäärasus teataval määral paratamatu. Teisalt on tegemist põletava probleemiga, kuna raskused õigusnormi sisu kindlakstegemisel takistavad õiguskaitsevahendite kasutamist, sh kliendi poolt investeerimisühingu kohustuste rikkumisele tuginemist. Selles, kuidas MiFID-i põhimõtteid üksikjuhtumile kohaldada, peavadki abistama õigusteoreetilised seisukohad, järelevalveorganite juhendid ning kohtupraktika.

Püüid hõlmata uurimisesemesse kõiki VPTS-i 10. peatükis sätestatud tegevusnõudeid oleks magistritöö mahtu arvestades ilmselt mõneti liiga ambitsioonikas eesmärk. Seega on autor otsustanud minna konkreetsemaks ning uurida, milliseid hoolsusnõudeid peab investeerimisühing järgima klientide tehingukorralduste täitmisel. Täpsemalt tuleneb MiFID-i art 21 lg-st 1 liikmesriikide kohustus nõuda, et investeerimisühingud võtaks korralduste täitmisel kõik mõistlikud meetmed klientide jaoks parima võimaliku tulemuse saamiseks, võttes arvesse hinda, kulusid, kiirust, täitmise ja arveldamise tõenäosust, määra, laadi või muid korralduse täitmisega seotud kaalutlusi. Tegemist on nn parima täitmise kohustusega.

MiFID-i art 21 lg-le 1 vastab Eesti õiguses VPTS § 87³ lg 2, mille kohaselt täidab investeerimisühing kliendi korralduse kliendi jaoks parimal võimalikul viisil, järgides investeerimisühingus kehtivaid kliendi korralduste parima täitmise reegleid, arvestades korralduse täitmise hinda, kulusid, kiirust, täitmise ja arveldamise tõenäosust, korralduse suurust, olemust ja muid korralduse täitmisega seotud asjaolusid. VPTS § 87³ lg 2 lugemisel võib tekkida küsimus, kuidas üleüldse investeerimisühing saab pidevalt muutuvasturuolukorras tagada, et kliendi korraldus täidetakse igakordselt parimal võimalikul viisil. Tõepoolest, on väljendatud arvamust, et investeerimisühing on parima täitmise kohustust kohaselt järginud, kui on kehtestanud piisavad õiguslikud, tehnilised ja organisatsioonilised meetmed, mida arvestatakse iga korralduse puhul ning mis võimaldavad järjekindlalt saavutada klientide korralduste parima täitmise.¹³ CESR¹⁴ (Euroopa Väärtpaberituru Reguleerijate Komitee) on kinnitanud, et parima täitmise raames ei pea investeerimisühing

¹³ Davies, R. J. MiFID and a Changing Competitive Landscape. Babson College Finance Division Working Paper, 2008, lk 7.

¹⁴ CESR-i ülesandeid täidab alates 1. jaanuarist 2011 ESMA (Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus). Kuna MiFID-it puudutavad juhendid on välja antud CESR-i poolt, viitab autor juhendites esitatud seisukohtadele kui CESR-i seisukohatdele.

saavutama parimat täitmist igal üksikul juhul.¹⁵ Samas on investeerimisühingul vaieldamatult kohustus enda poolt kliendi korralduste parimaks täitmiseks kehtestatud meetmeid järgida. Kas investoril ei olegi üksikjuhul võimalik tugineda parima täitmise kohustuse rikkumisele? Kas kohus ei saagi üksikjuhul asuda seisukohale, et investeerimisühing on parima täitmise kohustust kliendi ees rikkunud ning peab kandma vastavaid õiguslikke tagajärgi? Probleemi aktuaalsus on ilmne, kuna ka Euroopa Komisjon on alles üsna hiljuti, ajendatuna Komisjonile laekuvatest kaebustest, tundnud huvi MiFID-i muutmise raames (ka parima täitmise kohustust hõlmava) tsiviilõigusliku vastutuse printsiibi kehtestamise vastu.¹⁶

Autor püstitab hüpoteesi, et investeerimisühingu kliendil on VPTS § 87³ lg 2 rikkumisele võimalik tugineda ka üksikjuhul, sõltumata sellest, et investeerimisühingul puudub kohustus parimat võimalikku tulemust iga kliendi jaoks üksikjuhul saavutada. Autor väidab, et VPTS § 87³ lg-s 2 sätestatud parima täitmise kohustus on investeerimisühingu lepinguline kohustus kliendi ees, kui investeerimisühing täidab kliendilepingu alusel kliendi tehingukorraldusi. Parima täitmise kohustuse rikkumise korral on kliendil võimalik investeerimisühingu vastu kasutada VÕS § 101 lg-s 1 loetletud õiguskaitsevahendeid.

VPTS § 87³ lg 2 abstraktse faktilise koosseisu avamine on käesoleva töö üks põhiülesandeid. Autori eesmärk on, et lugeja mõistaks pärast tööga tutvumist paremini investeerimisühingu piiranguid ja võimalusi kliendi korralduste täitmisel. Valdkonna praktikute kriitika seisneb tihtipeale selles, et juristid ei suuda mõista väärtpaberiturgude peensusi, mistõttu tunnistatakse investeerimisühingute tegevus liigagi kergekäeliselt õiguspäraseks või -vastaseks, mõistmata investeerimisühingu tegevusnõuete tegelikku sisu. On tõsi, et parima täitmise kohustuse järgimiseks peavad investeerimisühingud arvestama terve hulga teguritega, mille olemuse mõistmiseks ei piisa ainuüksi juriidilistest teadmistest, vaid tuleb süveneda väärtpaberiturgudel toimuva elulisse poolde. Loodetavasti kujuneb käesolevast tööst esimene tagasihoidlik pingutus edasiste sügavamate käsitluste suunas.

Töös väljendub ühest küljest autori eriline huvi valdkonna vastu, mis Eesti ülikoolide kehtivates õigusteaduse õppeprogrammides ulatuslikku tähelepanu ei pälvi. Teisalt väljendab autor soovi täiendada väärtpaberituruõiguse alaseid eestikeelseid käsitlusi. Viimastest on ilmselge puudus, ehkki käesoleva töö kirjutamisele eelnenud aastatel on nende hulk mõneti

¹⁵ CESR/07-320. Best Execution under MiFID. Questions & Answers. CESR, 2007, lk 6, p 3.3. Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/07_320.pdf (16.02.2012).

¹⁶ European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), lk 63. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf (16.02.2012).

suurenenud, seda eelkõige tänu asjast huvitatud üliõpilaste põhjalikele magistritöödele. Siinkohal tasub ära märkida H. Veskimeistri,¹⁷ H. Ginteri¹⁸ ja M. Kruusi¹⁹ poolt Tartu Ülikooli õigusteaduskonna Tartu osas kaitstud magistritööd.

Käesoleva töö allikatena on autor kasutanud valdavalt ingliskeelset, vähem ka saksa keelset erialakirjandust. Autor on kasutanud teadusandmebaasides kättesaadavaid artikleid, samuti monograafiaid ja koondteoseid. Kuna parima täitmise kontseptsioon on väärtpaberiturgude toimimispõhimõtete ülemaailmse sarnasuse tõttu suhteliselt universaalne, on olnud võimalik kasutada nii Ameerika Ühendriikides kui Euroopas avaldatud teemakohast kirjandust. Eestikeelseid õigusteoreetilisi käsitlusi on õnnestunud kasutada eelkõige investeerimisühingu ja kliendi vahelise õigussuhte analüüsimisel ning parima täitmise kohustuse rikkumise korral kasutatavate õiguskaitsevahendite uurimisel. Lisaks õiguskirjandusele on autor kasutanud CESR-i ja erinevate järelevalveorganite juhendeid ja otsuseid, samuti uurinud parimat täitmist puudutavat (küllaltki nappi) kohtupraktikat. Vältimatuks on osutunud väärtpaberiturgudega seonduvaid põhimõisteid selgitavate elektrooniliste teabeallikate kasutamine.

Käesolev töö on kvalitatiivne teoreetiline uurimus. Käesoleva töö põhiline uurimismeetod on süstemaatilis-teleoloogiline. Autor analüüsib, milline on parima täitmise kohustuse regulatsiooni sisu, mõte ja ülesehitus, ning püüab selle kaudu määratleda asjakohaste normide kohaldamisala. Ajaloolist meetodit on kasutatud parima täitmise regulatsiooni kujunemisloost ülevaate andmisel. Võrdlevat meetodit on kasutatud Euroopa ja USA parima täitmise regulatsioonide ning eri riikide kohtute ja järelevalveorganite praktika käsitlemisel.

Töö esimeses osas uurib autor parima täitmise kohustuse eesmärki ja kujunemislugu üldiselt, analüüsib investeerimisühingu ja kliendi vahelist lepingulist suhet ning VPTS-i sätete mõju sellele suhtele. Töö teises osas uurib autor üksikasjalikult parima täitmise kohustuse elemente, püüdes vastata küsimusele, millal on investeerimisühing täitnud kliendi korralduse „parimal võimalikul viisil“. Töö kolmandas osas käsitleb autor võimalikke parima täitmise kohustuse rikkumise korral rakendatavaid õiguskaitsevahendeid. Siinkohal aga soovib autor tänada oma juhendajat hr Kilvar Kesslerit. Autor tänab ka oma perekonda, Advokaadibürood Glikman & Partnerid ning häid sõpru, kes on käesoleva töö valmimist igakülgselt toetanud.

¹⁷ Veskimeister, H. Investeerimisühingu tsiviilõiguslik vastutus mittekohase investeerimisnõustamise korral. Magistritöö. Tartu 2009 (Käsikiri Tartu Ülikooli Iuridicum teabekeskuses).

¹⁸ Ginter, H. Investori kaitsest huvide konfliktis. Magistritöö. Tartu 2009 (Käsikiri Tartu Ülikooli Iuridicum teabekeskuses).

¹⁹ Kruus, M. Lepinguline investeerimisfond : järelevalve ja investori kaitse. Magistritöö. Tartu 2010 (Käsikiri Tartu Ülikooli Iuridicum teabekeskuses).

1. Parima täitmise kohustused alused

1.1. Regulaatiivne eesmärk ja kujunemislugu

1.1.1. Parima täitmise kohustuse eesmärk

Börs viib kokku raha paigutavad investorid, täiendavat kapitali kaasata soovivad ettevõtted ning börsiliikmed, kes vahendavad investorite väärtpaberitehinguid ühtses elektroonilises kauplemissüsteemis.²⁰ Investeeringisühingutel võib seejuures olla ligipääs mitmele börsile. Lisaks ei ole börsid ainsad korralduste täitmise kohad (täitmiskoha mõiste kohta vt p 2.5.). Niinimetatud alternatiivsed kauplemisskohad pakuvad investeeringisühingute klientidele traditsiooniliste börsidega võrreldes aina odavamaid ja kiiremaid kauplemisteenuseid.²¹ MiFID-iga kaotati ka varem mõningates liikmesriikides kehtinud „konsentratsioonireeglid“, mille alusel olid investeeringisühingud enne MiFID-i jõustumist kohustatud suunama osa korralduste voost alati börsile.²²

Finantsturgude laiem majanduslik roll on tootmistegurite varustamine rahaga, milleta ei oleks võimalik teha sisemajanduse koguprodukti kasvu soodustavaid investeeringisotsuseid.²³ Kui väärtpaberite esmasturul viiakse väärtpaberite avaliku pakkumise (*public offering*) või suunatud pakkumise (*private offering*) käigus kokku oma arengu finantseerimiseks lisakapitali vajavad emitendid ning oma vabale rahale sobivaid investeeringisobjekte otsivad investorid, siis järelturul viiakse omavahel kokku investorite ostu- ja müügisoovid.²⁴ Eesti väärtpaberiturul toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Tallinna Börsil ja tema tütaretevõttes AS Eesti Väärtpaberikeskus. Mõlemad äriühingud kuuluvad maailma suurimasse rahvusvahelisse börsikontserni NASDAQ OMX Group.²⁵

Parima täitmise kohustuse sätestamise vajaduse tingib esmajärjekorras see, kuidas investorite ostu- ja müügisoovide kokkuviiimine väärtpaberiturgudel on korraldatud. Reguleeritud turgudel saavad reeglina tehinguid teha üksnes professionaalsed turuosalised, kelle

²⁰ Viks, K., jt. Väärtpaberite teejuht. Tallinn : Eesti Päevaleht, 2008, lk 151.

²¹ Kwangwook, L. Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID. Wake Forest University School of Law Working Paper Series, 2009, lk 19.

²² Samas.

²³ Burke, J. J. A. (viide 5), lk 4.

²⁴ Viks, K., jt. (viide 20), lk 156.

²⁵ Samas, lk 151.

peaülesanne on vahendada investorite tehingutellimusi ning tagada nende täitmine võimalikult soodsatel tingimustel.²⁶ Nii saab börsi liige olla üksnes väärtpaberituru kutseline osaline (VPTS § 151 lg 3), mis tähendab, et börsil saavad klientide tehingukorraldusi reeglina täita vaid vastavat tegevusluba omavad investeerimisühingud ja krediidasutused (VPTS § 7 lg 1 p-d 1 ja 2). Samamoodi on osalemine mitmepoolses kauplemissüsteemis lubatud vaid investeerimisühingutele ja krediidasutustele (VPTS § 163³ lg 1; § 132 lg 1). Tehingute sõlmimine reguleeritud turgudel on jäetud väärtpaberituru kutseliste osaliste pärusmaaks eelkõige turgude tõhusa toimimise huvides: tehingukorralduste konsolideerimine võimaldab kiiremini viia kokku erinevate osapoolte ostu- ja müügihuvid, suurendada likviidsust ning minimeerida informatsiooni asümmeetriast tulenevaid kahjusid. Läbipaistev kutseliste turuosaliste ring suurendab usaldusväärset turgude suhtes ning võimaldab ennetada turukuritarvitusi. Kuna väärtpaberitehingute tegemisel on seega vahendaja kasutamise sund, peab vahendajate tegevus ka põhjalikult reguleeritud olema. Üheks meetmeks, mis peaks tagama kliendi huvide järgimise investeerimisühingu poolt kliendi tehingukorralduse täitmisel, ongi kohustus täita kliendi tehingukorraldused kliendile võimalikult soodsalt.

Siiski võib õigustatult seada kahtluse alla esinduskulu probleemi tõsiduse ning väita, et vaba turumajanduse ja vaba konkurentsi põhimõtetal toimiv väärtpaberiturg peaks ise asjad paika panema. On ju loogiline, et klientide usalduse kuritarvitamine tehingukorralduse täitmisel kliendi parimate huvide järgimata jätmise teel toob kaasa korralduste voo vähenemise, st enda huvide eelistamine kliendi huvidele ei ole investeerimisühingute jaoks majanduslikult kasulik. Ei ole usutav, et kliendid usaldaks oma varaliste huvide järgimise sellele isikule, kes korra on juba oma privilegeeritud positsiooni enda või kolmanda isiku huvides ära kasutanud.

Siinkohal tuleb aga arvesse võtta viimaste aastakümnete arenguid väärtpaberiturgudel. Esmalt on tehnoloogia areng toonud kaasa uued kauplemissüsteemid, millele suurte rahvuslike börside pikaajaliselt juurutatud eneseregulatsioon ei laiene.²⁷ Teiseks on selge, et teatavaid ühiskonna hoiustamis- ja kindlustamisvajadusi ei ole võimalik enam rahuldada avalikest allikatest või traditsiooniliste investeerimisvõimaluste (nt tähtajaline hoius) abil, mis jätavad kogu riski investeerimisteenuse osutaja kanda ja pakuvad investorile vaid mõõdukat riskivaba tulusust.²⁸ Kuna pankurite riskist on saanud ühiskonna süsteemne risk, tuleb finantsteenuseid pakkuvate ettevõtjate tegevust reguleerivaid õigusnorme mitte ainult poliitiliselt

²⁶ Viks, K., jt. (viide 20), lk 160.

²⁷ Kruithof, M., van Gerven, W. A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID. Ghent University Financial Law Institute, Working Paper, no. 2010-07, 2010, lk 2.

²⁸ Samas.

põhjendatuks, vaid reaalselt vajalikuks pidada.²⁹ Autori arvates võib legislatiivset sekkumist õigustavate argumentide hulka lisada kauplemismahtude ja -tempo eksponentsiaalse kasvu, mis muudab maaklerite poolsed rikkumised raskesti avastatavaks.

Kui börsimaaklerit võrrelda näiteks kinnisvaramaakleriga, siis esimene oluline vahe on see, et kinnisvaramaakleril reeglina puudub viimane sõna tehingu sõlmimise või sõlmimata jätmise osas. Teatavasti kohustub maaklerilepinguga maakler teisele isikule lepingu sõlmimist üksnes vahendama (VÕS³⁰ § 658 lg 1), mitte lepingut oma nimel ja kliendi arvel sõlmima, mida investeerimisühing reeglina kliendi tehingukorralduse täitmisel teeb (investeerimisühingu ja kliendi vahelise lepingulise suhte kohta vt p 1.2.2.). Samuti on vastupidiselt kinnisvaratehingutele väärtpaberite ostu- ja müügitehingute tegemise täpne hetk kliendile reeglina teadmata.³¹ Isegi kui klient teaks tehingu tegemise hetke, on väga vähestel tavaklientidel (investeerimisühingu kliendi mõiste kohta vt p 1.2.2.3.) ligipääs teabele, mille üksikasjaliku kontrollimise tulemusena saaks anda hinnangu korralduse täitmise kvaliteedile.³²

Teine argument, mida parima täitmise reguleerimise vastu mõlemal pool Atlandi ookeani tihtipeale välja tuuakse, on järelevalveorganitele esitatud parima täitmise kohustuse rikkumist puudutavate kaebuste vähesus.³³ Reeglina ei ole investoritel aga õrna aimugi, kas nende tehingukorraldus täideti parimal võimalikul viisil või mitte, kuna neil puuduvad teadmised ja ressursid, et täitmise kvaliteeti hinnata.³⁴ On loogiline, et kui isik ei ole kohustuse rikkumisest teada saanud, siis puuduvad tal ka tõendid kaebuse põhistamiseks ja seega reaalne alus mis tahes kaebuse esitamiseks. Autori hinnangul toob selline teadmatus kehtiva õiguse valguses probleeme kaasa ka investeerimisühingute vastu kahju hüvitamise nõuete maksmapanemisel (vt p 3.3.). Pidades silmas klientide teadmatust täitmise tegeliku kvaliteedi osas, on lausa imekspandav, et aastas esitatakse (eelkõige suurte reguleeritud turgudega riikides) sellest

²⁹ Samas.

³⁰ RT I 2001, 81, 487; RT I, 08.07.2011, 6.

³¹ McCleskey, S. *Achieving Market Integration: Best Execution, Fragmentation and the Free Flow of Capital*. Waltham, MA : Butterworth-Heinemann, 2004, lk 8.

³² Samas.

³³ Samas.

³⁴ Samas.

hoolimata sadu kaebusi parima täitmise kohustuse rikkumiste kohta.³⁵ Parima täitmise kohustuse rikkumisest ajendatud menetlusi alustavad ikka ja jälle ka järelevalveasutused ise.³⁶

Vajaduse parima täitmise kohustuse sätestamiseks seaduses tingib muu hulgas asjaolu, et tegelikus elus ei toimi turgudel täiuslik konkurents. Investori ja investeerimisühingu huvid lahknevad: kui investor eeldab investeerimisühingult võimalikult põhjalikke hinnauuringuid, siis investeerimisühingu huvi on minimeerida parima hinna väljaselgitamiseks tehtavaid toiminguid,³⁷ sest iga sellise toiminguga kaasneb kulu. Lisaks on investeerimisühingul juba professionaalse turuosalise staatusest tulenevalt oluliselt rohkem kliendi korralduse suhtes relevantset teavet, mis võib viia kliendile ebasoodsate valikute tegemiseni.³⁸

Autor leiab, et oluline argument parima täitmise kohustuse sätestamiseks seaduses tuleneb veel õigusselguse põhimõttest (PS³⁹ § 13 lg 2). Õigusselguse kohta on Riigikohus märkinud, et isik peab saama – kui tarvis, siis asjakohase nõustamise abiga – asjaolusid arvestades mõistlikul määral ette näha tagajärgi, mida teatud tegevus võib kaasa tuua.⁴⁰ Ehkki käsundussuhetes kehtib vaikumisi üldine hoolsus- ja lojaalsuskohustus (VÕS § 620 lg 1 ja 2), jääb see piisavalt abstraktseks ning võib põhjustada olulisi vaidlusi selle üle, kas konkreetsel juhul on investeerimisühing kliendi korralduse hoolsusnõuetega kooskõllaliselt täitnud või mitte. Üldise hoolsuskohustuse konkretiseerimata jätmisel puuduvad kohtutel kriteeriumid, millest lähtuvalt langetada otsus üksikküsimuses. Investeerimisteenuste osutamine on küllaltki spetsiifiline majandustegevuse valdkond, mistõttu on juba praktilistel kaalutlustel põhjendatud selliste teenuste reguleerimine detailsema eriseadusega. Autori arvates on selge, et võimalike vaidluste tsiviilkohtumenetluse eesmärkidele (TsMS⁴¹ § 2) vastavat lahendamist on võimalik toetada juba materiaalõiguse tasandil. Piisavalt selge regulatsioon lihtsustab kohtu jaoks oluliselt konkreetsetes majandustegevuse valdkondades kehtivate praktikate ning sellele vastava turuosaliste hoolsusstandardi väljaselgitamist. Investeerimisühingul on korralduse täitmisel mitmeid valikuid, mis võivad mõjutada investeerimisühingu tegevuse hoolsuskohustusele vastavust: milline korraldus varem täita, kas täita korraldused kogumis või ükshaaval, kuidas toimida paralleelse täitmisega enda nimel ja arvel, kas täita korraldus

³⁵ Samas, lk 9.

³⁶ SEC v. Pasternak & Leighton. Complaint for Injunctive Relief, Disgorgement and Penalties for Violations of the Federal Securities Laws. Arvutivõrgus: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp19329.pdf> (22.03.2012).

³⁷ Iseli, T., jt. Legal and Economic Aspects of Best Execution in the Context of the Markets in Financial Instruments Directive. Law and Financial Markets Review, 2007, nr 4, lk 31.

³⁸ Samas.

³⁹ RT 1992, 26, 349; RT I, 27.04.2011, 2.

⁴⁰ Riigikohtu üldkogu 28. oktoobri 2002. aasta otsus põhiseaduslikkuse järelevalve asjas nr 3-4-1-5-02, p 31.

⁴¹ RT I 2005, 26, 197; RT I, 28.12.2011, 44.

sellel või teisel turul või oma portfelist jne.⁴² VPTS-i parimat täitmist reguleerivad sätted annavad mingigi lähtepunkti kliendi korralduse täitmisel kehtiva hoolsuskohustuse rikkumist puudutava vaidluse lahendamiseks.

Kirjanduses on veel küsitud, kas investeerimisteenused peaksid olema reguleeritud seadusandlikult või piisaks ehk turuosaliste eneseregulatsioonist.⁴³ Püüdes mitte väljuda käesoleva töö raamidest, väärib siiski märkimist vastakate arvamuste rohkus selles küsimuses. Üsna tugeva argumendina seadusandliku regulatsiooni vastu on välja toodud regulatiivsete meetmete negatiivset mõju konkurentsile.⁴⁴ Nimelt on vähemalt USA kogemuses ilmnunud, et finantsteenuse osutajad saavad regulatsioonist pigem kasu kui kahju, kuna on võimelised efektiivselt seadusloome mõjutamises osalema.⁴⁵ Autori hinnangul on investeerimisühingute käsutuses olevate ressursside rohkuse tõttu reaalne oht, et investeerimisteenuste osutajate lobitöö tulemusena võetakse investorite kaitse egiidi all vastu investeerimisühingutele oluliselt soodsam regulatsioon, mis piisavat investorite kaitse taset ei kindlusta. Seega tulebki investorite kaitseks kehtestatud nõudeid põhjalikult analüüsida ning püüda leida optimaalne lahendus, mis arvestaks maksimaalselt probleemi olemust ning kõikide osapoolte huve. Üsna mõistlikuna kõlab Suurbritannia finantsjärelevalve (*Financial Services Authority*; edaspidi „FSA“) endise esimehe Howard Davies’ e väide, mille kohaselt peaks seadusandja sekkuma üksnes turutõrke kõrvaldamise eesmärgil ning juhul, kui sekkumine ei too endaga kaasa uusi probleeme.⁴⁶ Parima täitmise kohustus täidab just teatud turutõrgete kõrvaldamise funktsiooni: näiteks on korralduste voog tihtipeale suunatud sellele reguleeritud turule, kus väärtpaberiga põhiliselt kaubeldakse, sõltumata asjaolust, et alternatiivne täitmiskoht pakub paremat hinda.⁴⁷ Seega võib öelda, et parima täitmise kohustuse sätestamine seaduses on põhjendatud, kuid vajab rõhutamist, et seda seisukohta ei saa automaatselt üle kanda igale VPTS-ist tulenevale tegevusnõudele.

1.1.2. Parima täitmise regulatsiooni kujunemislugu

USA-s on aastakümnete jooksul kujunenud välja küllaltki omanäoline järelevalvesüsteem. Paljudes küsimustes on pädevus delegeeritud valitsusevälistele organisatsioonidele, kelle

⁴² Grundmann, S., jt. *Towards a European Civil Code*. Alphen aan den Rijn : Kluwer Law International, 2011, lk 798.

⁴³ McCleskey, S. (viide 31), lk 9.

⁴⁴ Bentson, G. J. *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*. London : Institute for Economic Affairs, 1998, lk 59.

⁴⁵ Samas.

⁴⁶ Davies, H. *Why Regulate?* Speech to City University Business School, 04.11.1998. Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/1998/sp19.shtml> (26.03.2012).

⁴⁷ McCleskey, S. (viide 31), lk 11.

kaudu toimub finantsturgude eneseregulatsioon. Kõige olulisem selline organisatsioon on FINRA⁴⁸ (*Financial Industry Regulatory Authority*), mille reeglistiku reeglit nr 2320 võib lisaks kohtupretsedentidele pidada parima täitmise kohustuse üheks allikaks USA väärtpaberituruõiguses. 1968. a. vastu võetud reeglit on mitmel korral täpsustatud ja täiendatud, kuid selle põhisisu on suures osas samaks jäänud. FINRA reegli nr 2320 lõike (a)(1) käesoleva töö kirjutamise ajal kehtinud redaktsiooni⁴⁹ kohaselt peavad börsimaaklerid „rakendama mõistlikku hoolt tuvastamiseks parim turg korralduse esemeks olevale väärtpaberile ning müüma või ostma sellel turul, nii et lõpphind kliendile on valitsevatel turutingimustel nii soodne kui võimalik, kusjuures mõistliku hoole hindamisel arvestatakse: (A) väärtpaberi turunäitajaid (nt hinda, volatiilsust, suhtelist likviidsust) ja survet kasutusel olevatele kommunikatsioonikanalitele; (B) tehingu mahtu ja tüüpi; (C) seiratud turgude arvu; (D) hinnanoteeringu kättesaadavust; ning (E) korralduse tingimusi, mis on maaklerile või temaga seotud isikutele teatavaks tehtud.“⁵⁰

1975. a. viidi USA-s sisse ulatuslikud väärtpaberiturge reguleerivate õigusaktide muudatused, millel USA turustruktuur sisuliselt tänaseni põhineb.⁵¹ Muudatused olid olulised eelkõige kahest aspektist. Esiteks anti SEC-le ülesanne juhtida üleriigilise integreeritud turusüsteemi (*National Market System*) arendamise protsessi. Teiseks nähti sellele süsteemile ette konkreetsed nõuded, mille hulka kuulus nõue konsolideerida kogu müügi- ja ostuhuvi, nii et iga investori korraldus täidetakse parimal võimalikul viisil, sõltumata turust, kus korraldus algelt anti.⁵² Seega võeti selge suund erinevate väärtpaberiturgude senisest suurema liidestamise suunas, millega pidi paratamatult suurenema ka parima täitmise kohustuse kui eelkõige integreeritud väärtpaberiturgude tingimustes toimiva õigusinstituudi tähtsus.

Aja jooksul ilmnis erinevaid praktikaid, mille vastu võitlemiseks tuli võtta vastu üksikasjalikumaid reegleid. 1980. aastaks sai selgeks, et ainuüksi konsolideeritud hinnanoteeringute süsteemist ei piisa võimalikult soodsa täitmise tagamiseks, mistõttu SEC otsustas kehtestada kohustuse, mille kohaselt kõik kauplejad ja börsimaaklerid peavad nähtavaks tegema üleriigilise parima ostu- ja müügihinna iga väärtpaberi kohta (*National Best*

⁴⁸ FINRA moodustati 2007. a. kahe organisatsiooni, NASD (*National Association of Securities Dealers*) ja NYSE Member Regulation ühinemisel. Mitmete reeglite, sh parimat täitmist käsitlevad reeglid, on seetõttu kirjanduses viidatud kui NASD reeglitele, mitte FINRA reeglitele.

⁴⁹ NASD Rules. 2320 – Best Execution and Interpositioning. Arvutivõrgus: http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&record_id=12795&element_id=3643&highlight=2320#r12795 (26.03.2012).

⁵⁰ Autori tõlge.

⁵¹ McCleskey, S. (viide 31), lk 42.

⁵² Samas.

Bid and Offer ehk NBBO).⁵³ 1996. aastal, pärast pikkemaajalist diskussiooni, kehtestati reegel nn „lābikauplemise“ vastu (*trade through rule*): maaklerite hulgas oli levinud praktika osta aktsiaid soodsamalt endale ka siis, kui maakleritele oli edastatud klientide poolt piiratud hinnaga ostukorraldusi, mille taitmisel oleks mūūja saanud soodsama hinna.⁵⁴ Tegemist oli NASD reegli nr 2320 lōike (a)(1) vajaliku tāpsustusega, mis kinnitas veelkord, et maakler peab klientide positsiooni alati eelistama enda positsioonile.

NASD reegli nr 2320 lōike (a)(1) sarnasus MiFID-i art 21 lg-ga 1 on suhteliselt ilmne. Mōlemad reeglid eeldavad investeerimisūhingult kliendile vōimalikult soodsa tulemuse saavutamist, arvestades teatud asjaolusid, mis erinevatel tingimustel māäravad tehingukorralduse kulukuse kliendi jaoks. Ehkki kirjandus sellele otseselt ei viita, vōib julgelt vāita, et just USA järelevalveorganite poolt vālja tōtatud regulatsioon on olnud suuresti eeskujuks Euroopas tana kehtivatele klientide tehingukorralduste taitmise nōuetele.

Enne MiFID-i jōustumist kehtis Euroopas aga pikka aega investeerimisteenuste direktiiv⁵⁵ (*Investment Services Directive*; edaspidi „ISD“), mis investeerimisūhingute tegevusnōudeid ei harmoneerinud.⁵⁶ ISD sisaldas üksnes seitset ũldpōhimōtet, mille liikmesriigid pidid siseriiklikul tasandil rakendama investeerimisūhingutele spetsiifiliste tegevusnōuete kehtestamisega (ISD art 11). Ei ole ũllatav, et selline lāhenemine jātis liikmesriikidele mārkimisvāarse diskretsiooni, mis tōi liikmesriigiti kaasa oluliselt erinevate tegevusnōuete kehtestamise. See oli tollel ajal ka turuosaliste pōhiliseks etteheiteks Komisjonile.⁵⁷ Liikmesriigid tuginesid tihtipeale nn „ũldise huvi“ eranditele,⁵⁸ mille tulemus oli investeerimisūhingu tegevusele erinevate liikmesriikide ũiguse kumulatiivne rakendamine.⁵⁹ Eriti parima taitmise nōuete osas ilmnesis suured erinevused, mida kinnitas FSA poolt 2001. a. korraldatud vōrdlev analũis.⁶⁰ Teisalt oli ISD siiski suur samm edasi Euroopa Liidu riikide vāärtpaberiturgude integreerimise suunas. Ehkki ISD ũlevōtmise jāragselt olid liikmesriikide

⁵³ Samas, lk 43.

⁵⁴ Samas.

⁵⁵ Nōukogu direktiiv 93/22/EMũ, 10. mai 1993, investeerimisteenuste kohta vāärtpaberite valdkonnas (EũT L 141, 11.6.1993).

⁵⁶ Kruithof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk 2.

⁵⁷ Financial Services: Building a Framework for Action. Communication from the Commission. COM (1998) 625, lk 9. Arvutivōrgus: <http://aei.pitt.edu/3353/1/3353.pdf> (26.03.2012).

⁵⁸ Heremans, D., jt. Current Developments in European Integration: Financial Services/Transport Policy – Legal and Economic Contributions to the Fortis Bank Chair Lectures, Leuven, 2001-2003. Leuven : Leuven University Press, 2004, lk 76.

⁵⁹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directives 85/611/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC, lk 24. Arvutivōrgus: http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDproposal.pdf (26.03.2012).

⁶⁰ Best Execution. FSA Discussion Paper. Annex B. Arvutivōrgus: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp5.pdf> (26.03.2012).

börsid endiselt allutatud eraldiseisvatele õiguskordadele, suurenes tänu senisest lihtsamatele võimalustele oma tegevust laiendada märkimisväärselt erinevate börside vaheline konkurents.⁶¹ See otsene konkurents viis lõpuks liikmesriikide börside ühinemiseni multijurisdiktsionaalseteks Euroopa börsideks nagu Euronext ja OMX ning piirülese kauplemise võimaldamiseni LSE ja Deutsche Börse poolt.⁶²

ISD ei taganud küllaldaselt liikmesriikide investeerimisühingute vastastikust tunnustamist, mis oli ka üks ajendeid ISD revideerimise ning MiFID-i väljatöötamise protsessi käivitamiseks. Lisaks puudustele vastastikus tunnustamises nimetas Komisjon ISD muutmise ettepanekus ISD kitsaskohtadena veel: (1) aegunud investori kaitse põhimõtteid; (2) paljude investoritele suunatud teenuste jäämist väljapoole ISD rakendusala; (3) uute konkureerivate börside ja kauplemiskohtade tegevusele mittevastavust; (4) võimalust säilitada „konsentratsioonireeglid“, mille abil koondada kauplemine ühele kesksele börsile; (5) ebapiisavalt arendatud pädevate asutuste vahelise koostöö korda ja (6) raskusi sätete ajakohastamisel.⁶³

Probleemid sätete ajakohastamisel ajendasid Komisjoni välja töötama senisest paremat regulatiivset metoodikat. Selleks võeti kasutusele nn „Lamfalussy menetlus“. Lamfalussy menetluse eesmärk on lihtsustada ja kiirendada ELi õigusloomeprotsessi finantsteenuste valdkonnas neljast tasandist koosneva kava raames. Menetlusega nähakse ette, et EL-i institutsioonid võtavad komisjoni egiidi all vastu poliitilisi raamõigusakte, samas kui tehnilised ja üksikasjalikud rakendusmeetmed töötab välja komisjon, keda toetab kolm tehnilist komiteed.⁶⁴ Endised Lamfalussy menetlusega seotud Euroopa panganduse, väärtpaberituru ja kindlustuse järelevalveasutuste komiteed on tänaseks vastavate finantssektorite Euroopa järelevalveasutusteks ümber kujundatud.⁶⁵ Lamfalussy mudel näeb ette, et Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiviga võetakse vastu üksnes üldpõhimõtted (1. tasand), mida seejärel täpsustatakse eraldiseisvate Komisjoni rakendusdirektiivide või -määrustega (2. tasand).⁶⁶ Lamfalussy menetluse 3. tasandil opereerivad EBA (Euroopa

⁶¹ Pan, E. J. A European Solution to the Regulation of Cross-Border Markets. Benjamin N. Cardozo School of Law, Working Paper, 2007, lk 149.

⁶² Samas.

⁶³ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC, lk-d 5-6. Arvutivõrgus: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0625:FIN:EN:PDF> (27.03.2012).

⁶⁴ Finantsteenused: Lamfalussy menetlus ja Euroopa järelevalveasutuste kujunemine, lk 1. Arvutivõrgus: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/et/FTU_3.4.4.pdf (27.03.2012).

⁶⁵ Samas.

⁶⁶ Kruihof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk-d 4-5.

Pangandusjärelevalve Asutus), ESMA (Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus) ja EIOPA (Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalve Asutus), kes nõustavad Komisjoni erinevates valdkonnapõhistes küsimustes ning ühiselt Komisjoniga koordineerivad huvigruppide kaasamist menetlustesse.⁶⁷ Viimasel, 4. tasandil toimub järelevalve vastu võetud meetmete transponeerimise, rakendamise ja järgimise üle.⁶⁸ Täpsuse huvides tuleb märkida, et pärast Lissaboni lepingu jõustumist 1. detsembril 2009. a. on Lamfalussy menetluse esimesel ja teisel tasandil toimunud mõningad muudatused, mille põhiliseks sisuks on Euroopa finantsjärelevalve asutuste osatähtsuse suurendamine õigusaktide väljatöötamisel.⁶⁹ Autori hinnangul ei ole Lamfalussy menetlus küll samastatav USA-s kehtiva delegeeritud legislatiivpädevuse süsteemiga, kuid jagab sellega ühiseid jooni. Lõimuvate turgude tingimustes on keskse järelevalveasutuse moodustamine vältimatu. Vastasel juhul puuduks institutsioon, mis tegeleks supranatsionaalselt välja töötatud õiguse rakenduspraktika standardiseerimisega. Kui puudub ühtne rakenduspraktika, kehtib MiFID-iga taotletav ühetaoline õigus liikmesriikides üksnes formaalselt. Sellisel juhul võib kannatada „ühtlustamise tase, mida on vaja investoritele kõrgetasemelise kaitse pakkumiseks“.⁷⁰ Samas peaks sellisel asutusel olema tagatud sõltumatus ning piisav kompetents, et anda äärmiselt spetsiifilises valdkonnas pädevaid ning kõikide osapoolte huvidega maksimaalselt arvestavaid soovitusi ja tõlgendusi. Seega tuleb toetada Euroopa finantsjärelevalve asutuste võimalikult suurt eraldatust Euroopa Liidu institutsioonidest endast.

Avalikku arutelu ISD revideerimiseks alustas Euroopa Komisjon 2001. a. juulis,⁷¹ ettepanek uue direktiivi vastuvõtmiseks koos direktiivi eelnõuga valmis 2002. a. novembris.⁷² Eelnõus oli ette nähtud artikkel 19 pealkirjaga „Kohustus täita korraldusi kliendile võimalikult soodsatel tingimustel“, mille esimeses lõikes sisaldus MiFID-i art 21 lg-ga 1 analoogne säte. Eelnõu sisaldas ka kohustust kehtestada klientide korralduste parimat täitmist toetavad protsessid ning kohustust neid protsesse perioodiliselt üle vaadata ning kohandada.⁷³ Seega on eelnõus sätestatu suhteliselt sarnane MiFID-i artiklis 21 sätestatuga. MiFID-i artikkel 21 avab siiski oluliselt põhjalikumalt parima täitmise reeglitega seonduvat ning asetab investeerimisühingutele mõned täiendavad kohustused.

⁶⁷ FSA – The Lamfalussy Framework Pre-Lisbon. Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/pre-lisbon-procedure.pdf> (27.03.2012).

⁶⁸ Samas.

⁶⁹ FSA – The Lamfalussy Framework Post-Lisbon. Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/post-lisbon-procedure.pdf> (27.03.2012).

⁷⁰ MiFID-i põhjenduste p 2.

⁷¹ McCleskey, S. (viide 31), lk 42.

⁷² (viide 63), lk-d 5-6.

⁷³ Samas, lk 60.

Direktiivi eelnõu mahtu ja keerukust arvestades kulges selle Euroopa Parlamendi ja Nõukogu poolt vastuvõtmise protsess küllaltki valutult ning direktiiv võeti vastu vähem kui 18 kuud pärast eelnõu avaldamist, 21. aprillil 2004.⁷⁴ Kahe aasta pärast järgnesid rakendusmeetmed, täpsemalt rakendusdirektiiv 2006/73/EÜ ja rakendusmäärus 1287/2006,⁷⁵ mis mõlemad võeti vastu 10. augustil 2006. Rakendusmäärus sätestab investeerimisühingutele arvepidamis- ja tehinguaruandluskohustused, käsitleb turgude läbipaistvust, väärtpaberite kauplemisele võtmist ning sisaldab erinevaid definitsioone.⁷⁶ Rakendusdirektiiv täpsustab mitmeid nõuded investeerimisühingute organisatsioonile ja tegevusele.⁷⁷ Käesoleva töö seisukohalt on rakendusmeetmetest kõige olulisem rakendusdirektiivi 5. jagu, mis konkretiseerib erineval viisil MiFID-i art 21 lg-s 1 sisalduvat klientide korralduste parima täitmise põhimõtet.

Eestis jõustusid MiFID ning sellega koos ka parima täitmise kohustust reguleerivad MiFID-i ja rakendusdirektiivi sätted 19. novembril 2007. a. Võib öelda, et Eesti oli taaskord Komisjoni poolt Euroopa Liidu õiguse ülevõtmiseks antud tähtaegade järgimisel suhteliselt tubli, ületades MiFID-i täielikuks ülevõtmiseks antud 1. novembri 2007. a. tähtaega vaid paari nädalaga. Sellega jõudis lõpule ka integreeritud turgude kontekstis asjakohase parima täitmise kontseptsiooni „teekond“ tugevalt lõimunud USA turgudelt ja jurisdiktsioonist Euroopa Liidu liikmesriikide õiguskordadesse, kahandades jällegi erinevusi (vähemalt väärtpaberiturgude aspektist) Anglo-Ameerika ja Kontinentaal-Euroopa õigussüsteemide vahel.

1.2. Investeerimisühingu ja kliendi vaheline õigussuhe

Investeerimisühingu ja kliendi vahelise õigussuhte määratleb ära investeerimisteenus, mida investeerimisühing kliendile osutab. Alljärgnevalt leiavadki käsitlemist investeerimisteenused, millel on seos parima täitmise, investeerimisühingu suhe kliendiga tehingukorralduste täitmisel ning VPTS-i investeerimisühingu tegevust reguleerivate sätete tsiviilõiguslik tähendus laiemalt.

1.2.1. Parimat täitmist nõudvad investeerimisteenused

Investeerimisühingu kohustused kliendi ees erinevad sõltuvalt sellest, millist investeerimisteenust investeerimisühing kliendile osutab. Investeerimisteenuste osutamine on

⁷⁴ Casey, J.-P., Lannoo, K. *The MiFID Revolution*. London : Cambridge University Press, 2009, lk 31.

⁷⁵ Komisjoni määrus (EÜ) nr 1287/2006, 10. august 2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute registripidamise kohustuse, tehinguaruandluse, turu läbipaistvuse, finantsinstrumentide kauplemisele lubamise ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT L 241, 2.9.2006, lk 1-25).

⁷⁶ Casey, J.-P., Lannoo, K. (viide 74), lk 32.

⁷⁷ Samas.

spetsiifilise iseloomuga majandustegevus, millega tegelemiseks on vajalik tegevusluba (VPTS § 48 lg 1). VPTS § 49 lg 2 kohaselt võib investeerimisühing osutada üksnes neid investeerimis- ja investeerimiskõrvalteenuseid, mille kohta talle on antud tegevusluba. Seega ei ole investeerimisühingu tegevusluba universaalne mis tahes investeerimisteenuse osutamist võimaldav tegevusluba, vaid tegevusluba osutada üht või mitut konkreetset investeerimisteenust. Tegevusloas nimetatata investeerimisteenuste osutamiseks peab investeerimisühing taotlema vastava täiendava tegevusloa (VPTS § 49 lg 2 teine lause).

Investeerimisteenuste loetelu leiab VPTS § 43 lg-st 1. VPTS § 43 lg 1 kohaselt on investeerimisteenused:

- 1) väärtpaberiga seotud korralduse vastuvõtmine ja edastamine;
- 2) väärtpaberiga seotud korralduse täitmine kliendi nimel või arvel;
- 3) väärtpaberitega kauplemine oma arvel;
- 4) väärtpaberiportfelli valitsemine;
- 5) investeerimisenõustamine;
- 6) väärtpaberi garanteerimine või väärtpaberi pakkumise, emiteerimise või müümise garanteerimine;
- 7) väärtpaberi pakkumise või emiteerimise korraldamine;
- 8) mitmepoolse kauplemissüsteemi korraldamine.

Parima täitmise kohustuse rakendusala määratlemisel on oluline välja selgitada, milliste investeerimisteenuste osutamisel parima täitmise kohustus üleüldse rakendub. VPTS § 87³ lõigete 1 ja 2 sõnastusest lähtuvalt tuleks lähtepunktiks võtta see, et parima täitmise kohustus rakendub kõikidel juhtudel, kui investeerimisühing „täidab kliendi korraldusi“. See on aga mõneti eksitav ning võib viia esialgsele järeldusele, et parima täitmise kohustus rakendub üksnes olukorras, kus investeerimisühing täidab kliendi korraldusi kliendi nimel või arvel (VPTS § 43 lg 1 p 2). Kirjanduses on isegi väidetud, et MiFID-i art 21 lg 1 väljatöötamisel tehti viga, mida rakendusdirektiivi vastuvõtmisega on püütud hiljem kõrvaldada.⁷⁸ Alljärgnevalt selgub, et parima täitmise kohustuse rakendusala on siiski märkimisväärselt laiem, kui VPTS § 87³ lg 2 sõnastus arvata lubab.

1.2.1.1. Väärtpaberiga seotud korralduse vastuvõtmine ja edastamine

Kauplemiskohtade liikmeks olek on kulukas, mistõttu otsese ligipääsu hankimine kõikidele börsidele ja kauplemissüsteemidele maailmas ei oleks majanduslikult põhjendatud. Samas on paljud investorid siiski huvitatud just endale tuttava ja usaldusväärse investeerimisühingu kaudu nende väärtpaberite omandamisest, millega kaubeldakse väljaspool

⁷⁸ Kruithof, M., jt. Financial Services, Financial Crisis and European Contract Law. Alphen aan den Rijn : Kluwer Law International, 2011, lk-d 150-151.

investeeringisühingule otseselt ligipääsetavaid kauplemiskohti. Teistes riikides kauplemine võib klientide jaoks olla raskendatud ka erinevatel tehnilistel ja õiguslikel põhjustel, mistõttu vastavat tegevusluba omava professionaalse vahendaja kasutamine on tihtipeale vältimatu.

Ehkki investeeringisühing, kellele kliendi korraldus edastatakse, võib kliendi korralduse täitmisel olla samuti allutatud VPTS §-ga 87³ samaväärsele parima täitmise nõudele, ei välista see iseenesest esimese investeeringisühingu kohustust käituda kliendi parimates huvides korralduse vastuvõtmisel ja edastamisel. Nimelt sätestab VPTS § 87⁴ lg 11, et ka kliendi korralduste vastuvõtmisel ja edastamisel peab investeeringisühing arvestama VPTS § 87³ lg-s 2 sätestatud teguritega. Investeeringisühingu parima täitmise reeglid peavad võimaldama klientide parimate huvide järgimist tehingukorralduste vastuvõtmisel ja edastamisel (VPTS § 87⁴ lg 11 ja 13). Parima täitmise reeglid peaksid kindlasti sisaldama isikuid, kellele investeeringisühing korraldusi täitmiseks edastab,⁷⁹ ehkki teatud erandlikel juhtudel ei välista VPTS § 87³ lg 2 kliendi korralduse edastamist täitmiseks parima täitmise reeglites nimetatata isikule.⁸⁰

Oluline on, et VPTS § 43 lg 1 p-s 1 sätestatud investeeringisteenu puhul on investeeringisühingu kohustuste maht kliendi ees mõneti kitsam. Nimelt on CESR otse välja öelnud (ja see tuleneb piisavalt selgelt ka seadusest), et kliendi korralduste pelgal vastuvõtmisel ja edastamisel ei pea investeeringisühing järgima VPTS § 87⁴ lg-s 4 sätestatud kohustust võtta parima täitmise reeglitele kliendi eelnev nõusolek ning VPTS § 87³ lg-s 3 sätestatud kohustust kliendile tõendada, et on korralduse täitnud kooskõlas parima täitmise reeglitega.⁸¹ See aga ei tähenda, et parima täitmise reeglid ei oleks investeeringisühingule väärtpaberiga seotud korralduse vastuvõtmisel ja edastamisel siduvad.

1.2.1.2. Väärtpaberiga seotud korralduse täitmine kliendi nimel või arvel

VPTS § 43 lg 1 p-s 2 nimetatud teenus, väärtpaberiga seotud korralduse täitmine kliendi nimel või arvel, on kliendi käsundi alusel (reeglina reguleeritud turul) teo tegemine lepingu sõlmimiseks või lepingu sõlmimine kliendi nimel või arvel eesmärgiga omandada või võõrandada väärtpabereid (VPTS § 43 lg 2). Niisiis on tegemist teenusega, mida VPTS § 87³ lg 2 otseselt nimetab, mistõttu parima täitmise kohustuse kohaldumises juhul, kui

⁷⁹ (viide 15), lk 7.

⁸⁰ Samas, lk 6.

⁸¹ CESR – MiFID Supervisory Briefings. Best Execution. CESR/08-735, lk 2. Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/08_735.pdf (30.03.2012).

investeeringisühing isiklikult täidab kliendi nimel või arvel korralduse, ei tohiks kahtlusi tekkida.

1.2.1.3. Väärtpaberitega kauplemine oma arvel

Investeeringisühing võib ka ise aktsiaid omada ning nendega kauplemiselt tulu teenida. Oma arvel kauplemine võib olla investeeringisühingu jaoks korrapärane majandustegevus. VPTS § 88⁶ lg 3 kohaselt nimetatakse investeeringisühingut, kes regulaarselt ja korrapäraselt täidab kliendi korraldusi väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi, tehes oma arvel tehingu kliendiga, süsteemseks täitjaks (*systematic internaliser*). Investeeringisühingud võivad tegutseda ka turutegijatena (*market maker*), olles väärtpaberiturul alaliselt valmis väärtpaberiga oma arvel kaupleva oma ostu- ja müügipakkumuses määratud hinnaga (VPTS § 6¹). Sellisteks investeeringisühinguteks on näiteks Credit Suisse ja UBS.⁸² Oma arvel kauplev investeeringisühing täidab enda, mitte kliendi korraldusi. Seega ei rakendu üldjuhul oma arvel kauplevale investeeringisühingule parima täitmise kohustus. Täpsustavat hinnangut vajab aga olukord, kui investeeringisühing täidab klientide poolt edastatud korraldusi oma vahenditest, st on samaaegselt nii vahendaja kui ka väärtpaberitehingu vastaspool.

Kui investeeringisühing saab kliendilt korralduse, on selle täitmiseks tihti peale võimalik valida erinevate variantide vahel. Kõne alla võib tulla:

- 1) korralduse täitmine mõnes investeeringisühingule ligipääsetavas täitmiskohas;
- 2) korralduse edastamine täitmiseks mõnele teisele investeeringisühingule;
- 3) korralduse täitmine enda vahendite arvel.⁸³

Probleem tekib eelkõige juhul, kui investeeringisühingul ilmneb võimalus täita talle edastatud korraldus enda vahenditest. Sisuliselt on tegemist huvide konfliktiga (VÕS § 623 lg 1), kuna investeeringisühingu poolt pakutav hind kliendile ei pruugi olla vastavuses turuhinnaga, st võib olla kliendi jaoks tegelikult ebasoodsam. Komisjon on turuosaliste selgitustaotlustele vastates leindud, et parima täitmise nõuded laienevad investeeringisühingule ka juhul, kui investeeringisühing kaupleb väärtpaberitega oma arvel selliselt, et täidab tehingukorralduse

⁸² Financial Times Lexicon – Systematic Internaliser. Arvutivõrgus: <http://lexicon.ft.com/term?term=systematic-internaliser> (27.03.2012).

⁸³ Investopedia – Understanding Order Execution. Arvutivõrgus: <http://www.investopedia.com/articles/01/022801.asp#axzz1qL0y2kYR> (28.03.2012).

enda kapitali hulka kuuluvatest vahenditest,⁸⁴ st müüb kliendi tehingukorralduse täitmiseks talle endale kuuluvaid väärtpabereid või ostab väärtpabereid kliendilt enda raha eest. Komisjon on seisukohal, et selline oma arvel kauplemine ei ole pelgalt „investeermistegevus“, millisel juhul puuduks kaitset vajav vastaspool.⁸⁵ Parima täitmise kohustuse laienemise investeermisühingu ja kliendi vahelisele suhtele saab välistada üksnes juhul, kui kliendi puhul on tegemist võrdse vastaspoolega VPTS § 46¹ lg 2 tähenduses (võrdse vastaspoole mõiste kohta vt täpsemalt p 1.2.2.3.).⁸⁶ Seega kõikidel juhtudel, kui investeermisühing täidab korraldust kliendi nimel või arvel, sõltumata sellest, kas investeermisühing täidab korralduse enda vahenditest, sõlmib väärtpaberitehingu kolmanda isikuga või edastab korralduse täitmiseks teisele investeermisühingule, on investeermisühing kohustatud parima täitmise kohustust järgima. Enne MiFID-i ülevõtmist toimunud diskussioonis jõudis samale järeldusele ka FSA.⁸⁷

Autor nõustub Komisjoni käsitlusega, mille kohaselt on parima täitmise kohustuse tekkimisel määrav tingimus investeermisühingu poolt kliendi nimel või arvel korralduse täitmine.⁸⁸ Samas ei ole sugugi lihtne määratleda, millistel juhtudel teeb investeermisühing tehingu kliendi nimel või arvel ja millisel juhul on tegemist oma arvel kauplemisega. Eelkõige võib probleem tekkida olukorras, kus investeermisühing teeb kliendile kindla hinnaga ostu- või müügipakkumise ning klient nõustub sellega, st tehingu sõlmimise initsiatiiv tuleb investeermisühingult. Autori arvates ei ole kliendi nõustumus sellisel juhul käsitletav konkreetse juhisenä VPTS § 87³ lg 2 teise lause tähenduses, mis välistaks investeermisühingu kohustuse täita kliendi korraldus parimal võimalikul viisil, st kaaluda teisi kliendile soodsamaid täitmisvariante. Lähtuda tuleb eelkõige kliendi ja investeermisühingu vahelisest lepingust ning sellega seotud asjaoludest. Kõrgetasemeline investori kaitse eeldab, et investeermisühing ei saaks kuritarvitada hinnanoteeringute pakkumisel põhinevat kauplemisvormi.

Üldjuhul on korralduste täitmise teenust pakkuva investeermisühingu ja kliendi vahelise lepingu puhul tegemist komisjonilepinguga VÕS § 692 lg 1 tähenduses, millele VÕS § 692 lg-s 2 sätestatud tingimustel laienevad käsunduslepingu sätted (vt kliendilepingu kohta p

⁸⁴ Commission Answers to Scope Issues under MiFID and the Implementing Directive. Working Document ESC-07-2007, lk 2. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/letter-cesr-best-execution_en.pdf (28.03.2012).

⁸⁵ Samas.

⁸⁶ Samas, lk 3.

⁸⁷ FSA Discussion Paper. Implementing MiFID's Best Execution Requirements, lk 23. Arvutivõrgus: http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_03.pdf (28.03.2012).

⁸⁸ (viide 84), lk-d 3-4.

1.2.2.). Seega tuleb enda vahenditest kliendi korralduse täitnud investeerimisühingu kohustuste kindlakstegemiseks määratleda, kas kliendi korralduse täitmine toimus investeerimisühingu ja kliendi vahelise komisjonilepingu täitmisena või selle lepingu väliselt. Autori hinnangul tuleb siin aluseks võtta VÕS § 29 tõlgendamisreeglid, lähtudes esmajoonel poolte tahtest (VÕS § 29 lg 1). Kui lepingupoolte ühist tegelikku tahet ei saa kindlaks teha, tuleb lähtuda muudest VÕS §-s 29 sätestatud kriteeriumitest. FSA on parima täitmise kohustuse kohaldumist käsitledes märkinud, et suuresti sõltubki hinnang sellele, kas konkreetses olukorras peab investeerimisühing parima täitmise kohustust järgima või mitte, kliendi ja investeerimisühingu vahelise suhte asjaoludest.⁸⁹ Olukorras, kus investeerimisühing on võtnud eelnevate läbirääkimisteta täitmisele reguleeritud turul kaubeldava väärtpaberi suhtes antud korralduse, mille osas klient ei ole selgelt väljendanud tahet osta väärtpabereid otse investeerimisühingult, võib autori hinnangul eeldada kliendi majanduslikku huvi võimalikult soodsa täitmise vastu, seega ka tahet olla seotud käsundussuhtega ning seeläbi saada parimat täitmist. Kui investeerimisühing sellisel juhul kliendi korralduse enda vahendite arvel täidab, peab see olema kooskõlas parima täitmise kohustusega. Parima täitmise kohustuse rakendumise juures on tihtipeale määrav just investeerimisühingu teatav tegutsemisvabadus kliendi korralduse täitmisel.⁹⁰

Õigupoolest sätestab Eesti õiguses juba VÕS § 697 lg 2, et noteeritud börsi- või turuhinnaga esemete müümise või ostmise korral ei või komisjonär, kui ta ise on müüjaks või ostjaks, arvestada komitendile ebasoodsamat hinda kui ametlikult fikseeritud börsi- või turuhind. Investeerimisühing ei tohi ise ostjaks või müüjaks asudes asetada komitenti halvemasse olukorda, kui ta oleks olnud siis, kui komisjonär oleks teinud komitendi arvel tehingu enda asemel kolmanda isikuga.⁹¹ Kliendile arvestatav hind peaks ostukorralduse puhul seega olema investeerimisühingule ligipääsetavate turgude madalaim, müügikorralduse puhul kõrgeim. Kui tegemist on väärtpaberiga, mille võõrandamiseks oma vahenditest peab investeerimisühing kasutama mõne teise investeerimisühingu teenuseid, ei tohi investeerimisühing VPTS § 87³ lg-st 2 ja lg-st 7 tulenevalt kliendile üle kanda neid komisjonitasusid, mida investeerimisühing peaks ise kandma väärtpaberite kolmandale isikule võõrandamisel.

⁸⁹ FSA – Best Execution: Orders, lk 6. Arvutivõrgus: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/best_execution.pdf (28.03.2012).

⁹⁰ (viide 84), lk 4.

⁹¹ Varul, P., jt. Võlaõiguseseadus III. 8. ja 10. osa. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn : Juura 2009, lk 171, § 697 komm, p 3.

Erinevate investeerimisühingute parima täitmise reegleid uurides selgub, et turuväliste korralduste (OTC ehk *over the counter* tehingute) ja nn RFQ (*request for quote* ehk „hinnapakumise küsimise“) baasil toimuvate tehingute sõlmimisel parima täitmise reegleid valdavalt ei kohaldata.⁹² Kuna sellistel juhtudel tutvub klient reeglina enne tehingu sõlmimist kõikide tehingu tingimustega ning annab neile nõustumuse, võib selline praktika olla kookõlas VPTS § 87³ lg 2 teise lausega, mille kohaselt tuleb tehingukorralduse täitmisel ennekõike järgida kliendi juhiseid. See aga ei vabasta investeerimisühingut teistest hoolsuskohustustest. Äärmiselt oluline on, et investeerimisühing siiski järgiks kõiki nn „tunne oma klienti“ nõudeid ning hindaks põhjalikult investeerimisteenuse sobivust ja asjakohasust konkreetsele kliendile (VPTS § 87¹ lg 2 ja lg 3).

1.2.1.4. Väärtpaberiportfelli valitsemine

Investeerimisühing peab parima täitmise nõuetega arvestama veel väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse (VPTS § 43 lg 1 p 4) osutamisel. Väärtpaberiportfelli valitsemine on väärtpaberitest moodustatud portfelli valitsemine kliendi antud volituse alusel ja iga kliendi puhul eraldi (VPTS § 43 lg 4). Oluline märksõna on siin „volitus“, seega ei anna klient investeerimisühingule väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse raames reeglina ühekordseid korraldusi, vaid laiema volituse enda varakogumi haldamiseks ja kasvatamiseks. Põhimõtteliselt osutatakse kaht tüüpi väärtpaberiportfelli valitsemise teenust: passiivne ja aktiivne.⁹³ Passiivset väärtpaberiportfelli valitsemise teenust nimetatakse ka indeksinvesteerimiseks, mis tähendab, et portfell hajutatakse selliselt, et selle tootlus on võimalikult lähedane mõne väärtpaberituru indeksi liikumisele (nt S&P 500, Dow Jones Industrial Average). Aktiivse väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse korral haldab valitseja portfelli aktiivselt, püüdes turuanalüüsi ning kaalutletud investeerimisotsuste tulemusena saavutada indeksist suuremat tootlust.⁹⁴

VPTS § 87⁴ lg 9 kohaselt on investeerimisühing kohustatud tegutsema kooskõlas kliendi parimate huvidega, kui korraldus antakse täitmiseks väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse osutamisel ja tulenevalt investeerimisühingu otsusest teha väärtpaberitega tehing kliendi

⁹² J.P. Morgan – Best Execution Policy, p 1.1. Arvutivõrgus: www.jpmorgan.com/directdoc/MiFID_exec_policy.pdf (29.03.2012); Saxo Bank's Best Execution Policy, p 1.4. Arvutivõrgus: http://www.saxobank.com/Documents/legal_documents/Best_Execution_Policy_EN.pdf (29.03.2012); Swedbank – kliendi korralduste parima täitmise reeglid, p 5. Arvutivõrgus: https://www.swedbank.se/static/pdf/private/investor/portfolio/info_mifid_bestexerules_est_2011_08_05.pdf (29.03.2012).

⁹³ Investopedia – Portfolio Management. Arvutivõrgus: <http://www.investopedia.com/terms/p/porfoliomangement.asp#axzz1qL0y2kYR> (29.03.2012).

⁹⁴ Samas.

nimel. Seega ei ole esmapilgul VPTS § 87⁴ lg-ga 9 üleüldse hõlmatud olukorrad, kus investeerimisühing ise teeb tehinguid kliendi vahenditega väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse raames. Komisjon on aga seisukohal, et samad probleemid tõusetuvad nii kliendi korralduse ühekordsel täitmisel kui väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse osutamisel.⁹⁵ Teisisõnu täidetakse mõlemal juhul korraldus kliendi arvel, olgu tegemist väärtpaberiportfelli valitsemiseks volituse andnud kliendiga või tehingukorralduse esitanud kliendiga. Komisjon leiab, et kliendi huvide seisukohalt ei ole vahet olukordadel, kus klient saab investeerimisühingult investeerimisnõustamist ning esitab selle põhjal investeerimisühingule tehingukorralduse, ning olukordadel, kus väärtpaberiportfelli valitseja võtab vastu otsuse teha tehing teatud kauplemiskohas.⁹⁶ Seega peavad investeerimisühingud väärtpaberiportfelli valitsemise käigus tehingute tegemisel parima täitmise nõuetega arvestama.

1.2.1.5. Investeerimisnõustamine

Parima täitmise kohustusega on kaudne seos veel investeerimisnõustamisel (VPTS § 43 lg 1 p 5). VPTS § 43 lg 5 kohaselt on investeerimisnõustamise sisu kliendile väärtpaberiga seotud tehingu kohta isikliku soovitus andmine. Soovitus ei ole isiklik, kui see on mõeldud üksnes avalikustamiseks või infokanali abil avalikkusele teatavaks või kättesaadavaks tegemiseks (VPTS § 43 lg 6). Lisaks peab see isiklik soovitus sisaldama soovitus konkreetse väärtpaberi ostmiseks, müümiseks, märkimiseks, vahetamiseks, hoidmiseks, lunastamiseks või tagamiseks või väärtpaberist tulenevate nimetatud õiguste realiseerimiseks või realiseerimata jätmiseks (VPTS § 88¹³ p 2).

Investeerimisnõustamine eelneb tihtipeale VPTS § 43 lg 1 p-s 2 nimetatud teenuse osutamisele ehk väärtpaberiga seotud korralduse täitmisele kliendi nimel või arvel. Klient võib olla andnud investeerimisühingu soovitusel äärmiselt täpse juhise tehingukorralduse täitmiseks, mis välistab investeerimisühingu parima täitmise kohustuse vastavalt VPTS § 87³ lg 2 teisele lausele ning seega ka investeerimisühingu vastutuse parima täitmise kohustuse rikkumise eest, kuid see ei välista iseenesest mittekohase investeerimisnõustamisega kaasnevat vastutust. Nimelt peab kliendile seoses väärtpaberiga antav isiklik soovitus olema kliendile sobiv (VPTS § 87¹ lg 2) ja põhinema kliendiga seotud asjaoludel. Kui investeerimisühingul ei õnnestu hankida piisavalt informatsiooni selleks, et tal oleks võimalik kliendile sobivat väärtpaberitehingut soovitada, tuleb tal investeerimisnõustamisest hoiduda

⁹⁵ (viide 84), lk 8.

⁹⁶ Samas.

(VPTS § 87¹ lg 10), isegi kui info ebapiisavus on põhjustatud kliendi käitumisest⁹⁷ ja isegi kui investeerimisühing on klienti võimalikest tagajärgedest hoiatanud.

Vahekokkuvõte

Parima täitmise kohustus rakendub seega järgmiste investeerimisteenuste puhul:

- 1) väärtpaberiga seotud korralduse vastuvõtmine ja edastamine (VPTS § 43 lg 1 p 1);
- 2) väärtpaberiga seotud korralduse täitmine kliendi nimel või arvel (VPTS § 43 lg 1 p 2);
- 3) väärtpaberiportfelli valitsemine (VPTS § 43 lg 1 p 4).

Sisuliselt seisneb aga väärtpaberiportfelli valitsemine samuti VPTS § 43 lg-s 1 ja lg-s 2 sätestatud investeerimisteenuste osutamises, olgugi, et püsivalt. Seega viitab autor edaspidi läbivalt väärtpaberiga seotud korralduse täitmisele ja väärtpaberiga seotud korralduse edastamisele kui parima täitmise kohustuse seisukohalt asjakohastele investeerimisteenustele.

Autor on parima täitmise kohustuse järgimist eeldavate investeerimisteenuste loetelust jätnud välja väärtpaberitega kauplemise oma arvel (VPTS § 43 lg 1 p 3). Põhjus on selles, et parima täitmise kohustus rakendub oma arvel väärtpaberitega kauplevale investeerimisühingule üksnes käsundussuhte raames kliendi korralduse täitmisel (vt p 1.2.1.3.). Pelgal oma arvel kauplemisel VPTS § 43 lg 1 p 3 tähenduses täidavad investeerimisühingud üksnes enda, mitte klientide korraldusi, st käituvad ostjate-müüjate, mitte vahendajatena. Kuna investeerimisühing püüab oma arvel kaubeldes nii kui nii teha väärtust maksimeerivaid investeerimisotsuseid, oleks parima täitmise kohustuse rakendamine oma arvel kauplevatele investeerimisühingutele üleliigne.

1.2.2. Kliendileping korralduste täitmise alusena

1.2.2.1. Lepingu tüüp

VPTS ei viita ühelgi juhul VÕS-ile ega sätesta, millist tüüpi lepingu sätteid tuleb kohaldada nende teenuste osutamisel, mis kätkevad endas kliendi tehingukorralduse täitmist või täitmiseks edastamist. Lepingu tüübi määratlemine omab eelkõige laiemat tähendust, kuna investeerimisühingu tegevuse parima täitmise kohustusele vastavuse hindamise seisukohalt piisab iseenesest teadmisest, et investeerimisühingu ja kliendi vahel on sõlmitud kliendileping, mille alusel investeerimisühing täidab või edastab täitmiseks kliendi

⁹⁷ Grundmann, S., Hollering, J. EC Financial Services and Contract Law – Developments 2005–2007. European Review of Contract Law, 2008, vol. 4, nr. 1, lk 63.

tehingukorraldusi. Vaidluse korral peab kohus siiski iseseisvalt (TsMS § 436 lg 7) pooltevahelise õigussuhte kvalifitseerima ning otsuses selle kohta seisukoha võtma (TsMS § 442 lg 8). Seega on õige lepingutüübi määratlemisel suur praktiline tähtsus.

Eesti õiguskirjanduses omaks võetud seisukoht on, et panga ja kliendi vahel börsil noteeritud väärtpaberitega tehingute tegemiseks sõlmitud lepingud on komisjonilepingud (VÕS § 692 lg 1).⁹⁸ Saksamaal, kus kehtib Eesti komisjonilepingu regulatsiooniga küllaltki sarnane regulatsioon, on leitud sama.⁹⁹ Regulatsioonide sarnasuse tõttu on võimalik Saksamaa õigusteoorias ja kohtupraktikas välja töötatud seisukohti Eesti õiguse tõlgendamisel kasutada, pidades siiski silmas õiguskordade vahelisi erinevusi.

Ehkki kirjanduses on viidatud just panga ja kliendi vahelisele lepingule väärtpaberitehingute tegemiseks, puudub alus komisjonilepingu sätete kohaldamata jätmiseks ka nendele lepingutele, mis on sõlmitud muud tüüpi investeerimisühinguga kui pank tehingute tegemiseks muudes kliendile ligipääsmatutes kauplemisskohtades peale börsi. Et reguleeritud turgudel väärtpaberitehingute tegemiseks sõlmitud kliendilepingule tuleb just komisjonilepingu sätteid kohaldada, viitab lisaks VÕS § 697, mis välistab huvide konflikti, kui komisjonär on ise ka müüja või ostja börsil või muul reguleeritud turul.

Õigustatult tekib aga küsimus, millisel juhul on sõlmitud „kliendileping väärtpaberitehingute tegemiseks reguleeritud turul.“ Kas siin on mõeldud üksnes VPTS § 43 lg 1 p-s 2 nimetatud teenust või laienevad komisjonilepingu sätted ka olukordadele, kus investeerimisühing võtab vastu ja edastab kliendi korraldusi teistele investeerimisühingutele täitmiseks ning teeb tehinguid väärtpaberiportfelli valitsemise raames?

Kliendi korralduse vastuvõtmise ja edastamise puhul tuleks põhimõtteliselt kõne alla kaks mudelit:

- 1) investeerimisühingu ja kliendi vahel on komisjonileping, mille täitmisel investeerimisühing kasutab kolmandat isikut;
- 2) investeerimisühingu ja kliendi vahel on maakleri- või agendileping, mille alusel investeerimisühing vahendab komisjonilepingu sõlmimist kolmanda isikuga.

⁹⁸ Varul, P., jt. (viide 91), lk 156, § 692 komm, p 3.1.

⁹⁹ Zingel, F. Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz. Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 2007, lk 174.

Autori arvates peaks üldjuhul siiski olema tegemist komisjonilepinguga. Seda põhjusel, et reeglina avab klient väärtpaberikonto konkreetse investeerimisühingu juures, kes peaks jääma ka vastutavaks tema süsteemide vahendusel edastatud tehingukorralduse tulemusena väärtpaberite sellele kontole laekumise eest. Autori hinnangul peaks see kehtima ka juhul, kui investeerimisühing hoiab teatud väärtpabereid välisriigi halduri juures avatud esindajakontol. Kliendi suhtes on tegemist ikkagi kliendi omandis olevate väärtpaberitega ning investeerimisühing on kohustatud nende suhtes eraldi arvestust pidama (VPTS § 88 lg 5). Kliendil ei peaks tekkima eraldi väärtpaberite väljaandmise nõudeõigust (VÕS § 626 lg 1) kliendi korralduse täitmiseks võtnud investeerimisühingu vastu. Ilmselt on teiste investeerimisühingute korraldusi täitvad investeerimisühingud ka huvitatud sellest, et neil ei tekiks mingeid kohustusi korraldusi täitmiseks edastavate investeerimisühingute klientide ees.

Ka väärtpaberiportfelli valitsemisel peaksid investeerimisühingu ja kliendi vahelisele õigussuhtele kohaldama komisjonilepingu sätteid. Puudub sisuline vahe selles, kas investeerimisühing täidab kliendi korraldust ühekordselt või teeb väärtpaberitehinguid väärtpaberiportfelli valitsemise käigus.¹⁰⁰ Väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse osutamise leping kvalifitseeritakse Saksa õiguses samuti komisjonilepinguna.¹⁰¹ Küll aga on tegemist püsiva kohustuse täitmisele suunatud ehk kestvuslepingu tunnustega komisjonilepinguga, millele VÕS § 692 lg 3 kohaselt peaks täiendavalt kohaldama mõningaid agendilepingu sätteid. Väärtpaberiportfelli valitseja lepinguliste kohustuste igakülgne analüüs väljub käesoleva töö raamidest, küll aga peab tõdema, et teatud agendilepingu sätteid, eelkõige agenditasu reguleerivad sätteid, ei pruugi sobitada väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse olemusega. Praktikas peaks see probleem siiski olema väikese tähtsusega, kuna reeglina on väärtpaberiportfelli valitsemise eest kliendi poolt tasu maksmise korras täpselt kokku lepitud.

Seega täidab investeerimisühing, sõltumata sellest, kas isiklikult, teise investeerimisühingu vahendusel või väärtpaberiportfelli valitsemise raames, kliendi korraldusi alati komisjonilepingu alusel. VPTS-is sätestatud parima täitmise nõuded määratlevad seejuures, milline peab olema komisjonilepingust tuleneva investeerimisühingu põhikohustuse täitmise kvaliteet.

¹⁰⁰ (viide 84), lk 8.

¹⁰¹ Zingel, F. (viide 99), lk 174.

1.2.2.2. Investeerimisühing

Investeerimisühing VPTS § 40 lg 1 kohaselt on aktsiaselts, kelle püsivaks tegevuseks on ühe või mitme investeerimisteenuse osutamine kolmandatele isikutele või ka ühe või mitme investeerimistegevuse teostamine kutsetegevusena. Sellest tulenevalt on investeerimisühing igal juhul aktsiaselts ning muudest äriühingutest eristab investeerimisühingut see, et tal on ühe või mitme VPTS § 43 lg-s 1 nimetatud investeerimisteenuse osutamise tegevusluba (VPTS § 48 lg 1). VPTS § 50 lg 1 alusel ei pea krediidasutuse tegevusluba omav äriühing investeerimis- ja investeerimiskõrvalteenuste osutamiseks eraldi tegevusluba taotlema. See tähendab, et mõiste „investeerimisühing“ hõlmab kõiki krediidasutusi, kes investeerimisteenuseid püsivalt osutavad. VPTS § 40 lg-s 1 sätestatud investeerimisühingu mõiste hõlmab lisaks krediidasutustele ning puhtalt investeerimisteenuseid osutavatele investeerimisühingutele ka väärtpaberiportfelli valitsemise teenust osutavaid fondivalitsejaid.

Välisriigi investeerimisühing võib Eestis investeerimisteenuseid osutada piiriülevalt (VPTS § 65) või taotledes tegevusloa filiaali kaudu tegutsemiseks (VPTS § 66). Kui 2012. a. seisuga oli Eestis seitse tegevusloa alusel tegutsevat investeerimisühingut (arvestamata investeerimisteenuseid osutavaid krediidasutusi),¹⁰² siis ülepiirilisel osutas investeerimisteenuseid Eestis ligi 1300 äriühingut.¹⁰³

Siinkohal võib ehk veel ära märkida, et kõikidele isikutele, kes investeerimisteenuseid osutavad, ei pruugi VPTS-is sätestatud tegevusnõuded kohalduda. VPTS § 47 lg 1 sätestab mahuka loetelu isikutest, kes VPTS-i 3. osa kohaldamisalast välja jäävad. Nii näiteks ei kohaldata VPTS-i tegevusnõudeid Eesti või muu Euroopa Majanduspiirkonna lepinguriigi kindlustusandja suhtes (VPTS § 47 lg 1 p 1). Samuti ei ole VPTS-i 3. osa kohaldatav isiku suhtes, kes osutab investeerimisteenust juhuti muu kutsetegevuse hulgas, kui kutsetegevust reguleerivad õigusaktid ja selle ameti eetikakoodeks ei välista investeerimisteenuse osutamist (VPTS § 47 lg 1 p 3). Nii ei ole investeerimisteenust reguleerivad sätted kohaldatavad advokaadi suhtes, kes annab konkreetse kaasusülesande raames investeerimisteenustamise tunnustele vastava isikliku soovitusel omandada või võõrandada teatud väärtpabereid.

¹⁰² Finantsinspeksioon – Eestis tegevusloa alusel tegutsevad investeerimisühingud. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=2397> (29.03.2012).

¹⁰³ Finantsinspeksioon – Ülepiirilised investeerimisteenuste pakkujad. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=1975> (29.03.2012).

1.2.2.3. Klient

Investeeringisühingu klient on iga isik, kellele investeeringisühing osutab investeeringis- või investeeringiskõrvalteenust (VPTS § 46 lg 1). MiFID-iga tuli Euroopa Liidu riikidesse uus ja põhjalik klientide klassifitseerimise süsteem, mille eesmärk on kohandada investorite kaitse meetmeid iga investorite kategooria eripära arvestades.¹⁰⁴ Ehkki MiFID sellele konkreetselt ei viita, tuleb iga klient klassifitseerida enne mis tahes investeeringisteenuste osutamist: see tuleneb loogiliselt põhimõttest, et nõuded investeeringisteenuste osutamisel erinevad vastavalt kliendi klassile.¹⁰⁵ Seega on kliendi klassifitseerimine investeeringisühingu tegevusnõuete ulatuse määratlemise lähtekoht.¹⁰⁶

Erinevate investorite kaitse skeemide kehtestamine on vajalik eelkõige põhjusel, et erinevate investorite teadmised ja kogemused investeeringisteenuste osas võivad drastiliselt erineda.¹⁰⁷ Mis ühtede jaoks on vajalik kaitseabinõu, võib teiste jaoks olla lihtsalt tüütu; mis ühtede jaoks on mõistetav ja asjakohane, võib teiste jaoks mõistetavuse piiridest täielikult väljuda.¹⁰⁸

MiFID jaotab investeeringisühingu kliendid alljärgnevalt:

- 1) tavakliendid, kellele laieneb kõige ulatuslikum kaitse;
- 2) asjatundlikud kliendid, kellelt eeldatakse piisavaid teadmisi ja kogemusi teha otsuseid iseseisvalt ning hinnata investeeringisteenustega seonduvaid riske;
- 3) võrdsed vastaspooled, kes on muu hulgas teised investeeringisühingud, krediitiasutused, kindlustusandjad ja investeeringifondid.¹⁰⁹

MiFID-i klientide klassifitseerimise mudeli puhul on tõmmatud paralleele tarbijakaitse alase regulatiivse lähenemisega.¹¹⁰ Tarbijaõigus üldiselt sisaldab spetsiifilisi õigusnorme, mille eesmärk on kaitsta teatud majanduskäibes osalejate gruppi puudulikest teadmistest, oskustest või kogemustest või hoopis irratsionaalsetest käitumismustritest tingitud ebasoodsate otsuste eest.¹¹¹ Kui tarbijaõigus määratleb tugevaimat kaitset vajava isikute grupi (VÕS § 34), siis

¹⁰⁴ MiFID-i põhjenduste p 31.

¹⁰⁵ Kruithof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk 8.

¹⁰⁶ Casey, J.-P., Lannoo, K. (viide 74), lk 46.

¹⁰⁷ Grundmann, S., jt. (viide 42), lk 795.

¹⁰⁸ Samas.

¹⁰⁹ Samas.

¹¹⁰ Grundmann, S., jt. (viide 42), lk 800.

¹¹¹ Kruithof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk 14.

MiFID määratleb need isikud, kes oma teadmiste, kogemuste ja oskuste tõttu sellist lisakaitset ei vaja.¹¹²

Eesti õiguses tuleb klientide klassifitseerimisel aluseks võtta VPTS § 46 lg 2, mille kohaselt on investeerimisühingu asjatundlik klient VPTS § 6 lg 2 p-des 1-4 nimetatud isik¹¹³, turul kauba ja kaubatuletisväärtpaberiga kaupleja või äriühing, kes vastab vähemalt kahele järgmistest tingimustest:

- 1) tema bilansimaht on võrdne 20 miljoni euroga või sellest suurem;
- 2) tema netokäive on võrdne 40 miljoni euroga või sellest suurem;
- 3) tema omakapital on võrdne 2 miljoni euroga või sellest suurem.

Isikut, kes VPTS § 46 lg-s 2 nimetatud tingimustele ei vasta, käsitletakse investeerimisühingu tavakliendina. Tavaklient võib taotleda enda käsitamist asjatundliku kliendina, kui tema hinnangul on tal piisavad kogemused, teadmised ja asjatundlikkus ise investeerimisotsuste tegemiseks ja nendega seotud riskide adekvaatseks hindamiseks (VPTS § 46 lg 5). See on võimaldanud kirjanduses teha vahet „päriselt“ asjatundlikel (*per se professionals*) ja „suhteliselt“ asjatundlikel (*elective professionals*) klientidel.¹¹⁴

VPTS-i lugemisel eristub kliendigrupina veel võrdne vastaspool (VPTS § 46¹ lg 2). Teatud mõõndustega on investeerimisühingu tegutsemine võrdse vastaspoolena võrreldav tarnija tegutsemisega tarbijatele kaupade tarnimiseks vajalike tehingute sõlmimisel. Kuigi erisätted peaksid kohalduma tehingutele tarbijatega, ei ole mingit vajadust nende sätete järgimiseks tarnijate omavahelistes suhetes.¹¹⁵ VPTS-i §-st 46¹ tulenevad alused käsitleda teatud isikuid võrdsete vastaspooltena annab investeerimisühingule võimaluse minna mööda investorite kaitseks kehtestatud tülivatest tegevusnõuetest ning sõlmida tehinguid teiste investeerimisühingutega võrdsel positsioonil.

Klientide klassifitseerimine on parima täitmise kohustuse seisukohalt oluline, kuna konkreetse kliendi tüübist sõltub see, kas ning millistel tingimustel parima täitmise kohustus rakendub. Võrdsed vastaspoolad võivad astuda tehingutesse nii, et parima täitmise nõuded ei kohaldugi

¹¹² Samas.

¹¹³ Selline isik on: 1) Eesti või välisriigi krediidasutus, investeerimisühing, fondivalitseja, investeerimisfond, kindlustusandja või muu finantsjärelevalve alla kuuluv finantseerimisasutus; 2) Eesti Vabariik või välisriik või Eesti või välisriigi kohaliku või regionaalse omavalitsuse üksus või keskpank; 3) rahvusvaheline organisatsioon, sealhulgas Rahvusvaheline Valuutafond, Euroopa Keskpank, Euroopa Investeerimispank; 4) Eesti või välisriigi finantseerimisasutus, kelle ainsaks äritegevuseks on väärtpaberitesse investeerimine.

¹¹⁴ Kruithof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk 11.

¹¹⁵ Samas, lk 35.

(VPTS § 46¹ lg 1). Kui investeerimisühing täidab tavakliendi nimel korraldust, määratakse parim võimalik tulemus kogumaksumuse alusel, mis koosneb väärtpaberi hinnast ja täitmise seotud kuludest, mille hulka kuuluvad kõik kliendi poolt kantud korralduse täitmise otseselt seotud kulud, sealhulgas täitmiskoha teenustasud, arveldustasud ja muud korralduse täitmise seotud kolmandatele isikutele makstud tasud (VPTS § 87³ lg 7). Põhjendatud vajadusel on investeerimisühingul siiski võimalik arvesse võtta ka teisi faktoreid peale otsese kulude.¹¹⁶ Asjatundliku kliendi puhul peab investeerimisühing arvestama kõiki VPTS § 87³ lg-s 2 sätestatud tegureid.

Siinkohal tasub veel ära märkida, et tavakliendile investeerimisteenuste (v.a. investeerimise nõustamine) osutamisel peab investeerimisühing sõlmima kliendilepingu kirjalikus või kirjalikku taasesitamist võimaldavas vormis ning leping peab sisaldama kõiki VPTS § 85³ lg-s 1 nimetatud tingimusi ja andmeid. Selline leping peab olema sõlmitud ka juhul, kui asjatundlikku klienti või võrdset vastaspoolt käsitletakse tavakliendina (VPTS § 85³ lg 2). Vorminõude järgimata jätmine ei too siiski kaasa kliendilepingu tühisust (VPTS § 85³ lg 3).

1.2.2.4. Parima täitmise kohustus kliendilepingu kontekstis

Investeerimisühingu ja kliendi vastastikused kohustused VPTS § 43 lg 1 p-s 1, 2 või 4 sätestatud teenuse osutamiseks sõlmitud lepingu puhul seab paika VÕS § 692 lg 1. Selle sätte kohaselt kohustub komisjonilepinguga üks isik (komisjonär) teise isiku (komitent) jaoks oma nimel ja komitendi arvel tegema tehingu, eelkõige müüma komitendile kuuluva eseme või ostma komitendile teatud eseme (komisjoniese). Komitent kohustub komisjonärile maksma selle eest tasu (komisjonitasu).

Komisjonärile laieneb käsundisaaja hoolsuskohustus,¹¹⁷ mille ulatuse määratleb investeerimisühingu ja kliendi vahelises suhtes VÕS § 620 lg 2. See tähendab, et investeerimisühing peab toimima kliendi jaoks parima kasuga ning üldiselt tunnustatud kutseoskuste tasemel. Üks võimalustest, kuidas parima täitmise nõuded võiks investeerimisühingu ja kliendi vahelisse lepingulisse konteksti sobitada, on käsitleda neid investeerimisühingu kutseoskuste standardina. Tekib aga küsimus, kas VPTS-is sätestatud parima täitmise nõuete puhul ei võiks olla tegemist hoopis eraldiseisvate lepinguliste

¹¹⁶ Rakendusdirektiivi põhjenduste p 67.

¹¹⁷ Varul, P., jt. (viide 91), lk 159, § 692 komm, p 3.6.2.

kohustustega. Selleks tuleb analüüsida VPTS-i tegevusnõuete mõju investeerimisühingute ja klientide vahelistes tsiviilõigussuhetes laiemalt.

1.2.2.4.1. Investeerimisühingu tegevusele esitatavate nõuete tähendus tsiviilõiguses

MiFID-i sätete tsiviilõigusliku mõju üle on kirjanduses pikalt juureldud. Probleemi üheks allikaks võib pidada tõsiasi, et MiFID ei sisalda ühtegi sätet, mis võimaldaks asuda vankumatule seisukohale, et mõni MiFID-i (ja seeläbi VPTS-i) reegel on käsitletav investeerimisühingu ja kliendi vahelises suhtes lepingutingimusena või näiteks kaitsenormina deliktiõiguslikus mõttes (VÕS § 1045 lg 1 p 7 ja VÕS § 1045 lg 3).

MiFID-i sätete tsiviilõiguslikku mõju käsitlevate normide puudumist on vähemalt osaliselt võimalik seletada Euroopa Liidu seadusandja soovimatusega sekkuda liikmesriikide siseriiklikusse lepingu- ja deliktiõigusesse: kuna selles valdkonnas eksisteerivad liikmesriigiti endiselt tugevad kontseptuaalsed erisused, võinuks MiFID-ile otseselt eraõigusliku jõu andmine lõhkuda liikmesriikide tsiviilõigussüsteemide väljakujunenud loogika.¹¹⁸ See on aga toonud kaasa olukorra, kus investorite kaitse tegelik tase võib investorite poolt kasutatavate õiguskaitsevahendite ja nende rakendamise eelduste osas liikmesriigiti märkimisväärselt erineda.¹¹⁹

Esiteks tekib küsimus, kas MiFID-i eesmärk ei ole üldsegi üksnes avalik-õiguslike normide kehtestamine, mille järelevalve toimub üldistes huvides vastava pädevusega järelevalveasutuste poolt ning millele kliendil üksikjuhul ei ole võimalik tugineda. Selle käsitluse kohaselt seisavad MiFID-is sisalduvad organisatsioonilised nõuded, usaldatavusnormatiivid ja tegevusnõuded väljaspool üldist tsiviilõiguse süsteemi ning kliendi tsiviilõiguslikud nõuded investeerimisühingu vastu tuleb lahendada üldisel lepingu- või deliktiõiguslikul alusel.

Igal juhul on sellist käsitlust raske põhjendada investeerimisühingu tegevusnõuete (VPTS 10. peatükk) puhul, mille hulka peaks kuuluma ka parima täitmise kohustus. Kaks aspekti räägivad selgelt selle poolt, et VPTS-i nõuded investeerimisühingu tegevusele kaitsevad konkreetseid lepingupooli ning on seega lepinguliste kohustuste allikaks. Esiteks on MiFID-i eesmärk soodustada investorite usaldust investeerimisteenuste osutajatesse üle-

¹¹⁸ Tison, M. The Civil Law Effects of MiFID in a Comparative Law Perspective. Ghent University Financial Law Institute, Working Paper, no. 2010-05, 2010, lk 2.

¹¹⁹ Kruihof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk 52.

Euroopaliselt.¹²⁰ Ilmselt ei ole investorite usalduse kasvatamiseks kuigi soodne olukord, kus mitte investor isiklikult, vaid üksnes süsteem üleüldiselt on kaitstud investeerimisühingu tegevusele esitatavate nõuete rikkumise korral. Teiseks kujunesid investeerimisühingu tegevusele esitatavad nõuded ise algselt välja lepinguõiguses,¹²¹ mistõttu nende kohaldamine investeerimisühingu ja kliendi vahelises tsiviilõigussuhtes peaks praegu olema loomulik.

Ka erinevate liikmesriikide õiguse võrdleva uurimise tulemusena on leitud, et enamikes liikmesriikides kaasneb investeerimisühingu poolt kliendi ees investeerimisühingu tegevusele esitatavate nõuete rikkumisega mingi tsiviilõiguslik tagajärg.¹²² Erinevate õiguslike meetodite läbi muunduvad tegevusnõuded teatud transformatsiooni või refleksiooni tulemusena eraõiguslikes suhetes arvestatavateks käitumisstandarditeks, mis sisustavad investeerimisühingu hoolsuskohustust või kohustust käituda heas usus. Investeerimisühingu tegevusnõuded integreeritakse käsundussuhtes kehtivasse üldisesse hoolsusnõudesse (*fiduciary duty*).¹²³ Nii on investeerimisühingu tegevusnõudeid nimetatud ka pooleraõiguslikeks õigusnormideks.¹²⁴

Kui aga võtta seisukoht, et MiFID-i tegevusnõuded on lepingulised kohustused kliendi ees või vähemalt sisustavad investeerimisühingu hoolsuskohustust, tekib koheselt täiendavaid probleeme. Esiteks tekib küsimus, kas siseriiklikud kohtud võivad teatud tingimustel nõuda kõrgema hoolsusstandardi järgimist, kui on ette nähtud MiFID-is sätestatud tegevusnõuetega. Teine küsimus on, kas MiFID-i tegevusnõuded on dispositiivsed ja kui, siis millises ulatuses.

Küsimust, kas näiteks Eesti kohus saaks VÕS § 620 lg-le 2 tuginedes kujundada välja VPTS-is sätestatud tegevusnõuetega võrreldes kõrgema hoolsusstandardi, ei saa täielikult lahutada diskussioonist selle üle, kas MiFID-i puhul on tegemist liikmesriikide õiguse maksimum- või miinimumharmoneerimisele suunatud meetmega. Ehkki seisukoht, et MiFID peaks liikmesriikide õiguse maksimaalselt harmoneerima, on laialdaselt tunnustatud, ei viita sellele ükski säte MiFID-is endas.¹²⁵ Enne MiFID-i jõustumist leidis Saksamaa kõrgeim kohus tuntud kohtuasjas *Bond*¹²⁶, et investeerimisühing peab investeerimisnõustamisel teavitama klienti ka individuaalse finantsinstrumendiga seotud spetsiifilistest riskidest. Kohustus klienti

¹²⁰ MiFID-i põhjenduste p-d 17, 31, 41 ja 44

¹²¹ Grundmann, S., jt. (viide 42), lk 796-797.

¹²² Tison, M. (viide 118), lk-d 10-11.

¹²³ Samas.

¹²⁴ Cherednychenko, O. European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship. *European Review of Private Law*, 2009, nr 5, lk 939.

¹²⁵ Tison, M. (viide 118), lk-d 10-11.

¹²⁶ BGH, BGHZ 123 (*Bond*), 06.07.1993.

aga kõikidest soovitatava finantsinstrumendiga seotud riskidest igakülgselt informeerida on olemuselt laiem kui MiFID-i art 19 lg-st 3 tulenev teavitamiskohustus.¹²⁷ Sarnaselt nõuavad Madalmaade kohtud investeerimisühingutelt ulatuslikku klientide tundmaõppimist kõikidel juhtudel, kui tegemist on riskantsete või keerukate väärtpaberite või investeerimisteenustega, tegemata vahet sellel, kas investeerimisühing osutab kliendile investeerimisenõustamise või väärtpaberiportfelli valitsemise teenust või täidab kliendi korraldusi.¹²⁸ MiFID-i art 19 lg-st 4 ja lg-st 5 tulenevalt on kliendi kohta andmete ulatuslikumat kogumist eeldava nn sobivustesti (VPTS § 87¹ lg 2) läbiviimine aga kohustuslik üksnes investeerimisenõustamise või väärtpaberiportfelli valitsemise puhul.

Madalmaade kohtud on jäänud endale kindlaks ka pärast MiFID-i jõustumist. Kolmes 2009. a. tehtud otsuses¹²⁹ järgis Madalmaade kõrgeim kohus kohtujuristi argumente, kes oma arvamuses leidis alljärgnevalt:

„Pankade väited ei arvesta asjaoluga, et ehkki hea usu põhimõttest tuleneva panga hoolsuskohustuse ulatuse määratlemisel on võimalik arvesse võtta avalikku õigust, puudub alus sellise tsiviilõigusliku hoolsuskohustuse ammendavaks piiritlemiseks avalikku õigusesse kuuluvate normidega. Selline lähenemine ignoreeriks täielikult tõsiasi, et Madalmaades kehtib kahekordsete hoolsuskohustuste süsteem, mis koosneb avalikku õigusesse liigituvatest hoolsuskohustustest ja eraõiguslikest (peamiselt Ülemkohtu poolt kujundatud) hoolsuskohustustest. [...] Hea usu põhimõttest tulenevad nõuded kujunevad üksikjuhtumi asjaoludel ning seega ei saa välistada, et finantsteenuse osutajale laieneb ulatuslikum hoolsuskohustus, kui võiks järeldada vastaval ajahetkel kehtivast avalikust õigusest. See on nii, kuna avalik õigus mõjutab eraõigust, kuid ei sisusta seda.“¹³⁰

Autori hinnangul sisaldub eeltoodud lõigus põhimõte, mis on avaliku õiguse ja eraõiguse piiritlemise aspektist äärmiselt oluline: avalik õigus mõjutab eraõigust, kuid ei sisusta seda. Avalik õigus saab lepingulisi suhteid ammendavalt sisustada üksnes juhul, kui tsiviilkäibes kehtiva privaatautonomia selline ulatuslik piiramine on õigustatud mingite erandlike asjaoludega. Olgugi, et mingid lepingupoolte kohustused võivad olla seaduses sätestatud

¹²⁷ Ferrarini, G., jt. *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. Oxford : Oxford University Press, 2006, lk-d 306-307.

¹²⁸ Den Boschi Ringkonnakohus, 09.05.2006, LJN: AX2464.

¹²⁹ Hoge Raad, LJN: BH2811, 05.06.2009; Hoge Raad, LJN: BH2815, 05.06.2009; Hoge Raad, LJN: BH2822, 05.06.2009.

¹³⁰ Cherednychenko, O. (viide 124), lk 942.

(VÕS § 23 lg 1), ei välista see lepingupoolte kohustuste tulenemist muudest VÕS § 23 lg 1 pdes 1-4 sätestatud allikatest, sh hea usu ja mõistlikkuse põhimõttest (VÕS § 6 ja § 7). Maksimumharmoneerimise doktriini on kirjanduses varmselt kaitstud,¹³¹ kuid autori hinnangul on raske eitada seisukohta, mille kohaselt avalikus õiguses reguleeritud tüüpolukorrad ei saa olla individuaalse tsiviilvaidluse lahendamisel autonoomsetele tsiviilkohtutele siduvad.¹³² Konkreetse kliendi ees konkreetsetel asjaoludel võib investeerimisühingul olla nii seaduses sätestatust kõrgem kui madalam hoolsuskohustus.¹³³ Nii võiks ka Eestis olla kohtutel siiski teatav seaduses sätestatud tegevusnõuetest sõltumatu autonoomia VÕS § 620 lg-st 1 ja 2 tulenevate hoolsusstandardite sisustamisel. See peaks võimaldama klientidele teatavat manööverdamisruumi enda partikulaarsete tsiviilõiguste kaitseks, kuna MiFID-i investori kaitse režiimide tõhusus on kohtupraktikas, seda eriti Eestis, paljuski veel läbi testimata.¹³⁴ Investeerimisühingud võivad küll argumenteerida, et kord, mis piisava selgusega ei määratle nende hoolsuskohustust, on neid ebamõistlikult koormav ning ei võimalda neil rikkumisi piisavalt ette näha. Sellele on aga võimalik vastu väita, et mõnetine ebamäärasus teenib samuti investorite kõrgetasemelise kaitse huve, kuna see peabki investeerimisühingut ajendama „parem karta, kui kahetseda“ põhimõttel iga kliendi suhtes riske põhjalikult hindama ning tegema alati rohkem seaduses sätestatud miinimumstandardist.

Teine küsimus, millele erialakirjanduses on märksa vähem tähelepanu pööratud, kuid millel on samuti suur praktiline tähtsus, on see, kas MiFID-i sätetest võib poolte kokkuleppel kõrvale kalduda. Taaskord lähevad arvamused selle osas lahku, kusjuures üks seisukoht on, et kõrvalekaldumine ei ole lubatud,¹³⁵ ning teine, et vähemalt vastutuse piirides on võimalik poolte vahel kokku leppida.¹³⁶ FSA on seisukohal, et vastutuse piiramine ei ole lubatud, olles selle vastu oma reeglistikus kehtestanud eraldi sätte.¹³⁷

Eesti kehtivas eraõiguses on välja kujunenud põhimõte, mille kohaselt muude eraõiguse seaduste puhul peale VÕS-i ei saa üldisest dispositiivsuse põhimõttest lähtuda ning sätte dispositiivsus tuleb välja selgitada normi sisulise tõlgendamise teel.¹³⁸ VPTS-i tegevusnõuete imperatiivsuse kasuks räägib eelkõige MiFID-i eesmärk. MiFID-i tegevusnõuded kujutavad

¹³¹ Ferrarini, G., jt. (viide 127), lk 299, 318.

¹³² Cherednychenko, O. (viide 124), lk 943.

¹³³ Samas.

¹³⁴ Ferrarini, G., jt. (viide 127), lk 381.

¹³⁵ Fuchs, A., jt. Wertpapierhandelsgesetz: WpHG. München : C.H. Beck, 2009, lk 1193.

¹³⁶ Tison, M. (viide 118), lk 12.

¹³⁷ FSA – The Conduct of Business Sourcebook. Part III, p 4.3.3R. Arvutivõrgus:

http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp45_annexa.pdf (30.03.2012).

¹³⁸ Varul, P., jt. Võlaõigusseadus I. Üldosa. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn : Juura, 2006, lk 20, § 5 komm, p 3.

endast hädavajalikke kaitsemeetmeid, mis peaks soodustama investorite usaldust väärtpaberituru tõrgeteta toimimise vastu ning samaaegselt kaitsma neid individuaalsuhetes investeerimisühingutega.¹³⁹ Võib väita, et pooltele VPTS-is sätestatud teistsuguste kokkulepete sõlmimise õiguse andmine seab ohtu MiFID-i regulatiivsete eesmärkide, eelkõige investeerimisteenuste osutamise osas kindlapiirilise üle-Euroopalise õiguskorra saavutamise.¹⁴⁰

Autor täiendaks siiski eelnevalt väljendatud seisukohti, märkides, et VPTS-i sätteid ei tohiks käsitleda täielikult imperatiivsetena, mis igasugused teistsugused kokkulepped välistab, vaid eelkõige nn pooldispositiivsetena, mille kohaselt ei ole välistatud klientidele soodsamad kokkulepped, nt kokkulepe VPTS § 87³ lg-s 2 sätestatud „parima võimaliku täitmise“ asemel saavutada konkreetne kliendile soodne tulemus. Vastutuse piirangute välistamine on siiski põhjendatud ja võib teenida veel üht kirjanduses nimetamata eesmärki: nimelt kallutada investeerimisühinguid mitte võtma põhjendamatuid riske. Autori hinnangul on seaduse mõtteks võimaldada ulatuslik kokkuleppevabadus kohalduvate tegevusnõuete osas võrdsetele vastaspooltele, kellele selline õigus tuleneb VPTS § 46¹ lg-st 1. Võrdne vastaspool võib küll taotleda enda käsitlemist muud liiki kliendina (VPTS § 46¹ lg 3), kuid seadus ei välista otseselt ka võrdsete vastaspoolte vahelisi kokkuleppeid ühe või mitme VPTS § 85 p-des 5–7 ja 9 ning § 86–87⁵, 89 ja 89¹ sätestatud nõude kohaldamiseks nende vahelises suhtes.

Viimaks ei tohi unustada, et lisaks tegevusnõuetele sisaldab VPTS tervet hulka organisatsioonilisi nõudeid ja usaldatavusnormatiive. Üldiselt ei ole liikmesriikide kohtud kuigi varmad omistama organisatsioonilistele nõuetele ja usaldatavusnormatiividele tsiviilõiguslikku tähendust.¹⁴¹ See aga ei tähenda, et nende rikkumisele tuginemine üksikjuhul võiks olla täielikult välistatud. On leitud, et VPTS-i organisatsiooniliste nõuete ja usaldatavusnormatiivide rikkumist võiks teoreetiliselt vaadelda investorite kaitseks kehtestatud normide rikkumisena, mis annaks aluse esitada investeerimisühingu vastu lepinguvälise kahju hüvitamise nõude.¹⁴² Samal ajal on nenditud, et paljudel juhtudel võib organisatsioonilise kohustuse või usaldatavusnormatiivi rikkumisele tugineva kahju hüvitamise nõude puhul põhjusliku seose tõendamise olla äärmiselt raske, kui mitte võimatu.¹⁴³ Keerukaks on seda peetud eelkõige n-ö „kvantitatiivse“ iseloomuga nõuete, nt kapitalinõuete puhul, ning vähem „kvalitatiivse“ iseloomuga nõuete, nt investeerimisühingu

¹³⁹ Tison, M. (viide 118), lk-d 12-13.

¹⁴⁰ Samas, lk 13.

¹⁴¹ Kruithof, M., van Gerven, W. (viide 27), lk 51.

¹⁴² Tison, M. (viide 118), lk 9.

¹⁴³ Samas.

juhtidele esitatavate ja sisekontrolli nõuete puhul.¹⁴⁴ Saksamaa väärtpaberituruseaduse (WpHG) sätete kohaldatavust kaitsenormina on BGH igal juhul kinnitanud, kui normi eesmärk on investorite kaitsmine, mitte ainult investeerimisühingu sisemise tegevuse reguleerimine.¹⁴⁵ Kuna parima täitmise kohustuse käsitlemine kaitsenormina peaks üldjuhul olema välistatud juba selle investeerimisühingu ja kliendi vahelise lepingu esemesse kuulumise tõttu (VÕS § 1044 lg 2),¹⁴⁶ siis ei ole töö mahtu silmas pidades võimalik esitada VPTS-i sätete kui kaitsenormide küsimuse ammendavat käsitlust. Küll aga on tegemist täiendavat uurimist vääriva ja äärmiselt praktilise väljundiga teoreetilise probleemiga.

1.2.2.4.2. Parima täitmise kohustus: lepingutingimus või hoolsusstandard?

Eelneva arutluse tulemusena selgus, et VPTS-i tegevusnõuetel peaks olema vähemalt mingi mõju investeerimisühingu ja kliendi vahelisele komisjonilepingule. Parima täitmise kohustuse seisukohalt on seega esmajoones oluline määratleda, millist tüüpi kohustusega (organisatsioonilise nõude või tegevusnõudega) on tegemist ning milline on selle kohustuse suhe investeerimisühingu ja kliendi vahelist suhet reguleerivate komisjonilepingu sätetega.

Ehkki VPTS § 87³ lg 2 sisaldub VPTS-i 10. peatükis „Investeerimisühingu tegevusele esitatavad nõuded“, ei ole parima täitmise kohustuse kui tegevusnõude koht teoorias lõpuni kõigutatamatu. Kirjanduses on väidetud, et investeerimisühing on parima täitmise kohustuse kohaselt täitnud, kui on kehtestanud piisavad õiguslikud, tehnilised ja organisatsioonilised meetmed, mida arvestatakse iga korralduse puhul ning mis võimaldavad järjekindlalt saavutada klientide korralduste parima täitmise.¹⁴⁷ Seega on rõhk organisatsiooniliste meetmete kehtestamisel, mida „arvestatakse“ ja mis „järjekindlalt“ (aga mitte sajaprotsendiliselt igal üksikul juhul) võimaldavad saavutada klientide jaoks parimaid tulemusi.

Iseenesest vastab tõele, et klient ei saa investeerimisühingult nõuda ega investeerimisühing ka mõistlikult tagada parimat täitmist igal üksikul juhul.¹⁴⁸ Probleem on selles, et korralduse täitmise otsus võib *ex ante* olla küll põhjalikult informeeritud, kuid olukord turul võib muutuda sekunditega, nii et parima tahtmise juures võib *ex post* selguda täitmist mõjutanud asjaolusid, millega isegi oma kutseoskuste tipul tegutsev börsimaakler arvestada ei

¹⁴⁴ Samas.

¹⁴⁵ BGH ZIP 2007, 518, 519f.

¹⁴⁶ Schwark, E., Zimmer, D. Kapitalmarktrechts-Kommentar. München : C.H. Beck, 2010, äärenr 73.

¹⁴⁷ Davies, R. J. (viide 13), lk 7.

¹⁴⁸ Adams, G., jt. Best Execution. Executing Transactions in Securities Markets on Behalf of Investors. London : European Asset Management Association, 2002, lk-d 1-3.

suudaks.¹⁴⁹ See aga ei tähenda, et investeerimisühing oleks oma kohustusi rikkunud, kuna parima täitmise kohustus kätkeb endas ennekõike kohustust võtta kasutusele VPTS § 87³ ja § 87⁴ sätestatud meetmed ning neid parimal võimalikul viisil rakendada.¹⁵⁰ Tegemist ei ole resultaadile suunatud kohustusega, vaid kohustusega teha tulemuse saavutamiseks kõik mõistlikult võimalik (VÕS § 24 lg 1). Veelgi enam, parima täitmise mõõtmiseks puudub ühtne standard: kui pooled ei ole kokku leppinud mingi konkreetse mõõdiku kohaldamises, on väga raske parimat täitmist konkreetsel juhul tagantjärele hinnata.¹⁵¹

Autori hinnangul on aga selge, et investeerimisühing ei ole parima täitmise kohustust rikkunud mitte ainult siis, kui on jätnud kehtestamata või on kehtestanud mittekohased õiguslikud, tehnilised ja organisatsioonilised meetmed klientide korralduste parimaks täitmiseks, vaid ka juhul, kui ei ole konkreetse kliendi korralduse täitmisel või täitmiseks edastamisel järginud investeerimisteenuste valdkonnas tegutsejatel üldiselt lasuvat kõrget hoolsuskohustust. Sellist lähenemist ei välistata ka kirjanduses, mööndes pigem, et investeerimisühing peab tema poolt kehtestatud parima täitmise reegleid järgima igal üksikul juhul.¹⁵² On loogiline, et kui investeerimisühing rikub kliendi korralduse täitmisel oma üldist hoolsuskohustust selliselt, et see toob kaasa vähem kui investeerimisühingult oodatavale kutsestandardile vastava täitmise, on investeerimisühing ühtlasi rikkunud VPTS § 87³ lg-st 2 tulenevat kohustust „täita kliendi korraldus kliendi jaoks parimal võimalikul viisil.“ Ka CESR on rõhutanud, et parima täitmise nõuete eesmärk on ühest küljest soodustada turgude tõhusust, teisest küljest aga parima võimaliku tulemuse saavutamist üksikjuhul.¹⁵³ Veel üks argument, mis selgelt toetab parima täitmise kohustuse kohaldatavust individuaalsele tsiviilõiguslikule suhtele, on asjaolu, et parima täitmise kohustus ei ole eraldiseisev õiguslik kontseptsioon, vaid on tuletatud just investeerimisühingu ja kliendi vahel tsiviilõiguslikus üksiksuhtes kehtivast üldisest hoolsuskohustusest.¹⁵⁴ Viimaks peaks parima täitmise kohustuse investeerimisühingu ja kliendi vahelisele üksiksuhtele kohaldatavuse osas kahtlusi hajutama fakt, et USA kohtud on analoogse *common law*'l põhineva parima täitmise kohustuse laienemist investeerimisühingute ja klientide vahelisele lepingulisele suhtele

¹⁴⁹ Samas.

¹⁵⁰ Ferrarini, G. Best Execution and Competition between Trading Venues – MiFID's Likely Impact. Capital Markets Law Journal, 2007, vol. 2, nr 4, lk 406.

¹⁵¹ Ferrarini, G., jt. (viide 127), lk 289.

¹⁵² Davies, R. J. (viide 13), lk 7; Karande, K. MiFID Best Execution Benchmark. Journal of Trading, 2007, vol. 2, nr 3; vt ka rakendusdirektiivi põhjenduste p 66.

¹⁵³ (viide 81), lk 1.

¹⁵⁴ McCleskey, S. (viide 31), lk 66.

kinnitatud.¹⁵⁵ Omaette küsimus on, millised on parima täitmise kohustuse rikkumise standard- ja piirijuhtumid (vt käesoleva töö p 2.6.1. ja 3.2.).

Veel enne parima täitmise kohustuse sisu juurde asumist tuleb aga VPTS § 87³ lg 2 sobitada investeerimisühingu ja kliendi vahelise komisjonilepingu konteksti. Seega tuleb rakendada mingit õigusteoreetilist mudelit VPTS-i sätete reflekteerimiseks lepinguõigusesse, sarnaselt teistes Euroopa riikides väljakujunenud praktikale.¹⁵⁶ Olgugi, et investeerimisühingul on (vähemalt kliendi korraldusi ise täites) kohustus võtta kliendi nõusolek parima täitmise reeglitele, mis ilmselt muudab VÕS § 9 lg-st 1 tulenevalt parima täitmise reeglid investeerimisühingu ja kliendi vahelises suhtes õiguslikult siduvaks, ei saa käesoleva töö autori hinnangul parima täitmise nõudeid vaadelda eraldi VÕS § 620 lg-st 1 ja lg-st 2. Autori arvates on loogiline lahendus, et VPTS § 87³ lg 2 sisustab tehingukorralduste täitmise või täitmiseks edastamise eesmärgil sõlmitud komisjonilepingus investeerimisühingu VÕS § 620 lg-st 1 ja lg-st 2 tulenevat hoolsuskohustust, st esimene on viimase konkretiseering.¹⁵⁷ Teatud majandus- ja kutsetegevuses tegutseva isiku hoolsus- ja lojaalsuskohustuste konkretiseerimises eriseadusega ei ole iseenesest midagi ebaharilikku. Näiteks leiab advokaadi hoolsuskohustust täpsustavaid sätteid advokatuuriseadusest¹⁵⁸ (vt nt AdvS § 40 lg 2). Kõigi parima täitmise seisukohalt oluliste sätete puhul aga sama võtet kasutada ei saa, osad neist kujutavad endast erisätteid või eraldiseisvaid lepingulisi kohustusi. Nii peaks VPTS § 87³ lg 3 olema VÕS § 624 lg-s 2 sätestatud käsundiandja teatamiskohustust laiendav imperatiivne säte, millest VÕS § 624 lg 3 alusel ka kirjalikus vormis sõlmitud kokkuleppega kõrvale kalduda ei saa.

Vahekokkuvõte

Investeerimisühing täidab kliendi korraldusi või edastab neid täitmiseks komisjonilepingu alusel. Investeerimisühingu kohustused kliendi ees võivad erineda sõltuvalt sellest, millisesse kliendigruppi (tavakliendid, asjatundlikud kliendid, võrdsed vastaspooled) klient liigitub. Klientide liigitamine tavaklientideks ja asjatundlikeks klientideks on parima täitmise seisukohalt oluline, kuna tavaklientide puhul määratakse parim võimalik tulemus erinevalt asjatundlikest klientidest (VPTS § 87³ lg 7).

¹⁵⁵ Newton v. Merrill Lynch, 135 F.3d 266 (3rd Cir.).

¹⁵⁶ Tison, M. (viide 118), lk-d 10-11.

¹⁵⁷ Grundmann, S., jt. (viide 42), lk 795.

¹⁵⁸ RT I 2001, 36, 201; RT I, 14.03.2011, 25.

VPTS-is sätestatud nõuetel investeerimisühingute tegevusele on mõju investeerimisühingu ja kliendi vahelises lepingulises suhtes. Sealjuures on parima täitmise kohustus vaadeldav investeerimisühingu üldise VÕS § 692 lg-st 2 ja § 620 lg 1-st 1 ja lg-st 2 tuleneva hoolsus- ja lojaalsuskohustuse konkretiseeringuna. Siiski ei ole välistatud, et siseriiklikud kohtud võiksid investeerimisühingutelt nõuda VPTS-i sätetega võrreldes kõrgema hoolsusstandardi järgimist. VPTS-i sätetest kliendi kahjuks kõrvalekalduvad kokkulepped peaksid sealjuures olema välistatud.

2. Parima täitmise kohustuse sisu

Parima täitmise kohustus kätkeb endas investeerimisühingu kohustust (i) kliendi korralduse täitmisel ja (ii) kliendi korralduse täitmiseks andmisel võtta kõik mõistlikud meetmed kliendi jaoks parima tulemuse saavutamiseks, arvestades täitmistegureid.¹⁵⁹

Täitmistegurid on a) väärtpaberi hind; b) korralduse täitmise kulud (sh arveldustasud); c) täitmise kiirus; d) korralduse täitmise tõenäosus; e) arveldamise tõenäosus; f) korralduse suurus; g) korralduse olemus ja h) muud korralduse täitmisega seotud asjaolud.¹⁶⁰

VPTS § 87³ lg-st 4 tulenevalt on investeerimisühing kliendi korraldusi täites kohustatud täitmistegurite tähtsuse määramisel võtma arvesse järgmisi andmeid:

- 1) klienti iseloomustavad andmed, sealhulgas tema liigitus kas tavakliendiks või asjatundlikuks kliendiks;
- 2) kliendi korraldust iseloomustavad andmed;
- 3) neid väärtpabereid iseloomustavad andmed, mille suhtes korraldus on esitatud;
- 4) neid täitmiskohti, kuhu korralduse võib suunata, iseloomustavad andmed.

Seega on VPTS § 87³ lg-s 2 nimetatud faktorid omakorda määratletud teatud tegurite poolt. Autor peab põhjendatuks alustada käsitlust just VPTS § 87³ lg-s 4 sätestatud andmetest, sest loogiliselt peaks investeerimisühing kliendi korralduse täitmiseks võtmisel tegema esmalt kindlaks just VPTS § 87³ lg-s 4 sätestatud andmed, ilma milleta ei ole võimalik klientide korralduste täitmisel täitmisteguritele suhtelist tähtsust omistada. Tavaklientidele peab investeerimisühing täitmisteguritele omistatava suhtelise tähtsuse mõistliku aja jooksul enne teenuse osutamist teatavaks tegema (VPTS § 87⁴ lg 7 p 1).

¹⁵⁹ (viide 81), lk 2.

¹⁶⁰ Samas, lk 3.

2.1. Klienti iseloomustavad andmed

Enne kliendi korralduse täitmisele asumist peab investeerimisühing liigitama kliendi tavakliendiks või asjatundlikuks kliendiks ning täitma ulatuslikud kliendi tundmaõppimise nõuded, kui tegemist ei ole just võrdse vastaspoolega VPTS § 46¹ lg 2 tähenduses.

Enne väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse osutamist peab investeerimisühing koguma teavet isiku teadmiste ja kogemuste kohta seoses konkreetset tüüpi väärtpaberiportfelli valitsemise teenusega ning isiku rahalise olukorra ja investeerimiseesmärkide kohta (VPTS § 87¹ lg 2 esimene lause). Et investeerimisühingul oleks üldse lubatud kliendile väärtpaberiportfelli valitsemise teenust osutada, peab investeerimisühingul kujunema mõistlik alus arvata, et kliendil on vajalikud teadmised ja kogemused mõistmaks teenusega kaasnevat riske, kliendi finantsvõimekus vastab kliendi investeerimiseesmärkidele ja investeerimisriskidele ning pakutav väärtpaberiportfelli valitsemise teenus ise on vastavuses kliendi investeerimiseesmärkidega (VPTS § 87¹ lg 2 teine lause). Asjatundliku kliendi puhul võib investeerimisühing eeldada vajalike teadmiste ja kogemuste olemasolu (VPTS § 87¹ lg 7).

Enne kliendi tehingukorralduse täitmiseks võtmist või edastamist peab investeerimisühing aga tegema kindlaks üksnes selle, kas kliendil on vajalikud teadmised ja kogemused mõistmaks pakutava või kliendi poolt nõutava toote või investeerimisteenusega kaasnevat riske (VPTS § 87¹ lg 3). Teenuse asjakohasuse hindamiseks vajalike andmete maht sõltub tehingu keerukusest ja riskiastmest. Mida keerukam ja riskantsem on tehing, seda kõrgemad on nõuded teabe saamiseks ja teabe andmiseks.¹⁶¹ Näiteks hariliku optiooni suhtes tehtav tehing eeldab väiksemas matus infovahetust kui börsiväliselt kaubeldavate tuletisväärtpaberite puhul. Samamoodi toob mõne hästi tuntud ja usaldusväärse Euroopa ettevõtte aktsiate ost või müük kaasa piiratumad teabe kogumise ja teavitamise kohustused võrreldes madala turukapitalisatsiooniga Jaapani ettevõtete aktsiatega, kuna viimaste osas on riskiaste (nt valuutarisk ja likviidsusrisk) kõrgem.¹⁶²

Kuigi investeerimisühing saab kliendi kohta VPTS § 87¹ lg-s 2 ja lg-s 3 sätestatud kohustuste täitmise tulemusena teada suure hulga andmeid, on prima täitmise seisukohalt oluline eelkõige kliendi liigitumine tavakliendiks või asjatundlikuks kliendiks. Kui

¹⁶¹ Casey, J.-P., Lannoo, K. (viide 74), lk 51.

¹⁶² Samas.

investeeringisühing täidab või edastab täitmiseks tavakliendi korraldusi, määratakse parim võimalik tulemus kogukulu (*total consideration*) meetodil (VPTS § 87³ lg 7 ja § 87⁴ lg 11).

2.2. Kliendi juhised

Oluline on märkida, et VPTS § 87³ lg 2 teise lause kohaselt välistab kliendi konkreetne juhis parima täitmise kohustuse rakendumise kliendi korralduse täitmisel. See tuleneb juba VÕS § 621 lg-st 1, mille kohaselt peab käsundisaaja käsundi täitmisel järgima käsundiandja juhiseid. Investeeringisühing võib siiski keelduda sellise juhise järgimisest, mis sisuliselt kujutab endast uut käsundit.¹⁶³

VÕS § 621 lg 1 teise lause kohaselt ei või käsundiandja anda üksikasjalikke juhiseid käsundi täitmise viisi ega tingimuste suhtes, kui käsundisaaja peab käsundi täitma oma erialastele teadmiste või võimetele tuginedes. Antud sätte kohaselt ei ole käsundisaaja oma kohustusi rikkunud, kui on käsundiandja üksikasjalikest juhistest oma teadmiste ja kogemuste tuginedes kõrvale kaldunud.¹⁶⁴ Tekib küsimus, kas VÕS § 621 lg 1 teine lause kuulub kohaldamisele ka investeeringisühingu ja kliendi vahelises suhtes või annab VPTS § 87³ lg 2 erisättena kliendile õiguse investeeringisühingule tehingukorralduse suhtes siduvaid üksikasjalikke juhiseid anda. Autori arvates tuleb toetada viimast varianti. Siseriiklikku õigust tuleb tõlgendada kooskõlas direktiiviga.¹⁶⁵ MiFID-i art 21 lg 1 mõttest tulenevalt peaksid just kliendi üksikasjalikud juhised (MiFID art 21 lg 1 kasutab ingliskeelset terminit „*specific instruction*“) investeeringisühingule siduvad olema.

Kui investeeringisühing kliendi juhiseid ei järgi, on kliendil õigus lugeda, et tehing ei ole tehtud kliendi arvel (VÕS § 693 lg 1). Võib tekkida küsimus, kas kliendi nõusolek parima täitmise reeglitele võiks olla käsitletav kliendi juhistena VÕS § 693 lg 1 tähenduses, mis võimaldaks parima täitmise reeglitest kõrvalekaldumisel lugeda, et tehing ei ole tehtud kliendi arvel. Kui sellist võimalust jaatada, saaks klient nt otsese nõusoleku puudumisel väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi tehtud tehingu soovi korral tagasi lükata ja nõuda sisse juhiste järgimata jätmisega tekkinud kahju.¹⁶⁶ Saksa HGB¹⁶⁷ samasisuliste sätete teoreetilised käsitlused siiski pigem välistavad sellise võimaluse, leides, et

¹⁶³ Varul, P., jt. (viide 91), lk 10, § 621 komm, p 3.2.1.

¹⁶⁴ Samas.

¹⁶⁵ Euroopa Kohtu 10. aprilli 1984. a. otsus kohtuasjas C-14/83: *Von Colson and Kamann v Land Nordrhein-Westfalen*, p 28.

¹⁶⁶ Varul, P., jt (viide 91), lk 165, § 693 komm., p-d 3.2.-3.3.

¹⁶⁷ HGB – Handelsgesetzbuch. Arvutivõrgus: <http://www.gesetze-im-internet.de/hgb/BJNR002190897.html#BJNR002190897BJNG027101301> (04.04.2012).

seaduse mõtteks on eristada juhiseist kõrvalekaldumist ja lepingus kokkulepitud tehingu sõlmimise tingimustest kõrvalekaldumist.¹⁶⁸ Autori hinnangul on see põhjendatud, sest vastasel juhul rakenduks VÕS § 693 lg 1 ka siis, kui klient on andnud nt „juhise järgida parima täitmise kohustust“, mis viiks VÕS § 693 lg 1 kohaldamisala ilmselgelt liiga laiaks. VÕS § 693 lg 1 tehingu tagasilükkamise õigus peaks siiski tekkima üksnes VPTS § 87³ lg 2 teises lauses sätestatud konkreetsetest juhiseist kõrvalekaldumisel. Nii tasakaalustab seadus lepingupoolte huve: ebakvaliteetne täitmine ei too kaasa tehingu tagasilükkamise õigust, samas sedavõrd ebakvaliteetne täitmine, mis ignoreerib kliendi antud konkreetseid juhiseid, annab kliendile õiguse komisjonäri poolt kliendi arvel tehtud tehing täielikult tagasi lükata.

Investeeringusühing peab klienti hoiatama, kui juhiseist kinnipidamisega kaasneks kliendile ilmselgelt ebasoodus tagajärg (VÕS § 621 lg 3). Autori hinnangul on sisuliselt sama tähendusega VPTS § 87¹ lg 11, mille kohaselt investeeringusühing hoiatab klienti investeerimisteenuse või väärtpaberi sobimatuses kliendile, kui investeeringusühing leiab saadud andmete alusel, et toode või teenus ei ole kliendi jaoks asjakohane. Seda põhjusel, et reeglina tähendab endale ebasoodsa juhise andmine ühtlasi seda, et kliendil puuduvad piisavad teadmised ja kogemused mõistmaks pakutava väärtpaberiga seonduvaid riske (VPTS § 87¹ lg 3).

2.3. Korraldus

Korralduse mõistet MiFID ega VPTS ei ava. MiFID-i sätete teatav abstraktsus on siinkohal vajalik, kuna esineb väga erinevate tingimustega tehingukorraldusi, üldine (*overarching*)¹⁶⁹ parima täitmise kohustus peaks aga hõlmama mis tahes tehingukorralduste täitmist.

Õiguslikult on reguleeritud turule täitmiseks suunatud tehingukorralduse puhul tegemist käsundiga sõlmida korralduses määratud tingimustel tehing investeeringusühingu nimel, kuid kliendi arvel (VÕS § 692 lg 1 ja lg 2). Sarnaselt ostukomisjonile ja müügis komisjonile on väärtpaberiturgude kontekstis eristatavad ostukorraldused ja müügis korraldused.

Turu parima hinnaga tehingukorralduse ehk turukorralduse (*market order*) puhul nõustub investor turul hetkel pakutava parima hinnaga. Selline ostutellimus realiseeritakse hetke parimate (odavaimate) müügis korralduste vastu ning selline müügis korraldus hetke parimate (kalleimate) ostukorralduste vastu. Turukorralduse plussiks on kohene täitmine, kuid investor

¹⁶⁸ Häuser, F., jt. Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch. München : C.H. Beck, 2007, § 385, rn 5.

¹⁶⁹ (viide 81), lk 1.

võtab endale hinnariski – tehingu hind sõltub oluliselt turu hetkeolukorrast (tellimusraamatus olevate korralduste hulgast, hindadest ja mahtudest).¹⁷⁰

Määratud hinnaga tehingukorralduse ehk limiitkorralduse (*limit order*) puhul määrab investor ise kõrgeima vastuvõetava ostuhinna või madalaima vastuvõetava müügihinna. Kui korraldust ei ole võimalik kohe täita, jääb see tellimusraamatusse ootele. Kõige agressiivsemate limiitellimuste hindu nimetatakse parimateks hindadeks (kõrgeim ostuhind – *best bid* – ja madalaim müügihind – *best ask*) ning nende vahet nimetatakse kursivaheks (*spread*).¹⁷¹

Määratud hinnaga tehingukorraldus ongi ainus tehingukorraldus, mille VPTS eraldi defineerib. VPTS § 87⁶ lg 4 kohaselt on määratud hinnaga korraldus selline väärtpaberite ostmise või müümise korraldus, kus konkreetsete arvuliste näitajatega määratakse väärtpaberite maht ja hind või minimaalselt aktsepteeritav hind. VPTS § 87⁶ lg 1 kohaselt peab investeerimisühing teistele turuosalistele viivitamata avalikustama kliendi määratud hinnaga korralduse seoses reguleeritud turule kauplemiseks võetud aktsiaga, mida valitsevatel turutingimustel kohe ei täideta, kui klient ei anna teistsugust juhust. Tegemist on kohustusega korraldused turule nähtavaks teha, analoogne nn *order display rule* on USA-s kehtinud juba 1996. aastast.¹⁷² Selle eesmärk on toetada hinnakonkurentsi ja investorite jaoks soodsamate hindade kujunemist, võimaldades investoritel endil professionaalsete turuosaliste hinnanoteeringutega konkureerida.¹⁷³ Siiski kehtib see VPTS § 87⁶ lg 1 kohaselt üksnes reguleeritud turule kauplemiseks võetud aktsiate ostmiseks või müümiseks antud limiitkorralduste puhul.

Lisaks limiitkorraldusele on olemas veel erinevaid tingimuslikke tehingukorraldusi.¹⁷⁴ Nende üksikasjalikul analüüsimisel ei ole aga käesoleva töö seisukohalt tähtsust. On väidetud, et korralduse tüüp ei tohiks täitmiskoha valikut väga tihti mõjutada.¹⁷⁵ Ühe näitena, kus korralduse tüüp täitmiskoha valikut mõjutada võib, on nimetatud olukorda, kus erinevates täitmiskohtades on limiitkorralduste kehtivusele seatud erinev ajaline piirang.¹⁷⁶ Samas võib täitmise kvaliteedi hindamise seisukohalt omada suurt tähendust see, kas investeerimisühing on nt väärtpaberiportfelli valitsemise raames tehinguid tehes rakendanud õigesti üht või teist

¹⁷⁰ Viks, K., jt. (viide 20), lk 166.

¹⁷¹ Samas.

¹⁷² McCleskey, S. (viide 31), lk 9.

¹⁷³ Stock Market Investors – SEC Order-Handling Rules. Arvutivõrgus: <http://www.stock-market-investors.com/stock-strategies-and-systems/sec-order-handling-rules.html> (31.03.2012).

¹⁷⁴ Financial Web – Types of Orders. Arvutivõrgus: <http://www.finweb.com/investing/types-of-orders.html> (31.03.2012).

¹⁷⁵ Zingel, F. (viide 99), lk 175.

¹⁷⁶ Samas.

korralduse tüüpi. Nii on vähemalt ühe spetsialisti arvates limiitkorralduste kasutamine turukorralduste ees väiksema hinnariski tõttu peaaegu alati eelistatud.¹⁷⁷

2.4. Väärtpaber

Parima täitmise kohustusega on hõlmatud mis tahes väärtpaberite suhtes antavad tehingukorraldused.¹⁷⁸ Milliseid õigusi, kohustusi või lepinguid mõista väärtpaberina VPTS-i ja selle teatud osade tähenduses, avab põhjalikult VPTS § 2.

Kõige traditsioonilisemad kaubeldavad väärtpaberid on aktsiad (VPTS § 2 lg 1 p 1). Aktsia tähistab aktsionäri omandit aktsiaseltsina tegutsevas ettevõttes.¹⁷⁹ Aktsiaemissiooni kaudu väldib ettevõtte kindla tagasimaksmise tähtajaga võlakohustuse võtmist ja intressimakseid. Aktsiaid ostnud investorid saavad ettevõtte kaasomanikeks, mitte võlausaldajateks. Neil on võimalik saada täiel määral osa ettevõtte väärtuse tulevases kasvust ja dividendidest. Samas peavad nad arvestama, et aktsiatelt saadav tulu on vähem prognoositav kui võlakirjadel.¹⁸⁰

Võlakiri (VPTS § 2 lg 1 p 2) seevastu on fikseeritud tuluga väärtpaber, sest erinevalt näiteks aktsiatest pakuvad võlakirjad investoritele kokkulepitud tulumäära.¹⁸¹ Märkimist väärib asjaolu, et võlakirjadega kaubeldakse valdavalt börsiväliselt.¹⁸² Parimale täitmisele avaldab aga tugevat mõju see, kui võrd läbipaistev on turg konkreetse väärtpaberite osas.¹⁸³ Kuna börsiväliselt kaubeldavate väärtpaberite osas on läbipaistvusnõuded suhteliselt tagasihoidlikud, on investeerimisühingutel raske pakkuda ka tegelikule turuolukorrale vastavat täitmist.

Väärtpaberitest võib veel nimetada erinevaid tuletisväärtpabereid, mille struktuur võib olla üsna keerukas ning riskiaste küllaltki kõrge. Tegemist on väärtpaberitega, mille väärtus sõltub alusvara liikumisest ehk mõne teise instrumendi hinna liikumisest.¹⁸⁴ Kõige lihtsamad (nn *plain vanilla*) tuletisväärtpaberid on erinevad optioonid, futuurid ja svapid.¹⁸⁵

¹⁷⁷ Sykes, T. The Benefits of Using Limit Orders over Market Orders. Arvutivõrgus: http://www.tradingmarkets.com/.site/stocks/how_to/articles/-77142.cfm (31.03.2012).

¹⁷⁸ (viide 81), lk 2.

¹⁷⁹ Viks, K., jt. (viide 20), lk 13.

¹⁸⁰ Samas, lk 16.

¹⁸¹ Samas, lk 43.

¹⁸² Ferrarini, G., jt. Perspectives in Company Law and Financial Regulation. London : Cambridge University Press, 2009, lk 477.

¹⁸³ Samas, lk 479.

¹⁸⁴ Viks, K., jt. (viide 20), lk 93.

¹⁸⁵ Investopedia – Plain Vanilla. Arvutivõrgus:

<http://www.investopedia.com/terms/p/plainvanilla.asp#axzz1qgZeZnYx> (31.03.2012).

Väärtpaberi tüüp mängib suurt rolli investeerimisühingu parima täitmise reeglite kujundamisel. Investeerimisühing peab kehtestama reeglid selliselt, et need sisaldaksid iga väärtpaberi liigi puhul teavet seoses erinevate reguleeritud turgude ja muude täitmiskohtadega, kus investeerimisühing oma klientide korraldusi täidab (VPTS § 87⁴ lg 1). Väärtpaberite ülitäpne eristamine ei ole siiski vajalik, piisab üldisest liigitusest aktsiateks, võlakirjadeks ning börsil kaubeldavateks ja börsil mittekaubeldavateks tuletisväärtpaberiteks.¹⁸⁶

2.5. Täitmiskoht

VPTS § 87³ lg 5 kohaselt mõistetakse täitmiskoha all reguleeritud turgu, mitmepoolset kauplemissüsteemi, kliendi korralduste süsteemset täitjat, turutegijat või muud likviidsuse tagajat või kolmanda riigi vastavat isikut, kes täidab eelnimetatud isikutega samaväärseid ülesandeid või funktsioone. Täitmiskohas kohtuvad erinevate isikute ostu- ja müügihuvid. Väärtpaberitehingute kiiret ja investori soovidele vastavat sõlmimist soosib just likviidne turg,¹⁸⁷ kus konkreetse väärtpaberi osas on piisavalt ostjaid ja müüjaid.¹⁸⁸

Teatud juhtudel on võimalik kliendi korraldus täita mitmes võistlevas täitmiskohas. See tuleb kõne alla olukorras, kus mingi konkreetse väärtpaberiga kaubeldakse mitmel erineval turul (nn ristnoteerimine ehk *cross-listing*). Ehkki aktsiate ristnoteerimise majanduslikku põhjendatust on kahtluse alla seatud,¹⁸⁹ on see siiski erinevate väärtpaberiturgude vahel laialdaselt levinud.¹⁹⁰ Tänapäeval puuduvad märkimisväärsed tehnoloogilised takistused erinevate täitmiskohtade seiramiseks parima hinna leidmise eesmärgil.¹⁹¹ Ka paljude võlakirjade ning tuletisväärtpaberite osas leidub võistlevaid täitmiskohti. VPTS § 87³ lg 8 kohaselt juhul, kui korraldust saab täita mitmes võistlevas täitmiskohas, võrdleb ja hindab investeerimisühing kliendi jaoks saavutatavaid tulemusi kõigis nendes täitmiskohtades, mis on loetletud investeerimisühingu kliendi korralduste parima täitmise reeglites ja on kõlblikud vastava korralduse täitmiseks. Täitmiskohtade võrdlemisel ja hindamisel võtab

¹⁸⁶ Zingel, F. (viide 99), lk 174.

¹⁸⁷ Schwartz, R. A., jt. *Coping with Institutional Order Flow* (Zicklin School of Business Financial Markets Series). New York, NY : Springer, 2005, lk 158, 160.

¹⁸⁸ McCleskey, S. (viide 31), lk 9.

¹⁸⁹ Hommel, U., jt. *The Strategic CFO: Creating Value in a Dynamic Market Environment*. New York, NY : Springer, 2011, lk 122.

¹⁹⁰ Inside Counsel – Euronext Cross-Listing Offers Benefits to U.S. Companies. Arvutivõrgus: <http://www.insidecounsel.com/2010/05/01/euronext-crosslisting-offers-benefits-to-us-companies> (01.04.2012); Foreign Firms Cross-Listed in U.S. Valued Higher. The Exchange, vol 12, nr 10. Arvutivõrgus: <http://www.nyse.com/about/publication/1127731093408.html> (01.04.2012).

¹⁹¹ McCleskey, S. (viide 31), lk 17.

investeeringisühing muu hulgas arvesse oma vahendustasud ja kulud, mis kaasnevad korralduse täitmisega igas täitmiskohas.

Parima täitmise kohustus ei eelda, et investeeringisühing hangiks ligipääsu kõikidele täitmiskohtadele, sest täiendavale reguleeritud turule või kauplemissüsteemile ligipääsu saamise kulu võib kliendile üle kantuna kõrvaldada igasuguse hinnaeelise, mida alternatiivne täitmiskoht võiks pakkuda.¹⁹² Kuna VPTS § 87³ lg 6 kohustab investeeringisühingut võtma kasutusele kõik mõistlikud meetmed kliendi korralduse parimaks täitmiseks, peaks investeeringisühing sellisel juhul siiski kaaluma võimalusi kliendi korraldus täitmiseks edasi anda.¹⁹³ Iseenesest võib parima täitmise kohustusega olla täielikus kooskõlas ka see, kui investeeringisühing täidab klientide korraldusi ainult ühes täitmiskohas, näiteks ühel konkreetsel börsil. Sellisel juhul peab investeeringisühing aga olema võimeline näitama, et klientide korralduste täitmine selles konkreetses täitmiskohas võimaldab investeeringisühingul saavutada järjekindlalt oma klientide jaoks parima võimaliku tulemuse.¹⁹⁴ CESR-i mõttekäiku saab ehk väljendada ka teisiti: ei tohi tekkida olukorda, kus investeeringisühing ignoreerib mõistlikult ligipäätavaid täitmiskohti, kui need on võimalised konkureerima selle ühega, mida investeeringisühing pidevalt kasutab.

VPTS § 87⁴ lg 7 p 1 kohaselt esitab investeeringisühing mõistliku aja jooksul enne teenuse osutamist tavaklientidele loetelu täitmiskohtadest, millele investeeringisühing olulisel määral tugineb, täites oma kohustust võtta kõik mõistlikud meetmed, et saavutada klientide korralduste täitmisel püsivalt parimaid võimalikke tulemusi. Praktikast esitatakse need enamasti kas parima täitmise reeglites või eraldiseisva loeteluna, millele parima täitmise reegliteks viidatakse.¹⁹⁵

2.5.1. Reguleeritud turud

Reguleeritud väärtpaberiturud VPTS-i tähenduses on Eestis või muus Euroopa Majanduspiirkonna lepinguriigis korraldatav või juhitud ning lepinguriigi poolt järelevalvatav organisatsiooniliste, õiguslike ja tehniliste lahenduste mitmepoolne süsteem, mis on

¹⁹² CESR. Best Execution under MiFID. Public Consultation. CESR/07-050b, lk 10. Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/07_050b.pdf (01.04.2012).

¹⁹³ Samas.

¹⁹⁴ (viide 15), lk 7, p 8.2.

¹⁹⁵ SEB Pank – Kauplemisskohad, kus SEB on liige või osaline. Arvutivõrgus: http://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_kauplemisskohad.pdf (01.04.2012); Swedbank – Kauplemisskohad. Arvutivõrgus: https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/info_mifid_tradingvenues_esteng.pdf (01.04.2012).

moodustatud sinna kauplemiseks võetud väärtpaberitega pideva ja korrapärase kauplemise võimaldamise eesmärgil ja milles ühetaolistel tingimustel viiakse kokku erinevate isikute eri- või üheaegsed väärtpaberite omandamis- ja võõrandamishuvid, mille kokkuviimise tulemuseks on leping (VPTS § 3). Reguleeritud turud VPTS § 87³ lg 5 tähenduses on kõik väärtpaberibörsid. Väärtpaberibörs on turg, kus kaubeldakse noteeritud, st avalikult emiteeritud ning börsinimekirja arvatud väärtpaberitega (VPTS § 150 lg 1 ja § 154 lg 1).

Ainus reguleeritud väärtpaberite järelturg Eestis on NASDAQ OMX Tallinna börs. Investorite võimalusi erinevatel turgudel kaubelda laiendavad NASDAQ OMX Tallinna börsi kasutuses olevad Põhja- ja Baltimaade kauplemisplatvormid INET ja SAXESS, kuhu lisaks Tallinnale on ühendatud veel kuue riigi börsid: Soome, Rootsi, Taani, Island, Läti ja Leedu.¹⁹⁶

2.5.2. Mitmepoolsed kauplemissüsteemid

Erinevate mitmepoolsete kauplemissüsteemide turuosa on pärast MiFID-i rakendumist jõudsalt suurenenud.¹⁹⁷ Mitmepoolse kauplemissüsteemi mõistet VPTS otseselt ei avagi. VPTS § 43 lg 1 p-st 8 tulenevalt võiks mitmepoolset kauplemissüsteemi defineerida kui süsteemi, kus ühetaolistel tingimustel viiakse kokku erinevate isikute väärtpaberite omandamis- ja võõrandamishuvid, mille kokkuviimise tulemuseks on lepingu sõlmimine. Seega ei erine mitmepoolse kauplemissüsteemi mõiste kuigi palju reguleeritud turu omast. Peamine erinevus reguleeritud turu ja mitmepoolse kauplemissüsteemi vahel seisneb selles, et kui reguleeritud turgu võib opereerida ainult vastavat tegevusluba omav turu korraldaja, siis mitmepoolset kauplemissüsteemi võib opereerida nii turu korraldaja kui ka investeerimisteenust osutav investeerimisühing.¹⁹⁸ Mõlema näol on tegemist mitmepoolse kauplemissüsteemiga, mis hõlbustavad finantsinstrumentide ostu ja müüki kolmandate isikute vahel.¹⁹⁹

Sisuliselt on mitmepoolse kauplemissüsteemi (MTF ehk *multilateral trading facility*) puhul seega tegemist elektroonilise kauplemissüsteemiga, mis börsi kõrval või selle alternatiivina võimaldab väärtpaberitega tehinguid sõlmida. Tihti on sellised alternatiivsed kauplemiskohad atraktiivsed just täitmise kiiruse aspektist, kuna ostu- ja müügikorraldused viiakse kokku

¹⁹⁶ Nasdaq OMX Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus – Ettevõttest. Arvutivõrgus:

<http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/bors/ettevotest/nasdaq-omx/nasdaq-omx-tallinn/> (14.04.2012).

¹⁹⁷ Kwangwook, L. (viide 21), lk 19.

¹⁹⁸ SEB Pank – Küsimused ja vastused. Arvutivõrgus: <http://www.seb.ee/investorkaitse/kusimused-ja-vastused> (01.04.2012).

¹⁹⁹ Samas.

automaatselt, samuti toimub seal kauplemine enamasti ööpäevaringselt.²⁰⁰ On leitud, et ühes selliste elektrooniliste süsteemide arenguga on tavaklientide jaoks märkimisväärselt vähenenud nii kursivahed kui komisjonitasud.²⁰¹

2.5.3. Süsteemsed täitjad, turutegijad ja muud likviidsuse tagajad

VPTS § 88⁶ lg 3 kohaselt nimetatakse investeerimisühingut, kes regulaarselt ja korrapäraselt täidab kliendi korraldusi väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi, tehes oma arvel tehingu kliendiga, süsteemseks täitjaks (*systematic internaliser*). Investeerimisühingud võivad tegutseda ka turutegijatena (*market maker*), olles väärtpaberiturul alaliselt valmis väärtpaberiga oma arvel kaupleva oma ostu- ja müügipakkumuses määratud hinnaga (VPTS § 6¹). Erinevalt reguleeritud turgudest ja mitmepoolsetest kauplemissüsteemidest, mis on mõlemad ennekõike süsteemid, on süsteemsete täitjate ja turutegijate puhul tegemist konkreetsete oma arvel kauplevate (VPTS § 43 lg 1 p 3) investeerimisühingutega. Turutegija kaupleb oma arvel ning on seotud konkreetse turuga, enamasti eesmärgiga teenida ostu- ja müügipakkumiste kursivahelt.²⁰² Ka süsteemne täitja on spetsialiseerunud klientide korralduste täitmisele enda vahenditest (*internalisation*), kuid kaupleb väljaspool reguleeritud turge.

Termini „muud likviidsuse tagajad“ sisustamine on raskendatud. Ilmselt on tegemist MiFID-i püüdlusega mitte piiritleda võimaliku täitmiskohana kvalifitseeruvaid oma arvel kauplevaid investeerimisühinguid suletud loetelu põhimõttel, vaid suunata investeerimisühinguid kaaluma kõiki võimalikke variante, sh kõiki potentsiaalseid kauplejaid, oma kliendi jaoks parima võimaliku tulemuse saavutamiseks.

Kuigi MiFID-i eesmärk on konkurentsi suurendamine igat tüüpi kauplemiskohtade vahel,²⁰³ asetab MiFID süsteemsed täitjad ja turutegijad ühest aspektist siiski reguleeritud turgude ja mitmepoolsete kauplemissüsteemidega võrreldes ebavõrdsesse positsiooni. Nimelt eeldab MiFID-i art 21 lg 3, et investeerimisühingud hangiks oma klientide eelneva otsese nõusoleku enne korralduste täitmisele asumist väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi. Kirjanduses on sellist nõuet peetud alternatiivseid täitmiskohti

²⁰⁰ Burke, J. J. A. (viide 5), lk-d 5-6.

²⁰¹ Angel, J., jt. Equity Trading in the 21st Century. USC Marshall School of Business, Working Paper, 2010, lk-d 8, 9 ja 18.

²⁰² Financial Spread Betting – A Trader’s Guide. Arvutivõrgus: <http://www.financial-spread-betting.com/course/Market-makers-workings.html> (01.04.2012).

²⁰³ Karande, K. (viide 152), lk 3.

põhjendamatult diskrimineerivaks.²⁰⁴ Siinkohal tasub märkida, et VPTS-i sätted on kliendi nõusoleku hankimise osas veidi ebaselged ega pruugi olla kooskõlas MiFID-iga (vt p 2.7.1.).

2.6. Täitmisel või täitmiseks edastamisel arvestatavad tegurid

2.6.1. Kulust üldiselt

Parima täitmise kohustuse järgimine peaks tagama kliendile korralduse täitmisel või täitmiseks andmisel parima võimaliku tulemuse saavutamise. See tähendab, et ideaaljuhul peaks investeerimisühing kliendi korralduse täitma või täitmiseks andma selliselt, et kliendile ülekantavad kulud jäävad võimalikult madalaks, arvestades valitsevaid turutingimusi.

Meenutagem, et täitmistegurid on a) väärtpaberi hind; b) korralduse täitmise kulud (sh arveldustasud); c) täitmise kiirus; d) korralduse täitmise tõenäosus; e) arveldamise tõenäosus; f) korralduse suurus; g) korralduse olemus ja h) muud korralduse täitmisega seotud asjaolud.²⁰⁵ Põhimõtteliselt vastavad need kriteeriumid otseste ja kaudsete tehingukulude tunnustele²⁰⁶ ning on selliselt ka grupeeritavad tehingukulud otseselt ja kaudselt mõjutavateks teguriteks. VPTS § 87³ lg-s 2 nimetatud korralduse täitmise kulud on otsesed tehingukulud.²⁰⁷ Seevastu ülejäänud faktorid võivad kaasa tuua kaudse tehingukulu,²⁰⁸ eelkõige ostetava või müüdava väärtpaberi hinnamuutuse kaudu.

Matemaatiliselt võiks ühe väärtpaberitehingu tegelikku kulu kajastada järgnevalt:²⁰⁹

$$\begin{aligned} & \text{Otsesed tasud ja maksud ja/või kursivahe} \\ & \quad + \\ & \text{Mõju turule (sh hinnamuutus, mille tehing ise põhjustab)} \\ & \quad + \\ & \text{Võimaluse kaotus (ostja/müüja leidmata jäämine või tehingu ärajäämine muul põhjusel;} \\ & \quad \text{viivitusest tingitud hinnamuutus)} \\ & \quad = \\ & \text{Tegelik tehingukulu} \end{aligned}$$

²⁰⁴ Ferrarini, G., jt. (viide 127), lk 266.

²⁰⁵ Samas, lk 3.

²⁰⁶ Iseli, T., jt. (viide 37), lk 36.

²⁰⁷ D'Hont, C., Giraud, J.-R. Transaction Cost Analysis in Europe: Current and Best Practices. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Working Paper, 2007, lk 6.

²⁰⁸ Samas, lk-d 8-10.

²⁰⁹ Schnase, L. A. Best Execution. Considerations for Investment Advisers and Funds, CLEonline.com, 2010, lk 3. Arvutivõrgus: <http://www.40actlawyer.com/Articles/Link9-Best-Execution-Paper.pdf> (01.04.2012). Ehkki L. A. Schnase eristab eraldi ajastuse kulu (*timing cost*), on nn ajastuse kulu puhul pigem tegemist võimaluse kaotamise kulu komponendiga. Vrdl D'Hont, C., Giraud, J.-R. (viide 205), lk 9.

Seega on otsesed kulud üksnes tehingukulude „jäämäe“ tipp.²¹⁰ See on ka põhjus, miks parima täitmise hindamine on *ex ante* äärmiselt keeruline. Kui otsesed tehingukulud on investeerimisühingule harilikult (kuid mitte alati) ettenähtavad, siis täitmiskulusid kaudselt mõjutavate tegutitega arvestamine nõuab head intuitsiooni ning väärtpaberiturgude toimimispõhimõtete põhjalikku tundmist. Kaudsete tehingukulude kohta on üldjuhul võimalik järeldusi teha alles tehingu järgselt.²¹¹ Neid järeldusi aga ei ole omakorda võimalik üks ühele üle võtta ja rakendada järgmiste sarnaste tehingukorralduste täitmisel, sest turuolukord muutub pidevalt.

Seetõttu ongi parima täitmise kohustuse rikkumine üksikjuhul kõige ilmsem olukorras, kus investeerimisühingu poolt korralduse täitmisega kaasnevad kliendile suuremad otsesed kulud vahendus- või arveldustasude näol, mis oleksid investeerimisühingult üldiselt oodatava hoolsuse järgimisel olnud ettenähtavad ja ärahoitavad. Samuti võib parima täitmise kohustuse rikkumisega olla tegemist olukorras, kus korralduse saaks täita ühes mitmest võistlevast täitmiskohast, kuid investeerimisühing ei ole piisava hoolega jälginud talle ligipääsetavaid täitmiskohti ning on kliendi korralduse täitnud kliendile ebasoodsama hinnaga.

Oluliselt hägusam on aga kaudsete faktoritega arvestamata jätmise problemaatika. Näiteks on väga keeruline vastata küsimusele, kas investeerimisühing on rikkunud tal lasuvat hoolsuskohustust, kui on institutsionaalse investori suurkorralduse täitnud turul valdavalt levinud praktikaga võrreldes erineval viisil, nt eraldanud korralduse tavapärasest olulisemalt suuremateks osakorraldusteks. Börsimaaklerid teevad selliseid otsuseid siiski üldjuhul mingitele üldiselt tunnustatud ja läbi analüüsitud turuindikaatoritele tuginedes, mistõttu valdavalt ei saa tagantjärele ilmsiks tulnud paremad täitmisevõimalused olla autori hinnangul aluseks investeerimisühingu vastutusele. Samuti võib investeerimisühingul õnnestuda vaidluse korral tõendada, et ehkki otsesed kulud olid ühes täitmiskohas näiliselt suuremad, oli tehingu tegelik kulu, kui võtta arvesse teisi täitmist mõjutavaid faktoreid, kliendi jaoks soodsam, st investeerimisühing täitis korralduse kliendi jaoks ikkagi parimal võimalikul viisil.

2.6.1.1. Otsesed kulud

Otsesed kulud on eelkõige korralduse täitmise eest makstavad tasud (komisjonitasud, arveldus- ja ülekandetasud), maksud, lõivud ja muud konkreetset korralduselt tasumisele

²¹⁰ Wagner, W. H. Testimony at House Committee on Financial Services, 12.03.2003, lk 7. Arvutivõrgus: <http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/031203ww.pdf> (01.04.2012).

²¹¹ Schwartz, R. A., jt. (viide 187), lk 158.

kuuluvad rahalised kohustused.²¹² Tegemist peab olema konkreetse korraldusega seotud kuluga, mistõttu investeerimisühingu tööjõukulu ja reguleeritud turu liikmemaks otseste kulude alla ei tohiks kuuluda.²¹³

Kui kaudseid kulusid võib olla suhteliselt raske prognoosida, siis kahjuks ei ole ka kõik otsesed kulud investeerimisühingu jaoks ettenähtavad.²¹⁴ Ei ole näiteks välistatud, et konkreetne väärtpaber peab kliendi kontole jõudmiseks läbima mitu depositeoriumit, millega kaasneb ka korduv investeerimisühingule ettenähtamatus suuruses ülekandetasude võtmine.²¹⁵ Alates probleemi tõstatamisest kirjanduses on infotehnoloogilised lahendused turgudel siiski tublisti tõhusamaks muutunud, mistõttu võib eeldada ettenähtamatute arveldus- ja ülekandetasude probleemi vähenemist ja marginaliseerumist tulevikus. Autori hinnangul võiks aga läbi VPTS § 87 p 5 lugeda investeerimisühingut enda hoolsuskohustust rikkunuks, kui investeerimisühing ei teavita klienti enne korralduse täitmist või täitmiseks edastamist sellest, et tasumisele kuuluvate arveldustasude lõplik suurus ei pruugi olla kindel.

Otseste kulude suuruse kõrval peaks investeerimisühing arvestama ka kulude maandamise võimalustega.²¹⁶ Investeerimisühingud, kellele korraldusi täitmiseks edastatakse, võivad küsida madalamat teenustasu suuremahulisematelt korraldustelt.²¹⁷ Samamoodi võimaldatakse institutsionaalsetele investoritele kohati komisjonitasude hüvitamise kokkuleppeid (*commission recapture*),²¹⁸ mille alusel maksab investor esialgu komisjonitasu täissumma, hiljem aga hüvitatakse osa sellest poolte vahel kokku lepitud suuruses.²¹⁹

Otseste kulude arvestamise prioriteedi kehtestab tavaklientide puhul VPTS § 87³ lg 7. Kui investeerimisühing täidab tavakliendi nimel korraldust, määratakse parim võimalik tulemus kogumaksumuse alusel, mis koosneb väärtpaberi hinnast ja täitmisega seotud kuludest, mille hulka kuuluvad kõik kliendi poolt kantud korralduse täitmisega otseselt seotud kulud, sealhulgas täitmiskoha teenustasud, arveldustasud ja muud korralduse täitmisega seotud kolmandatele isikutele makstud tasud. See tähendab, et juhul, kui kõik muud tingimused on võrdsed ning täitmiskohas A tehakse pakkumine müüa väärtpaber 100 euro eest täitmiskuludega 5 eurot (tehes kogumaksumuseks 105 eurot), täitmiskohas B aga tehakse

²¹² Casey, J.-P., Lannoo, K. (viide 74), lk 68.

²¹³ McCleskey, S. (viide 31), lk 18.

²¹⁴ Samas.

²¹⁵ Samas.

²¹⁶ Schnase, L. A. (viide 209), lk 3.

²¹⁷ Samas.

²¹⁸ Samas.

²¹⁹ Public Pensions Online – What Is Commission Recapture? Arvutivõrgus:
<http://www.publicpensionsonline.com/members/images/LJRprofile.pdf> (01.04.2012).

pakkumine müüa sama väärtpaber 102 euro eest täitmiskuludega 2 eurot (tehes kogumaksumuseks 104 eurot), tuleb ostukorraldus täita kohas B, sest kogumaksumus on just täitmiskohas B tavakliendile soodsam.²²⁰ See aga ei tähenda, et investeerimisühing ei võiks põhjendatud vajadusel VPTS § 87³ lg-st 7 kõrvale kalduda.²²¹ Vastupidi, Finantsinspeksioon on rõhutanud, et juhul, kui muud tegurid mõjutaksid tehingukorralduste parimat täitmist, siis tuleb neid arvesse võtta.²²² Ehkki asjatundlike klientide puhul ei ole kogumaksumusest lähtumise prioriteeti seadusega kehtestatud, selgub suuremate Eesti pankade parima täitmise reeglite uurimisel, et kogukulu on faktorina esiplaanil ka asjatundlike klientide korralduste täitmisel, kui eritingimused või vajadus muude faktoritega arvestada puudub.²²³

2.6.1.2. Kaudsed kulud

Kaudsed kulud moodustavad tehingukulude „nähtamatu“ osa. Kaudseid kulusid ei ole võimalik *ex ante* mõõta, sest need sõltuvad tehingu suhtest valitsevate turutingimustega. Kõige olulisemad kaudsed kuluallikad on kursivahe, mõju turule ning ostu- või müügivõimaluse kaotamise kulu.²²⁴ VPTS § 87³ lg-s 2 nimetatud täitmisel arvestatavatele teguritele vastavad nimetatud kulukategooriad järgnevalt: kursivahe mõjutab korralduse täitmise hindu; korralduse mõju turule ja sellega seotud kulu on seotud korralduse suurusega; ostu- või müügivõimaluse kaotamise kulu sõltub täitmise ja arveldamise tõenäosusest ning kiirusest. Kaudseid kulusid mõjutavatest faktoritest nimetab VPTS § 87³ lg 2 veel korralduse olemust, mille sisu peaks põhimõtteliselt kattuma VPTS § 87³ lg 4 p-s 2 nimetatud „kliendi korraldust iseloomustavate andmetega“, seega on vastav tegur magistritöös juba käsitlemist leidnud (vt p 2.3.).

2.6.1.2.1. Kursivahe

Üks faktoritest, millega investeerimisühing peab kliendi korralduste täitmisel arvestama, on korralduse täitmise hind. Korralduse täitmise hind on VPTS § 87³ lg 2 tähenduses aga mitmeti mõistetav. Üks on see hind, mille ostja maksab väärtpaberi eest korralduse täitmisel. Teine

²²⁰ European Commission. Frequently Asked Questions on MiFID: Draft implementing "level 2" measures.

Arvutivõrgus:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/06/57&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> (01.04.2012).

²²¹ Rakendusdirektiivi põhjenduste p 67.

²²² Finantsinspeksioon. Vastus järelepärimistele väärtpaberituru seaduse rakendamise kohta, 04.07.2008 nr 4.12-3/251-8, lk 6. Arvutivõrgus: http://www.fi.ee/failid/20080704_251_8.pdf (16.04.2012).

²²³ Swedbank (viide 92), p 3.1, 3.4.; SEB Pank – Kliendi korralduste täitmise reeglid, p 3. Arvutivõrgus:

http://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_teave-seb-teenus.pdf (01.04.2012).

²²⁴ D'Hont, C., Giraud, J.-R. (viide 207), lk 7.

aga väärtpaberi tegelik hind ehk väärtpaberi väärtus, mis võib olla ja tihtipeale ongi tasutud hinnast madalam.

Turgudel, kus likviidsuse tagavad turutegijad (nt NASDAQ), määravad turutegijad oma noteeringutega üldjuhul ka hetke parima ostu- ja müügihinna. Kõige agressiivsemate limiitellimuste hindu nimetatakse parimateks hindadeks (kõrgeim ostuhind – *best bid* – ja madalaim müügihind – *best ask*) ning nende vahet nimetatakse kursivaheks (*spread*).²²⁵ Mida väiksem on kursivahe, seda lähemal on kaubeldava väärtpaberi parimad ostu- ja müügihinnad arvestuslikule turuväärtusele.²²⁶

Seda, miks kursivahe on tehingukulu, võib illustreerida näite abil. A ostab väärtpabereid kõrgeima ostuhinnaga 100 eurot ja B müüb samu väärtpabereid madalaima müügihinnaga 99 eurot. Kui turg vahepeal ei liigu, siis on A saanud B-ga sõlmitud tehingu tulemusena väärtpaberid, mida A-l ei ole võimalik müüa kõrgema hinnaga kui 99 eurot, ehkki A maksis väärtpaberite eest 100 eurot. Et tehingult tulu teenida, peab A ootama, et väärtpaberi madalaim müügihind tõuseks üle 100 euro. Niisiis on selge, et suure kursivahe korral võib ostja jääda pikaks ajaks ootama müügihinna tõusmist üle algselt tasutud ostuhinna. Turutegija kui professionaalne oma arvel kaupleja teenib aga kursivahelt kohe 1 euro, kui on ühtaegu nii aktsiate ostja B-lt kui nende müüja A-le. Turutegija teeb tuhandeid selliseid vahendamistehinguid päevas. Sisuliselt ongi kursivahe puhul tegemist teenustasuga, mille kauplejad tasuvad turutegijatele turu käigushoidmise eest.

Turukorralduste andmisel põhinev ostu- või müügistrateegia muutub atraktiivseks ennekõike väikeste kursivahede tingimustes, kuna turukorraldusi ei pruugi suurte kursivahede korral olla võimalik täita väärtpaberi turuhinnale vastava hinnaga.²²⁷ Paljud kauplejate käitumise analüüsid kinnitavad, et väiksema kursivahe tingimustes on turg ka likviidsem.²²⁸ Väikesed kursivahed viitavad lisaks suuremale tõenäosusele sooritada tehing kliendi poolt soovitud mahus ja tingimustel. Kauplemispäeva jooksul võib olla hetki, mil tehinguid tehakse vähe ning kursivahe suureneb.²²⁹ Kogenud kaupleja oskab likviidsuse vähenemist ette näha ning kui risk ennast ei õigusta, väldib turukorralduste andmist.

²²⁵ Viks, K., jt. (viide 20), lk 166.

²²⁶ Harris, L. *Trading and Exchanges*. New York, NY : Oxford University Press, USA, 2002, lk 301.

²²⁷ Investopedia – Market Order. Arvutivõrgus:

<http://www.investopedia.com/terms/m/marketorder.asp#axzz1qgZeZnYx> (02.04.2012).

²²⁸ D'Hont, C., Giraud, J.-R. (viide 207), lk 7.

²²⁹ Schwartz, R. A., jt. (viide 187), lk 168.

2.6.1.2.2. Mõju turule

VPTS § 87³ lg-s 2 nimetab tehingukulusid mõjutava faktorina teiste hulgas korralduse suurus. Korralduse mõju turule (*market impact*) kujutab endast kulu, kui korralduse täitmise tulemusena toimub turul kliendile ebasoodne hinnamuutus.²³⁰ Selline hinnamuutus leiab aset, kui tehingu maht on suurem, kui on võimalik täita turu parima hinnaga.²³¹

Mõju turule kui tehingukulu võiks illustreerida järgmine näide. Oletame, et A soovib osta võimalikult soodsalt 100 000 aktsiat. Turu parima hinnaga müügipakkumine on 1 euro aktsia kohta, kuid sellel müüjal on pakkuda ainult 25 000 aktsiat. Sellest paremuselt järgmine pakkumine on 75 000 aktsiat hinnaga 3 eurot aktsia kohta. Kui A esitab ikkagi turukorralduse 100 000 aktsia ostmiseks, võtab ta sisse kulu, sest $\frac{3}{4}$ korraldusest jääb täitmata parimatel turutingimustel.

A ei pea aga ostma 100 000 aktsiat ühe korraga, vaid võib oma korralduse tükeldada väiksemateks osakorraldusteks ning täita jupphaaval.²³² Näiteks võib A osta 100 000 aktsia asemel alustuseks 20 000 aktsiat, mis jätab turu parimaks müügihinnaks endiselt 1 euro aktsia kohta. Teisalt kaasneb sellise strateegiaga soodsa võimaluse kaotamise risk,²³³ kuna hinnad võivad pärast korralduse täitmist liikuda A-le esialgse olukorraga võrreldes ebasoodsamas suunas. Suurekoguseliste korraldustega seotud riske on võimalik maandada, müües või ostes aktsiaid varjatud kogusega (*hidden quantity*) limiitkorralduste abil.²³⁴ Sel juhul saab maakler sisestada suuremahulise tellimuse nii, et tellimusraamatus avalikustatakse see väiksema kogusega (näiteks 100 000 asemel näidatakse koguseks 5000 ja selle täielikul täitmisel ilmub tellimusraamatusse automaatselt järgmine tellimus taas kogusega 5000).²³⁵

2.6.1.2.3. Ostu- või müügivõimaluse kaotus

Kaudselt tehingukulusid mõjutavatest VPTS § 87³ lg-s 2 nimetatud faktoritest on veel nimetamata täitmise kiirus ning täitmise ja arveldamise tõenäosus. Täitmise kiirus ja täitmise tõenäosus on omavahel paratamatult seotud: mida tõenäolisem on täitmine, seda kiiremini saab investeerimisühing reeglina korralduse täidetud. Kui tehingukorraldus hilineb või jääb

²³⁰ D'Hont, C., Giraud, J.-R. (viide 207), lk 8.

²³¹ Samas.

²³² (viide 87), lk 16.

²³³ D'Hont, C., Giraud, J.-R. (viide 207), lk 9.

²³⁴ Viks, K., jt. (viide 20), lk 166.

²³⁵ Samas.

mingil põhjusel täitmata, tekib kliendil kulu ostu- või müügivõimaluse kaotamisest (*opportunity cost*).²³⁶

Väärtpaberite hinnad muutuvad kogu aeg, väljendades nii kõikumisi väärtpaberite nõudluses ja pakkumises. Hinnakõikumiste sagedus (ja seega risk, et toimub ebasoodne hinnamuutus) erineb aga vastavalt väärtpaberile, täitmiskohale ja turuolukorrale.²³⁷ Täitmise kiirus mängib rolli eelkõige suurte institutsionaalsete investorite jaoks.²³⁸ Programmkauplemisel (arvutiprogrammi abil suurtes mahtudes toimuv automatiseeritud kauplemine) võivad parim hind ja minimaalne kulu täielikult oma tähtsuse minetada.²³⁹ Seevastu tavaklientide jaoks ei ole väikese viivituse puhul reeglina tegemist määrava probleemiga.²⁴⁰

Täitmise ja arveldamise tõenäosus sõltub turu likviidsusest. Kui mingi väärtpaber on noteeritud mitmel erineval turul, kuid regulaarne kauplemine toimub vaid ühel, on igal juhul põhjust ostu- või müügivõimaluse kaotamise riski vähendamiseks suunata korraldused sellele turule, kus väärtpaberiga regulaarselt kaubeldakse. Likviidsuse vajadus tõusetub eriti teravalt just suuremahuliste korralduste puhul.²⁴¹

2.6.1.2.4. Muud tegurid

VPTS § 87³ lg 2 on lahtine loetelu. See tähendab, et investeerimisühingul on võimalik ja lausa kohustuslik arvestada muude kliendi korralduse täitmist mõjutavate asjaoludega. Kliendi korralduse täitmisel võivad veel tähtsust omada muu hulgas järgmised tegurid:

- börsimaakleri kauplemiskogemused ja -oskused;
- börsimaakleri maine ja ausameelsus;
- võime säilitada kliendi kauplemisstrateegia konfidentsiaalsus;
- börsimaakleri kauplemisinfrastruktuur ja -seadmestik;
- finantsstabiilsus ja -võimekus, sh valimsolek panustada enda kapitali tehingute hõlbustamiseks;
- ligipääs esmaemissioonidele ja teistele tagatud pakkumistele;
- vaidluste konstruktiivse lahendamise kogemus.²⁴²

²³⁶ D'Hont, C., Giraud, J.-R. (viide 207), lk 9.

²³⁷ Casey, J.-P., Lannoo, K. (viide 74), lk 68.

²³⁸ McCleskey, S. (viide 31), lk 19.

²³⁹ Karande, K. (viide 152), lk-d 7-8.

²⁴⁰ Samas.

²⁴¹ McCleskey, S. (viide 31), lk 20.

²⁴² Schnase, L. A. (viide 209), lk 3.

Sellest loetelust nähtub, kuivõrd paljude faktoritega peab investeerimisühing ühe korralduse täitmisel tegelikult arvestama ning kui keerukas võib parima täitmise saavutamine seetõttu olla. Kuigi kliendi korralduste täitmiseks kasutatava börsimaakleri varasem laitamatu maine ei pruugi olla sama börsimaakleri hoolsuskohustuse rikkumist välistav argument, võimaldavad ometi just sellised näitajad nagu maakleri varasemad kogemused ja laitamatu maine kujundada erinevate riskidega maksimaalselt arvestava kliendi korralduste täitmise strateegia.

2.7. Parima täitmise reeglid

VPTS § 87³ lg 2 kohaselt peab investeerimisühing kliendi korralduste igakordsel täitmisel lähtuma kliendi korralduste parima täitmise reeglitest. Erinevate parima täitmise reeglite uurimisel ilmneb, et investeerimisühingud eelistavad täitmisel arvestatavate tegurite määratlemisel jääda küllaltki üldsõnaliseks, paljudel juhtudel ei erine parima täitmise reeglites sätestatu oluliselt seaduses ja CESR-i juhendites esitatust. See on ka arusaadav, kuna parima täitmise reeglid ei tohi olla paindumatud, vaid peaksid võimaldama paljude erinevate klientide erinevaid tehingukorraldusi võimalikult soodsalt täita. Teisalt tõstatab see küsimuse parima täitmise reeglite kehtestamise kohustuse mõttekusest: kui investeerimisühingu kohustused kliendi korralduse täitmisel tulenevad otse seadusest, miks siis kohustada investeerimisühingut veel täiendavaid reegleid kehtestama.

Parima täitmise reeglitel on siiski mitu olulist funktsiooni. Esiteks on parima täitmise reeglitel investeerimisühingu kohustuste ulatust määratlev funktsioon. See tähendab, et kui investeerimisühing on määratlenud parima täitmise reeglites täitmiskohad, mis järjekindlalt võimaldavad saavutada klientide jaoks parimaid tulemusi, siis ei saa investeerimisühingult enam mõistlikult eeldada, et investeerimisühing teostaks hinnaseiret teistes täitmiskohtades. Reeglina, välja arvatud nendel harvadel juhtudel, mil võiks olla tegemist reeglite kaasajastamiskohustuse rikkumisega, ei tohiks kliendil olla võimalik tugineda parima täitmise kohustuse rikkumisele argumendiga, et mõnes parima täitmise reeglites nimetatud täitmiskohas oleks investeerimisühing saavutanud kliendi jaoks soodsama tulemuse.

Teine oluline funktsioon, mida parima täitmise reeglid täidavad, on informeerimisfunktsioon. Parima täitmise reeglite kaudu saab klient informatsiooni investeerimisühingu poolt korralduste täitmisel järgitavate tingimuste kohta. Investeerimisühing on kohustatud kliendile parima täitmise reeglid avaldama ning klienti olulistest muudatustest parima täitmise reeglitele teavitama (VPTS § 87⁴ lg 2). Tavaklientidele peab investeerimisühing mõistliku aja jooksul enne teenuse osutamist andma VPTS § 87⁴ lg 7 p-des 1-3 nimetatud informatsiooni,

sh hoiatama klienti, et kliendilt saadud konkreetsed juhised võivad takistada investeerimisühingut nimetatud juhistes käsitletu suhtes võtmast kasutusele meetmeid, mille ta oma kliendi korralduste parima täitmise reeglites on nimetatud korralduste täitmisel parima võimaliku tulemuse saavutamiseks välja töötanud ja rakendanud. Ehkki seadus otseselt ei kohusta kogu parima täitmise reeglistikku avalikkusele vabalt kättesaadavaks tegema, on valdkonna üldine praktika parima täitmise reeglid muude investeerimisteenuseid reguleerivate üldtingimustega investeerimisühingu veebilehel avaldada.

Kolmanda parima täitmise reeglite funktsioonina võib eristada investeerimisühingu strateegiat kujundavat või planeerivat funktsiooni. Eestikeelne termin „parima täitmise reeglid“ ei anna tegelikult piisavalt hästi edasi MiFID-i mõtet. MiFID (ja läbivalt ka ingliskeelne kirjandus) kasutab terminit *best execution policy*, sõna *policy* hõlmab endas aga nii „eeskirja“ kui „strateegiat“. Seega on parima täitmise reeglite kehtestamine üks osa investeerimisühingu laiemast tegevusest väärtust maksimeeriva ja kulusid minimeeriva korralduste täitmise või täitmiseks edastamise strateegia kujundamisel. See strateegia ei hõlma mitte ainult õiguslikke, vaid ka tehnoloogilisi kaalutlusi. Tehnoloogiliste kaalutluste olulisust tunnustab ka VPTS § 87³ lg 1, mille kohaselt ei piisa ainult organisatsioonilistest ja õiguslikest meetmetest, vaid parimat täitmist tuleb tagada ka tehniliste meetmete abil. Ei tohi unustada, et investeerimisteenuste osutamine on kasumit taotlev ettevõtlus, milles toimiv konkurents sunnib investeerimisühinguid pidevalt organisatsioonilisi ja tehnoloogilisi eeldusi teenuse osutamiseks üle vaatama ja kaasajastama. Omaette küsimus on see, kuivõrd investeerimisühingu parima täitmise reeglid investeerimisühingu tegelikku investeerimisstrateegiat kajastavad. Paljud korralduste täitmise reeglistikud on üldsõnalised või kordavad seaduses sätestatud, nii et investeerimisühingu tegelikust strateegiast korralduste täitmisel saab aimu eelkõige selle kaudu, milliseid otsuseid investeerimisühingu juhtkond üldiselt ja konkreetsed maaklerid üksikjuhtumitel vastu võtavad.

Parima täitmise reeglitel on teatav tähtsus ka investeerimisühingu ja kliendi vahelises lepingulises suhtes. Parima täitmise reeglid on üldjuhul kliendilepingu osa. Kui kliendi korraldustele kohaldatavates parima täitmise reeglites on seaduses sätestatuga võrreldes nähtud ette täiendavaid tingimusi, alluvad need reeglina VÕS-i §-des 35-45 sätestatud tüüptingimuste regulatsioonile.

2.7.1. Nõusolek parima täitmise reeglitele

Parima täitmise reeglitele nõusoleku hankimine on investeerimisühingule kohustuslik (VPTS § 87⁴ lg 4), seda küll ainult kliendi korralduse täitmise, mitte aga täitmiseks edastamise teenuse osutamisel.²⁴³ VPTS-i nõusolekut puudutavate sätete lugemisel ilmneb mõningane vastuolu MiFID-i art 21 lg-ga 3. MiFID art 21 lg 3 eristab selgelt kohustust hankida (i) kliendi nõusolek parima täitmise reeglitele korralduse täitmisel reguleeritud turul ja mitmepoolses kauplemissüsteemis ja (ii) kliendi otsene nõusolek enne väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi korralduse täitmisele asumist.

VPTS § 87⁴ lg 4 aga sisaldab üksnes üldist kohustust hankida kliendilt nõusolek parima täitmise reeglite suhtes. See nõusolek võib olla igakordne enne korralduse täitmisele asumist või sisalduda kliendiga sõlmitud lepingus (VPTS § 87⁴ lg 5). VPTS § 87⁴ lg 3 kohustab küll klienti teavitama võimalusest täita kliendi korraldus väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi, kui seesugune võimalus on kliendi korralduste parima täitmise reeglites sätestatud, kuid MiFID-ile vastavat otsese nõusoleku hankimise nõuet ei sisalda.

CESR-i selgituste kohaselt²⁴⁴ on MiFID-i art 21 lg 3 mõte järgmine:

- Enne kliendi korralduse täitmist on investeerimisühingud kohustatud võtma kliendi nõusoleku parima täitmise reeglitele. See nõusolek võib olla konkludentne ning väljenduda selles, kui klient annab investeerimisühingule korralduse täitmiseks pärast seda, kui on saanud asjakohase informatsiooni parima täitmise reeglite kohta mõistliku aja jooksul enne investeerimisühingu poolt korralduse täitmisele asumist (autori hinnangul peaks seega piisama viitest parima täitmise reeglitele, mis on investeerimisühingu kodulehel avaldatud).
- Enne kliendi korralduse täitmist väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi on investeerimisühing kohustatud võtma kliendi otsese nõusoleku: see eeldab, et klient aktiivselt demonstreeriks enda nõusolekut allkirja, e-kirja, veebilehe, telefoni kaudu vms viisil. Otsene nõusolek ei ole siiski vajalik juhul, kui vastava väärtpaberiga ei kaubelda reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis.

²⁴³ (viide 15), lk 11, p 20.3.

²⁴⁴ (viide 81), lk 4.

Vahetegu on peen, kuid küllatki oluline. Kui investeerimisühing täidab kliendi korraldust reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis, piisab parima täitmise reeglitele nõusoleku saamise kohustuse täitmiseks kliendi kaudsest, korralduse andmise teos väljenduvast tahteavaldusest (TsÜS²⁴⁵ § 68 lg 3). Kui investeerimisühing täidab kliendi korraldust väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi, peab investeerimisühing saama kliendi igakordse või üldise lepingus sisalduva nõusoleku otsese tahteavaldusena (TsÜS § 68 lg 2) ning CESR-i arvates ka vähemalt kirjalikku taasesitamist võimaldavas vormis. Praktikas võib probleem olla pigem väheoluline, kuna investeerimisühing saab korralduste väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi täitmise võimaluse ette näha üldises investeerimisteenuste reeglistikus ning klient annab elektroonilisel teel või muul viisil kliendilepingu sõlmimisel investeerimisühingule otsese tahteavaldusega nõusoleku selle võimaluse kasutamiseks. Küll aga puudub investeerimisühingul volitus täita kliendi korraldus väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi, kui parima täitmise reeglid sisaldavad pelgalt vastavat võimalust, kuid otsest tahteavaldust selle võimaluse kasutamiseks korralduste täitmisel ei ole klient andnud.

2.7.2. Parima täitmise reeglid kliendilepingu osana

Kliendi poolt lepingu sõlmimisel või korralduse täitmiseks andmisel antav nõusolek parima täitmise reeglitele muudab parima täitmise reeglid investeerimisühingule ja kliendile nendevahelises lepingulises suhtes siduvaks. Parima täitmise reeglid peaksid olema üldised, st kohaldatavad mitmete klientide tehingukorraldustele, aidates järjekindlalt saavutada parimaid võimalikke tulemusi klientide jaoks.²⁴⁶ Samuti ei peeta parima täitmise reeglite osas läbirääkimisi: tegemist on investeerimisühingu poolt ühepoolselt välja töötatud tingimustega, mida investeerimisühing on VPTS § 87³ lg-st 2 tulenevalt kohustatud järgima.

Tüüptingimuseks loetakse lepingutingimust, mis on eelnevalt välja töötatud tüüplepingutes kasutamiseks või mida lepingupooled muul põhjusel ei ole eraldi läbi rääkinud ja mida tüüptingimust kasutav lepingupool (tingimuse kasutaja) kasutab teise lepingupole suhtes, kes ei ole seepärast võimeline mõjutama tingimuse sisu (VÕS § 35 lg 1). Seega peaks parima täitmise reeglite puhul üldjuhul olema tegemist investeerimisühingu tüüptingimustega. Suurt praktilist tähtsust see konstateering ei tohiks siiski omada, kuna parima täitmise reeglitega ei panda harilikult kliendile märkimisväärseid kohustusi. Tühised võivad olla aga parima

²⁴⁵ RT I 2002, 35, 216; RT I, 06.12.2010, 12.

²⁴⁶ Davies, R. J. (viide 13), lk 7.

täitmise kohustuse rikkumise puhuks ette nähtud vastutuse piirangud, seda juba vastuolu tõttu VPTS-is sätestatud imperatiivse investori kaitse režiimiga.²⁴⁷

Vahekokkuvõte

Magistritöö teise osa eesmärk oli avada tegurid, millega arvestamine on investeerimisühingutele klientide korralduste täitmisel VPTS § 87³ lg-st 2 tulenevalt kohustuslik. Neid tegureid arvestades peabki investeerimisühing saavutama kliendi jaoks parima võimaliku tulemuse. Parim võimalik tulemus on aga majanduslik kategooria: see eeldab tehingukorralduse täitmist sellisel viisil, et kliendi kulud seoses korralduse täitmisega oleksid võimalikult madalad.

Ehk on kõige olulisem mõista, et otsesed tehingukulud ei pruugi alati anda täit pilti kliendi korralduse täitmise kvaliteedist. Kaudsete kulude arvessevõtmisel võib ilmned, et näiliselt kliendile ebasoodne täitmine oli olemasolevatest ja investeerimisühingule täitmiseks võimalikest variantidest kliendile hoopis kõige soodsam. Selles võib seisneda üks investeerimisühingu vastuväiteid võimaliku parima täitmise kohustuse rikkumisele tugineva nõude kummutamisel.

Autori poolt kirjeldatud kaudsetest tehingukuludest on väärtpaberiturgudele ainuomane ehk üksnes kursivahe. Ka iga kinnisvaratehing avaldab mõju kinnisvaraturule, samamoodi võivad kinnisvaraturul tekkida kulud ostu- ja müügivõimaluse kaotusest. Väärtpaberiturgude kontekstis on kaudsetel kuludel aga palju suurem tähtsus, seda eelkõige väärtpaberiturgude volatiilsuse tõttu.

3. Õiguskaitsevahendid parima täitmise kohustuse rikkumise korral

3.1. Asjakohased õiguskaitsevahendid

Klienti võib huvitada asjakohane õiguskaitsevahend, kui ilmneb, et investeerimisühing ei ole parima täitmise kohustust kohaselt täinud. VÕS § 101 lg 1 kohaselt võib võlausaldaja kohustuse rikkumise korral kasutada VÕS § 101 lg 1 p-des 1-6 sätestatud õiguskaitsevahendeid. Parima täitmise kohustuse rikkumise korral võib kliendil investeerimisühingu vastu kõne alla tulla eelkõige kahju hüvitamise (VÕS § 115 lg 1) nõue.

²⁴⁷ Tison, M. (viide 118), lk-d 12-13.

Kui teenustasu maksmine on kokku lepitud pärast teenuse osutamist, siis võib klient keelduda VÕS § 110 alusel tasu maksmisest kuni kahju hüvitamise või hinna alandamise nõude täitmiseni. Samuti võib klient alandada investeerimisühingule investeerimisteenuse eest makstud teenustasu (VÕS § 112 lg 1).

Ehkki VÕS-i üldise loogika järgi peaks kehtivale komisjonilepingust saama taganeda (VÕS § 116 lg 1), on taganemise tagajärjed investeerimisühingu nimel ja kliendi arvel tehtud väärtpaberitehingu kontekstis ebaselged. Taganemise sätete kohaldamisel komplitseerib õiguslikku olukorda asjaolu, et komisjonilepingus on vastastikused kohustused tehingu tegemise kohustus ja komisjonitasu maksmise kohustus,²⁴⁸ sellele lisanduvad aga poolte seisukohalt olulised kõrvalkohustused, eelkõige peab klient võimaldama oma arvel tehingu teha ning investeerimisühing peab andma välja komisjonilepingu täitmise tulemusena saadu (VÕS § 626 lg 1).

Eesti teoorias on asutud seisukohale, et olemusliku sarnasuse tõttu käsunduslepinguga tuleb komisjonilepingu lõpetamisele kohaldada siiski VÕS § 630-634 käsunduslepingu lõpetamist reguleerivaid sätteid,²⁴⁹ seega lepingu ülesütlemise regulatsiooni. Teisalt on Saksa õiguskirjanduses just väärtpaberitehingute tegemiseks sõlmitud lepingute spetsiifikat rõhutades peetud võimalikuks väärtpaberitehingute tegemiseks sõlmitud komisjonilepingust taganemist.²⁵⁰ Kuna aga nimetatud teoreetiline seisukoht põhineb eranditult ühel Saksa õigusele ainuomasel erisätel (DepotG²⁵¹ § 25) ega ole leidnud kinnitamist kohtupraktikas, ei pea autor võimalikuks vastavat seisukohta üks ühele Eesti õigusesse üle võtta. Magistritöö maht ei võimalda ka komisjonilepingust taganemise problemaatika süvaanalüüsi, mistõttu on autor otsustanud parima täitmise kohustuse rikkumisega investeerimisühingule kaasneva tsiviilõigusliku vastutuse lahkamisel keskenduda peamiselt kliendi hüveolukorra taastamist võimaldavatele, mitte lepingulise suhte lõpetamisele suunatud õiguskaitsevahenditele.

Mööngem siiski, et ei ole põhjust, miks komisjonär vahendajana peaks tema vastu kasutatavate õiguskaitsevahendite seisukohalt olema kehvemas seisus, kui käsundisaaja, kes sõlmib tehingu nii kliendi nimel kui arvel. Käsundisaaja hoolsuskohustuse rikkumine ei saa kulmineeruda käsundi täitmisena sõlmitud tehingu tagasitäitmise nõude esitamises

²⁴⁸ Staub, H., Canaris, C.-W. *Handelsgesetzbuch*. Berlin : Walter de Gruyter, 2004, lk 102.

²⁴⁹ Varul, P., jt. (viide 91), lk 162, § 692 komm., p 3.8.1.

²⁵⁰ Schmidt, K. *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch: HGB*. München : C.H. Beck, 2009, §§ 343-372 komm., rn 573.

²⁵¹ Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren. Arvutivõrgus: <http://www.gesetze-im-internet.de/wpapg/index.html> (05.04.2012).

käsundisaaja vastu, sarnaselt peaks see toimima ka komisjonäri ja komisjonilepingu puhul. Autori hinnangul eeldaks vastupidine tõlgendus sarnaselt Saksa õigusele mingit täiendavat VÕS-ist või mõnest eriseadusest tulenevat alust, mida Eesti õigus magistritöö kirjutamise seisuga ei sisalda.

3.2. Parima täitmise kohustuse rikkumine

Õiguskaitsevahendite kasutamise üldised eeldused on kohustuse rikkumine ja vastutus. Enne seda tuleks kontrollida veel investeerimisühingu ja kliendi vahelise kliendilepingu kehtivust, kuid reeglina ei tohiks kliendilepingu kehtivus olla kahtluse all. Praktikas on äärmiselt ebatõenäoline, et investeerimisühingu ja kliendi vaheline leping, mille alusel investeerimisühing täidab või edastab täitmiseks kliendi tehingukorraldusi, vastaks mõnele TsÜS §-des 86-89 sätestatud tühisuse alusele. VPTS § 85³ lg 1 vorminõude järgimata jätmine igal juhul kliendilepingu tühisust kaasa ei too (VPTS § 85³ lg 3). Komisjonilepingu tühistamine nt eksimuse või pettuse mõjul peaks igal juhul kõne alla tulema, kuid võimalik alusetu rikastumise sätetel põhineva kliendi tagasinõude uurimine jääb käesoleva töö esemest väljapoole. Autor ei pea vajalikuks peatuda pikemalt ka vastutusel kui õiguskaitsevahendite kasutamise üldisel eeldusel, kuna enamikul juhtudel on võimalik lähtuda üldisest printsiibist, et investeerimisühing vastutab parima täitmise kohustuse eest alati, kui rikkumine ei ole tingitud vääramatul jõu asjaolust (VÕS § 103). Oluline on aga käsitleda parima täitmise kohustuse rikkumist kui investeerimisühingu lepingulise vastutuse üldist eeldust, kuna see on investeerimisühingu vastu õiguskaitsevahendite kasutamise seisukohalt kõige olulisem ning teoorias ka kõige probleemsem aspekt.

Kohustuse rikkumine on võlasuhtest tuleneva kohustuse täitmata jätmine või mittekohane täitmine, sealhulgas täitmisega viivitamine (VÕS § 100). Kuna korralduse täitmata jätmise puhul on investeerimisühing ilmselgelt parima täitmise kohustust rikkunud, tekitavad küsimusi eelkõige need olukorrad, kus võib olla tegemist parima täitmise kohustuse mittekohase täitmisega. Vastavalt käsundussuhete üldisele loogikale ei tähenda kliendi jaoks parima võimaliku tulemuse saavutamata jäämine koheselt seda, et investeerimisühing on oma kohustusi rikkunud, vaid parima võimaliku tulemuse saavutamata jäämine peab olema investeerimisühingu hoolsuskohustuse rikkumise tulemus (VÕS § 620 lg 1 ja 2). Teisisõnu peab investeerimisühing olema kliendi korralduse täitmisel käitunud vähemalt hooletult (VÕS § 104 lg 3), et investeerimisühingule saaks parima täitmise kohustuse rikkumist ette heita. VÕS § 620 lg-st 1 ja 2 tulenevalt määravad investeerimisühingu hoolsusstandardi ära käsundi

laad ning üldiselt tunnustatud kutseoskuste tase. Kliendi korralduste täitmisel eeldatakse investeerimisühingult seejuures VPTS §-st 87³ ja §-st 87⁴ tulenevate nõuete järgimist.

Parima täitmise kohustuse rikkumisi on reeglina seda lihtsam avastada, mida ulatuslikum on investeerimisühingu hooldsuskohustuse rikkumine. Klassikalised olukorrad, kus investeerimisühing tahtlikult rikub parima täitmise kohustust, on nn *front-running* juhtumid, mille puhul investeerimisühing kaupleb kliendilt saadud teabe põhjal esmalt oma arvel ning alles seejärel täidab kliendi korralduse.²⁵² Sellistes olukordades ei ole kliendi parimate huvide järgimata jätmises reeglina ka mingit kahtlust ning investeerimisühingul ei ole võimalik tugineda vastuväitele, et toimis korralduse täitmisel või täitmiseks edastamisel üldiselt tunnustatud kutseoskuste tasemel. Analoogne parima täitmise kohustuse rikkumine esineb juhul, kui investeerimisühing võtab kliendi korralduse täitmiseks, kuid täidab selle oma vahenditest, pidamata seejuures kinni tehingu tegemise ajal kehtinud börsi- või turuhinnast. See oleks vastuolus nii VPTS § 87³ lg-ga 2 kui VÕS § 697 lg-tega 1 ja 2, mis börsi- või turuhinna järgimise kohustuse otseselt kehtestavad. Samuti ei tohi investeerimisühing jätta kliendile muljet, et on kasutanud korralduse täitmisel kolmanda isiku teenuseid, ega võtta kliendilt sellega seoses täiendavat komisjonitasu, kui on tegelikult korralduse täitnud oma vahenditest.

Parima täitmise kohustuse rikkumisele võivad viidata keelatud tasukokkulepped investeerimisühingu ja investeerimisühingu poolt korralduste täitmisel kasutatavate isikute vahel. Investeerimisühing ei või kliendile osutada investeerimisteenust selliselt, et ta investeerimis- või investeerimiskõrvalteenuse osutamisel annab või saab rahalist või mitterahalist tasu: 1) mitte otse kliendilt endalt või tema esindajalt; 2) mis ei ole vältimatult vajalik investeerimisteenuse osutamiseks; 3) mis oma olemuselt või funktsioonidest tulenevalt tekitab investeerimisühingu ja kliendi vahel huvide konflikti (VPTS § 85² lg 1 p-d 1-3).

USA-s on aastaid olnud probleeme sellega, et tehingukorralduste voog suunatakse selliste rahaliste või mitterahaliste „peibutiste“ (nn *soft commissions*) eest läbi konkreetsete börsimaaklerite või täitmiseks teatud kauplejatele.²⁵³ Selline tegevus on kooskõlas seadusega seni, kuni kolmandalt isikult tasu saamise üksikasjad on kliendile teatavaks tehtud (VPTS §

²⁵² *Opper v. Hancock Securities Corp.*, 250 F. Supp. 668 (S.D.N.Y.), aff'd, 367 F.2d 157 (2d Cir. 1966); *Barnett v. United States*, 319 F.2d 340 (8th Cir. 1963); *Marc N. Geman v. Securities and Exchange Commission*, SEC Decision No. 01-9512; *SFA v. ICE Securities Ltd.* Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/sfa012-01.pdf> (12.04.2012).

²⁵³ *Harris, L. E. The Economics of Best Execution.* NYSE Conference on the Search for the Best Price, New York, March 15, 1996, lk-d 1-2. Arvutivõrgus: <http://www-bcf.usc.edu/~lharris/ACROBAT/BESTEXEC.PDF> (02.04.2012).

85² lg 2 p 1) ning sellise tasu saamine parandab kliendile osutatava teenuse kvaliteeti ning ei kahjusta kliendi huve (VPTS § 85² lg 2 p 2). Eelnevalt viidatud komisjonitasude hüvitamise kokkulepped (vt p 2.6.1.1.), mis toovad kliendile soodsama hinna, ei ole CESR-i hinnangul keelatud.²⁵⁴ Kuid isegi juhul, kui selline tasukokkulepe on kliendile teatavaks tehtud, ei tohiks investeerimisühing suunata korraldust täitmiseks tasukokkuleppe vastaspoolele, kui klient ei ole selleks andnud konkreetset juhust või mujalt on võimalik saavutada kliendile parem tulemus. Igal juhul ei tohi tasukokkulepete tulemusena kannatada kliendi õigus saada investeerimisühingult parimat täitmist.

Kui investeerimisühing järjekindlalt ignoreerib paremat hinda pakkuvaid täitmiskohti ja vahendajaid ning suunab korralduste voo tasukokkuleppe vastaspoolele, on tegemist parima täitmise kohustuse rikkumisega, mis vastavalt asjaoludele võib olla tahtlik. Samuti on parima täitmise kohustuse rikkumisega tegemist, kui investeerimisühingu maakler investeerimisühingule ligipäasetavates täitmiskohtades või börsimaaklerite hulgas hinnaseiret lihtsalt piisava hoolega ei tee, mistõttu jääb kliendi korraldus parimal võimalikul viisil täitmata. Investeerimisühing peab suutma põhjendada, miks suunas korralduse täitmiseks just kliendile ebasoodsamasse täitmiskohta, kui on parima täitmise reeglites loetlenud ka teisi, kus kliendi korralduse saanuks täita soodsamalt.

Parima täitmise kohustuse rikkumine on selgem nendel juhtudel, mil investeerimisühingu poolt korralduse täimisega kaasnevad kliendile suuremad otsesed kulud vahendus- või arveldustasude näol, mis oleksid investeerimisühingult üldiselt oodatava hoolsuse järgimisel olnud ettenähtavad ja ärahoitavad. Samas peab investeerimisühing arvestama ka kaudsete kuludega, sh suunama klientide korraldusi võimalikult väikese kurisvahe ja suure likviidsusega täitmiskohtadesse. Kui investeerimisühing suunab suuremahulise korralduse ebalikviidsele turule, kus korralduse täitmine jääb ootele, kaotades nii likviidsemal turul täitmise võimaluse, võib investeerimisühing olla parima täitmise kohustust rikkunud.

Parima täitmise kohustuse seisukohalt on märgilise tähendusega USA kohtuasi *Newton v. Merrill Lynch*²⁵⁵, kus hulk kliente nõudsid kahju hüvitamist kolmelt suurelt USA investeerimisühingult. Hagi aluseks oli väide, et ehkki investeerimisühingud täitsid klientide korraldused vastavalt üleriigilisele parimale ostu- ja müügihinnale, on investeerimisühingud rikkunud parima täitmise kohustust, kuna arvukalt alternatiivseid kauplemisskohti (sh oma

²⁵⁴ Inducements under MiFID. Public Consultation. CESR/06-687, lk 9. Avutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/06_687.pdf (16.04.2012).

²⁵⁵ *Newton v. Merrill Lynch*, 135 F.3d 266 (3rd Cir.).

arvel kauplejad ja erinevad alternatiivsed kauplemissüsteemid) pakkusid ametliku üleriigilise parima ostu- ja müügihinnaga võrreldes paremat hinda. Kohus leidis, et hagi ei kuulu rahuldamisele, kuna parima täitmise kohustus „ei ole piisavalt selgelt määratletud, mistõttu oleks ebaõiglane sundida investeerimisühinguid vastutama puudulikult määratletud kohustuse rikkumise eest, arvestades, et praegugi on järelevalveasutustel raskusi selle kohustuse sisustamisega.“ *Newton v. Merrill Lynch*’i kriitikana on aga tõdetud, et kohus läks asja sisulisest otsustamisest põhimõtteliselt mööda, märkides vaid, et parima täitmise kohustus on täpsemaks sisustamiseks liiga abstraktne ja ebaselge, unustades samas, et määratlemata õigusmõistetele sisu andmine ongi üks kohtu ülesandeid.²⁵⁶ Kui parima täitmise kontseptsioon kohtu jaoks ei kõlvanud, pidanuks kohus asja lahendama investeerimisühingul lasuva üldise hoolsuskohustuse põhimõttest lähtuvalt, mis teatavasti on veelgi abstraktsem kohustus.

Kui kohus peaks asja lahendama *Newton v. Merrill Lynch*’i asjaoludel, aga VPTS-i sätete alusel, peaks kohus esimese sammuna hindama seda, kas investeerimisühing on jätnud oma parima täitmise reeglite kujundamisel vastava valdkonna üldisele kutseoskuste tasemele mittevastavalt arvestamata nende alternatiivsete täitmiskohtadega, mis väidetavalt oleks taganud kliendile soodsama tulemuse. Investeerimisühing peab vähemalt üks kord aastas üle vaatama kliendi korralduste parima täitmise reeglid ning puuduste ilmnemisel neid muutma ja ajakohastama (VPTS § 87⁴ lg 6). Parima täitmise reeglid peavad sisaldama loetelu täitmiskohtadest, millele investeerimisühing olulisel määral tugineb, täites oma kohustust võtta kõik mõistlikud meetmed, et saavutada klientide korralduste täitmisel püsivalt parimaid võimalikke tulemusi (VPTS § 87⁴ lg 7 p 2). Autori hinnangul oleks investeerimisühing kohtuasja *Newton v. Merrill Lynch* asjaoludel kliendi jaoks parima võimaliku tulemuse saavutamise kohustust rikkunud üksnes juhul, kui alternatiivsed kauplemiskohad oleks olnud investeerimisühingule ligipääsetavad selliste kuludega, mis ei oleks tasaarveldanud ligipääsuga kliendi poolt saadavat kasu.²⁵⁷

Ka sellisel juhul saab investeerimisühing olla vastutav üksnes kahju eest, mis tekkis pärast seda, kui investeerimisühing jättis VPTS § 87⁴ lg 6 parima täitmise reeglite kaasajastamise kohustuse täitmise raames uute täitmiskohtadega arvestamata. Näiteks juhul, kui alternatiivne kauplemiskoht avanes 1. juunil, kuid investeerimisühingu igaaastane parima täitmise reeglite auditeerimine toimub 1.-10. detsembril, ei olnud investeerimisühingul ajavahemikul 1. juunist 10. detsembrini kohustust kliendi korraldusi alternatiivsesse kauplemiskohta suunata, kuna

²⁵⁶ Macey, R. J., O’Hara, M. The Law and Economics of Best Execution. *Journal of Financial Intermediation*, 1997, nr 6, lk-d 196-197.

²⁵⁷ (viide 192), lk 10.

senised kauplemiskohad võimaldasid varasematel andmetel järjekindlalt klientidele parimaid võimalikke tulemusi saavutada. Kui aga investeerimisühing oleks saanud pärast 10. detsembrit minimaalsete kuludega klientide korraldusi uues kauplemissüsteemis täita, võib investeerimisühing vastutada kahju eest, mis on tingitud korralduste uues kauplemiskohas täitmata jätmisest, st tegemist oleks VPTS § 87³ lg 2 rikkumisega. Autor rõhutab, et eelnev on teoreetiline näide ning lõplik lahendus sellistes olukordades võib sõltuda paljudest erinevatest asjaoludest. Näiteks võib alternatiivse kauplemiskoha paremus olla näiline suuremate kaudsete kulude tõttu.

3.3. Kahju hüvitamine

3.3.1. Nõude eeldused

Parima täitmise kohustuse rikkumise tagajärjel võib investeerimisühingul tekkida kliendi ees kahju hüvitamise kohustus (VÕS § 101 lg 1 p 3). Kui võlgnik rikub kohustust, võib võlausaldaja koos kohustuse täitmisega või selle asemel nõuda võlgnikult kohustuse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamist, välja arvatud juhul, kui võlgnik kohustuse rikkumise eest ei vastuta või kui kahju ei kuulu seadusest tulenevalt muul põhjusel hüvitamisele (VÕS § 115 lg 1). Riigikohus on selgitanud,²⁵⁸ et lisaks õiguskaitsevahendite kasutamise üldistele eeldustele on kahju hüvitamise nõude eeldused VÕS § 115 lg 1 järgi eelkõige kahju olemasolu ja põhjuslik seos kohustuse rikkumise ja kahju vahel. Kuna parima täitmise kohustuse rikkumist ei ole võimalik kõrvaldada täitmisnõude esitamisega, võib klient kahju hüvitamise nõude esitada koheselt pärast rikkumist, st nõuda kahju hüvitamist täitmise asemel (VÕS § 115 lg 3).

3.3.1.1. Kahju

Parima täitmise kohustuse rikkumisega tekitatud kahju võib olla nii otsene varaline kahju (VÕS § 128 lg 3) kui saamata jäänud tulu (VÕS § 128 lg 4). VÕS § 128 lg 3 kohaselt hõlmab otsene varaline kahju eelkõige kaotsiläänud või hävinud vara väärtuse või vara halvenemisest tekkinud väärtuse vähenemise, isegi kui see tekib tulevikus, ning kahju tekitamisega seoses kantud või tulevikus kantavad mõistlikud kulud, sealhulgas mõistlikud kulud kahju ärahoidmiseks või vähendamiseks ja hüvitise saamiseks, muu hulgas kahju kindlaks tegemiseks ja kahju hüvitamisega seotud nõuete esitamiseks.

²⁵⁸ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 17. märtsi 2009. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-8-09, p 14.

Parima täitmise kohustuse rikkumise korral seisneb kliendi vara väärtuse vähenemine reeglina selles, et kliendi korralduse nõuetekohasel täitmisel oleks kliendil tulnud kanda korralduse täitmisega seoses väiksemaid kulusid, nt maksta väiksemaid täitmiskoha teenustasusid, arveldustasusid ja muid korralduse täitmisega seotud kolmandatele isikutele makstud tasusid. Kahjusumma leidmiseks tuleb seega tegelikult kantud kuludest lahutada kulud, mille klient oleks kandnud juhul, kui investeerimisühing oleks oma hoolsuskohustust kohaselt täitnud. Kui klient on kohtueelselt kandnud ekspertiisikulud investeerimisühingu parima täitmise kohustuse rikkumise kindlakstegemiseks, siis kuuluvad ka need VÕS § 128 lg 3 kohaselt hüvitamisele. Samuti kuuluvad hüvitamisele õigusabikulud, mille klient on kandnud oma nõude osas professionaalse õigusliku arvamuse saamiseks ja investeerimisühingule kohtueelselt nõuete esitamiseks.²⁵⁹

VÕS § 128 lg 4 kohaselt on saamata jäänud tulu kasu, mida isik oleks vastavalt asjaoludele, eelkõige tema poolt tehtud ettevalmistuste tõttu, tõenäoliselt saanud, kui kahju hüvitamise aluseks olevat asjaolu ei oleks esinenud. Parima täitmise kohustuse rikkumisele tugineva kahju hüvitamise nõude esitamise seisukohalt on oluline, et saamata jäänud tulu võib seisneda ka kasu saamise võimaluse kaotamises. Kliendil võib tekkida saamata jäänud tulu hüvitamise nõue investeerimisühingu vastu eelkõige olukorras, kus hooletusest tingitud viivitus väärtpaberi ostmisel või müümisel toob kliendile kaasa väärtpaberi hinnamuutuse kliendi jaoks ebasoodsas suunas.

3.3.1.2. Põhjuslik seos

VÕS § 127 lg 4 kohaselt peab isik kahju hüvitama üksnes juhul, kui asjaolu, millel tema vastutus põhineb, on kahju tekkimisega sellises seoses, et tekkinud kahju on selle asjaolu tagajärg (põhjuslik seos). Kahju hüvitamise nõude esitamiseks ei piisa aga üksnes VÕS § 127 lg-s 4 sätestatud faktilise põhjusliku seose esinemisest, vaid kahju pidi investeerimisühingu jaoks olema ka ettenähtav (VÕS § 127 lg 3) ning hõlmatud rikutud kohustuse kaitse-eesmärgiga (VÕS § 127 lg 2).

Oluline on märkida, et kõige ilmsemate (kohtute ja järelevalveasutuste praktikas seetõttu ka enim levinud) parima täitmise kohustuse rikkumiste, st tahtlike rikkumiste korral ettenähtavuse probleem üleüldse ei tõusetu. Nimelt sätestab VÕS § 127 lg 3, et kahju tekkimise ettenähtavust ei tule hinnata, kui kohustust, mille rikkumise tagajärjel kahju tekkis, on rikutud raskest hooletusest või tahtlikult.

²⁵⁹ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 9. veebruari 2011. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-138-10, p 29.

Suhteliselt harvad peaksid olema olukorrad, kus parima täitmise kohustuse rikkumisega tekitatud kahju ei ole parima täitmise kohustuse rikkumise kaitse-eesmärgiga hõlmatud. Autori hinnangul peaks parima täitmise kohustuse kaitse-eesmärk igal juhul hõlmama ka kahju kindlakstegemiseks ja nõuete esitamiseks kantud kulusid, kuna kahjuhüvitise tegelik saamine võib nende kulutusteta osutada keerukaks või lausa võimatuks.

3.3.1.3. Kahjunõude sissenõutavaks muutumine ja aegumine

Seadusest ei tulene otseselt, millal võib võlausaldaja nõuda lepingu rikkumisest tuleneva kahju hüvitamist. Seega ei ole selle kohustuse täitmise tähtpäev kindlaks määratud. Kui kohustuse täitmise aega ei ole kindlaks määratud ja see ei tulene ka võlasuhte olemusest, peab võlgnik VÕS § 82 lg 3 järgi täitma kohustuse ning võlausaldaja võib VÕS § 82 lg 7 kolmanda lause järgi nõuda kohustuse täitmist selle täitmiseks mõistlikult vajaliku aja jooksul pärast võlasuhte tekkimist, arvestades eelkõige kohustuse täitmise kohta, viisi ja olemust.²⁶⁰

Asjaolu, et seadus ei seo kahjunõude sissenõutavaks muutumist kahjust teadasaamise hetkega, on praktikas suuri probleeme tekitanud, seda eelkõige lepingurikkumisega tekitatud kahju hüvitamise nõuete aegumistähtaegade arvutamisel. Probleem on eriti aktuaalne parima täitmise kohustuse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamise nõude kontekstis, kuna rikkumise varjatuse tõttu võib rikkumisest endast olla möödunud küllaltki pikk aeg enne, kui järelevalveasutus või klient rikkumise avastab ning tekkinud kahjust teada saab.

Autori hinnangul oleks absurdne, kui investeerimisühing saaks tugineda aegumise vastuväitele tänu sellele, et klient ei ole mõistliku aja jooksul pärast rikkumist ega kolme aasta (TsÜS § 146 lg 1) jooksul pärast rikkumisest mõistliku aja möödumist esitanud kahju hüvitamise nõudes hagi seetõttu, et sai rikkumisest teada alles pärast vastava ajaperioodi möödumist. Autori hinnangul on siinkohal asjakohane rõhutada, et PS § 25 kohaselt on igäihel õigus talle ükskõik kelle poolt õigusvastaselt tekitatud materiaalse kahju hüvitamisele. Ehkki PS § 25 räägib esmajoones „õigusvastaselt“ tekitatud kahjust, puudub mõistlik alus välistada PS § 25 kaitsealast sellist vara vähenemist, mis on põhjustatud partikulaarse õiguse ehk lepinguõiguse rikkumisega. Kliendi õigus parima täitmise kohustuse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamisele oleks vaid näiline, kui kliendil ei oleks võimalik esitada nõudeid alates parima täitmise kohustuse rikkumisest teadasaamisest. Isikul võib ju olla õigus nõuda kohustuse täitmist (TsÜS § 147 lg 2), kuid selle õiguse teostamine on reaalselt võimalik üksnes sellest õigusest teadlik olles.

²⁶⁰ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 25. veebruari 2009. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-3-09, p 15.

Kui kohustuse täitmise aega ei ole kindlaks määratud ja see ei tulene ka võlasuhte olemusest, peab võlgnik kohustuse täitma selle täitmiseks mõistlikult vajaliku aja jooksul pärast lepingu sõlmimist või muul alusel võlasuhte tekkimist, arvestades eelkõige kohustuse täitmise kohta, viisi ja olemust (VÕS § 82 lg 3). Autori hinnangul tuleb kliendi eest varjatud rikkumisega tekitatud kahju hüvitamise kohustuse korral kohustuse olemusest tulenevalt VÕS § 82 lg 3 tõlgendada selliselt, et võlgnik peab kahju hüvitama hiljemalt mõistliku aja jooksul pärast seda, kui võlausaldaja sai teada või pidi teada saada kahju põhjustanud kohustuse rikkumisest. See tähendab, et võlgnikul tekib kahju hüvitamise kohustus alates kahju tekitamisest, sissenõutavaks muutub see aga mõistliku aja möödumisel pärast seda, kui võlausaldaja kohustuse rikkumisest teada sai või teada saada pidi. Vastava mõistliku aja möödumisel võib võlausaldaja hakata VÕS § 82 lg 7 viimase lause alusel kahju hüvitamist nõudma, ühtlasi hakkab TsÜS § 147 lg 1 alusel kulgema kahju hüvitamise nõude aegumistähtaeg.

Autor möönab, et sellise tõlgenduse juures jääb siiski üles probleem, mida teha siis, kui rikkumine avastatakse kliendi poolt alles 20 või 30 aastat hiljem. Kuna seadus tehingust tulenevate nõuete kõige hilisemat aegumistähtaega ei sätesta (vastupidiselt nt kahju õigusvastasest tekitamisest tulenevatele nõuetele, vt TsÜS § 150 lg 3), jääb kohtul autori arvates siiski võimalus sellistel juhtudel aegumist kohaldada, kui selle kohaldamata jätmine oleks vastuolus hea usu põhimõttega (TsÜS § 138), st juhul, kui õigusrahu kaalub üles kliendi huvi kahju hüvitamise vastu. Selle üle otsustamisel saaks muu hulgas arvestada rikkumise asjaolusid, eelkõige investeerimisühingu süü suurust.

3.3.2. Tõendamiskoormus

Tulenevalt TsMS § 230 lg-st 1 peab klient tõendama kõik kahju hüvitamise nõudes esitatud hagi aluseks olevad asjaolud. Klient peab ära tõendama nii lepingu sõlmimise, parima täitmise kohustuse rikkumise, kliendil tekkinud kahju kui põhjusliku seose tekkinud kahju ja parima täitmise kohustuse rikkumise vahel. Arvestades, et kliendil puudub üldjuhul vähimgi teave, mille alusel hinnata täitmise kvaliteeti,²⁶¹ tuleb tõendamiskoormust parima täitmise kohustuse rikkumise osas pidada küllaltki kõrgeks.

Seega võib põhjendatult esitada küsimuse, millist tähendust omab tõendamiskoormuse jaotuse osas VPTS § 87³ lg 3. Selle sätte kohaselt on investeerimisühing kliendi nõudmisel kohustatud kliendile tõendama, et investeerimisühing on kliendi korralduse täitnud kooskõlas

²⁶¹ McCleskey, S. (viide 31), lk 8.

investeeringisühingus kehtivate kliendi korralduste parima täitmise reeglitega. Oluline on siinkohal, et investeeringisühingul tekib selline kohustus kliendi ees üksnes VPTS § 43 lg 1 p-s 2 sätestatud investeeringisühingute teenuse, st kliendi korralduse isikliku täitmise, mitte täitmiseks edastamise korral.²⁶² Tõlgendades VPTS § 87³ lg 3 MiFID-it läbiva kõrgetasemelise investori kaitse põhimõtte valguses peaks klient siiski saama nõuda parima täitmise tõendamist ka sellelt investeeringisühingult, kellele investeeringisühing kliendi korralduse täitmiseks edasi annab. Seda muidugi eeldusel, et korralduse täitmiseks võtnud investeeringisühing tegutseb liikmesriigis.

Autori hinnangul räägib just MiFID-i investori kaitse eesmärk selle kasuks, et VPTS § 87³ lg 3 tõlgendada parima täitmise kohustuse rikkumise osas tõendamiskoormust kliendi kasuks ümber pöörava sättena. Parima täitmise kohustuse rikkumise ja sellega kaasnenud kahju tõendamiskoormuse jaotusel võib olla suur praktiline tähendus, sellele küsimusele ei ole autori poolt läbi töötatud kirjanduses aga üldse tähelepanu pööratud. VPTS § 87³ lg-st 3 tulenevalt peab investeeringisühing olema võimeline tõendama, et on kliendi korralduse täitnud kooskõlas investeeringisühingus kehtivate kliendi korralduste parima täitmise reeglitega. Seega peab investeeringisühing tõendama, et on kliendi korralduse täitnud hoolsalt ja võimalikult väikeste kuludega. Parima täitmise kohustuse olemusest tulenevalt kätkeb see endas ühtlasi kahju puudumise tõendamise kohustust, sest reeglina kaasneb parima täitmise kohustuse rikkumisega alati kahju.

Samas ei saa autori arvates investeeringisühingul lasuv tõendamiskohustus olla investeeringisühingut ebamõistlikult koormav. See tähendab, et investeeringisühingult ei saa oodata kõikide võrdlusandmete säilitamist, vaid eelkõige ligipääsu kolmandate isikute (nt infoagentuur) poolt säilitatud hinnaandmetele. Ka rakendusmääruse 1287/2006 artiklid 7 ja 8, mis sätestavad investeeringisühingu poolt teenuse osutamisel säilitatavate andmete loetelu (VPTS § 90 lg 7) ei kohusta võrdlusandmeid säilitama. Samas kui kolmandad isikud teatud tõendamiskohustuse täitmiseks vajalikke andmeid ei säilita, peaks VPTS § 87³ lg-st 3 tulenevalt neid autori arvates siiski säilitama investeeringisühing, kuna rakendusmääruses sätestatud registreerimisele kuuluvate andmete loetelu ei vabasta investeeringisühingut kohustusest kliendi nõudmisel tõendada, et kliendi korraldus täideti kooskõlas investeeringisühingus kehtivate parima täitmise reeglitega. Kliendid peavad aga arvestama, et üldjuhul võib eeldada investeeringisühingu võimet oma kohustuste täitmist tõendada, mistõttu hagide esitamist lootuses, et investeeringisühing ei suuda kohtumenetluses ületada tal lasuvat

²⁶² (viide 81), lk 5.

tõendamiskünnist, ei ole ebasoodsa kohtulahendiga kaasnevaid kulusid arvestades võimalik soovitada. Eelkõige annab VPTS § 87³ lg 3 kliendile võimaluse saada enda korralduste täitmise kohta mingeidki andmeid, mille põhjal teostada vajadusel edasisi uuringuid. Kui investeerimisühing on parima täitmise kohustuse täitmise kohta esitanud puudulikke või ebapiisavaid andmeid, mis on kliendis tekitanud kahtlusi investeerimisühingu tegevuse õiguspärasuses, võib klient nendest kahtlustest teavitada ka Finantsinspektsiooni.

Autor nendib, et vähemalt Eesti õiguses ei reguleeri erisätted kahjustatud isikute teavitamist juhul, kui järelevalveasutus teeb kindlaks investeerimisühingu parima täitmise kohustuse rikkumise. Arvestades klientide märkimisväärseid raskusi parima täitmise kohustuse rikkumise tõendamisel, peaks kliendile siiski olema tagatud võimalus järelevalveasutuse poolt kogutud tõendeid tsiviilkohtumenetluses nõuete aluseks olevate asjaolude tõendamisel kasutada. Üks võimalus oleks taotleda kohtult tõendite kogumist vastavalt TsMS § 236 lg-le 2, kuid sellele seab piirangud tõsiasi, et kliendile ei ole täpselt teada, millised dokumendid või materjalid on just tema nõude osas asjassepuutuvad. Seetõttu peaks õigustatud huvi omavatel isikutel olema tagatud mingi piiratud järelevalvemenetluses koostatud toimikuga tutvumise õigus. Piirangud peaksid seejuures olema proportsionaalsed ning eelkõige lähtuma teiste klientide ja investeerimisühingu enda andmete konfidentsiaalsuse säilitamise vajadusest. Konfidentsiaalsuse säilitamise vajadus ei tohi aga muutuda ettekäändeks, mille alusel takistada potentsiaalselt kahju kandnud klientidel oma nõuete maksmapanemist.

3.4. Hinna alandamine

Hinna alandamise nõuet (VÕS § 112 lg 1) tuleb parima täitmise kohustuse rikkumise korral pidada sekundaarseks. Samas ei ole hinna alandamine käsundi tüüpi lepingute kui vastastikuste tasuliste lepingute puhul sugugi välistatud.²⁶³ Hinna alandamise funktsioon on taastada lepingu mittekohase täitmisega rikutud tasakaal lepingupoolte kohustuste vahel juhul, kui kahjuhüvitusnõude esitamine ei ole mingil põhjusel võimalik (nt võlgnik ei vastuta rikkumise eest) või otstarbekas (ostuhind on veel osaliselt maksmata).²⁶⁴ Kuna juhtumid, mil investeerimisühing parima täitmise kohustuse rikkumise eest ei vastuta, peaksid olema suhteliselt harvad, siis juhul, kui klient suudab ära tõendada parima täitmise kohustuse rikkumise, on mõttekas juba esitada kahju hüvitamise nõue.

²⁶³ Uustalu, H. Hinna alandamine õiguskaitsevahendina. Magistritöö. Tartu 2007 (Käsikiri Tartu Ülikooli Õigusteaduskonna Tallinna osakonna teabekeskuses), lk 30.

²⁶⁴ Varul, P., jt. (viide 138), lk 374, § 112 komm., p 7.1.

Hinna alandamise nõude puhul peab klient olema vastu võtnud mittekohase täitmise (kohustuse rikkumise kohta vt p 3.2.), reeglina on klient selle parima täitmise kohustuse rikkumise avastamise hetkeks ka vastu võtnud. Samamoodi on klient selleks hetkeks üldjuhul tasunud ostuhinna, mistõttu tuleb eelkõige kõne alla ülemäära makstu tagastamise nõue vastavalt VÕS § 189 lõikes 1 ja § 191 lõikes 1 sätestatule. VÕS § 112 lg 1 kohaselt on võimalik hinda alandada võrdeliselt kohustuse mittekohase täitmise väärtuse suhtele kohase täitmise väärtusesse.

Juhul, kui investeerimisühing ja klient on kokku leppinud teenustasus 10 eurot, kuid investeerimisühing rikub parima täitmise kohustust viisil, mis toob kliendile kaasa parima võimalikuga võrreldes 2 euro võrra kehvema tulemuse, on investeerimisühing sellega osutanud kliendile teenust, mille tegelik väärtus (väärtus puudusega) on 8 eurot, eeldades, et investeerimisteenus hind puuduseta on sama, mis kokkulepitud hind. Hinna alandamisel VÕS § 112 lg 1 alusel rakendatakse alljärgnevat valemit:

$$\text{alandatud hind} = \frac{\text{eseme väärtus puudusega} \times \text{kokkulepitud hind}}{\text{eseme väärtus puuduseta}}$$

Korralduse täitmises või täitmiseks edastamises seisneva investeerimisteenus väärtus puuduseta peaks käesoleva näite puhul olema korralduse täitmise ajahetkel kehtinud seda tüüpi investeerimisteenus kohalik keskmine müügihind (TsÜS § 65). Ei ole välistatud, et see langeb poolte vahel kokkulepitud hinnaga kokku. Eeldusel, et kokkulepitud teenustasu ja teenuse väärtus langevad kokku, on kliendil käesoleva näite puhul õigus hinda 2 euro võrra alandada. Reeglina peab hinna alandamise eeldusi tõendama hinna alandamisele tuginev lepingupool,²⁶⁵ kuid võib argumenteerida, et parima täitmise kohustuse puhul on tõendamiskoormus mittekohase täitmise osas ümber pööratud (vt p 3.3.2.). Kui kindlaks on tehtud parima täitmise kohustuse rikkumisega kliendile tekitatud üleliigne kulu ja investeerimisühingule teenuse eest makstud tasu, kuid teenuse väärtust puuduseta on raske kindlaks teha, võib selle suuruse asjaolusid arvestades otsustada kohus (VÕS § 112 lg 1 teine lause), nt lugeda väärtuse võrdseks poolte vahel kokkulepitud hinnaga, kui see on õigustatud. Autori hinnangul peaks kohase ja mittekohase täitmise väärtuste kindlaksmääramise võimatus kujutama endast siiski objektiivset võimatust, st klient peaks igal juhul püüdma vastavaid väärtusi tõendada või näitama kohtule ära, miks väärtuse kindlaksmääramine ei ole objektiivselt võimalik.

²⁶⁵ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 28. märtsi 2012. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-17-12, p 16.

Hinna alandamiseks tuleb esitada vastaspoolele hinna alandamise avaldus (VÕS § 112 lg 2). Autori hinnangul ei tohiks olla välistatud hinna alandamise avalduse esitamine hagiavalduses, millega klient nõuab ülemäära makstu tagastamist vastavalt VÕS § 112 lg-le 3.

Kokkuvõte

Õigus on üks võimalikest sotsiaalsete konfliktide maandamise abinõudest. Vaieldamatult kuulub nende konfliktide hulka ka esindaja-esindatava vaheline huvide konflikt, mille lahendamiseks on seaduses ette nähtud esindaja hoolsuskohustus esindatava ees. Selle hoolsuskohustuse sisu sõltub paljuski valdkonnast, milles esindaja oma ülesandeid täidab. Esindaja ja esindatava suhe on eriti põhjalikult reguleeritud just väärtpaberiturüiguses, kuna esiteks on väärtpaberiturgudel tavapärane esindaja kasutamise sund ning teiseks on väärtpaberiturgudel toimuv investeerimistegevus seotud äärmiselt suurte varaliste huvidega.

Alates MiFID-i ülevõtmisest EL-i riikides on investeerimisühingud (sh krediidasutused ja mõningad fondivalitsejad), kes võtavad täitmisele või edastavad täitmiseks oma klientide tehingukorraldusi, allutatud ühetaolisele kohustusele täita klientide korraldusi parimal võimalikul viisil, arvestades enda kehtestatud parima täitmise reegleid ning täitmist mõjutavaid tegureid (parima täitmise kohustus). Eesti õiguses on parima täitmise kohustus sätestatud VPTS § 87³ lg-s 2.

Autor uuris parima täitmise kohustust ajaloolises kujunemises ning nentis, et parima täitmise kohustuse juured ulatuvad ilmselt Ameerika Ühendriikide õigusesse, kus esmalt kujunes välja integreeritud väärtpaberiturg, mille tingimustes muutus oluliseks investeerimisühingute sundimine senisest põhjalikumale turuseirele soodsaima pakkumise leidmise eesmärgil. Erialakirjanduses ollakse valdavalt arvamusel, et turg ise ei ole võimeline parimat täitmist tagama, mistõttu mingi parima võimaliku tulemuse saavutamisele suunav kohustus peaks siiski seaduses sätestatud olema. Autori hinnangul jääb üldine hoolsuskohustus liiga abstraktseks, et võimaldada investoritele oma õiguste efektiivset kaitset. Seega on hoolsuskohustuse konkretiseerimine erinevateks osakohustusteks, sh korralduste täitmisel ja täitmiseks edastamisel rakenduvaks parima täitmise kohustuseks põhjendatud. Teisalt peavad need sätted siiski jääma piisavalt üldiseks, et võimaldada investeerimisühingutel oma majandustegevust paindlikult korraldada ning toetada turgude tõhusat toimimist. MiFID-i püüdlus on nendele nõudmistele vastata.

Autor uuris investeerimisühingu ja kliendi vahelist lepingulist suhet fookusega teenustel, mis nõuavad investeerimisühingult parimat täitmist. Need teenused on eelkõige klientide tehingukorralduste (müügi- ja ostukorralduste) täitmine ja täitmiseks edastamine. Samas lasub investeerimisühingul parima täitmise kohustus alati ka juhul, kui investeerimisühing komisjonärina täidab kliendi korralduse enda vahenditest, samuti tuleb parima täitmise kohustust järgida korralduste täitmisel või täitmiseks edastamisel väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse raames.

Käesoleva töö üks keskseid küsimusi oli, kuidas suhestub väärtpaberituru seaduses sätestatud parima täitmise kohustus investeerimisühingu ja kliendi vahelisest lepingulisest suhtest tuleneva hoolsuskohustusega. Selline hoolsuskohustus on investeerimisühingul tulenevalt VÕS § 692 lg-st 2 ning § 620 lg-st 1 ja 2, arvestades, et investeerimisühingu ja kliendi vahelisele lepingule, mille alusel investeerimisühing täidab või edastab täitmiseks kliendi tehingukorraldusi, tuleb kohaldada komisjonilepingu sätteid. Autor leidis, et parima täitmise kohustusel (ning VPTS-i 10. peatükis sätestatud tegevusnõuetel laiemalt) ei ole üksnes avalik-õiguslik tähendus, vaid tähendus investeerimisühingu hoolsuskohustuse sisustamisel. VPTS-ist tulenevad parima täitmise nõuded on vaadeldavad investeerimisühingu hoolsuskohustuse konkretiseeringuna. Samal ajal toetab autor lähenemist, mille kohaselt on VPTS-is sätestatu käsitletav hoolsuse miinumstandardina. Seega võiks kohtud autori hinnangul investeerimisühingutelt nõuda VPTS-is sätestatuga võrreldes kõrgema hoolsuse ilmutamist, kui see on konkreetse juhtumi asjaoludel põhjendatud. Vastav seisukoht peaks andma oma panuse laiemasse diskussiooni selle üle, millises ulatuses peaksid eraõiguslikud normid avalik-õiguslikke peegeldama ning kas ja millistel juhtudel vahetegu lepinguliste kohustuste ja avalik-õiguslike tegevusnõuete vahel on üldse õigustatud. Autor leiab, et vähemalt investeerimisühingute tegevusnõuete puhul ei ole range vahetegu tegevusnõuetel kui tsiviilkohustustel ja tegevusnõuetel kui avalik-õiguslikel kohustustel põhjendatud. Reeglina peaks kliendi kaitseks kehtestatud tegevusnõude rikkumine olema käsitletav üldise tsiviilõigusliku hoolsuskohustuse rikkumisena.

Kliendi korralduse täitmine parimal võimalikul viisil tähendab kliendi korralduse täitmist võimalikult suure kasu ning võimalikult väikeste kuludega. VPTS § 87³ lg 2 kohustab investeerimisühinguid järgima mitmeid erinevaid tegureid, mis praktikas võivad mõjutada täitmise kvaliteeti. Nendeks on täitmise hind, kulud ja kiirus, täitmise ja arveldamise tõenäosus, korralduse suurus, olemus ja muud korralduse täitmisega seotud asjaolud. Täitmistegurid võib liigitada täitmise kulusid otseselt ja kaudselt mõjutavateks teguriteks.

Otsesed kulud on eelkõige kõik tasud ja maksud, mis kliendile edasi kantakse. Vastavalt asjaoludele võib suur tähtsus olla aga ka kaudsetel kuludel nagu kursivahe, mõju turule või täitmisevõimaluse kaotuse kulu. Võib esineda olukordi, mil otseste kulude aspektist on klient näiliselt saanud ebasoodsa täitmise osaliseks, ehkki tegelikkuses õnnestus investeerimisühingul vältida palju suuremat kaudset tehingukulu. Töö peaesmärgi, milleks oli VPTS § 87³ lg 2 abstraktse faktilise koosseisu avamine, võib autori hinnangul lugeda saavutatuks: käsitlemist leidsid nii parimat täitmist nõudvad investeerimisteenused, investeerimisühingu ja kliendi mõiste, samuti kõik tähtsamad kuluelemendid.

Autor juhtis tähelepanu teatavatele vastuoludele VPTS-i ja MiFID-i sätete vahel. Korralduse täitmine väljaspool reguleeritud turgu või mitmepoolset kauplemissüsteemi eeldab MiFID-i järgi kliendi otsest eelnevat tahteavaldust, VPTS näiks justkui leppivat üksnes kliendi teavitamisega vastavast võimalusest. Siiski kord, kui klient on oma nõusoleku korralduse täitmiseks või täitmiseks edastamiseks andnud, muutuvad investeerimisühingu poolt klientide korralduste igakordsel täitmisel järgitavad parima täitmise reeglid investeerimisühingu ja kliendi vahelist õigussuhet sisustavateks tüüptingimusteks.

Analüüsi käigus leidis kinnitust autori poolt püstitatud hüpotees, et parima täitmise kohustus ja investeerimisühingu üldine tsiviilõiguslik hoolsuskohustus ei ole teineteisest lahutatavad ning kliendil on võimalik suhtes investeerimisühinguga tugineda parima täitmise kohustuse rikkumisele, tuginedes seeläbi ühtlasi investeerimisühingu üldise hoolsuskohustuse rikkumisele. Kliendil lasub aga ulatuslik tõendamiskoormus, mida mõnevõrra leevendab küll VPTS § 87³ lg-st 3 tulenev investeerimisühingu kohustus kliendi nõudmisel tõendada, et kliendi korraldus on täidetud kooskõlas investeerimisühingus kehtivate parima täitmise reeglitega. Harilikult on hoolsuskohustuse rikkumine seda selgem, mida ulatuslikum see on. Tahtlikud rikkumised, nt nn *front-running* juhtumid, mille puhul investeerimisühing kaupleb kliendilt saadud teabe põhjal esmalt oma arvel ning alles seejärel täidab kliendi korralduse, moodustavad erialakirjanduse kohaselt enamiku kohtusse või järelevalveorganite huviorbiiti jõudvatest rikkumistest.

Autor on seisukohal, et parima täitmise kohustuse rikkumise tagajärjel võib kliendil tekkida varaline kahju, mille hüvitamine tuleb kõne alla üldise lepingulise kahju hüvitamise režiimi alusel ning vastavate eelduste täidetuse korral. Parima täitmise kohustuse rikkumise korral seisneb kliendi vara väärtuse vähenemine reeglina selles, et kliendi korralduse nõuetekohasel täitmisel oleks kliendil tulnud kanda korralduse täitmisega seoses väiksemaid kulusid, nt

maksta väiksemaid täitmiskoha teenustasusid, arveldustasusid ja muid korralduse täitmisega seotud kolmandatele isikutele makstud tasusid.

Kuna parima täitmise kohustuse rikkumise ja selle ilmsikstuleku vahele võib jääda märkimisväärne aeg, ohustab kliendi nõudeid aga aegumine, kui klient ei saa kahjust seadusjärgse aegumistähtaja sees teada. Autor teeb ettepaneku tõlgendada VÕS § 82 lg-s 7 sätestatud mõistliku aja kriteeriumi selliselt, et varjatud rikkumiste korral peab võlgnik kahju hüvitama hiljemalt mõistliku aja jooksul pärast seda, kui võlausaldaja sai teada või pidi teada saama kahju põhjustanud kohustuse rikkumisest.

Autori hinnangul on parima täitmise kohustus ainult üks mitmest uurimisväärsest investeerimisühingu ja kliendi vahelise lepingulise suhte komponendist. Täiendavat uurimist väärivad kindlasti ka erinevad informeerimiskohustused, samuti investeerimisühingu huvide konflikti vältimise kohustus ning selle rikkumisest tulenev vastutus. Üks põnevamaid ja ilmselt ka suure praktilise tähtsusega uurimisprobleeme võiks olla küsimus VPTS-i usaldatavusnormatiividest ning organisatsioonilistest nõuetest kui kaitsenormidest, mille rikkumisega võiks kliendil tekkida deliktiline nõue investeerimisühingu vastu.

Lõpetuseks on kohane märkida, et liikmesriikide vägagi erinev lähenemine investeerimisühingute tegevust reguleerivate nõuete tsiviilõiguse süsteemi paigutamisel ei võimalda julgelt väita, et ühetaoline ja kõrge investorite kaitse tase, mida Euroopa Liit MiFID-iga taotles, oleks saavutatud. Seega on väärtpaberiturge puudutava õigusliku regulatsiooni harmoneerimise kui Euroopa Liidu majanduspoliitilise otsuse elluviimisel veel palju ära teha. Oma rolli peab seejuures kindlasti mängima õigusteadus, mis võiks pakkuda optimaalseid lahendusi investorite kaitse taseme ühtlustamiseks ja tõstmiseks liikmesriikides.

Abstract – Obligation for Best Execution in Securities Law: Legal Bases, Nature of Obligation and Civil Liability

There are many fields of economic activity in which service providers have the informational advantage over their clients. The problem of information asymmetry inadvertently gives rise to the agency cost problem, when the personal interests of the service provider conflict with the financial interests of the client. Since many service providers are in a privileged position, the agency cost problem, if not properly mitigated, may lead the service provider to use its powers to the financial disadvantage of the client.

In the field of investment services, the law tries to fight the agency cost problem by establishing a set of rules for the protection of the interests of the client. The object of this master's thesis was to examine one of these rules: the obligation for best execution, which applies to investment firms when executing or transmitting client orders. The author indicates that the literature is unclear on the legal nature of this obligation, which is now contained in the securities law of all Member States of the European Union as a result of the transposition Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). The author hypothesizes that the obligation for best execution is not only an organizational obligation which an investment firm is able to comply with merely by establishing and adhering to a best execution policy. Instead, the author proposes that the best execution requirements contained in the MiFID also influence the particular contractual relationship between the investment firm and its client, allowing the client to invoke the traditional set of legal remedies contained in Estonian contractual law.

The author first examines the purpose of the best execution obligation, concluding that the literature generally considers a regulatory best execution obligation to be of benefit, although opinions have been voiced which state that markets themselves should be able to provide best execution without the added burden of regulation. Thereafter, the author compares the best execution obligation contained in the FINRA Rules to that of MiFID, and lays out the general historical background of establishment of the obligation of best execution in EU law, remarking that the obligation for best execution most probably has its roots in the US, where an integrated market system was under development well before the advent of MiFID. Therefore the American experience is useful in the analysis of the many issues accompanying the obligation for best execution.

The author then proceeds to analyse the legal relationship between the investment firm and the client with a focus on investment services which require best execution. These investment services first and foremost include the execution and transmission of client orders. But the obligation for best execution also applies whenever the investment firm, acting as agent, fills a client order from its own stock or executes or transmits clients' orders when providing the service of portfolio management.

The author then turns to the question of whether there is any difference of applicable contract law where different kinds of investment services requiring best execution are concerned. The consensus among scholars is that according to Estonian law (as well as to German law) agreements under which an investment firm fills client orders on a regulated market are to be qualified as contracts of commission (§ 692 Subsection 1 of the Law of Obligations Act). The author determines that the same provisions of contract of commission should also apply in cases where the investment firm transmits client orders to another investment firm for execution (use of third person to carry out a commission is not prohibited) as well as in cases of portfolio management (in which case the contract of commission may usually be deemed a long-term contract).

The general duties of care and loyalty, which the rules concerning best execution may be considered derived from, are established by § 692 Subsection 1 in conjunction with § 620 Subsections 1 and 2 of the Law of Obligations Act. The author determines that there is a general scholarly consensus concerning the private law effect of conduct of business rules contained in the MiFID, whereas the question of the civil law effect of prudential, authorisation or organizational requirements is not so clear-cut and may require further research. It appears that with respect to the conduct of business rules, the many different methodological approaches used in the Member States all lead to the same result: that the rules through some kind of reflection or transmission become part of the contractual relationship of the investment firm and the client. The author proposes that under Estonian law, it would be most sensible to interpret the rules of the MiFID (contained in the Securities Market Act) as a standard of care. Therefore, breach of a conduct of business rule would also constitute breach of the general duty of care. However, this does not preclude the courts from developing higher standards of care in practice. The author concludes that it would not go against the spirit of the MiFID to treat the conduct of business rules as minimum standards.

The author then proceeds to unlock the nature of the obligation of best execution specifically. The author defines the many factors which the investment firm has to take into account when assessing the relative importance of the execution criteria (data concerning client, nature of order, nature of financial instrument, execution venue) as well as the execution criteria themselves (price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature and other relevant circumstances). The author classifies the criteria as criteria which have a direct influence on execution costs (often assessable *ex ante*) and criteria which have an indirect influence (which often can only be reliably determined *ex post*). The many criteria to be taken into account when filling client orders demonstrate the difficulty, on the one hand, of assessing the quality of order execution and, on the other, show that direct costs are an important component, but not the only component to be considered.

Thereafter the author addresses the issue of legal remedies, focusing on remedies which would allow restitution of the client's proprietary position prior to execution or transmission of the order. Having determined that the duty of care of an investment service also comprises the duty of best execution, it can be said quite confidently that legal remedies may be invoked whenever the investment service has breached the obligation of best execution. However, it is clear that the obligation of best execution, although applicable to each order, does not require from the investment firm best execution in every single case, but that sufficient care, taking into account the execution criteria, be exercised each time an order is executed or transmitted for execution. It follows that the investment firm may only be held liable in cases where the unfavorable result for the client has come about due to the negligent or wrongful actions of the investment firm.

However, where such negligence or wrongful violation occurs, the client may decide to submit a contractual claim for compensation of damage or a claim for reduction of price. Admittedly, the burden of proof with regard to violations of the obligation for best execution is quite high, with the client generally having little information to base his or her assessment of execution quality on. The MiFID tries to counter this problem by specifying that investment firms have to be able to prove, upon the request of the client, that the client's orders have been executed in conformity with the firm's best execution policy. Yet this requirement only applies to orders which have been executed personally by the investment firm, and is inapplicable if the investment firm has transmitted the order to another firm for execution.

Finally, the author points out an issue with regard to limitation periods applicable to contractual damage compensation claims under Estonian law. The law does not provide for the damage compensation claim falling due upon the client becoming aware of the damage. Instead, the claim falling due and the corresponding commencement of the limitation period are tied to the passing of a „reasonable term for fulfilment of the obligation“. The author proposes that where hidden violations (such as violations of the obligation for best execution) are concerned, this „reasonable term for fulfilment of the obligation“ should be construed as beginning from the causing of damage up to a reasonable period subsequent to the moment the client became or ought to have become aware of the violation. The author finds that professionals should not be able to invoke a limitation period just because they have been able to conceal their violation for a sufficient period of time.

The author sees further research opportunities with regard to several components of the investment firm-client relationship, especially concerning the issues of informational obligations and conflicts of interest. Additionally, the question of which provisions of the MiFID could be construed as filling the relativity requirement may hold great practical value. The many different civil law approaches found in the Member States indicate that there is still much work to be done to ease the disparities between legal systems in order to achieve a uniformly high level of investor protection.

Artur Sanglepp

07. mai 2012. a.

Kasutatud materjalid

Kirjandus

1. Burke, J. J. A. Investor Protection Under MiFID: Cure Worse than the Disease. Kazakhstan Institute of Management, Economics and Strategic Research, Working Paper Series, 2009.
2. Petrella, G. MiFID, Reg NMS and competition across trading venues in Europe and the USA. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2010, vol. 3, nr. 18.
3. Davies, R. J. MiFID and a Changing Competitive Landscape. Babson College Finance Division Working Paper, 2008.
4. Viks, K., jt. Väärtpaberite teejuht. Tallinn : Eesti Päevaleht, 2008.
5. Kwangwook, L. Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID. Wake Forest University School of Law Working Paper Series, 2009.
6. Kruithof, M., van Gerven, W. A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID. Ghent University Financial Law Institute, Working Paper, no. 2010-07, 2010.
7. McCleskey, S. Achieving Market Integration: Best Execution, Fragmentation and the Free Flow of Capital. Waltham, MA : Butterworth-Heinemann, 2004.
8. Iseli, T., jt. Legal and Economic Aspects of Best Execution in the Context of the Markets in Financial Instruments Directive. *Law and Financial Markets Review*, 2007, nr 4.
9. Grundmann, S., jt. Towards a European Civil Code. Alphen aan den Rijn : Kluwer Law International, 2011.
10. Bentson, G. J. Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals. London : Institute for Economic Affairs, 1998.
11. Heremans, D., jt. Current Developments in European Integration: Financial Services/Transport Policy – Legal and Economic Contributions to the Fortis Bank Chair Lectures, Leuven, 2001-2003. Leuven : Leuven University Press, 2004.
12. Pan, E. J. A European Solution to the Regulation of Cross-Border Markets. Benjamin N. Cardozo School of Law, Working Paper, 2007.
13. Casey, J.-P., Lannoo, K. The MiFID Revolution. London : Cambridge University Press, 2009.
14. Kruithof, M., jt. Financial Services, Financial Crisis and European Contract Law. Alphen aan den Rijn : Kluwer Law International, 2011.
15. Varul, P., jt. Võlaõigusseadus III. 8. ja 10. osa. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn : Juura 2009.

16. Grundmann, S., Hollering, J. EC Financial Services and Contract Law – Developments 2005–2007. *European Review of Contract Law*, 2008, vol. 4, nr. 1.
17. Zingel, F. Die Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach dem Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz. *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2007.
18. Tison, M. The Civil Law Effects of MiFID in a Comparative Law Perspective. Ghent University Financial Law Institute, Working Paper, no. 2010-05, 2010 (viidatud: M. Kruithof, Belangenconflicten in financiële instellingen, doctoral diss., Ghent University, 2009, p. 335, para 315).
19. Cherednychenko, O. European Securities Regulation, Private Law and the Investment Firm-Client Relationship. *European Review of Private Law*, 2009, nr 5 (viidatud: The Opinion of the Advocate General of 13 Feb. 2009 in *Levob Bank N.V. v. B, and GBD, De T. v. Dexia Bank Nederland N.V., and Stichting Gedupeerden Spaarconstructie v. Aegon Nank N.V.*).
20. Ferrarini, G., jt. *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. Oxford : Oxford University Press, 2006.
21. Fuchs, A., jt. *Wertpapierhandelsgesetz: WpHG*. München : C.H. Beck, 2009.
22. Varul, P., jt. *Võlaõigusseadus I. Üldosa. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn : Juura, 2006.
23. Schwark, E., Zimmer, D. *Kapitalmarktrechts-Kommentar*. München : C.H. Beck, 2010.
24. Adams, G., jt. *Best Execution. Executing Transactions in Securities Markets on Behalf of Investors*. London : European Asset Management Association, 2002.
25. Ferrarini, G. Best Execution and Competition between Trading Venues – MiFID’s Likely Impact. *Capital Markets Law Journal*, 2007, vol. 2, nr 4.
26. Karande, K. MiFID Best Execution Benchmark. *Journal of Trading*, 2007, vol. 2, nr 3.
27. Häuser, F., jt. *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*. München : C.H. Beck, 2007.
28. Ferrarini, G., jt. *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*. London : Cambridge University Press, 2009.
29. Schwartz, R. A., jt. *Coping with Institutional Order Flow (Zicklin School of Business Financial Markets Series)*. New York, NY : Springer, 2005.
30. Hommel, U., jt. *The Strategic CFO: Creating Value in a Dynamic Market Environment*. New York, NY : Springer, 2011.

31. Angel, J., jt. Equity Trading in the 21st Century. USC Marshall School of Business, Working Paper, 2010.
32. D'Hont, C., Giraud, J.-R. Transaction Cost Analysis in Europe: Current and Best Practices. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Working Paper, 2007.
33. Schnase, L. A. Best Execution. Considerations for Investment Advisers and Funds, CLEonline.com, 2010.
34. Harris, L. Trading and Exchanges. New York, NY : Oxford University Press, USA, 2002.
35. Staub, H., Canaris, C.-W. Handelsgesetzbuch. Berlin : Walter de Gruyter, 2004.
36. Schmidt, K. Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch: HGB. München : C.H. Beck, 2009.
37. Harris, L. E. The Economics of Best Execution. NYSE Conference on the Search for the Best Price, New York, March 15, 1996.
38. Macey, R. J., O'Hara, M. The Law and Economics of Best Execution. Journal of Financial Intermediation, 1997, nr 6.

Euroopa Komisjoni ning järelevalveorganite juhendid, soovitusel ja ettepanekud

39. CESR/07-320. Best Execution under MiFID. Questions & Answers. CESR, 2007. Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/07_320.pdf (16.02.2012).
40. European Commission. Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf (16.02.2012).
41. Financial Services: Building a Framework for Action. Communication from the Commission. COM (1998) 625. Arvutivõrgus: <http://aei.pitt.edu/3353/1/3353.pdf> (26.03.2012).
42. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directives 85/611/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC. Arvutivõrgus: http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDproposal.pdf (26.03.2012).
43. Best Execution. FSA Discussion Paper. Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp5.pdf> (26.03.2012).
44. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directives 85/611/EEC, Council

- Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC.
Arvutivõrgus: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0625:FIN:EN:PDF> (27.03.2012).
45. FSA – The Lamfalussy Framework Pre-Lisbon. Arvutivõrgus:
<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/pre-lisbon-procedure.pdf> (27.03.2012).
46. FSA – The Lamfalussy Framework Post-Lisbon. Arvutivõrgus:
<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/post-lisbon-procedure.pdf> (27.03.2012).
47. CESR – MiFID Supervisory Briefings. Best Execution. CESR/08-735. Arvutivõrgus:
http://www.esma.europa.eu/system/files/08_735.pdf (30.03.2012).
48. Commission Answers to Scope Issues under MiFID and the Implementing Directive. Working Document ESC-07-2007. Arvutivõrgus:
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/letter-cesr-best-execution_en.pdf (28.03.2012).
49. FSA Discussion Paper. Implementing MiFID's Best Execution Requirements. Arvutivõrgus: http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_03.pdf (28.03.2012).
50. FSA – Best Execution: Orders. Arvutivõrgus:
http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/best_execution.pdf (28.03.2012).
51. FSA – The Conduct of Business Sourcebook. Arvutivõrgus:
http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp45_annexa.pdf (30.03.2012).
52. CESR. Best Execution under MiFID. Public Consultation. CESR/07-050b. Arvutivõrgus:
http://www.esma.europa.eu/system/files/07_050b.pdf (01.04.2012).
53. European Commission. Frequently Asked Questions on MiFID: Draft implementing "level 2" measures. Arvutivõrgus:
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/06/57&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> (01.04.2012).
54. Finantsinspektsioon. Vastus järelepärimistele väärtpaberituruseaduse rakendamise kohta, 04.07.2008 nr 4.12-3/251-8, lk 6. Arvutivõrgus:
http://www.fi.ee/failid/20080704_251_8.pdf (16.04.2012).
55. Inducements under MiFID. Public Consultation. CESR/06-687, lk 9. Arvutivõrgus:
http://www.esma.europa.eu/system/files/06_687.pdf (16.04.2012).

Normatiivaktid

56. Väärtpaberituruseadus (RT I 2001, 89, 532; RT I, 22.12.2011, 3).

57. Võlaõigusseadus (RT I 2001, 81, 487; RT I, 08.07.2011, 6).
58. Eesti Vabariigi põhiseadus (RT 1992, 26, 349; RT I, 27.04.2011, 2).
59. Tsiviilkohtumenetluse seadustik (RT I 2005, 26, 197; RT I, 28.12.2011, 44).
60. Advokatuuriseadus (RT I 2001, 36, 201; RT I, 14.03.2011, 25).
61. Tsiviilseadustiku üldosa seadus (RT I 2002, 35, 216; RT I, 06.12.2010, 12).
62. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu Direktiiv 2004/39/EÜ, 21. aprill 2004, finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ (ELT L 145, 30.4.2004).
63. Komisjoni direktiiv 2006/73/EÜ, 10. august 2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT L 241, 2.9.2006).
64. NASD Rules. 2320 – Best Execution and Interpositioning. Arvutivõrgus: http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&record_id=12795&element_id=3643&highlight=2320#r12795 (26.03.2012).
65. Nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ, 10. mai 1993, investeerimisteenuste kohta väärtpaberite valdkonnas (EÜT L 141, 11.6.1993).
66. Komisjoni määrus (EÜ) nr 1287/2006, 10. august 2006, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ seoses investeerimisühingute registripidamise kohustuse, tehinguaruandluse, turu läbipaistvuse, finantsinstrumentide kauplemisele lubamise ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega (ELT L 241, 2.9.2006).
67. HGB – Handelsgesetzbuch. Arvutivõrgus: <http://www.gesetze-im-internet.de/hgb/BJNR002190897.html#BJNR002190897BJNG027101301> (04.04.2012).
68. Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren. Arvutivõrgus: <http://www.gesetze-im-internet.de/wpapg/index.html> (05.04.2012).

Kohtute ja järelevalveorganite praktika

69. Riigikohtu üldkogu 28. oktoobri 2002. aasta otsus põhiseaduslikkuse järelevalve asjas nr 3-4-1-5-02.
70. BGH, BGHZ 123 (Bond), 06.07.1993.
71. Den Boschi Ringkonnakohus, 09.05.2006, LJN: AX2464.
72. Hoge Raad, LJN: BH2811, 05.06.2009.

73. Hoge Raad, LJN: BH2815, 05.06.2009.
74. Hoge Raad, LJN: BH2822, 05.06.2009.
75. BGH ZIP 2007, 518, 519f.
76. Newton v. Merrill Lynch, 135 F.3d 266 (3rd Cir.).
77. Euroopa Kohtu 10. aprilli 1984. a. otsus kohtuasjas C-14/83: Von Colson and Kamann v Land Nordrhein-Westfalen.
78. Opper v. Hancock Securities Corp., 250 F. Supp. 668 (S.D.N.Y.), aff 'd, 367 F.2d 157 (2d Cir. 1966).
79. Barnett v. United States, 319 F.2d 340 (8th Cir. 1963).
80. Marc N. Geman v. Securities and Exchange Commission, SEC Decision No. 01-9512.
81. SFA v. ICE Securities Ltd. Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/sfa012-01.pdf> (12.04.2012).
82. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 17. märtsi 2009. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-8-09.
83. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 9. veebruari 2011. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-138-10.
84. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 25. veebruari 2009. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-3-09.
85. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 28. märtsi 2012. a. otsus tsiviilasjas nr 3-2-1-17-12.

Magistritööd

86. Veskimeister, H. Investeerimisühingu tsiviilõiguslik vastutus mittekohase investeerimisenõustamise korral. Magistritöö. Tartu 2009 (Käsikiri Tartu Ülikooli Iuridicumi teabekeskuses).
87. Ginter, H. Investori kaitsest huvide konfliktis. Magistritöö. Tartu 2009 (Käsikiri Tartu Ülikooli Iuridicumi teabekeskuses).
88. Kruus, M. Lepinguline investeerimisfond : järelvalve ja investori kaitse. Magistritöö. Tartu 2010 (Käsikiri Tartu Ülikooli Iuridicumi teabekeskuses).
89. Uustalu, H. Hinna alandamine õiguskaitsevahendina. Magistritöö. Tartu 2007 (Käsikiri Tartu Ülikooli Õigusteaduskonna Tallinna osakonna teabekeskuses).

Muud materjalid

90. Investopedia – Information Asymmetry. Arvutivõrgus: <http://www.investopedia.com/terms/a/asymmetricinformation.asp#axzz1mTCzvpq8> (15.02.2012).
91. Johnson, P. M. A Glossary of Political Economy Terms – agency problem. – Arvutivõrgus: http://www.auburn.edu/~johnspm/gloss/agency_problem (15.02.2012).

92. World Federation of Exchanges. Domestic Market Capitalization. – Arvutivõrgus:
<http://www.world-exchanges.org/focus/2011-12/m-5-3.php> (16.02.2012).
93. Securities and Exchange Commission, "Investment Service Co.," Release 34-6884 (August 15, 1962), lk 2. Arvutivõrgus:
<http://www.sec.gov/news/digest/1962/dig081662.pdf> (16.02.2012).
94. SEC v. Pasternak & Leighton. Complaint for Injunctive Relief, Disgorgement and Penalties for Violations of the Federal Securities Laws. Arvutivõrgus:
<http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp19329.pdf> (22.03.2012).
95. Davies, H. Why Regulate? Speech to City University Business School, 04.11.1998. Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/1998/sp19.shtml> (26.03.2012).
96. Finantsteenused: Lamfalussy menetlus ja Euroopa järelevalveasutuste kujunemine. Arvutivõrgus: http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/et/FTU_3.4.4.pdf (27.03.2012).
97. Financial Times Lexicon – Systematic Internaliser. Arvutivõrgus:
<http://lexicon.ft.com/Term?term=systematic-internaliser> (27.03.2012).
98. Investopedia – Understanding Order Execution. Arvutivõrgus:
<http://www.investopedia.com/articles/01/022801.asp#axzz1qL0y2kYR> (28.03.2012).
99. J.P. Morgan – Best Execution Policy, p 1.1. Arvutivõrgus:
www.jpmorgan.com/directdoc/MiFID_exec_policy.pdf (29.03.2012).
100. Saxo Bank's Best Execution Policy, p 1.4. Arvutivõrgus:
http://www.saxobank.com/Documents/legal_documents/Best_Execution_Policy_EN.pdf (29.03.2012).
101. Swedbank – kliendi korralduste parima täitmise reeglid, p 5. Arvutivõrgus:
https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/info_mifid_bestexerules_est_2011_08_05.pdf (29.03.2012).
102. Investopedia – Portfolio Management. Arvutivõrgus:
<http://www.investopedia.com/terms/p/portfoliomangement.asp#axzz1qL0y2kYR> (29.03.2012).
103. Finantsinspeksioon – Eestis tegevusloa alusel tegutsevad investeerimisühingud. Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=2397> (29.03.2012).
104. Finantsinspeksioon – Ülepiirilised investeerimisteenuste pakkujad. Arvutivõrgus:
<http://www.fi.ee/index.php?id=1975> (29.03.2012).

105. Stock Market Investors – SEC Order-Handling Rules. Arvutivõrgus: <http://www.stock-market-investors.com/stock-strategies-and-systems/sec-order-handling-rules.html> (31.03.2012).
106. Financial Web – Types of Orders. Arvutivõrgus: <http://www.finweb.com/investing/types-of-orders.html> (31.03.2012).
107. Sykes, T. The Benefits of Using Limit Orders over Market Orders. Arvutivõrgus: http://www.tradingmarkets.com/.site/stocks/how_to/articles/-77142.cfm (31.03.2012).
108. Investopedia – Plain Vanilla. Arvutivõrgus: <http://www.investopedia.com/terms/p/plainvanilla.asp#axzz1qgZeZnYx> (31.03.2012).
109. Inside Counsel – Euronext Cross-Listing Offers Benefits to U.S. Companies. Arvutivõrgus: <http://www.insidecounsel.com/2010/05/01/euronext-crosslisting-offers-benefits-to-us-companies> (01.04.2012).
110. Foreign Firms Cross-Listed in U.S. Valued Higher. The Exchange, vol 12, nr 10. Arvutivõrgus: <http://www.nyse.com/about/publication/1127731093408.html> (01.04.2012).
111. SEB Pank – Kauplemiskohad, kus SEB on liige või osaline. Arvutivõrgus: http://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_kauplemiskohad.pdf (01.04.2012).
112. Swedbank – Kauplemiskohad. Arvutivõrgus: https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/info_mifid_tradingvenues_esteng.pdf (01.04.2012).
113. Nasdaq OMX Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus – Ettevõtted. Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx/nasdaq-omx-tallinn/> (14.04.2012).
114. SEB Pank – Küsimused ja vastused. Arvutivõrgus: <http://www.seb.ee/investorkaitse/kusimused-ja-vastused> (01.04.2012).
115. Financial Spread Betting – A Trader’s Guide. Arvutivõrgus: <http://www.financial-spread-betting.com/course/Market-makers-workings.html> (01.04.2012).
116. Wagner, W. H. Testimony at House Committee on Financial Services, 12.03.2003. Arvutivõrgus: <http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/031203ww.pdf> (01.04.2012).
117. Public Pensions Online – What Is Commission Recapture? Arvutivõrgus: <http://www.publicpensionsonline.com/members/images/LJRprofile.pdf> (01.04.2012).
118. SEB Pank – Kliendi korralduste täitmise reeglid, p 3. Arvutivõrgus: http://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_teave-seb-teenus.pdf (01.04.2012).

119. Investopedia – Market Order. Arvutivõrgus:

<http://www.investopedia.com/terms/m/marketorder.asp#axzz1qgZeZnYx> (02.04.2012).