

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse osakond

Martin Valdo Randpere

**MITTEKOGENUD INVESTORITE KAITSE ÜHISRAHASTUST REGULEERIVATES
EUROOPA LIIDU JA EESTI ÕIGUSAKTIDES**

Magistritöö

Juhendaja

Dr. iur. Irene kull

Tartu

2023

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Investorkaitse põhimõtted ühisrahastust reguleerivates õigusaktides.....	12
1.1 Euroopa Liidu investorkaitse mudel	12
1.2 Kaitse investorite liigituse kaudu Eesti õiguses.....	13
1.3 Kaitse investorite liigituse kaudu ühisrahastusmääruses	18
1.4 Investorite liigitus MiFID II ja ühisrahastusmääruse võrdluses	20
1.5 Investorite üldkaitsesätted ühisrahastusmääruses.....	21
2. Investorkaitse teadmiste kontrolli, kahju kandmise võime simuleerimise ja investeerimiskünnise kaudu	25
2.1 Teadmiste kontroll	25
2.2 Kahju kandmise võime simulatsioon.....	31
2.3 Investeerimiskünnis	33
2.4 Kokkuvõte ja ettepanekud.....	35
3. Investorkaitse lepingueelse järelemõtlemisaja andmise kaudu.....	42
3.1 Järelemõtlemisaja sisu ja eesmärk	42
3.2 Järelemõtlemisaja kestus.....	47
3.3 Järelemõtlemisaja tingimused.....	49
3.4 Teavitamiskohustuse rikkumise tagajärjed	51
3.5 Kokkuvõte ja ettepanekud.....	52
4. Investorkaitse meetmed ühisrahastussektoris	54
4.1 Tagatisfond kui investeringute tagamise skeem	54
4.2 Hoiu-laenuühistu kohustus liituda tagatisfondiga kui kaitsemeede.....	56
4.3 Ühisrahastusplatvormi võimalik liitumiskohustus.....	58

4.4	Vastuväited tagatisfondiga liitumiskohustuse laiendamisele ühisrahastusele	59
	Kokkuvõte.....	62
	Protection of non-sophisticated investors in the European Union and Estonian regulations of crowdfunding	
	Summary	68
	Kasutatud allikad	79
	Kasutatud kirjandus.....	79
	Muud allikad	80
	Kasutatud õigusaktid.....	82
	Kasutatud kohtulahendid.....	84
	Kasutatud lühendite loetelu.....	84

Sissejuhatus

Viimase kümne aastaga on tehnoloogia areng ümber kujundanud finantssuhteid globaalses mastaabis. Üheks märkimisväärseimaks arenguks on olnud ühisrahastussektori jätkuv kasvutrend. Õiguskirjanduses on leitud, et ühisrahastus võimaldab järjest enam ettevõtjatel, kes traditsiooniliste kapitali kaasamise viisidega rahastamiseks ei kvalifitseeru, kaasata raha erinevate internetipõhiste finantseerimiskanalite kaudu.¹ Finantssektoris defineeritakse ühisrahastust kapitali kaasamise viisina, mille puhul kaasatakse raha väiksemate investeeringute näol paljudelt erinevatelt investoritelt ja kus tehingupooled, ehk projektiomanik ja investor, viiakse kokku erinevatel digitaalsetel ühisrahastusplatvormidel.² Ühisrahastusmudelid on liigitatud neljaks mudeliks, milleks on laenupõhine, osaluspõhine, annetuspõhine ja kingitusepõhine mudel.³ Käesolevas magistritöös analüüsitakse eeltoodud mudelitest laenupõhist ühisrahastust ja osaluspõhist ühisrahastust.

Cambridge i Ülikooli 2017 aastal tehtud uuringute kohaselt võib alternatiivfinantseeringute turu rahalist mahtu hinnata 10 miljardi euro suuruseks, mis tähendab 36%-st tõusu võrreldes 2016. aastaga. 2017. aastal tehtud uuringu kohaselt on Eesti Euroopas ühisrahastusplatvormide kaudu vahendatud kapitali mahu osas esirinnas, olles teisel kohal ühisrahastuse teel vahendatava kapitali mahus elaniku kohta.⁴ 2020. aasta lõpuks oli Eestis registreeritud ligikaudu 20 ühisrahastusplatvormi haldavat ettevõtet, kellest viie käes on 90% kogu Eesti ühisrahastuse mahust. Ühisrahastusplatvormide vahendatud rahastuse jääk oli 2021. aasta lõpuks ligikaudu 440 miljonit eurot ehk 1,6% SKPst.⁵ Taolise jõudsa kasvu üheks peamiseks põhjuseks on asjaolu, et ühisrahastamisse investeerides on potentsiaalne investeeringu tootlus suurem, kui muidu madalate intressimääradega investeerimiskeskkonnas, jäädes keskmiselt 10-15% vahele. Kõrge

¹ Ortolani, P. Louisse, M. The EU crowdfunding regulation. – Oxford EU financial regulation series, 2022, p 4.

² Eesti Panga finantssektori struktuuri ülevaade 2021, lk 17. - <https://www.eestipank.ee/finantsstabiilsus/ulevaade-finantssektori-struktuurist> (25.01.2023).

³ Vt täpsemalt Parhankangas, A., Landström, H., Mason, C. Handbook of Research on Crowdfunding. – Business Handbook, 2019, 4.

⁴ Autori andmetel on tegemist ühe hiljutisema uuringuga. Vt Shifting paradigms. The 4th European alternative finance benchmarking report, p 22, 28. - <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.Y9GQNXbP0Q8> (25.01.2023).

⁵ Eesti Panga finantssektori struktuuri ülevaade 2021, lk 18. - <https://www.eestipank.ee/finantsstabiilsus/ulevaade-finantssektori-struktuurist> (25.01.2023).

tootlus muidugi omakorda viitab kõrgendatud riskiastmele, kuid nagu ühisrahastamise areng tõendab, on inimesed nõus suurema tootluse nimel suuremat riski võtma.⁶

Vaatamata ühisrahastusturu jõudsale kasvule ja mahule, ei olnud Euroopa Liidus kuni 7. oktoobril 2020. aastal vastu võetud ettevõtjatele Euroopa ühisrahastusteenuse osutajaid reguleeriva määruseni 2020/1503⁷ (edaspidi EL ühisrahastuse määrus, ÜRM) ühisrahastussektorile ja ühisrahastusplatvormidele kohalduvat eriregulatsiooni kehtestatud. EL ühisrahastuse määruse eesmärk on ühisrahastusteenuste suhtes kohaldatava õigusraamistiku killustatuse vähendamine, tagamaks teenuste nõuetekohane toimimine siseturul, samaaegselt parandades investorite kaitset ja turu tõhusat toimimist toetades kapitaliturgude liidu loomist.⁸ Määrus kohaldub nii laenu- kui ka investeringupõhiste ühisrahastustele, kuid ei kohaldu tarbijakrediiti⁹ vahendavatele ühisrahastusteenuse osutajatele.¹⁰

Sõltumata Euroopa regulatsioonide puudumisest pole tänaseni ka Eesti riigisisises õiguses ühisrahastussektori täieliku reguleerimiseni jõutud. Sõltuvalt ühisrahastuse mudelist ja eesmärkidest, võivad praeguste õigusaktide järgi ühisrahastusplatvormidele Eestis kohalduda krediidiandjate ja -vahendajate seadus (KAVS¹¹), makseasutuste ja e-raha asutuste seadus (MERAS¹²), krediidiasutuste seadus (KAS¹³), väärtpaberituruse seadus (VPTS¹⁴) või investeerimisfondide seadus (IFS¹⁵).¹⁶ EL ühisrahastuse määrus oli plaan võtta Eesti siseriiklikusse õigusesse üle krüptovara ja ühisrahastuse seadusega, mille esimene eelnõu valmis

⁶ Hinnang pärineb Eesti panga finantsstabiilsuse ülevaadetest aastatest 2020 lk 27 ja 2019 lk 18. - <https://www.eestipank.ee/publikatsioonid/finantsstabiilsuse-ulevaade>. (25.01.2023)

⁷ 7. oktoober 2020. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 2020/1503/EL, mis käsitleb ettevõtjatele Euroopa ühisrahastusteenuse osutajaid ning millega muudetakse määrust (EL) 2017/1129 ja direktiivi (EL) 2019/1937 (EMPs kohaldatav tekst). – ELT L 347, lk 1-49. Edaspidi ÜRM.

⁸ ÜRM, pp 74.

⁹ Vt. lisaks tarbijakrediiti ühisrahastuses analüüsivat artiklit Sein, K. Crowdfunding credit services under the new proposal for a new directive on consumer credits. – Law and financial markets review 2022.

¹⁰ ÜRM, pp 1; pp 88.

¹¹ Krediidiandjate ja -vahendajate seadus. – RT I, 03.06.2022, 18.

¹² Makseasutuste ja e-raha asutuste seadus. – RT I, 01.03.2023, 52.

¹³ Krediidiasutuste seadus. – RT I, 17.03.2023, 14.

¹⁴ Väärtpaberituruse seadus. – RT I, 17.03.2023, 28.

¹⁵ Investeerimisfondide seadus. – RT I, 17.03.2023, 8.

¹⁶ Krüptovara ja ühisrahastuse seaduse eelnõu seletuskiri. Juuli 2022, lk 11. -

<https://advokatuur.ee/uploads/files/KrÜS%20SK.pdf> (03.01.2023). Edaspidi seletuskiri.

(viide on advokatuuri veebilehele, kuna valitsuse eelnõu veebilehelt pole uuem eelnõu seletuskiri kättesaadav)

2021. aasta jaanuaris ning selle täiendus 2022. aasta juulis¹⁷. Viimase eelnõu seletuskirja kohaselt pidavat seadus laienema, erinevalt EL ühisrahastuse määrusest, ka tarbijakrediiti vahendavatele ühisrahastusplatvormidele.¹⁸

Kuivõrd ÜRM oli liikmesriikides kohaldatav 10. novembrist 2020. aastal, pole Eestis suudetud ÜRM-i endiselt siseriiklikusse õigusesse täielikult üle võtta. Eelnõu on kriitilist tagasiside saanud nii Finantsinspeksioonilt kui ka kogu finantssektorilt põhjusel, et krüptovarade ja ühisrahastuse ristreguleerimine tekitab õigusmaastikul segadust. Krüptovaradega seonduv regulatsioon tuleb eelduslikult MiCA(*markets in crypto assets*) raamistikuga Eestisse. Ühisrahastusregulatsioon jääb hetkel olemasolevasse mudelisse, millele on lisandunud VPTS-is mõned ÜRM-i sätted §-is 1 lg 2 ja § 28¹ ning järelevalvega seotud normid VPTS § 230 lg 1 p 14, § 237⁸⁴. ÜRM-is sätestatud ühisrahastusteenuse osutaja tegevusloa on Finantsinspeksioon väljastanud seni ühele teenuse osutajale, kelleks on Crowdestate.¹⁹

Ühisrahastusteenuste osutamisel on seotud osapooli kolm, kelleks on ühisrahastusteenuse osutaja, projektiomanik ja investor. Ühisrahastusteenuse osutaja EL-i määruse mõttes on juriidiline isik, kes osutab ühisrahastusteenuseid, ehk isik, kes käitab ühisrahastusplatvormi.²⁰ Projektiomanik on füüsiline või juriidiline isik, kes soovib ühisrahastuse kaudu raha kaasata.²¹ Investoriks on füüsiline või juriidiline isik, kes ühisrahastusplatvormi vahendusel kas annab laenu või omandab väärtpapereid või ühisrahastuse eesmärgil aktsepteeritud instrumente.²² Eesti ühisrahastust reguleerivas seaduseelnõus on investori mõistet laiendatud, käsitledes investorit kui isikut, kellele investeerimisinstrument kuulub või kes on võtnud kohustuse või kellel on õigus omandada investeerimisinstrument.²³ Definitsiooni erinevus tuleneb asjaolust, et Eesti ühisrahastust reguleeriva seaduse eelnõus reguleeritakse ka virtuaalvääringsid ja tarbijakrediiti vahendavaid ühisrahastusplatvorme, mis tõttu peab ka investori mõiste olema laiem.

¹⁷ Krüptovara ja ühisrahastuse seadus. Eelnõu (edaspidi eelnõu). - <https://advokatuur.ee/uploads/files/Kr%C3%9CS%20EN.pdf>. (31.03.2023).

¹⁸ Seletuskiri, lk 12.

¹⁹ Crowdestate sai esimesena FI-lt ühisrahastusteenuse osutaja tegevusloa. BNS, 08.03.2023. - <https://investor.postimees.ee/7727661/crowdestate-sai-esimesena-fi-lt-uhisrahastusteenuse-osutaja-tegevusloa> (18.03.2023).

²⁰ ÜRM, art 2e.

²¹ *Ibidem*, art 2h.

²² *Ibidem*, art 2i.

²³ Seletuskiri, lk 93.

Investorkaitse tagamiseks, mis on EL-i ühisrahastuse määruse üks peamisi eesmärke, eristatakse kogunud ja mitte kogunud investoreid ning kehtestatakse kummalegi kategooriale vastavad investorkaitse tasemed.²⁴ Investorite eristamisel kogenuteks ja mitte kogenuteks on aluseks võetud MiFID II direktiivis²⁵ kasutatud tunnused kutseliste klientide ja jaeklientide eristamisel. EL-i ühisrahastuse määruse kohaldamisala arvestades tuleb investorite eristamisel arvesse võtta ühisrahastusturu iseärasusi, eelkõige investorite kogemusi ja teadmisi ühisrahastusest.²⁶

Investorkaitse normid on sätestatud ÜRM-i IV peatükis. Investorkaitse sätted, mida ühisrahastusteenuse osutajad on nii mitte kogunud kui kogunud investori puhul kohustatud järgima, on artiklites 19, 20, 23, 24, 25 ja 26. ÜRM-i artiklis 19 on sätestatud nõuded, mida peavad järgima teenuse osutajad investoritele teabe esitamisel ning artiklis 20 nõuded makseviivituse määra avalikustamisele. ÜRM-i artiklites 23 ja 24 on sätestatud nõuded kas projekti põhiteabedokumendile või platvormi tasandi investeerimise põhiteabedokumendile ning artiklis 25 nõuded platvormi teatetahvlile, kus investorid saavad näidata üles oma huvi osta ja müüa laene, väärtpabereid muid instrumente. ÜRM-i artiklis 26 on sätestatud teenuse osutaja kohustused seoses andmete haldusega. Mittekogunud investoritele kohalduvad nõuded on sätestatud artiklites 21 ja 22.

Mittekogunud investoreid kaitsev ÜRM-i artikkel 21 sätestab teenuse osutaja kohustuse mittekogunud investori teadmisi kontrollida ja kahju kandmise võimet simuleerida. Tagamaks, et mittekogunud investorid mõistaks ühisrahastusinvesteeringutega kaasnevaid riske, on ühisrahastusteenuse osutajatel kohustus kontrollida mittekogunud investorite teadmisi ja teadmiste puudumise tuvastamisel vastavaid mittekogunud investoreid sõnaselgelt hoiatama ühisrahastuses tehtavate investeeringutega kaasnevast riskist.²⁷ Teine mittekogunud investoreid kaitsev teenuse osutaja lisakohustus on lepingueelse järelemõtlemisaja võimaldamine mittekogunud investoritele. Lepingueelne järelemõtlemisaeg on periood, mil mittekogunud investor saab põhjenduste ja tagajärgedeta tühistada oma investeringupakkumise projekti, ehk tegemist on ajaperioodiga, mil mittekogunud investor saab tehtud tahteavaldusest taganeda ilma

²⁴ ÜRM, pp 42.

²⁵ 15. mai 2014. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. – ELT L 173, lk 1-148. Edaspidi MiFID II direktiiv.

²⁶ ÜRM, pp 42.

²⁷ *Ibidem*, pp 43.

põhjendusteta.²⁸ Magistritöös uuritaksegi ÜRM-i artiklites 21 ja 22 sätestatud mittekogenud investoritele teenuse osutamise kaasnavaid kaitsenorme.

Tegemist on teemaga, mille aktuaalsus tuleneb ühisrahastusmääruse siseriiklikusse õigusesse ülevõtmisprotsessi takistustest ning praktilisest vajadusest, kuna ühisrahastusettevõtteid on praegusel hetkel taotlemas tegevuslubasid. Magistritöös jätkatakse bakalaureuseastmes alustatud uurimust, mille käigus analüüsis autor mittekogenud investori kaitsenorme ühisrahastusplatvormi kliendina, kuid ei analüüsinud võimalikke lahendusi, mis tagaks mittekogenud investorile kohase investorkaitse, mudeleid, mida järgides ÜRM-i investorkaitsetsätteid on loodud ega kehtivaid finantssektori regulatsioone EL-is ning mujal maailmas, mis mittekogenud investorite kaitset ühisrahastussektoris reguleerivad.

Töö teema valikut mõjutas ka asjaolu, et võib täheldada dissonantsi ühisrahastusvaldkonna reguleerimise ja teiste kapitali kaasamise mudelite regulatsioonide vahel. Ühisrahastuses on suurem risk, kui teistes kapitali kaasamise viisides. Sellele viitab asjaolu, et investeringu tootlused on kõrgemad, sest väikeste ja keskmiste ettevõtete projektid on oma tulemuslikkusest riskantsemad. Põhjus, miks ühisrahastamismudelid tekkisid, peitubki selles, et ülemäära reguleeritud kapitali kaasamisviiside kaudu polnud võimalik niivõrd riskantsetele projektidele rahastust saada. Siit võib omakorda küsida, kuivõrd ühisrahastus on riskantsem õiguslik keskkond investori jaoks võrreldes teiste mudelitega siis, kas investorkaitseenormid peaks olema samuti rangemad?

Magistritöö eesmärk on välja selgitada, kas määrusega kehtestatud lisakohustused, mis kaasnavaid mittekogenud investoritele ühisrahastusteenuse pakkumisega, võimaldavad tagada EL ühisrahastuse määruse eesmärkide saavutamise ning kuivõrd on kaitsenormidega kaasnavaid kulutused proportsioonis saavutatava tulemusega. Selleks uuritakse magistritöös EL-i ühisrahastuse määruses sätestatud teenuse osutaja kohustusi mittekogenud investori suhtes ühisrahastusteenuse pakkumisel. Autor on seisukohal, et määruses sisalduvate normidega ei ole mittekogenud investori kaitse vastavuses ja tagatud võrreldes teiste sarnaste subjektidega finantsteenuste osalistena. Magistritöös tehakse ettepanekuid, kuidas mittekogenud investorite investorkaitse taset tõsta.

²⁸ ÜRM, pp 47.

Mittekogenud investorite kaitsenormide efektiivsuse ja nendega kaasnevaid teenuse osutaja kulutuste hindamiseks analüüsitakse EL-i ühisrahastuse määrusega tagatud kaitset ning liikmesriikidele endile jäetud võimalusi investorkaitse reguleerimisel.

Magistritöö eesmärgi saavutamiseks vastab autor järgnevatele uurimisküsimustele:

- 1) *Kuidas tagab kohustus kontrollida mittekogenud investorite teadmisi, kahju kandmise võime simuleerimine ja investeerimiskünnise määramine mittekogenud investori kaitset ja mida tähendab kaitsenormi järgimine ühisrahastusteenuse osutajale kulude põhiselt?*
- 2) *Millise tarbijakaitse ideoloogilise mudeli alusel läheneti ÜRM artikkel 21 sätte loomisel?*
- 3) *Kas teiste riikide või olemasolevates EL-i õigusaktides leidub kaitsenorme, millega EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 taotletavat kaitset on võimalik enam maksimeerida ning mille järgimine on ühisrahastusteenuse osutaja jaoks äärmiselt vähem koormav?*
- 4) *Kuidas tagab mittekogenud investoritele lepingueelne järelemõtlemisaeg investori kaitset ja mida tähendab kaitsenormi järgimine ühisrahastusteenuse osutajale kulude põhiselt?*
- 5) *Millise tarbijakaitse ideoloogilise mudeli alusel läheneti ÜRM artikkel 22 sätte loomisel?*
- 6) *Kas teiste riikide või olemasolevates EL-i õigusaktides leidub kaitsenorme, millega EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 22 taotletavat kaitset on võimalik enam maksimeerida ning mille järgimine on ühisrahastusteenuse osutaja jaoks äärmiselt vähem koormav?*
- 7) *Millised teistes kapitali kaasamise valdkondades kehtivad investorkaitsekonstruktsioonid tagaks mittekogenud investorite kaitset enam kui EL-i ühisrahastuse määruuses sätestatud olemasolevad mittekogenud investorite kaitsenormid?*

Magistritöö on jagatud neljaks peatükiks. Esimeses peatükis analüüsitakse mudeleid, mille aluse investorkaitse normidele lähenetakse, investorkaitset investorite liigituse alusel ja ÜRM-i investorkaitse üldsätteid. Teises ja kolmandas peatükis analüüsitakse mittekogenud investorile teenuse osutamisel järgitavaid ühisrahastusteenuse kohustusi, milleks on mittekogenud investori teadmiste kontroll, kahju kandmise võime simuleerimine, investeerimiskünnise määramine ja lepingueelne järelemõtlemisaeg (küsimused 1-6). Kummaski peatükis analüüsitakse, kuidas vastav investorkaitse norm tagab investorite kaitse, millised kulutused nende järgimisega teenuse osutajale kaasnevad, millise mudeli alusel lähenetakse vastava investorkaitse normi sätestamisel ja kas teiste riikide õigusaktides või EL-i õigusaktides leidub investorkaitse norme, millega oleks saavutatav investorkaitse tase kõrgem, kui seda pakuvad kehtivad normid. Neljandas

peatükis analüüsib autor teistes kapitali kaasamise süsteemides kasutatavaid investorkaitseenorme, mille ühisrahastussektoris kohaldamine aitaks potentsiaalselt kaasa mittekogunud investori kaitsele (küsimus 7).

Kaitseenormi tagamispotentsiaali hindamiseks analüüsib autor EL-i ühisrahastuse määruses sätestatud kaitseenormi olemust ja kuidas see kaitseenorm eelnõuga Eesti õigusesse oli plaanis üle võtta. Analüüsi tulemusena on võimalik järeldada, kui piiravad on normist tulenevad tagajärjed mittekogunud investorile ja millised on potentsiaalsed tagajärjed teenuse osutajale, kui teenuse osutaja kaitsekohustust ei täida. Lisaks analüüsib autor teistele investoritele laienevaid ja üldisi kaitseiseloomuga investorkaitse konstruktsioone, et anda võrdlusmaterjali põhjal hinnang investorkaitse tagamisele. Autor analüüsib ka seda, et millisest mudelist lähtus EL seadusandlus investorkaitsetsätteid luues.

Kaitsekohustustega kaasnevatele kuludele hinnangu andmisel lähtutakse mittekogunud investori kaitseenormiga tagatava kaitse analüüsist ja olemasolul ESMA tehnilistest standarditest ning hinnatakse pragmaatiliselt, millised rahalised, inimressursi ja ajalised kulutused kaasnevad teenuse osutajale vastava kaitseenormi järgimisega. Kulutuste puhul hinnatakse kas tegemist on ühekordsete või kestvate kulutustega. Võrreldakse, millised kulutused kaasnevad teenuse osutajale kaitsemeetme järgimisega ja kui efektiivne on uuritav kaitsemeede. Selleks võetakse arvesse ühisrahastuse olemust, kui suure riskiga on teenuse osutamine seotud ja kes on subjekt.

Magistritöö eesmärgi saavutamiseks analüüsitakse õigusakte ja teadusartikleid. Euroopa liidu õigusest analüüsitakse peamiselt EL-i ühisrahastuse määrust ja MiFID II direktiivi. Eesti õigusest analüüsitakse võlaõigusseadust²⁹, hoiu-laenuühistu seadust³⁰, investorkaitse osafondi kvartaliosamakse arvutamise ning investeringu väärtuse määramise korda³¹, väärtpapierituruseadust, krediidiandjate ja -vahendajate seadust, krediidiasutuste seadust, investeerimisfondide seadust, majandustegevuse seadustiku üldosa seadust³², äriseadustiku³³, tagatisfondi seadust³⁴ ja tulumaksuseadust³⁵. Töös analüüsitakse ka eelnõud, mille seaduseks

²⁹ Võlaõigusseadus. – RT I, 17.03.2023, 80.

³⁰ Hoiu-laenuühistu seadus. – RT I, 05.05.2022, 12.

³¹ Investorkaitse osafondi kvartaliosamakse arvutamise ning investeringu väärtuse määramise kord. – RT I, 13.04.2011, 12.

³² Majandustegevuse seadustiku üldosa seadus. – RT I, 06.04.2021, 5.

³³ Äriseadustik. – RT I, 23.12.2022, 33.

³⁴ Tagatisfondi seadus. – RT I, 30.11.2022, 5.

³⁵ Tulumaksuseadus. – RT I, 17.03.2023, 77.

saamise osas aga täpsem teave puudub. EL-i ühisrahastuse määruse kaitsenormide analüüsil võetakse aluseks ka teiste riikide lähenemised ühisrahastussektori reguleerimisele.

1. Investorkaitse põhimõtted ühisrahastust reguleerivates õigusaktides

1.1 Euroopa Liidu investorkaitse mudel

Muutusi finantsvaldkonna reguleerimisel lähtudes kliendi, kelleks võib olla näiteks füüsiline isik, tarbija või investor, huvidest on õiguskirjanduses³⁶ iseloomustatud kui liikumist paternalistlikult mudelilt neoklassikalise mudeli poole. Neoklassikaliseks mudeliks peetakse mudelit, milles seadusandja ei määra konkreetselt ära, mida nõrgem osapool võib või ei või teha, vaid mille eesmärk on tagada poolte vabadus finantsturgudel tegutsemiseks rahalise tulu teenimise eesmärgil.³⁷ Neoklassikalise mudeli kasutamisel ei piirata nõrgemat osapoolt investeringute tegemisel ega krediidi saamisel, vaid jäetakse neile vabadus ise otsustada, milline on nende jaoks parim valik.³⁸ Mudeliga kaasneb aga praktiline probleem, et valikut tegeval ja üldjuhul nõrgemal osapoolel puudub tihtipeale arusaamine keerulistest finantstoodetest, oskused ning teadmised riskihindamisest. Nii nähaksegi neoklassikalise mudeli kasutamise peamise ohuna vähesest teadlikkusest tingitud suuremat tõenäosust, et kogenematu investor või tarbijast krediidivõtja kaotab ebakompetentsete otsuste tõttu oma vara.³⁹

Neoklassikalisest mudelist lähtuvaks seadusloomeks on õiguskirjanduses peetud EL-i tarbijakrediidi regulatsiooni. EL õiguse eesmärk tarbijakrediidi reguleerimisel on tagada tarbija teavitamine konkreetse toote põhilistest omadustest kas standardiseeritud vormis või muul viisil. Mak⁴⁰ on tarbijakrediiti reguleerivate EL õigusaktide sisu analüüsidest toonud ühe probleemina välja liikmesriikidele jäetud võimalused pakkuda tarbijatele EL direktiivist kõrgemat kaitset ka siis, kui direktiiv on maksimumharmoneeriv. Nii on mitmed liikmesriigid, sh ka Eesti pakkunud tarbijale võimalust kasutada tsiviilõiguslikke õiguskaitsevahendeid olukorras, kui selgub, et krediidi pakkuja ei ole oma kohustusi krediidivõimelisuse hindamisel nõuetekohaselt täitnud, sh keeldunud krediidi andmisest. Kuivõrd krediidivõimelisuse hindamise negatiivne tulemus võiks

³⁶ Vt nt Mak, V. The Myth of the “Empowered customer”: lessons from financial literacy studies. 2021/254.;

³⁷ Mak, V. The Myth of the “Empowered customer”: lessons from financial literacy studies. 2021/254, lk 256. Vt ka Isaac, A. G. The structure of neoclassical consumer theory. 1998, lk 2. Epstein, R. A. The neoclassical economics of consumer contracts. – Minnesota law review 2007/803.

³⁸ *Ibidem.*

³⁹ *Ibidem.*

⁴⁰ *Ibidem.*

viia krediidist andmisest keeldumiseni, ei oleks tarbijakaitse neoklassikalise mudeliga kooskõlas tagajärjena kohustus keelduda krediidi andmisest.

Tarbijakaitset finantsvaldkonnas on reguleeritud ka paternalistlikust⁴¹ mudelist lähtudes, mille aluseks on arusaam, et seadus peab olema kaitsev instrument nõrgemale osapoolle igasuguse ohu või kaotuse vastu. Taolist lähenemist iseloomustavad konkreetsed piirangud ja keelud seadustes.⁴² Näitena saab välja tuua Eesti tarbijaõiguses müügi- ja tarbijakrediidilepinguid reguleerivate sätete osaline imperatiivsus (vastavalt VÕS § 237 ja § 421).

Neoklassikalise ja paternalistliku lähenemise eristamine võimaldab hinnata, millistel eesmärkidel ja millist mudelit järgides on konkreetsed ÜRM-i mittekogenud investoreid kaitsvad normid välja töötatud ning vastavalt sellele ka põhistada ühe või teise kaitsemeetme vajalikkust või põhjendamatust.

1.2 Kaitse investorite liigituse kaudu Eesti õiguses

EL ühisrahastuse määrus eristab kogenud ja mittekogenud investorit, mis võimaldab tagada investori kategooriale kohase investorikaitse taseme.⁴³ Eesti seadustes ei ole kasutuses mõisteid kogenud ja mittekogenud investor, kuid eri finantstegevust reguleerivates seadustes võib leida termineid, mille eesmärk on eristada isikuid, kelle jaoks finantstegevus on majanduskutsetegevus, millega kaasneb vastavate kogemuste ja teadmiste omamine ja isikuid, kes vajalikke erialateadmisi ning kogemusi ei oma. Õigusvaldkonna reguleerimine õigussuhete subjektide kategooriast lähtuvalt, eesmärgiga tagada teatud subjektidele kõrgem kaitsetase, on kasutusel ka muudes valdkondades. Järgnevalt uuritakse, millised on kehtivas õiguses kasutatud subjektipõhise kaitsetaseme olulisemad põhimõtted, millised on seadustes kasutatavate subjektide eristamisalused ja millistes seadustes koheldakse investoreid erinevalt sõltuvalt sellest, millisesse subjektide erikategooriatesse nad kuuluvad.

⁴¹ Vt. täpsemalt paternalistliku mudeli kohta Sunstein, C. The storrs lectures: Behavioral economics and paternalism. – Yale law journal 2013/122.

⁴² *Ibidem.*

⁴³ ÜRM pp 42.

Subjektide liigitamise eesmärgiks on reeglina õiguste ja huvide kaitse, eelkõige olukorras, kus üks pool on suhtes nõrgem osapool. Nõrgema osapoole kaitse on viimase sajandi jooksul Euroopa lepinguõiguses jõudsalt arenenud, kaitstes algselt töötajaid ja üürnike ning jõudes välja tarbijate ja patsientide kaitseni.⁴⁴ Eesti õiguses on õigussuhete subjekte eristatud nõrgema osapoole kaitse eesmärgil näiteks võlaõigusseaduses, kus tehingu poolena eristatakse VÕS § 208 lg 4 kohaselt müügilepingutes tarbijat ja ettevõtjat ning VÕS § 402 lg 1, mille kohaselt eristatakse krediitilepingutes tarbijast krediidisajaat ettevõtjast krediidisajaast.

VÕS § 1 lg 5 kohaselt on tarbija füüsiline isik, kes teeb tehingu, mis ei seonu iseseisva majandus- või kutsetegevuse läbiviimisega. Tehing on kvalifitseeritav majandus- või kutsetegevusega mitteseonduvaks juhul, kui tarbija teeb tehingu väljaspool enda kaubandus-, majandus-, ametialast või kutsetegevust. Tarbijaks loetakse lisaks ka isikut, kes sõlmib lepingu eesmärkidel, mis on osaliselt seotud isiku kaubandustegevusega ja osaliselt mitte. Sellisel juhul loetakse füüsiline isik tarbijaks, kui kaubanduslik eesmärk on piiratud ja pole lepingus domineeriv. Tarbija mõiste ei hõlma juriidilisi isikuid.⁴⁵ Ettevõtja on VÕS § 1 lg 6 kohaselt isik, sealhulgas avalik-õiguslik juriidiline isik, kes teeb tehingu, mis seondu iseseisva majandus- või kutsetegevusega. Ettevõtja terminit täpsustab ÄS § 1, mille kohaselt on ettevõtja äriseadustiku tähenduses füüsiline isik, kes pakub oma nimel tasu eest kaupu või teenuseid ning kellele kaupade müük või teenuste osutamine on püsiv tegevus, ning ka äriseadustikus sätestatud äriühing. VÕS-i ettevõtja termin on laiem kui ÄS-s, kuna see hõlmab ka mis tahes avalik-õiguslike isikuid, kes tegutsevad iseseisva majandus- või kutsetegevuse raames. VÕS-is sätestatud ettevõtja mõiste hõlmab nii füüsilisi kui ka juriidilisi isikuid.

Tarbija eristamine lepingu poolena põhineb reeglina⁴⁶ EL õigusel, mille ülevõtmisel Eesti õigusesse on kujundatud ka vastavad normid. Näiteks on tarbijalemüük müügilepingu alaliigina sätestatud VÕS § 208 lg 4, mille puhul tarbijale müüb vallasasja müüja, kes sõlmib lepingu oma majandus- või kutsetegevuses. Tarbijalemüügi puhul on tehingu esemeks vallasasi, vallasasja ostja peab olema tarbija VÕS § 1 lg 5 mõttes ja vallasasja müüja peab olema ettevõtja VÕS § 1 lg 6 mõistes. Tarbijalemüügilepingu eristamise eesmärk müügilepingust on, et pakkuda kaitset

⁴⁴ Hondius, E. The Protection of the Weak Party in a Harmonised European Contract Law: A Synthesis. – Journal of consumer policy 2004/27, p 245.

⁴⁵ Võlaõigusseaduse ja tarbijakaitseseaduse muutmise seaduse eelnõu seletuskiri. – <https://eelvoud.valitsus.ee/main#7vznXNM2> (27.02.2023).

⁴⁶ Eesti õiguses käsitletakse tarbijana ka füüsilisest isikust käendajat, vt VÕS § 143 lg 1.

tarbijale kui majanduslikult nõrgemale poolele, kelle madalamat kauplemisvõimet võib kaupleja ära kasutada ebaõiglaste lepingutingimuste kehtestamisega tarbija suhtes.⁴⁷ Tarbija kaitse seisneb tarbijalemüügi sätete imperatiivsuses (VÕS § 237 lg 1), millele lisanduvad üldised teavitamiskohustused VÕS §-s 14¹ ning spetsiifilised õigused nagu taganemisõigus sidevahendite abil sõlmitud lepingutes VÕS § 56 lg 1.

Tarbijat eristatakse tehingus subjektina ka tarbijakrediidilepingutes (VÕS § 402 lg 1), kus teiseks pooleks on krediidiandja, kes kohustub andma krediidisaaaja käsutusse rahasumma ja kelle suhtes võtab krediidisaaaja kohustuse maksta krediidi kasutamise eest ja lepingu lõppemisel krediit tagasi maksta (VÕS § 401 lg 1). Krediidiandja on defineeritud KAVS-s kui ettevõtja, kelle majandus- või kutsetegevuseks on tarbijale krediidi andmine (KAVS § 5 lg 1). VÕS-i krediidiandja mõiste on laiem, hõlmates ka krediidiandjad, kelle poolt antav krediit on seotud nende majandustegevusega, see tähendab, et näiteks reisikorraldaja, kes võimaldab pakettreise füüsilistest isikutest klientidele, on krediidiandja VÕS mõttes.⁴⁸ Tarbijakrediidilepingus on tarbija kaitse tagatud erinormidega, millest olulisemad on sätete osaline imperatiivsus (VÕS § 421), lepingueelse teabe ja selgituste andmise kohustused (VÕS § 403¹; § 403⁵), vastutustundliku laenamise põhimõte (VÕS § 403⁴), vorminõuete rangus (VÕS § 404 lg 1) ning tarbija suhtes rakendavate sanktsioonide leebus (VÕS § 415).⁴⁹

Kokkuvõtteks EL-i õigusest tulenevalt eristatakse Eesti siseriiklikus õiguses tehingutes tarbijat, kes sõlmib lepingu füüsilise isikuna, olles lepingus nõrgem osapool nõrgema läbirääkimispositsiooni, väiksemate teadmiste või kogemuste vm asjaolude tõttu, mis on tinginud vajaduse tarbijat kaitsta erinevate õiguslike vahenditega. Lisaks tarbijale füüsilise isikuna nn tavalepingutes võib nõrgemaks pooleks olla ka majandustegevuses tehingu teinud isik, kellele tarbijakaitse normid ei laiene. Üheks selliseks lepingupooleks võib olla investor.⁵⁰

Investori mõistet on Eesti seadustes sisustatud väärtpaberituru seaduses, investeerimisfondide seaduses ja tagatisfondi seaduses. VPTS § 6 lg 1 kohaselt on investor isik, kellele kuulub väärtpaber või kes on võtnud kohustuse omandada väärtpabereid. Väärtpaberitega kauplemisega

⁴⁷ 5. aprilli 1993. aasta Nõukogu direktiiv 93/13/EMÜ, ebaõiglaste tingimuste kohta tarbijalepingutes. – ELT L 95, lk 1-6.

⁴⁸ Käerdi, M. Õunpuu, A. VÕS § 402. – Varul, P. jt (koost.). Võlaõigusseadus II. 2. osa. Võõrandamislepingud (§-d 208-270). 3. osa. Kasutuslepingud (§-d 271-421). Komm vlj. Tallinn: Juura 2019.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ Vt. lisaks EL-I tarbijakaitse ja ÜRM-I sätete seose kohta Ebers, M., Quarch, B. M. EU Consumer law and the boundaries of the crowdfunding regulation. Oxford University press 2021.

tegeletakse eelkõige tulu teenimise eesmärgil. Nii kuulub TuMS § 15 lg 1 kohaselt väärtpaberi müügist või vahetamisest saadud kasu maksustamisele tulumaksuga. MSÜS § 3 lg 1 kohaselt on iga iseseisvalt teostatav, tulu saamise eesmärgiga ja püsiv tegevus, mis ei ole seadusest tulenevalt keelatud, majandustegevus. Seega investori mõiste laieneb ka füüsilisele isikule, kuid erinevalt tarbijast on tegemist isikuga, kes teeb tehinguid oma majandus- või kutsetegevuses.

Ka majandustegevuses võib üks tehingu pooltest olla vähem kaitstud. Nii eristatakse VPTS-s asjatundlikke kliente (§ 46 lg 2), tavakliente (§ 46 lg 3) ja võrdseid vastaspooli (§ 46¹ lg 2).⁵¹ VPTS-s sätestatud klientide eristamine põhineb MiFID II direktiivil. MiFID II direktiivis eristatakse jaekliente (art 4 lg 1 p 11), kutselisi kliente (art 4 lg 1 p 10) ja võrdseid vastaspooli (art 30). MiFID II direktiivis on klientide tasemed hõlmatud üldmõistega klient, kes on füüsiline või juriidiline isik, kellele osutatakse investeerimis- või kõrvalteenuseid investeerimisühingu poolt (art 4 lg 1 p 9). VPTS-s on klientide eristamine MiFID II direktiivist korrektselt üle võetud eristuva kirjapildiga, kuid VPTS-s on sätestatud lisaks ka mõiste kutseline investor (§ 6 lg 2). Kutselise investori termin pärineb prospektidirektiivist⁵² ja on VPTS-s tähenduses laiem mõiste, kui kutseline klient MiFID II tähenduses, kuna hõlmab prospektidirektiivi kutselisi investoreid ning MiFID II direktiivi kutselisi kliente ja võrdseid vastaspooli.

Kutselised investorid, VPTS tähenduses, on sätestatud § 6 lõikes 2 ja lõikes 2¹. Asjatundlik klient on VPTS § 46 lg 2 järgi § 6 lõike 2 punktides 1-5 nimetatud isik, ehk asjatundlik klient on kutseline investor. Võrdne vastaspool on VPTS § 46¹ lg 2 järgi § 6 lõikes 2 punktides 1-3 nimetatud isik, ehk samuti kutseline investor.

Tavakliendi mõiste on sisustatud negatiivselt, ehk kui tegemist pole asjatundliku kliendiga, on tegemist tavakliendiga (VPTS § 46 lg 3). Tavakliendil on võimalik taotleda enda käsitamist asjatundliku kliendina, ehk kutselise investorina. Tavaklient peab seda taotlema ja investeerimisühing hindab taotlust VPTS § 46 lg-te 6-9 alusel. Kui tavakliendil on võimalik taotleda enda käsitamist asjatundliku kliendina, siis asjatundlik klient võib taotleda enda käsitamist tavakliendina (VPTS § 46 lg 4).

⁵¹ Väärtpaberituruseaduse muutmise seaduse 220 SE seletuskiri, lk 2. –

<https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/1662c4e6-bffa-465b-86e3-1653212572ba> (12.01.2023).

⁵² 4. novembri 2003. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. – ELT 345, lk 1-26.

Kolme erineva kliendi võrdluses on kõige nõrgemal positsioonil tavaklient ja kõige tugevamal võrdne vastaspool. Kolme erineva subjekti kategooriaga kaasneb ka kolm erinevat kaitsetaset. Tavakliendile teenuste pakkumisega kaasnevad eri kaitsesätted on väärtpaberituru seaduses eraldi välja toodud (vt VPTS § 87 lg 3 jne). Investeeringu kohustused asjatundlike klientide ja võrdsete vastaspoolte puhul erinevad VPTS § 46¹ lg 1 välja toodud sätete osas, mille kohaselt võrdsetele vastaspooltele teenuseid pakkudes, pole vajalik teatud kohustusi järgida.

Investeeringufondide seaduse mõttes on investor fondi osakuomanik, aktsionär, osanik või isik, kes on võtnud kohustuse omandada fondi osak, aktsia või osa (IFS § 12 lg 1 p 6). IFS eristab kõrvuti investoriga kutselist investorit, viidates VPTS § 6 lõikele 2. IFS sätted võimaldavad samuti väita, et tulenevalt investorite kategooriast võib eristada ka kaitsetaset. Nii on erinõuded kehtestatud investoritele, kes ei ole kutselised teabe osas (vt IFS § 73 lg 4; 268 lg 1 p 5; 330 lg 1 p 6 jne).

Tagatisfondi seaduse mõttes on investor investeeringuasutuse klient (TFS § 2 lg 1). Investoriga kõrvuti eristab TFS kutselist investorit viidates VPTS § 6 lõikele 2 (TFS § 48 lg 2). Saab väita, et tulenevalt investorite kategoriseerimisest erineb ka nende kaitsetase. Erisätted kutselisele investorile TFS seaduses reguleerivad osamakse suuruse arvutamist (TFS § 53 lg 2) ja osafondi arvelt investeeringute hüvitamist või tagamist (TFS § 48 lg 1). Kutselisele investorile tagatisfondi kaitse välistamine on antud magistritöö raames oluline sellepärast, et see viitab asjaolule, et TFS kaitseb samuti nõrgema staatusega investoreid nagu ka EL-i ühisrahastuse määrus.

Ühisrahastussektori eriseaduse puudumise tõttu subjektide eristamist ühisrahastamisplatvormide investoritel pole. Seaduste puudulikkuse probleemi enne ÜRM-i on üritatud leevendada FinanceEstonia ja Advokaadibüroo Deloitte Legali koostöös loodud ühisrahastuse Hea Tavaga (edaspidi Hea Tava).⁵³ Hea Tava eesmärk on investorikaitset suurendada muutes ühisrahastusplatvormid klientidele arusaadavamaks ja läbipaistvamaks. Probleem seisneb selles, et Hea Tavaga liitumine pole ühisrahastustele kohustuslik, vaid pelgalt soovituslik.⁵⁴ Hea Tava eeskirjades on subjektide eristamisega seotud investorikaitset mainitud punktis kuus, mille

⁵³ FinanceEstonia. Ühisrahastuse Hea Tava, lk 1. – <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/%C3%9Chisrahastuse-Hea-Tava.pdf> (12.01.2023).

⁵⁴ Finantsinspeksioon. Ühisrahastus. – <https://www.fi.ee/et/finantsinspeksioon/finantsinnovatsioon/uhisrahastus> (24.01.2023).

kohaselt tarbijale teenuste pakkumisel tuleb ühisrahastusportaali pidajal järgida asjakohastest õigusaktidest tulenevaid kohustusi, mis tähendab, et Hea Tava eeskirjades on välja toodud vajadus kaitsta investorit, kes on nõrgemas positsioonis.

Kokkuvõttes liigitatakse Eesti õigusaktides subjektidena investoreid nende kogemuste või asjatundlikkuse alusel, millest tulenevalt kohalduvad neile ka erinevad kaitsetasemed.

1.3 Kaitse investorite liigituse kaudu ühisrahastusmääruses

EL-i ühisrahastuse määruses sätestatud kogenud investoriks kvalifitseerumiseks on vajalik täita vastavad kriteeriumid ja menetluslik protseduur. Järgnevalt uuritakse, kuidas defineeritakse EL-i ühisrahastuse määruses mitte kogenud ja kogenud investori termineid, kes kuuluvad kogenud investorite kategooria alla ja milline on kogenud investoriks tunnistamise menetlus.

EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 2 on defineeritud investorite terminid. EL-i ühisrahastuse määruse artikkel 2 lõige 1 punkt i sätestab, et investor on füüsiline või juriidiline isik, kes ühisrahastusplatvormi kaudu annab laenu või omandab vabalt võõrandatavaid väärtpabereid või ühisrahastuse eesmärgil aktsepteeritud instrumente. Kogenud investor on füüsiline või juriidiline isik, kes on kutseline klient vastavalt MiFID direktiivi II lisa I jao punktile 1, 2, 3 või 4, või füüsiline või juriidiline isik, kelle ühisrahastusteenuse osutaja tunnistab kogenud investoriks vastavalt käesoleva määruse II lisas sätestatud kriteeriumidele ja korrale (ÜRM art 2 lg 1 p j). ÜRM-i artikkel 2 lõige 1 punkt k sisutab mitte kogenud investori definitsiooni negatiivselt, ehk kõik kes pole kogenud investorid on mitte kogenud investorid.

EL-i ühisrahastuse määruse põhjenduspunktis 42 sõnastatud, investorite eristamise eesmärk tagada ühisrahastusprojektides osalevate investorite eri kategooriate piisav kaitse, viitab vajadusele ühelt poolt hinnata eri kategooria investori kaitsemeetmete piisavust ja teisel poolt vältida investorite ülekaitsmist.

Kogenud investoriks tunnistamiseks on vajalik täita ÜRM-i II lisas sätestatud kriteeriumid. Juriidiline isik on kogenud investor juhul, kui ta vastab vähemalt ühele järgmistest kriteeriumidest:

1. tal on omavahendeid vähemalt 100 000 eurot;
2. tema netokäive on vähemalt 2 000 000 eurot;
3. tema bilanss on vähemalt 1 000 000 eurot.

Füüsiline isik on kogenud investor, kui ta vastab vähemalt kahele järgmistest kriteeriumidest:

1. isiku brutotulu on vähemalt 60 000 eurot majandusaasta kohta või tal on finantsinstrumentide portfell, mis hõlmab rahahoivuseid ja finantsvarasid ning ületab 100 000 eurot;
2. investor töötab või on töötanud finantssektoris vähemalt ühe aasta kutsealasel ametikohal, mis nõuab teadmisi kavandatavatest tehingutest või teenustest, või investor on olnud punktis 1 osutatud juriidilise isiku juhtivtöötaja vähemalt 12 kuud;
3. investor on eelnenud nelja kvartali jooksul teinud kapitaliturul tehinguid olulises mahus ning keskmise sagedusega 10 tehingut kvartali kohta.⁵⁵

Erandina tunnistatakse kogenud investoriteks direktiivis MiFID II direktiivi II lisa I jao punktides 1-4 sätestatud kutselised kliendid. Kutselised kliendid on direktiivis eristatud nelja gruppi. Esmalt kuuluvad kutseliste klientide ja selle läbi ka kogenud investorite alla üksused, kellelt nõutakse finantsturgudel tegevusluba või reguleerimist.⁵⁶ Finantsturgudel nõutava tegevusloaga isikud Eestis on sätestatud VPTS § 6 lg 2 p-s 1, nendeks on krediidasutused, investeerimisühingud, fondivalitsejad, investeerimisfondid, kindlustusandjad ja muu finantsjärelevalve alla kuuluvad finantseerimisasutused. Teises grupis on sätestatud, et kutselised kliendid on suuretevõtted, mis äriühingu tasandil täidavad vähemalt kahte järgmist tingimust:

1. bilansimaht 20 000 000 eurot;
2. netokäive 40 000 000 eurot;
3. omavahendid 2 000 000 eurot.

Kolmanda grupina on kutselised kliendid riikide valitsused ja piirkondlikud omavalitsused, sealhulgas riiklikul ja piirkondlikul tasandil valitsemissektori võlga haldavad ametiasutused, keskpangad, rahvusvahelised ja rahvusülesed asutused, näiteks Maailmapank, Rahvusvaheline Valuutafond, Euroopa Keskpank, Euroopa Investeerimispank ja muud sarnased rahvusvahelised organisatsioonid. Neljanda grupina on kutselised kliendid muud institutsionaalsed investorid,

⁵⁵ ÜRM II lisa, I jagu.

⁵⁶ MiFID II direktiiv lisa II, I jagu.

kelle põhitegevusala on investeerida finantsinstrumentidesse, sealhulgas üksused, mis on spetsialiseerunud varade väärtpaberistamisele või muudele rahastamistingutele.⁵⁷

Ühisrahastusteenuse osutaja on kohustatud võtma mõistlikke meetmeid tagamaks, et investor kvalifitseerub kogenuks, ja rakendama investorite liigitamiseks asjakohaseid kirjalikke sisereegleid.⁵⁸ Määruses pole sätestatud, mida tähendavad mõistlikud meetmed või asjakohased sisereeglid, samuti ei ole mõistlike meetmete mõistet ja asjakohaste sisereeglite mõistet eelnõus defineeritud.

Taotluse täitmisega ja kogunud investoriks tunnistamisega kaotab kogunud investor investorikaitse, mida kohaldatakse erisätetega mitte kogunud investorile. Kogunud investoriks tunnistamine kehtib kaks aastat ning kui investor soovib jätkata kogunud investorina, on ta kohustatud kehtivusaja lõppedes esitama uue taotluse ühisrahastusteenuse osutajale.⁵⁹

MiFID II direktiivis on sätestatud, et kutseliste klientide tunnistamine kogunud investoriteks erineb EL-i ühisrahastuse määruse menetlusest, kuid EL-i ühisrahastuse määruses pole sätestatud, kuidas menetlus erineb. EL-i ühisrahastuse määruses on sätestatud, et MiFID II Direktiivis osutatud üksused kvalifitseeritavad kogunud investoriteks, kui nad tõendavad, et nad seda on.⁶⁰

1.4 Investorite liigitus MiFID II ja ühisrahastusmääruse võrdluses

Nagu ka eelnevast kahest alapeatükist on võimalik järeldada, sarnaneb ÜRM-i investorite liigitamine MiFID II lähenemisele. Sarnasus on niivõrd suur, et isegi MiFID II alusel kvalifitseerumine kutseliseks investoriks on ülekantav ÜRM kogunud investoriks kvalifitseerimiseks. Sarnasus liigitamise alustes võimaldab küsida, miks ei ole ÜRM-is võetud aluseks MiFID II investorite eristamise skeem, vaid kasutusele on võetud uued alused investorite liigitamiseks?

⁵⁷ *Ibidem.*

⁵⁸ ÜRM lisa II, II jagu.

⁵⁹ Vt täpsemalt ÜRM lisa II, II jagu.

⁶⁰ ÜRM lisa II, III jagu.

EL-i õiguses on kaks määrust, mis lähtuvad investorite eristamisel MiFID II põhimõtetest, modifitseerides neid teataval määral. Nendeks on Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide määrus⁶¹ ja Euroopa riskikapitalifondide määrus⁶². ELTIF määrus kasutab sama süsteemi, mis MiFID II investorite eristamisel⁶³ eristades MiFID II mõistes kutselist investorit ja jaeinvestorit. ELTIF on investorite eristamisel erisuse sätestanud artiklites 27-30, milles on sätestatud MiFID II jaeinvestorite kaitseks täiendavaid ELTIFI kaitsenormid. EuVECA määrus on lähtunud endiselt MiFID II investorite eristamisest, kuid seda täiendanud kutselise investori kvalifikatsiooniga artiklis 6.

Kahe näite tulemusena saab väita, et MiFID II lähenemise kasutamine investorite eristamisel on võimalik. Autori hinnangul on loogiline õigusselguse ja siseriiklike õigussüsteemide restruktureerimise vältimise eesmärgil kasutada olemasolevaid definitsioone ka uutes seadustes. Luues uue lähenemise uute mõistetega, võivad ÜRM-is kasutatud investorite liigitamise definitsioonid olla potentsiaalselt segadust tekitavad määruse liikmesriikide õigusesse ülevõtmisel.⁶⁴

1.5 Investorite üldkaitsesätted ühisrahastusmääruses

ÜRM-i investorkaitse üldsätted saab jagada kaheks. Artiklid 19, 20, 23, 24, 26 on teabe ja informeerimisega seotud kohustused ning artiklis 25 on sätestatud lahendus, mis võimaldab investoritel oma investeringutega järelturul lihtsamini kaubelda.

Teabe ja informeerimiskohustusi reguleerib üldiselt artikkel 19. Nii peab teave, mida edastatakse, olema tõene, üheselt mõistetav ja mitteeksitav.⁶⁵ Tõest, üheselt mõistetavust ja mitteeksitavust sisustatakse igas investori teabe ja informeerimise kohustusega seonduvas sättes

⁶¹ 15. mai 2014. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 2015/760/EL, Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide kohta. - ELT L 123, lk 1-24. Edaspidi ELTIF määrus.

⁶² 17. aprill 2013. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 345/2013/EL, Euroopa riskikapitalifondide kohta. – ELT L 115, lk 1-17. Edaspidi EuVECA määrus.

⁶³ ELTIF, art 2 lg 1 p 1-2.

⁶⁴ Vt. lisaks analüüsi EL-I investorkaitse sätete segunemist tarbijakaitse sätetega. Moloney, N. The investor model underlying the EU's investor protection regime: consumers or investors? – European business organization law review 2012/13.

⁶⁵ ÜRM, art 19 lg 1.

eraldi. Tagatisfondi kaitse mittelaienemisest ühisrahastusinvesteeringutele⁶⁶ informeeritakse investorit põhiteabedokumendis⁶⁷. Lepingueelsest järelemõtlemisajast teavitamine peab toimuma ÜRM artiklis 22 sätestatud kujul ja seda analüüsitakse magistritöö 3. ptk-s. Kogu artikli 19 lõikes 1 sätestatud info peab olema kliendile edastatud vähemalt enne ühisrahastustehingu sõlmimist⁶⁸ ja sama artikli lõigetes 1, 2 ja 6 sätestatud teave peab olema klientidele selgelt tuvastatav ja lihtsasti kättesaadav.⁶⁹ Eelduslikult tehakse artikli 19 lõigetes 1, 2 ja 6 sätestatud informatsioon kliendile teatavaks lepingu sõlmimisel tüüptingimustega ja lisatakse ka kodulehele eraldi link, kus investor saaks nendega tutvuda. Tegemist on eelduslikult püsiva informatsiooniga, mille muutmine teenuse osutaja jaoks on vähe kulukas, kuna hõlmab ainult vastavate failide üles laadimist platvormi keskkonda.

ÜRM artikkel 20 kohaldub ainult teenuse osutajatele, kes pakuvad teenuseid, mis seisnevad laenude andmise vahendamises.⁷⁰ Antud artikli lõige 1 punkt a sätestab iga-aastase eelneval 36. kuul põhineva projektide makseviivituse määra avalikustamise ja punkt b iga-aastase 4 kuud pärast majandusaasta aruande esitamist avaldatava informatsiooni kohustuse. Neli kuud pärast majandusaasta aruannet tuleb teenuse osutajal esitada juhul kui see on kohane, kõikide projektide eeldatava ja tegeliku makseviivituse määr, määrade kindlaksmääramisel kasutatud eelduste kokkuvõte ja kui teenuse osutaja pakkus laenuportfelli valitsemisel ka sihtmäära, ka tegelikult saadud tulu.⁷¹ Nagu ka kõikide teiste informeerimiskohustustega, tuleb ka mainitud info teha kättesaadavaks investoritele hästi nähtavas kohas⁷². Eelpoolnimetatud määrade kindlaksmääramise arvutuskäigu meetodika sätestab ESMA koos EBA-ga.⁷³ ÜRM-i artikli 19 lõike 1 puhul on tegemist iga-aastase kohustusega, mille kalkuleerimise meetodika sätestatakse ESMA poolt ja mille esitamine on kord aastas eksisteeriv kulu teenuse osutaja jaoks.

Tähtsaim teabe esitamise kohustus seisneb ÜRM-i artiklites 23 ja 24 sätestatud põhiteabedokumendiga. Põhiteabedokument on dokument, mis koostatakse igale ühisrahastusprojektile projektiomaniku poolt.⁷⁴ Põhiteabedokument peab sisaldama ÜRM artiklis

⁶⁶ *Ibidem*, art 19 lg 2

⁶⁷ *Ibidem*, pp 49.

⁶⁸ *Ibidem*, art 19 lg 4.

⁶⁹ *Ibidem*, art 19 lg 5.

⁷⁰ *Ibidem*, art 20 lg 1.

⁷¹ ÜRM, art 20 lg 1 p b.

⁷² *Ibidem*, art 20 lg 2.

⁷³ *Ibidem*, art 20 lg 3.

⁷⁴ *Ibidem*, art 23 lg 2.

23 lg 6 sisalduvat teavet, milleks on ÜRM-i lisas I sätestatud info, teave, et pädevad asutused pole antud projekti heakskiitnud ja investeringuga võite kaotada kas osaliselt või täielikult oma raha ning riskihoiatus, mis hõlmab teavitust tagatisskeemi mitte kohaldumisele, viidet potentsiaalsele kantavale kahjule, soovitus mitte üle 10% oma varast investeerida projekti ja viidet, et investeerimisinstrumendid ühisrahastuses võivad olla mitte likviidsed.⁷⁵ Antud sättes käsitletud riskihoiatus on standardiseeritud riskihoiatus, mitte riskihoiatus, mida tehakse mittekogenud investoritele artikkel 21 kontekstis. Sellele väitele annab kinnitust ESMA tehnilised standardid, mis sätestavad täpsemalt põhiteabedokumendi nõuded.⁷⁶

Nagu ka eelnevalt mainitud, siis põhiteabedokumendi esitamise kohustus on projektiomanikul. Teenuse osutaja kohustusteks on nõuda projekti omanikult kohest teavet projekti muudatuste osas, investorite teavitamine muudatustest ja sätestada menetluslik protseduur, et dokumendis sisalduva teabe õigsust, täielikkust ja selgust kontrollida.⁷⁷ Kuivõrd ÜRM-i artikkel 23 lg 9 sätestab, et põhiteabedokumendis esitatava teabe eest vastutavad vähemalt projektiomanikud, siis kui kaugele on kohustatud teenuse osutaja enda menetlusliku kontrolliga minema? ESMA standardites, ega ka ÜRM-is pole sätestatud, milline menetluslik kontroll on teenuse osutaja poolt vajalik. Tegemist võib olla koormava ettevõtmisega teenuse osutaja jaoks, kuivõrd teenuse osutaja ainult vahendab projekte, kuid talle on sätestatud ka umbmäärane kontrollkohustus projekti põhiteabedokumendi kvaliteedi kontrollimiseks. Seletuskirjas on antud probleemi täpsemalt käsitletud ja määratletud, et teenuse osutaja vastutab dokumendis sisalduva info õigsuse eest ainult juhul, kui ta on kaasatud investeerimisprojekti pakkumise protsessi.⁷⁸

ÜRM-i artiklis 25 on sätestatud võimalus teenuse osutajatel pakkuda järelturuteenust oma platvormil. Tegemist pole kohustusega, kuid investorite kaasamiseks projekti ja investeringute likviidsuse tagamiseks, pole ärilises plaanis eelduslikult mõistlik teatetahvlit mitte teha. Teatetahvli definitsioon on sätestatud ÜRM-i artikkel 25 lg-s 1, milleks on keskkond, kus kliendid saavad reklaamida oma huvi osta ja müüa instrumente, mis need kliendid algselt vastavalt platvormilt soetasid.

⁷⁵ *Ibidem*, art 23 lg 6.

⁷⁶ Final report. Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation. - https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1183_final_report_-_ecspr_technical_standards.pdf lk 29-35, (02.01.2023). Edaspidi ESMA tehnilised standardid.

⁷⁷ ÜRM, art 23 lg 8, 11, 12.

⁷⁸ Seletuskiri, lk 71.

ÜRMI artikkel 26 sätestab andmetele juurdepääsuga seonduvad kohustused teenuse osutajale. Teenuse osutaja peab säilitama kõik andmed seoses teenuste ja tehingutega vähemalt 5 aasta jooksul, tagama, et klientidel oleks igal ajahetkele juurdepääs neile osutatud teenuste andmetele ja säilitama teenuse osutaja ja klientide vahelisi lepinguid vähemalt 5 aastat. Tegemist on finantsteenuseid osutavale ettevõttele loogiliste ja mõistlike kohustustega, millega kaasnevad tavapärasel taolise teenuse käitamiseks vajaminevad kulutused.

Hinnates investorite üldkaitsesätteid, saab väita, et antud seaduse loomisel lähtuti neoklassikalisest lähenemisest. Seda põhjusel, et valdav osa teenuse osutaja kohustustest seonduvad investoritele info kättesaadavaks tegemises, mitte piirangute loomises. Eeldus on, et tehes vajaliku info investorile kättesaadavaks, on investoril investeeringu koha pealt kõik info olemas, et hinnata investeeringu mõistlikust ja sobivust endale. Üldsätete ja mittekogenud investoritele kohalduvate erisätete kohaldumise loogikat saab näha antud tabelilt.

**EL-I ühisrahastusmääruse
IV peatükk- investorkaitse**

**Ühisrahastusteenuse
osutajate
kaitsekohustused kõikide
investorite suhtes**

Teave klientidele – art 19

Makseviivituse määra
avalikustamine – art 20

Põhiteabedokument – art 23
ja 24

Teatetahvel – art 25

Juurdepääs andmetele –
art 26

**Ühisrahastusteenuse osutajate
kaitsekohustused mittekogenud
investorite suhtes**

Teadmiste kontroll ja kahju
kandmise võime
simuleerimine – art 21

Lepingueelne
järelmõtlemisaeg – art 22

2. Investorkaitse teadmiste kontrolli, kahju kandmise võime simuleerimise ja investeerimiskünnise kaudu

2.1 Teadmiste kontroll

EL-i ühisrahastuse määruse mittekogenud investoritele kohalduvad kaitsenormid on sätestatud IV peatüki artiklites 21 ja 22. ÜRM artikkel 21 sätestab ühisrahastusteenuse osutaja kohustuse kontrollida mittekogenud investorite teadmisi⁷⁹, simuleerida mittekogenud investori kahju kandmise võimet⁸⁰ ja sätestada mittekogenud investorile investeerimiskünnis⁸¹. Järgnevalt analüüsitakse EL-i ühisrahastuse määruse artikli 21-st tulenevaid mittekogenud investorite kaitsenorme, nendega taotletavat investorkaitset, taotletava investorkaitsega kaasnevaid ühisrahastusteenuse osutaja kulutusi, millist ideoloogilist mudelit on järgitud artikli 21 puhul ning kas teiste riikide õigussüsteemides leidub kaitsenorme, millega artikli 21 kaitset saaks maksimeerida.

Tagamaks, et mittekogenud investorid mõistaksid ühisrahastusinvesteeringutega seotud riske, tuleb ühisrahastusteenuse osutajatel mittekogenud investorite teadmisi kontrollida.⁸² Teadmiste kontroll on ühisrahastusteenuse osutajale aluseks otsustamiseks, millised pakutavad ühisrahastusteenused on mittekogenud investoritele sobivad.⁸³ Ühisrahastusteenuste mittekogenud investoritele sobivuse hindamiseks peavad ühisrahastusteenuste osutajad koguma mittekogenud investorilt vastavat teavet (ÜRM art 21 lg 1). Vastavalt ÜRM art 21 lg-le 2 peab ühisrahastusteenuse osutaja nõudma potentsiaalsel mittekogenud investoril esitada teavet oma kogemuste, investeerimiseesmärkide, finantsolukorra ja põhiliste arusaamade kohta seoses üldiste investeerimisriskidega ning ühisrahastusplatvormi kaudu pakutavate investeeringutega kaasnevate riskidega.

⁷⁹ ÜRM, art 21 lg 1-4.

⁸⁰ *Ibidem*, art 21 lg 5-6.

⁸¹ *Ibidem*, art 21 lg 7.

⁸² *Ibidem*, pp 43.

⁸³ *Ibidem*, art 21 lg 1.

ÜRM-i artikkel 21 lg 2 p-des a ja b on sätestatud loetelu, millist teavet tuleb mittekogenud investorilt koguda, et anda hinnang ühisrahastusteenuse sobivuse kohta. Täpsemad juhised ja regulatiivsed ning tehnilised standardid ÜRM artikkel 21 lõigete 1 ja 2 investoritelt teabe kogumise ja nende teadmiste kontrolli kohta on välja töötatud Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve asutuse (järgnevalt ESMA) poolt.⁸⁴

ESMA on mittekogenud investori teadmiste kontrolliks loonud kaheastmelise testi. Esmalt tuleb hinnata mittekogenud investori teadmisi ja kogemusi investeerimises üldiselt ning teisena tuleb hinnata mittekogenud investori teadmisi ja kogemusi ühisrahastusse investeerimisel. Hinnangud võimaldavad teenuse osutajal ESMA tehniliste standardite kohaselt kvalifitseerida mittekogenud investorit teadmiste põhisel.⁸⁵ Antud kaheastmelise testi sisendiks on info, mille kogumise ja analüüsimise kohustus on ühisrahastusteenuse osutajal. Vastavalt ühisrahastusteenuse keerukusele ja riskiastmele on ühisrahastusteenuse osutaja mittekogenud investoritelt nende kogemuste ja riskist arusaama kohta kohustatud koguma kolme liiki infot. Esiteks infot investeerimisteenuste kohta, millega klient on varasemalt kokku puutunud, teiseks infot mittekogenud investori eelnevate investeeringute olemuse, mahu ja sageduse kohta ühisrahastussektoris ja kolmandaks infot mittekogenud investori hariduse ja erialase kogemuse kohta ühisrahastussektoris.⁸⁶

Lisaks infole investori kogemustest ja riskidest arusaamale on teenuse osutajad kohustatud koguma infot ka investori investeerimisesmärkidest, mis hõlmab infot eeldatava investeeringu ajalise pikkuse kohta, investori riskiisu ja investeerimise põhjust.⁸⁷ Infopäringuid tehes on teenuse osutajad ESMA nõuete järgi kohustatud võtma mõistlike samme, et kogutud info oleks usaldusväärne ja peegeldaks mittekogenud investori teadmisi, oskusi, kogemusi ning põhilisi arusaamasi investeerimisest. Mõistlikeks sammudeks loetakse ESMA nõuete kohaselt mittekogenud investori teavitamist informatsiooni täpsuse ja ajakohasuse olulisuse kohta, informatsiooni hankimisviiside sobivuse ja arusaadavuse jälgimist ning mittekogenud investorile info kogumise eesmärgil mõistetavate küsimuste esitamist.⁸⁸

⁸⁴ ESMA tehnilised standardid, lk 27.

⁸⁵ *Ibidem*, lk 123.

⁸⁶ *Ibidem*, lk 124.

⁸⁷ *Ibidem*.

⁸⁸ *Ibidem*, lk 123.

EL-i ühisrahastuse määruse artikkel 21 lg 4 sätestab kohustuse, mida teenuse osutaja peab järgima, kui lõikes 2 tehtava info hanke ja lõikes 1 tehtava teadmiste kontrolli tulemusel selgub, et investor ei esita vastavat teavet või teabe esitamise tulemusena pole investor piisavate teadmistega.⁸⁹ Kui mittekogenud investorid ei esita teenuse osutajatele teavet või kui teenuse osutaja hindab teabe põhjal mittekogenud investorite teadmised, oskused või kogemused ebapiisavaks, on teenuse osutaja kohustatud mittekogenud investorile edastama riskihoiatuse, milles tuleb esile tuua risk, et investeeritud raha võidakse täielikult kaotada.⁹⁰ ESMA tehnilistes standardites on sätestatud, et riskihoiatuses peavad teenuse osutajad kuvama selgelt nähtavas ja lihtsasti loetavas aknas. Mittekogenud investor loetakse teavitatuks, kui ta kinnitab riskihoiatuse kätte saamise tehes vastava toimingu veebilehel. Riskihoiatuse kinnitamisel kaob hoiatuse aken kliendilt silme alt.⁹¹ Riskihoiatuse kättesaamise kinnitamisel ei piirata mittekogenud investori investeerimisvõimalusi, vaid tegemist on mittekogenud investori informeerimisega, et eksisteerib vastav risk ühisrahastussektorisse investeerides.

Eesti plaanib EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 sätestatud teadmiste kontrolli kohustuse siseriiklikusse õigusesse üle võtta krüptovara ja ühisrahastuse seaduse §-ga 53. Eelnõu seletuskiri on teadmiste kontrolli puhul teadlikult kasutanud terminid “asjakohasuse“ test, kuivõrd MiFID II sobivuse testi puhul on tegemist investeerimisnõustamisega müügiga (vt. analüüsi antud peatükis asjakohasuse ja sobivuse testist). Riskihoiatuse andmine ei ole nõustamine eelnõu mõttes.⁹² Analüüsides autori poolt eelnevalt läbi ESMA nõuded teadmiste kontrolli läbi viimiseks, saab väita, et Eesti eelnõus ESMA standardeid mainitud pole. Eelnõus on lähtutud EL-i ühisrahastuse määruses sätestatust, kuid on jäädud üldsõnaliseks.

Mittekogenud investori teadmiste kontroll EL-i ühisrahastuse määruses sarnaneb MiFID II artiklis 25 lõigetes 2 ja 3 sätestatud investeerimisühingu kohustusega hinnata toote või teenuse sobivust või asjakohasust kliendile.⁹³ Eesti õiguses on investeerimisühingu kohustus teenuse ja väärtpaberi sobivuse ning asjakohasuse hindamiseks sätestatud VPTS § 87¹. Kliendi asjakohasuse ja sobivuse testiks on ESMA samuti välja töötanud tehnilised standardid ja lisaks on vastu võetud ka Euroopa Komisjoni delegeeritud määrus, millega täiendatakse Euroopa

⁸⁹ ÜRM, art 21 lg 4.

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ ESMA tehnilised standardid, lk 125.

⁹² Seletuskiri, lk 62, § 53.

⁹³ MIFID II direktiiv, art 25 lg 2, 3

Parlamendi ja nõukogu MiFID II direktiivi seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega.⁹⁴

Kliendi asjakohasuse testi MiFID II artikli 25 lg 3 järgi analüüsitakse kliendi teadmisi ja kogemusi konkreetse toote kontekstis, et hinnata kliendi teadmisi seoses kaasnevate riskidega vastava toote osas.⁹⁵ Kui investeerimisühing jõuab arusaamani, et toode pole kliendile asjakohane, on ühing kohustatud edastama riskihoiatuse kliendile, mis peab kliendi jaoks olema silmapaistev, selge ja mitteeeksitav ning personaliseeritud vastavalt investeerimistootele.⁹⁶ Kliendi asjakohasuse hindamine on kohustuslik investeerimisühingule, kui tegemist on jaekliendiga, kuna kutseliste klientide puhul MiFID II lisa II mõttes võib investeerimisühing eeldada teadmiste ja kogemuste olemasolu ning riskidest arusaama.⁹⁷ Järelikult asjakohasuse test nagu ka EL-i ühisrahastuse määruse teadmiste kontroll kohaldub asjatundmatutele investoritele, ehk MiFID II mõttes jaeklientidele⁹⁸ ja VPTS-i mõttes tavaklientidele⁹⁹.

Kliendi sobivuse testi on kohustatud läbi viima ainult investeerimisnõustamist ja väärtpaperiportfelli valitsemise teenust pakkuvad investeerimisühingud.¹⁰⁰ Investeerimistoote sobivuse hindamine kliendile on keerukam protsess, kui asjakohasuse hindamine. Sobivuse kindlaks tegemiseks on investeerimisühingud kohustatud hankima infot kliendi teadmiste ja kogemuste kohta seoses konkreetse tootega, kliendi finantsseisundi kohta, kahju katmise võime kohta ja investeerimiseesmärkide ning riskitaluvuse kohta.¹⁰¹ Nagu ka asjakohasuse hindamisel, on investeerimisühingul õigus eeldada, et ainult jaeklientide puhul on seda testi vajalik läbi viia.¹⁰² Kui sobivuse testi läbiviimisel ei saa investeerimisühing kliendilt kas nõutud teavet MiFID II direktiivi artikkel 25 lg 2 mõttes või teabe põhjal antud hinnang näitab, et ükski

⁹⁴ 25.aprill 2016. aasta komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – ELT L 87, lk 1-83. Edaspidi delegeeritud määrus.

⁹⁵ Delegeeritud määrus, art 56 lg 1.

⁹⁶ Suunised asjakohasust ja üksnes täitmist käsitlevate MiFID II direktiivi nõuete teatud aspektide kohta. - https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3006_gls_on_certain_aspects_of_the_mifid_ii_appropriateness_and_execution-only_requirements_et.pdf lk 19, (13.02.2023). Vt ka VPTS § 87¹ lg 11.

⁹⁷ MiFID II direktiiv, art 56 lg 1.

⁹⁸ *Ibidem*, art 4 lg 11.

⁹⁹ Vt. VPTS § 46 lg 3.

¹⁰⁰ MiFID II direktiiv, art 25 lg 2.

¹⁰¹ *Ibidem*.

¹⁰² Delegeeritud määrus, art 54 lg 3.

pakutav teenus pole kliendi jaoks sobiv, siis on investeerimisühingul kohustus keelduda investeerimisteenuste soovitude andmisest kliendile ja kauplemisest.¹⁰³ Keeldumine tähendab, et investeerimisühing ei soovita investeerimisnõustamisteenust ega väärtpaberiportfelli valitsemist, kuivõrd kliendil pole piisavalt teadmisi konkreetsetes valdkonnas.

Võrreldes infot, mida investorilt kogutakse seoses EL-i ühisrahastuse määruse teadmiste kontrolli ja MiFID-i sobivuse ning asjakohasuse testi raames, on võimalik paralleelsele tuua kogutava infoga, kuna teave kui selline on osaliselt kattuv. Kõigi kolme puhul on vajalik koguda infot teenuste ja finantsinstrumentide kohta, millega investor on kokku puutunud, investori finantsinstrumentidega tehtavate tehingute laadi, mahu ja sageduse kohta ning asjakohase erialase kogemuse kohta.¹⁰⁴ Teadmiste kontroll ja sobivuse test lähevad siit ühe sammu võrra veel edasi ja nõuavad investorilt teavet riskiisu ja investeerimisesmärkide kohta. Pealtnäha sarnast laadi teabe hankimist nõudev teadmiste kontroll ja sobivuse hindamine on petlik, kuna analüüsides sobivuse testiks koostatud ESMA nõudeid ja delegeeritud määruse artikleid 54-56, saab väita, et sobivuse testi läbiviijale tõlgendamisruumi pole jäetud kuna välja on töötatud konkreetset ja täpsed tehnilised standardid.¹⁰⁵ Seevastu teadmiste kontrolli raames on ESMA jättnud teenuse osutajale laia tõlgendamisruumi seoses teadmiste kontrolli läbiviimisega.

Teadmiste kontrolli, sobivuse testi ja asjakohasuse testi suurimaks erinevuseks on tagajärg, mis saabub, kui kliendi teadmised osutuvad ebapiisavaks või kui klient ei esita asjakohast infot. EL-i ühisrahastuse määruses sätestatud riskihoiatus, mida on eelpool käsitletud, ei takista mittekogunud investorit investeerimast, vaid on pelgalt teavitus ühisrahastusteenuse kasutamise ohtudest. ESMA ei ole oma standardites välja toonud, et tegemist oleks konkreetse ühisrahastusteenuse tootega seonduva riskihoiatusena, vaid üldise ühisrahastusteenustesse investeerimise hoiatusena. Seevastu asjakohasuse riskihoiatus on konkreetse investeerimistoote kohta, mis tähendab, et asjakohasuse riskihoiatus on teataval määral personaliseeritud kliendile ja ei ole üldine. Sobivuse testi läbimata jätmisel on tagajärjed kõige rängemad. Sobivustesti negatiivne tulemus kohustab investeerimisühingut keelduma nõustamisteenuse või väärtpaberiportfelli valitsemise teenuse osutamisest. Võrreldes MiFID II investorite sobivuse ja

¹⁰³ Delegeeritud määrus, art 54 lg 8, 10.

¹⁰⁴ *Ibidem*, art 55 lg 1.

¹⁰⁵ ESMA suitability guidelines. - <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-mifid-ii-suitability-requirements-0> (13.02.2023).

Vt. täpsemalt sobivustesti suuniste lk 6, kus käsitletakse tänapäeval juba robot investeerimisnõustamisteenuse osutamist.

asjakohasuse testi ÜRM-i teadmiste kontrolliga, saab väita, et teadmiste kontroll on kõige leebem neist, mille läbi kukkumisel on tagajärjeks mittepersonaalne riskihoiatuse. Tagajärg ei piira kuidagi investorit või teenuse osutajat nagu sobivustest ega ole ka personaliseeritud riskihoiatuse nagu asjakohasuse testi puhul.

Kuivõrd EL-i ühisrahastuse määruses pole sätestatud otseselt teadmiste kontrolli läbi viimata jätmise tagajärgi ega õiguskaitsevahendeid, mida mittekogenud investor võiks teenuse osutaja kohustuse täitmata jätmisel kasutada, kuuluvad kohaldamisele vastavad riigisisemed normid.

Seletuskirja § 102 näeb ette teenuse osutaja vastutuse mittekogenud investori asjakohasuse hindamata jätmise eest¹⁰⁶, kuid ei ole selge, mida saab mittekogenud investor teha, et oma õigusi selles olukorras kaitsta. Kuivõrd seletuskirjas on mainitud, et teadmiste kontrolli puhul pole tegemist nõustamisega, siis riskihoiatuse väljastamise puhul võiks autori hinnangul olla tegemist lepingueelse kohustusega, mis sarnaneb VÕS § 54¹ lg-s 1 sätestatud kohustustele.

Millised võlaõiguslikud kaitsemeetmed rakenduvad, kui teenuse osutaja rikub lepingueelset teadmiste kontrolli ja riskihoiatuse andmise kohustust ning kuidas saab mittekogenud investor sel juhul end kaitsta? EL-i ühisrahastuse määruses pole sätestatud riskihoiatuse teavitamiskohustuse rikkumisega seonduvaid tagajärgi, mille tõttu tuleb pöörduda Eesti õiguse poole. VÕS § 52 lg 1 sätestab sidevahendi abil sõlmitava lepingu definitsiooni. VÕS § 52 lg 2 kohaldub ühisrahastusse investeerimise lepingu sõlmimisele, kuna tegemist on lepinguga, mille läbirääkimised ja sõlmimiseks vajalik teabevahetus toimub eelkõige arvutis. Järgnev VÕS-i säte, mis on kõige sarnasem riskihoiatuse esitamise kohustusele on VÕS § 54¹ lg 1 p 10, mis sätestab, et finantsteenuse osutaja on kohustatud enne lepingu sõlmimist või siduva pakkumise tegemist tarbijale edastama teabe, et finantsteenustega kaasnevad erilised riskid. VÕS § 56 lg 2 sätestab ka tagajärje, kui finantsteenuse osutaja riskist teavitamise kohustust ei täida. Riskist teavitamise kohustuse rikkumisel on tarbijal õigus lepingust taganeda 3 kuu jooksul lepingu sõlmimisest. Kui teenuse osutaja esitab teabe hilinenult, kuid 3 kuu jooksul lepingu sõlmimisest, hakkab taganemise tähtaeg jooksma teabe kätte saamisest ja on 14 päeva. Autori hinnangul on mainitud õiguslik konstruktsioon Eesti õiguses kõige lähedasem sellele, kui ühisrahastusteenuse osutaja riskihoiatust ei esita, mis tähendab, et riskihoiatuse kohustuse rikkumise õiguskaitsevahendiks on mittekogenud investoril taganemisõigus.

¹⁰⁶ Seletuskiri, lk 91.

Kokkuvõttes saab asuda seisukohale, et EL-i ühisrahastuse määruse mittekogenud investorite teadmiste kontroll on tuletatud MiFID II sobivuse ja asjakohasuse testist. Info, mida teadmiste kontrolli käigus kogutakse sarnaneb sobivuse testiga ja tagajärg negatiivse tulemusega teadmiste kontrolli ehk riskihoiatuse korral sarnaneb asjakohasuse testi negatiivsele tagajärjega, olles küll üldisemat laadi. Riskihoiatus ei piira investori investeerimisvõimalusi, mis viitab sellele, et tegemist on neoklassikalise mudeli põhise lähenemisega. Eesti seaduseelnõus plaanitakse teadmiste kontrolli säte üle võtta samal kujul nagu ÜRM-is. Teadmiste kontrolli ja riskihoiatuse kohustuse rikkumise tagajärg on mittekogenud investori võimalus kasutada õiguskaitsevahendina taganemisõigust.

2.2 Kahju kandmise võime simulatsioon

EL-i ühisrahastuse määruse artikkel 21 lg 5 kohaselt on ühisrahastusteenuse osutajad kohustatud nõudma mittekogenud investoritelt oma kahju kandmise võime simuleerimist. Kahju kandmise võime simuleerimise eesmärgiks on ÜRM kohaselt saada sisend teadmiste kontrolli teostamiseks.

ESMA tehniliste standardite järgi on teenuse osutajad kohustatud looma oma kodulehele kalkulaatori, millega mittekogenud investor oma kahju kandmise võimet simuleerida saaksid. Kalkulaator peab olema lihtsasti kasutatav ja peab võimaldama mittekogenud investoril sisestada sinna ainult simulatsiooniga seotud infot. Samuti peab olema ka simulatsiooni tulemus esitatud lihtsustatud kujul, et mittekogenud investor sellest aru saaks.¹⁰⁷ ESMA ei ole oma standardites sätestanud, milles kalkulaatori enese ja selle tulemuse lihtsus seisnema peab, mis tähendab, et teenuse osutajale selles osas jäetud tõlgendamisruum .

Info, mida simuleerimiseks sisestama peab, on sätestatud EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 lg 5 p-s a-c. Mittekogenud investorid peavad kalkulaatorisse sisestama oma regulaarse sissetuleku ja kogutulu ning määratlema, kas sissetulek on püsiv või mitte. Teisena peavad mittekogenud investorid sisestama kalkulaatorisse oma varade väärtuse, sealhulgas investeeringud ja hoiused. Varade alt on välja arvatud vallasvara, eluasemena kasutatav

¹⁰⁷ ESMA tehnilised standardid, art 6.

kinnisvara ja kinnisvarainvesteeringud ning pensionifondid. Lisaks peab kalkulaatorisse sisestama mittekogenud investori enda rahalised kohustused.¹⁰⁸ Infot, mida mittekogenud investor kalkulaatorisse sisestab, on ESMA teenuse osutajal selgesõnaliselt keelanud salvestada või kontrollida. Teenuse osutajale võimaldatakse ligipääs ainult arvutuskäigu lõpptulemusele.¹⁰⁹

Kahju kandmise võime arvutatakse 10%-na mittekogenud investori netoväärtusest.¹¹⁰ ESMA on tehnilistes standardites ette näinud arvutuskäigu ja protseduuri, kuidas kahju kandmise võimet teenuse osutajad simuleerima peavad. Investori netoväärtust arvutatakse valemiga, kus liidetakse isiku aastane netosissetulek likviidsete varadega ja millest lahutatakse maha aasta finantskohustused. Aastane netosissetulek arvutatakse tööga kaasneva sissetuleku, hoiuste intresside, saadavate dividendide ja kinnisvara pealt saadava renditulu põhjal. Likviidseteks varadeks liigitatakse pangakontol olev raha ja varad, mida on võimalik likviidseks teha maksimaalselt 30. päevaga, reguleeritud turul¹¹¹ kaubeldavad finantsinstrumendid ja ühisinvesteeringuskeemide aktsiad või osakud, millel on vähemalt igapäevane lunastamisõigus. Likviidseks varaks ei kvalifitseeru kinnisvara, pensionifondi investeeringud ega ettevõtte aktsiad, mis pole lihtsasti rahaks pööratavad. Aasta finantskohustusteks loetakse lapse hooldusõiguse maksed, üüri ja eluasemelaenu maksed, laenu tagasimaksed, kindlustusmaksed, kommunaalmaksed, teenuste igakuiste tasude maksed ja tulu- ning maamaks.¹¹² Nagu ka teadmiste kontrolli puhul on teenuse osutajad kohustatud simulatsiooni üle kontrollima iga kahe aasta tagant. Täpsustavaid nõudeid ESMA sellele kontrollile sätestanud pole.

Kahju kandmise võime simulatsioonile eraldiseisvaid tagajärgi ei tulene EL-i ühisrahastuse määrusest, ega ESMA standarditest. Investor edastab simulatsiooni tulemuse teenuse osutajale ja saab simulatsiooni põhjal ise teave, mis ühisrahastussektori regulatsiooni järgi tema kahju kandmise võime teoreetiliselt olla võiks. Investeeringuid simulatsiooni tulemusena ei piirata, simulatsiooni tulemustega ei kaasne ka muid investorit kaitsvaid tagajärgi.

Eesti plaanib EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 sätestatud kahju kandmise simulatsiooni kohustuse siseriiklikusse õigusesse üle võtta eelnõu §-ga 53. Nagu ka teadmiste kontrolli puhul, võtab Eesti ÜRM-is sätestatu identsena üle, viitamata ESMA tehnilistele standarditele.

¹⁰⁸ ÜRM, art 21 lg 5.

¹⁰⁹ ESMA tehnilised standardid, art 6 lg 5.

¹¹⁰ ÜRM, art 21 lg 5.

¹¹¹ *Ibidem*, art 4 lg 1 p 21.

¹¹² ESMA tehnilised standardid, art 9-11.

Eelpool kirjeldatud kahju kandmise võime simulatsiooni ei ole EL-i õiguses varasemalt kasutatud. Antud õigusliku konstruktsiooni saaks siduda eelnevalt analüüsitud MiFID II jaeklientide sobivuse hindamisega, kuna sobivuse kontrollimisel on vaja hinnata ka kliendi kahju katmise võimet. Rohkem paralleele sobivuse testiga tuua ei saa, kuna kahju kandmise võime simuleerimise puhul on tegemist eraldi konstruktsiooniga teadmiste kontrollist, kus sobivust hinnatakse ühe üldise testi raames. Kahju kandmise võime simuleerimisel sisestatud investori info on teenuse osutaja poolt kontrollimatu, kuid sobivuse testi raames on informatsiooni ajakohasuse kontroll osaliselt ka investeerimisühingul. Kahju kandmise võime simuleerimise tagajärjeks on investori teavitamine ühisrahastusteenuse seaduse mõttes tema 10%-st netoväärtusest, kuid sobivustesti tulemuseks on otsus teenuse osutamisest või kauplemisest keeldumise kohta.

Analüüsi tulemusena on kahju kandmise võime simulatsiooni puhul tegemist kohustusega, mille puhul investor saab teada oma teoreetilisest, mittepersonaalsest kahju kandmise võimest ühisrahastussektori kontekstis. Simulatsioon on üks osa teadmiste kontrollist ja eelduslikult on samuti tegemist lepinguelse teavitamiskohustusega, mille rikkumisel on mittekogenud investoritel võimalik taganemise õiguskaitsevahendile tugineda nagu teadmiste kontrolli kohustuse rikkumisel (vt. eelnevat alapeatükki). Kuivõrd tegemist on informeerimiskohustusega, mis omakorda investorit kuidagi investeringute tegemisel ei piira, saab väita, et tegemist on neoklassikalisest mudelist tuleneva õigusliku lähenemisega

2.3 Investeerimiskünnis

Kolmandaks ja viimaseks EL-i ühisrahastuse määruse investorkaitse mehhanismiks on mittekogenud investori investeerimiskünnise määratlemise kohustus.¹¹³ Investeerimiskünnise määratlemiseks pole ESMA tehnilisi standardeid loonud, kuivõrd ESMA oli kohustatud tehnilised standardid artikli 21 kontekstis välja töötama vaid mittekogenud investorite teadmiste kontrolliks ja kahju kandmise võime simuleerimiseks.

¹¹³ ÜRM, art 21 lg 7.

Mittekogenud investori üksikusse ühisrahastuspakkumisse tehtava investeeringu investeerimiskünnis on kas 1000 eurot või 5% tema netoväärtusest. 5% netoväärtusest arvutatakse sama valemi ja info alusel nagu seda tehakse kahju kandmise võime simuleerimisel, mis tähendab, et investeerimiskünnise arvutamise puhul ei ole teenuse osutajal endiselt õigust kontrollida sisestatud andmete adekvaatsust. Olukorras, kus mittekogenud investori üksik investeering ületab kas 1000 eurot või 5% tema netoväärtusest, on teenuse osutajad kohustatud investorile edastama riskihoiatuse ja investor on kohustatud andma riskihoiatusele nõusoleku, et ta mõistab investeeringut ja sellega seonduvaid riske.¹¹⁴ Mittekogenud investorile edastatav riskihoiatuse vorm ja sisu on eelduslikult sama nagu oli seda teadmiste kontrolli puhul. Eeldada saab samasisulist riskihoiatust, kuna ESMA investeerimiskünnise riskihoiatusele eraldi nõudeid sätestanud pole. Antud riskihoiatus ei piira investori võimalust investeerida, vaid on pelgalt informeerimise kaalutlustel edastatav teave investoritele.

Investeerimiskünnise arvutamine ja sellega kaasnev riskihoiatus sarnaneb ELTIF määruse artiklis 30 lg-s 3 sätestatud investeerimispiiranguga, mis kohaldub jaeinvestoritele. ELTIF-i määruse eesmärk on soodustada reaalmajandusse tehtavate pikaajaliste investeeringute tegemist Euroopas.¹¹⁵ ELTIF määruse artikli 30 lg 3 järgi on ELTIFi valitseja või levitaja pärast ELTIF artiklis 28 lg 1 tehtavat jaeinvestori sobivustesti¹¹⁶ ja asjakohase investeerimisenõu andmist kohustatud piirama jaeinvestori investeeringute suurust, kui investori finantsinstrumentide¹¹⁷ portfelli ei ületa 500 000 eurot. Jaeinvestor ei tohi investeerida kokku üle 10% oma portfelliga ELTIF-itesse ning ühte või mitmesse ELTIF-isse investeeritav esialgne maksimumsumma on 10 000 eurot.¹¹⁸

Sarnasus EL-i ühisrahastuse määruse artikli 21 lg 7 ja ELTIFi artikli 30 lg 3 vahel seisneb selles, et mõlema investorkaitsenormi eesmärgiks on kas suuremal või vähemal määral piirata vähemteadlike investorite investeeringute mahtu. ELTIFi puhul arvutatakse piirang finantsinstrumentide portfelli põhisedelt 10% väärtuses ja investeerimiskünnise puhul arvutatakse piirang investori netoväärtuse põhisedelt 5% väärtuses või 1000 euro väärtuses. Erinevuseks kahe kaitsemehhanismi vahel on, et ELTIFi seatav investeeringu piirang on siduv investorile, kuid

¹¹⁴ *Ibidem.*

¹¹⁵ ELTIF määrus, pp 4.

¹¹⁶ Sarnane MiFID II sobivuse testile.

¹¹⁷ Vt. ELTIF määrus, art 2 lg 1 p 16. Finantsinstrument on MiFID II direktiivi I lisa C jaos täpsustatud instrument.

¹¹⁸ ELTIF määrus, art 30 lg 3.

EL-i ühisrahastuse määruse investeerimiskünnise teavitusel on ainult informeerimise otstarve. Lisaks on üheks suurimaks erinevuseks ka see, et ELTIFI artikkel 30 lg 3 rakendamise aluseks oleva sobivustesti puhul on investori esitatud andmed kontrollitavad teenuse osutaja poolt, kuivõrd investeerimiskünnise arvutusel ei tohi teenuse osutaja sisestatud infole ligi pääseda.

Kokkuvõttes on investeerimiskünnise määramise puhul tegemist õigusliku konstruktsiooniga, mille ületamisel teavitatakse mittekogenud investorit riskihoiatusega, kuid ei piirata investorit investeerimast. See omakorda viitab järjekordselt sellele, et tegemist on neoklassikalise kaitsenormiga. Eesti eelnõus võetakse antud säte sarnaselt teiste ÜRM artikkel 21 kohustustega EL-i ühisrahastuse määrusest otse üle. Tegemist on analoogse lepinguelse teavitamiskohustusega Eesti seaduse mõttes (vt. eelnevaid alapeatükke), mille rikkumisel on mittekogenud investoril õigus kasutada VÕS-i õiguskaitsevahendina taganemisõigust.

2.4 Kokkuvõtte ja ettepanekud

EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 on sätestatud kolm erinevat kohustust ühisrahastusteenuse osutajale, mida tal tuleb järgida mittekogenud investoritele teenuse osutamisel. Kõigi nende kolme kohustuse puhul on võimalik tuua paralleele EL-is olemasolevate investorkaitsenormidega, kuid ÜRM artiklis 21 sätestatud kohustused tunduvad lõppvaates olevat nõ "lahjendatud" investorkaitsenormid võrreldes olemasolevatega.

Mittekogenud investori teadmiste kontroll on tuletatud MiFID II jaekliendi sobivuse ja asjakohasuse testidest. Tegemist on investori teadmiste kontrolliga, mille negatiivsel sooritamisel on tulemuseks pelgalt üldistatav riskihoiatus mittekogenud investorile, mis ei takista investorit investeerimast. Selline lõpptulemus, mis mitte mingisuguseid kohustusi ega õigusi mittekogenud investorile ei loo, jätab teadmiste kontrolli taotletava investorkaitse ebamääraseks. Teise nurga alt vaadates olukorda, mis tekib, kui teenuse osutaja jätab antud kohustuse täitmata, siis on mittekogenud investoril eelduslikult õigus kasutada VÕS-is sätestatud taganemise õiguskaitsevahendit, mis tugevdab kaitsenormi toimet.

ESMA tehnilistele standarditele antud tagasiside näitas, et valdavalt oldi seisukohal, et tegemist on liigselt koormava kohustusega ühisrahastusteenuse osutajale. Seda eelkõige põhjusel, et info,

mida investoritelt hankima peab, on liigselt mahukas, arvestades ühisrahastustesse tehtavate investeeringute suurus.¹¹⁹ Autori hinnangul, kui teenuse osutajad teadmiste kontrolli teostavad, vormistavad nad üldise küsimustiku, mille nad igal investoril lasevad täita ja mille põhjal nad saavad automatiseeritult investorile kas riskihoiatuse teha või mitte. Teadmiste kontrolli pinnapealsuse tulemuseks on see, et teenuse osutajad saavad reaalses elus seda kohustust järgida automatiseeritud IT lahendusega.

Mittekogenud investori kahju kandmise võime simuleerimise puhul on autori hinnangul tegemist uue EL-i õigusliku konstruktsiooniga, mille puhul saab teatud paralleele tõmmata MiFID II sobivuse testiga, kui võrd üks infovaldkond, mille kohta teenuse osutaja on kohustatud andmeid koguma, on kahju kandmise võime. Nagu ka teadmiste kontrolli puhul, siis simulatsiooni tagajärg ei piira investorit investeerimast, vaid arvutab investorile 10% tema netoväärtusest, mis EL-i ühisrahastuse määruse järgi võiks olla investori kahju kandmise võime näitaja. Teave, mille põhjal selline simulatsioon tehakse, on kontrollimata ja mittepersonaalne, mis tähendab seda, et 10% netoväärtusest kahju kandmise võimena on puhtalt teoreetiline ning ei väljenda investori tegeliku olukorda.

Ühisrahastusteenuse osutaja jaoks pole tegemist koormava kohustusega, kuna teenuse osutaja peab looma IT- arenduse tulemusena ühekordselt kalkulaatori, mida mittekogenud investorid täita saaksid. ESMA tehnilistele standarditele antud tagasisides on välja toodud kaks probleemi. Esiteks, mittekogenud investorid ei pruugi kalkulaatorit kasutada ja teiseks, tegemist võib olla kuluka IT-lahendusega teenuse osutaja jaoks, mis omakorda investorkaitse eesmärki ei teeni.¹²⁰ Magistritöö autori hinnangul on võimalik esimene probleem sellega lahendada, et seada platvormile sisenemine sõltuvusse kalkulaatori kasutamisest. Teine probleem on samuti väheoluline, kuna kalkulaatorisse sisestatav info on primitiivne ja mittekontrollitav, mis tähendab, et ka kalkulaatori ülesehitus võib olla lihtne.

Investeerimiskünnise arvutamise puhul on tegemist uude EL-i õigusliku konstruktsiooniga. Eelneva analüüsi põhjal võib tuua paralleele ELTIF-i määruuses sätestatud jaeinvestorite kaitsekohustusega, kuid erinevalt ELTIF-i määruusest on ühisrahastuse määruse investeerimiskünnise ületamise tagajärjeks pelgalt hoiatus, mis ei piira investorit investeerimisotsuse tegemisel. Hoiatus saadetakse investorile, kui investering ületab kas 5%

¹¹⁹ ESMA tehnilised standardid, lk 28.

¹²⁰ *Ibidem*.

tema netoväärtusest või 1000 eurot. Nagu ka kahju kandmise simulatsiooni puhul, neil numbritel personaalne seos investoritega puudub, mis tähendab, et tegemist on järjekordselt üldise teavitusega.

Investeerimiskünnise määratlemine ja riskihoiatuse tegemine on ühisrahastusteenuse jaoks lihtsasti saavutatav. 5%-se investeerimiskünnise saab arvutada sama kalkulatsiooni alusel, mis tehakse kahju kandmise võime simuleerimisel. Kui isik on mittekogenud investor, saab ta automatiseeritud teavituse, kui üksik investering ületab kas mainitud 5% künnise või 1000 eurot.

Analüüsi kokkuvõttes saab väita, et ÜRM artiklist 21 tulenevad mittekogenud investori kaitsenormid ei ole kooskõlas ühisrahastusteenuse osutajate tehtavate kulutuste ja saavutatava investorkaitse tulemusega. Autori hinnangul ei tagata analüüsitud kaitsenormidega mittekogenud investorite kaitset. Kuivõrd kohustuse rikkumisel on Eesti õiguses võimalik mittekogenud investoril kasutada VÕS-is sätestatud õiguskaitsevahendeid, siis kohustuse täitmise korral lükatakse kogu vastutus mittekogenud investori õlule riskihoiatusega, mis ei piira investorite investeerimistinguid. Kui väita, et investorkaitset ei edendata kaitsenormidega, kuid ühisrahastusteenuse osutaja peab endiselt tegema kulutusi ja arendustegevust, et kaitsekohustustega kaasas käia, siis jõuab autor järelduseni, et ühisrahastusteenuse osutaja kulutused kaaluvad üle ÜRM.-i artikliga 21 taotletava investorkaitse.

Magistritöö autor teeb siin ka tagasiviite esimese peatüki esimesele alapeatükile, mis käsitleb EL-i finantsvaldkonna reguleerimisel kasutatavaid mudeleid tarbija- või mõne muu nõrgema osapoole kaitse reguleerimisel. Kuivõrd ÜRM-i artiklis 21 sätestatud kaitsekohustustega ei kaasne piiranguid investeerimisvõimaluste pakkumisel mittekogenud investorile, on selge, et antud kaitsenormi puhul on tegemist investorkaitse neoklassikalise mudeliga. Eesmärk ei ole konkreetselt piirata investorit, vaid ainult informeerida, et investor saaks vajaliku info alusel ise otsustada oma edasise käitumise üle.

Magistritöö autoril on kaks ettepanekut, kuidas analüüsitud artiklit kohaldada nii, et mittekogenud investorite kaitset edendada. Esimeseks ettepanekuks on eelpool analüüsitud MiFID II sobivuse ja asjakohasuse testi kasutamine ÜRM artikli 21 asemel. Teine ettepanek on sätestada mittekogenud investoritele maksimumsumma, mida nad ühte ühisrahastuspakkumisse investeerida saavad.

Analüüsisides EL-i ühisrahastuse artiklit 21, tekitab see küsimuse, miks oli vajalik määrusega eemalduda MiFID II sobivuse ja asjakohasuse testist ning luua mittekogenud investori kaitsenorm, mis eeldab pealtnäha samas mahus info kogumist ühisrahastusteenuse osutajalt, kuid tulemus ei ole kaugeltki samamoodi personaalne ja reaalse tagajärgedega nagu on MiFID II testid. Vastus sellele küsimusele peitub eelduslikult selles, et ühisrahastusteenuse osutaja puhul on EL-i ühisrahastuse määruse kontekstis tegemist platvormi käitajaga, kes viib potentsiaalsed investorid ja projektiomanikud omavahel digitaalsel platvormil kokku.¹²¹ Investeerimisühingud, kellele MiFID II kohaldub, on defineeritud kui juriidilised isikud, kelle püsiv kutsetegevus on investeerimisteenuste osutamine.¹²² Tulenevalt sellest, et ühisrahastusteenuseid ei hoita sama kõrgel standardil, kui investeerimisühinguid, on EL-i ühisrahastuse määruse tulemuseks lahjendatud investorkaitsenormid. Kuivõrd seaduse eesmärk on investorkaitset arendada ühisrahastuskeskkonnas, kus sissekirjutatud riskid on suuremad, kui mujal traditsioonilistes kauplemissüsteemides, siis pragmaatiliselt hinnates on vajalik, et ühisrahastusteenuse osutajatele laieneks sama standard kui investeerimisühingutele või tuleks neile sätestada kõrgemad standardid. Vastasel korral ei taga mittekogenud investorite kaitsenormide määrusega seatud eesmäärke.

Teiseks potentsiaalseks mittekogenud investorkaitse edendamise ettepanekuks on sätestada mittekogenud investoritele maksimumsumma, mida nad 12-kuulise perioodi jooksul investeerida saavad. Antud ideed on käsitletud ka EL-i ühisrahastuse määruse põhjenduspunktis 46, mis sätestab, et arvestades ühisrahastusprojektidega kaasnevat riski, peaksid mittekogenud investorid vältima nende liigset kasutamist. Liigse kasutuse vältimiseks on asjakohane määrata maksimumsumma, mida mittekogenud investorid ilma piiranguteta konkreetseesse projekti investeerida saaksid.¹²³ Mainitud maksimumsummat määruse sätetes sisustatud pole. Teoreetiliselt tasandil saab väita, et eelnevalt analüüsitud investeerimiskünnise arvutus seostub maksimumsummaga, kuid see ei ole adekvaatne väide, kuna autori hinnangul investeerimiskünnise ületamisel saadav riskihoiatus ei kvalifitseeru piirangu alla ÜRM põhjenduspunkti 46 mõttes.

¹²¹ ÜRM, pp 1.

¹²² MiFID II direktiiv, art 4 lg 1 p 1.

¹²³ ÜRM, pp 46.

Ühisrahastussektorites investorite investeringute maksimumsummaga piiritlemine pole uudne lahendus. Mitmed riigid, nagu näiteks Ameerika Ühendriigid, Belgia, Inglismaa, Austria ja Saksamaa, on riigisisese õigusega piiranud investorite investeringuid investeerimislimiidiga.¹²⁴ Järgnevalt analüüsib autor erinevate riikide lähenemisi maksimum investeerimissumma sätestamisele eesmärgiga investorkaitset edendada.¹²⁵

Ameerika Ühendriikide ühisrahastusturгу reguleerivates sätetes eristatakse samuti kogunud (*accredited investor*) ja mitte kogunud investoreid (*non-accredited investor*).¹²⁶ Investori kvalifitseerimine kogenuks või mitte kogenuks on esmaseks aluseks, mille alusel määratakse investeerimislimiit. 2022. aasta vastu võetud seadusemuudatustega kaotati kogunud investorite ühisrahastustesse investeerimise limiit.¹²⁷ 2022. aasta lõpus muudeti ka mitte kogunud investorite investeerimislimiite ühisrahastusse seoses inflatsiooniga.¹²⁸

Ameerika Ühendriikides sõltub mitte kogunud investori investeerimislimiit kahest näitajast, milleks on isiku netoväärtus ja aastane sissetulek. Kui mitte kogunud investori aastane sissetulek või netoväärtus on alla 124 000 dollari, siis 12-kuulise perioodi jooksul on investori investeerimislimiidiks kas 2500 dollarit või 5%, vastavalt sellele, kumb moodustab rahaliselt suurema summa. Kui investori aastane sissetulek ja netoväärtus mõlemad ületavad 124 000 dollari piiri, siis on investeerimislimiidiks 10% aastasest sissetulekust või netoväärtusest, vastavalt sellele, kumb moodustab rahaliselt suurema summa.¹²⁹ Oluline on siinjuures ka ära märkida, et mainitud limiit kehtib investoritele ühisrahastusprojektide üleselt (*aggregate limit*), ehk piiratud on investeringute kogumaht, mitte üksiku investeringu maht.¹³⁰

¹²⁴ Goethner, M., Hornuf, L., Regner, T. Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act – *Technological forecasting and social change* 2021/162, lk 2.

¹²⁵ Autor analüüsib teiste riikide lähenemist, et võimalusel tuua välja potentsiaalsemaid lähenemisviise EL-I ühisrahastusmäärusele

¹²⁶ Farris, A. H. Strict in the Wrong Places: State Crowdfunding Exemptions' Failure To Effectively Balance Investor Protection and Capital Raising. – *Campbell Law Review* 2016/38, lk 273.

¹²⁷ Li, Y. The regulation of equity crowdfunding in the US: remaining concerns and lessons from the UK – *Journal of corporate law studies* 2022/22, lk 270.

¹²⁸ Updated investor bulletin: crowdfunding investment liimits increase. - <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-53> (09.03.2023).

¹²⁹ Updated investor bulletin: regulation crowdfunding for investors. - <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib-crowdfunding> (09.03.2023).

¹³⁰ Hornuf, L., Schwienbacher, A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? – *Small bus econ* 2017, lk 583. Vt. lisaks USA lähenemise kohta ühisrahastusregulatsioonidele Mäntysaari, P. *Stocks for all: People's capitalism in the twenty-first Century*. Berlin/Boston: de Gruyter 2022, ptk 7.3.

Ühendkuningriikide lähenemine investori maksimuminvesteeringu sätestamiseks on lihtsustatum, kui Ameerikas. Ühendkuningriikides eristatakse samuti investorite tasemeid. Investorid on jagatud kolmele tasemele, milleks on kogenud investor (*sophisticated investor*), kõrge neto väärtusega investor (*high net worth investor*) ja piiratud investor (*restricted investor*) ehk EL-i ühisrahastuse määruuse mõttes mitte kogenud investor.¹³¹ Investeeringu maksimumsumma kohaldub ainult piiratud investoritele.

Piiratud investoriks kvalifitseerimise eelduseks on piiratud investori taotluse täitmine. Investor peab kinnitama, et 12-kuulise perioodi jooksul enne taotluse esitamist, pole ta investeerinud 10% oma varast ühisrahastustesse. Teiseks peab investor kinnitama, et taotluse esitamisest järgnevat 12 kuud, ta ei investeeeri rohkem kui 10% oma varadest ühisrahastustesse. Nende eelduste täitmisel kvalifitseeritakse isik piiratud investoriks ja sätestatakse piiratud investorile ühisrahastussektorisse tehtavate investeeringute limiidiks 10% isiku netovaradest.¹³² Nagu ka Ameerika Ühendriikides, on Ühendkuningriigis sätestatud piiratud investori investeeringupiirang ühisrahastuse ülene, mitte konkreetse projekti põhine.¹³³

Kolmanda näite ühisrahastusinvestoritele maksimum investeeringusumma sätestamisest võib tuua Saksamaal kehtivast ühisrahastuse regulatsioonist. Investeeringulimiidid on Saksa õiguses kehtestatud väikeste investorite kaitse seadusega (*Small investor protection act*). Mainitud seadus jõustus 2015. aastal eesmärgiga kaitsta investoreid ühisrahastusturul.¹³⁴

Kuivõrd Suurbritannia ja Ameerika Ühendriikide lähenemine on sarnane, eristades investorite tasemeid ja sätestades ühisrahastussektori ülese investeeringulimiidi, siis Saksamaal kohalduvad ühisrahastusse tehtavate investeeringute limiidid kõikidele füüsilistele isikutele. Juriidilistele isikute investeeringutele limiiti ei seata. Saksa ühisrahastusregulatsioon on esmane piirang füüsilisest isikust investorile investeeringuteks sätestatud 1000 eurot projekti kohta. Kui investor soovib investeerida suuremat summat, on ta kohustatud ühisrahastusplatvormile teatavaks tegema oma sissetuleku ja varade kohta käiva info. Kui investor platvormile oma varade kohta

¹³¹ PS19/14: Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules. - <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-14.pdf> (09.03.2023).

¹³² COBS 4 annex 5 Restricted investor statement. - <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/4/Annex5.html> (09.03.2023).

¹³³ Hornuf, L., Schwienbacher, A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? – Small bus econ 2017, lk 581.

¹³⁴ Goethner, M., Hornuf, L., Regner, T. Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act – Technological forecasting and social change 2021/162, lk 14.

vajaliku info edastab, on füüsilisest isikust investori limiit 10 000 eurot Saksamaal.¹³⁵ Tähelepanu tuleb juhtida siinkohal sellele, et Saksamaal sätestatud 10 000 eurone piirang kehtib ühe konkreetse ühisrahastusprojekti osas. Ühisrahastussektori ülest investeerimislimiiti Saksamaal kehtestatud pole.¹³⁶

Eeltoodud näited tekitavad küsimuse, miks ei võetud EL-i ühisrahastuse määruse koostamisel olemasolevaid riigisiseseid regulatsioone eeskujuks ja ei sätestatud maksimumlävendit, mida mittekogenud investoril ületada ei lasta. Kõige mõistlikum oleks olnud järgida Ameerika ühendriikide lähenemist investeerimislimiidi seadmisele. EL-i ühisrahastuse määruksesse on juba sisse kirjutatud platvormi kohustus mittekogenud investori investeerimiskünnis määratleda, mis määratletakse investorilt saadava info alusel. Edastatud info põhjal saab ühisrahastusplatvorm arvutada nii ESMA sätestatud reeglite alusel isiku varade netoväärtuse ja ka aastase sissetuleku, millest võiks sõltuda mittekogenud investori investeerimislimiit. Lihtsam viis on ka olemasolevat investeerimiskünnise sätte loogikat kasutada, kuid teha 1000 eurone või 5%-ne netoväärtuse investeerimiskünnis reaalselt investeeringuid piiravaks, mitte informeerivaks teabeks.

Võttes peatüki kokku, on EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 sätestatud mittekogenud investorite kaitsekohustuste puhul tegemist liialt üldiste mittekogenud investoreid kaitsvate kohustustega, mis investeerimist ei välista ja seega ei tundu olevat kooskõlas platvormil lasuvate lisakulutuste tegemise kohustustega. Reaalselt edendamaks investorkaitset pakkus autor välja kaks võimalust. Esimene idee on kohaldada MiFID II sätestatud sobivuse ja asjakohasuse testi ja hoida ühisrahastusteenuse osutajaid samal standardil kui investeerimisinõu pakkuvaid investeerimisühinguid. Selline lähenemine on platvormide jaoks koormav, kuivõrd neile sätestatakse investeerimisühingu kõrgendatud standard, kuid personaalne lähenemine MiFID II testi alusel edendaks investorkaitset, kuna kehtestaks reaalsed piirangud investeeringutele. Teine idee, mille poole magistritöö autor rohkem kaldub, on reaalselt piirava maksimumsumma kehtestamine mittekogenud investoritele. Investeerimiskünnisel põhineva piirava investeerimislimiidi kehtestamine edendataks mittekogenud investorite kaitset ja minimeeriks samaaegselt ühisrahastusplatvormide kulutusi.

¹³⁵ *Ibidem*, lk 3.

¹³⁶ *Ibidem*, lk 2.

3. Investorkaitse lepingueelse järelemõtlemisaja andmise kaudu

3.1 Järelemõtlemisaja sisu ja eesmärk

EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 22 lg-s 2 on sätestatud ühisrahastusteenuse osutaja kohustus võimaldada mittekogenud investoritele lepingueelne järelemõtlemisaeg, mille jooksul võib investor oma ühisrahastuspakkumisega seotud investeerimispakkumise või huvi avaldamise põhjenduste ja tagajärgedeta tühistada.¹³⁷ Järgnevalt analüüsitakse järelemõtlemisaja õiguslikku olemust, investeerimisteenuse osutaja kohustusi, järelemõtlemisaja pikkust ja kaitsetoimet, millist ideoloogilist mudelit on järgitud artikli 22 puhul ning kas teiste riikide õigussüsteemides leidub kaitseenorme, millega artikli 22 kaitset saaks maksimeerida.

Lepingueelse järelemõtlemisaja vajalikkust ja eesmärki on sisustatud EL-i ühisrahastuse määruse põhjenduspunktis 47. ÜRM artiklis 22 sätestatud kaitseenorm on vajalik vältimaks olukorda, kus mittekogenud investor võtab koos ühisrahastusplatvormil pakutava pakkumisega vastu ka pakkumise sõlmida siduv leping, millest ei ole võimalik taganeda.¹³⁸ Eelnõu seletuskirja § 62 sätestab, et lepingueelse järelemõtlemisaja keskne idee on võimaldada mittekogenud investoril tagasi võtta tahteavaldus, mis on suunatud ühisrahastusprojekti investeerimisse.

Taolisi õiguslike konstruktsioone, kus tarbijal, ehk tehingu nõrgemal osapoolel, on õigus teatud ajaperioodi jooksul põhjendamatult taganeda, kutsutakse *cooling-off*¹³⁹ perioodiks. Sätete eesmärgiks on kaitsta nõrgemat osapoolt emotsioonostude eest ja kauba ebasobivuse korral võimaldada kaup tagastada, kartmata negatiivseid tagajärgi.¹⁴⁰ Mittepõhjendatud taganemist võimaldavad tarbijakaitse kaitseenormide esmane käsitus ulatub 1970-ndatesse.¹⁴¹ Euroopa Liidu õiguses on *cooling-off* perioodi rakendatud näiteks tarbijaõiguste direktiivis 2011/83/EL,¹⁴²

¹³⁷ ÜRM, art 22 lg 2.

¹³⁸ *Ibidem*, pp 47.

¹³⁹ Vt. lisaks Brejdak, J. How does the law protect the crowd? About crowd investor protection mechanisms introduced by the EU regulation 2020/1503. – Journal for the international and european law, economics and market integrations 2022/9, No. 2.

¹⁴⁰ Sein, K. VÕS § 56. – Varul, P. jt (koost.). Võlaõigusseadus I. Üldosa (§§ 1-207). Komm vlj. Tallinn: Juura 2016.

¹⁴¹ Sparks, B. A. jt. Cooling off and backing out: Understanding consumer decisions to rescind a product purchase. – Journal of Business Research 2014/65, lk 1.

¹⁴² 25. oktoobri 2011. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/83/EL, tarbija õiguste kohta, millega muudetakse nõukogu direktiivi 93/13/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 1999/44/EÜ ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 85/577/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/7/EÜ. – ELT 304, lk 1-25. Edaspidi Tarbija õiguste direktiiv.

tarbijajale suunatud finantsteenuste kaugturstuse direktiivis 2002/65/EÜ¹⁴³ ja tarbijakrediidilepinguid reguleerivas direktiivis 2008/48/EÜ¹⁴⁴.

Tarbijaõiguste direktiivi 2011/83/EL artikkel 9 sätestab tarbija õiguse kauglepingust või väljaspool äriruume sõlmitud lepingust taganeda, põhjust esitamata ja kandmata lisakulutusi seoses taganemisega.¹⁴⁵ Antud säte kohaldub, kui lepingu poolteks on tarbija, ehk füüsiline isik, kes tegutseb eesmärgil, mis ei ole seotud tema majandustegevusega ja kaupleja, ehk füüsiline või juriidiline isik, kes tegutseb oma majandus- või kutsetegevuse raames.¹⁴⁶ Kaitsenorm kohaldub teenuse osutamise ja müügilepingutele, mis on sõlmitud kauglepinguna või väljaspool äriruume.¹⁴⁷ Direktiivi artikkel 9 on Eesti õigusesse üle võetud VÕS §-ga 56. Seletuskirjas on viidatud VÕS §-le 56 kui normile, millest tulenev kaupade kaugmüügi puhul tarbijatele kohalduv lepingueelne järelemõtlemisaeg on sarnane investorile antud õigusega järelemõtlemisajal lepingust taganeda.¹⁴⁸

Direktiivis 2002/65/EÜ tarbijale finantsteenuste kaugturstamise kohta on ette nähtud tarbija õigus lepingust taganeda sanktsioonideta ja põhjust esitamata (artikkel 6). Antud direktiivis kehtib 14-päevane taganemistähtaeg finantsteenuste kauglepingute suhtes ja kohaldub enamustele finantsteenustele. Teatud juhtudel on taganemistähtaja pikendamine 30. päevale põhjendatud.¹⁴⁹ Nagu ka tarbijaõiguste direktiivis, kohaldub mainitud säte, kui tegemist on sidevahendi abil sõlmitud lepinguga, kuid erinevuseks on see, et antud norm kohaldub finantsteenuste osutamisel, milleks on panga-, krediidi-, kindlustus-, personaalpensioni-, investeerimis- või makseteenus.¹⁵⁰

Direktiiv 2008/48/EÜ reguleerib tarbijakrediidilepingutega seonduvat tarbija õigust põhjuseta taganeda. Artikkel 14 sätestab, et tarbija võib krediidilepingust taganeda neljateistkümne

¹⁴³ 23. septembri 2002. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2002/65/EÜ, milles käsitletakse tarbijale suunatud finantsteenuste kaugturstust ja millega muudetakse nõukogu direktiivi 90/619/EMÜ ning direktiive 97/7/EÜ ja 98/27/EÜ. – ELT 271, lk 1-9. Edaspidi Tarbijate finantsteenuste direktiiv.

¹⁴⁴ 23. aprill 2008. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/48/EÜ, mis käsitleb tarbijakrediidilepinguid ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 87/102/EMÜ. – ELT 133, lk 1-27. Edaspidi Tarbijakrediidi direktiiv.

¹⁴⁵ Tarbija õiguste direktiiv, art 9 lg 1.

¹⁴⁶ *Ibidem*, art 2 lg 1 p 1, p 2.

¹⁴⁷ Vt täpsemalt definitsioone Tarbijate õiguste direktiivis, art 2 lg 1 p 5-8.

¹⁴⁸ Seletuskiri, lk 66.

¹⁴⁹ Tarbijate finantsteenuste direktiiv, art 6.

¹⁵⁰ Vt täpsemalt definitsioone Tarbijate finantsteenuste direktiivis, art 2 lg 1 p a-e.

kalendripäeva jooksul põhjendamatult.¹⁵¹ Antud säte ei ole piiratud ainult kaug- või väljaspool äriruume sõlmitud lepingutele, vaid kohaldub kõikides vormides tarbijakrediidilepingutele. Eesti õiguses on tarbijakrediidilepinguga kaasnev taganemisõigus reguleeritud võlaõigusseaduses §-ides 409, 49⁵ ja 57.

Näitlikustatud EL-i ja Eesti tarbija põhjendamatult taganemise võimaldamise konstruktsioonid on sarnased lepingueelse järelemõtlemisajaga emotsiooniosustude vältimise kontekstis. Sätete põhimõtteline erinevus lepingueelse järelemõtlemisajaga seisneb selles, et lepingueelse järelemõtlemisaja puhul käsitletakse tahteavaldusest taganemist, mitte lepingust taganemist. Vastavalt TsÜS § 69 lg 1 muutub tahteavaldus kehtivaks kättesaamisest. TsÜS § 72 kohaselt võib tahteavalduse tagasi võtta enne tahteavaldust või sellega ühel ajal tahteavalduse saajani jõudva tagasivõtva tahteavaldusega. Tahteavaldusest taganemine pole Eesti õiguses siiani lubatud olnud. Tegemist on uudse lahendusega Eesti õiguse jaoks, mille siseriiklikusse õigusesse üle võtmist ei saa vältida, kuivõrd tegemist on määrusega ÜRM-i puhul.

Miks on ÜRM-is antud investorile õigus taganeda tahteavaldusest? Tahteavaldusest taganemise õigus EL-i ühisrahastuse määruses tuleneb ühisrahastusprojektide olemusest. Projektiomanikul on vaja vastav summa kapitali kaasata projekti. Kui investoritel oleks õigus taganeda juba sõlmitud lepingust, siis toob see kaasa juba kaasatud kapitalist ilmajäämise ajal, mil projekti on juba hakatud teostama. Tahteavaldusest taganemisõiguse korral on välistatud võimalus, et ühisrahastusteenuse pakkuja kannaks riski, et lubatud rahalised vahendid projekti teostamise ajal enam kättesaadavad ei ole. Sellest tulenevalt ei koguta investorilt raha ega kanta seda projektiomanikule üle enne, kui järelemõtlemisaeg on lõppenud.¹⁵²

EL-i ühisrahastuse määruse artikkel 22 lõige 3 sätestab, et lõikes 2 sätestatud järelemõtlemisaeg algab hetkest, mil mittekogunud investor esitab investeerimispakkumise või avaldab huvi. Kuna tegemist on lepinguga seotud tahteavaldusega, mis tehakse eemalviibijale, loetakse tahteavaldus kättesaaduks, kui see on toimetatud ühisrahastuspakkuja tegevuskohta ja tal on mõistlik võimalus sellega tutvuda (TsÜS § 69 lg 3). Ühisrahastuspakkuja tegevuskoha all mõeldakse ühisrahastuspakkuja serverit. Mõistlik võimalus tutvuda sõltub konkreetsetest asjaoludest. Kui ühisrahastusteenuse osutajad on majandus- või kutsetegevuses tegutsevad isikud, saab eeldada, et nad kontrollivad neile saadetud tahteavaldusi korra päevas. Ehk ühisrahastusteenuse osutajat

¹⁵¹ Tarbijakrediidi direktiiv, art 14.

¹⁵² ÜRM pp 47.

saab lugeda tahteavalduse kätte saanuks hiljemalt järgmisest päevast, kui tahteavaldus on jõudnud ühisrahastuspakkuja serverisse.¹⁵³ Tahteavalduse kätte saamisest algab lepingueelne järelemõtlemisaeg kulgema (ÜRМ art 22 lg 3).

TsÜS § 72 sätestab Eesti õiguses tahteavalduse tagasivõtmise viisid. Tahteavaldust ei loeta tehtuks, kui enne või ühel ajal algse tahteavaldusega jõuab tahteavalduse saajani tahteavaldust tagasivõttev tahteavaldus. Ühisrahastusplatvormil tehtav mittekogenud investori tahteavaldus on suunatud vastavasse projekti investeerimise lepingu sõlmimiseks. Tegemist on mitmepoolse tehinguga (TsÜS § 67 lg 2), kuivõrd investor teeb offerdi ja projekti omanik annab aktsepti. Et ühisrahastusplatvormil kasutada praktikas TsÜS § 72 lähenemist, peaksid ühisrahastusplatvormi pidajad investori pakkumist teadlikult hoidma kinni, et tahteavaldus projekti omanikuni ei jõuaks. Sel juhul pole projekti omanikku võimalik lugeda offerdi veel kättesaanuks, kuna see pole jõudnud tema tegevuskohta ja tal pole olnud mõistliku võimalust selle offerdiga tutvuda (TsÜS § 69 lg 3), mis omakorda tähendab, et tahteavaldusest saab veel tagasi võtta mittekogenud investori poolt. Kui taolist tehislikku offerdi kinni pidamist teenuse pakkuja poolt ei tehta ja tahteavaldus jõuab projekti omanikuni, tuleb Eestis siseriiklikusse õigusesse võtta uudne tahteavaldusest taganemise konstruktsioon.

¹⁵³ Kask, L., Laanest, K. Elektroonilise allkirjastamise aja tuvastamine: õiguslikud nõuded ja tehnilised võimalused. – Juridica 2020/4, lk 297.

Lepingueelse järelemõtlemissaja skeem

I etapp

Investor registreerib end platvormil



Investor klassifitseerub mittekogenud investoriks



Tüüptingimustega edastakse mittekogenud investorile info lepingueelse järelemõtlemissaja kestuse, tingimuste ja tagasivõtmise korra kohta (VÕS § 35 lg 1)

II etapp

Mittekogenud investor avaldab huvi/teeb investeerimispakkumise

Pakkumusega kaasneb teenuse pakkuja teavitus 4-päevase järelemõtlemissaja algusest



Järelemõtlemissaeg algab



Ühisrahastusplatvorm peab arvestust järelemõtlemissaja kestuse üle

4 kalendripäeva



4. kalendripäeva möödudes sõlmitakse investeerimisleping



4. kalendripäeva jooksul investor võtab samas vormis nagu tahteavaldus tehtud sai tahteavalduse tagasi ja lepingut ei sõlmita

3.2 Järelemõtlemisaja kestus

ÜRMI artikli 22 järgi algab mittekogenud investori järelemõtlemisaeg hetkest, mil investor esitab investeerimispakkumise või avaldab vastavasisulist huvi. Järelemõtlemisaja periood on neli kalendripäeva.¹⁵⁴

Nelja kalendripäevase järelemõtlemisaja rakendamine ühisrahastusinvesteeringutes võib pärssida kapitali kaasamise protsessi. Sellele on viidanud EL-i ühisrahastuse määruse põhjenduspunkt 48 sätetades, et järelemõtlemisaja kestust tuleb hinnata, kuna antud kaitsenorm võib kaasa tuua liigselt kulutusi kapitali kaasamisse.¹⁵⁵ Järelemõtlemisaja kestuse probleemile on viidatud ka uues Eesti ühisrahastuse eelnõus.

EL-i ühisrahastuse määruuses ja ka esmases Eesti ühisrahastuse seaduse eelnõus sätestatud nelja kalendripäevasest järelemõtlemisajast on uuendatud eelnõu seletuskirja kohaselt paindlikkuse kaalutlusel loobutud. Eelnõus on sätestatud, et mõistlik lepingueelne järelemõtlemisaeg ei saa olla loetud minutid ega tunnid, vaid pigem tuleks anda järelemõtlemisajaks vähemalt üks tööpäev või isegi pikem periood.¹⁵⁶ Autori hinnangul on antud säte teenuse osutajale, ehk kohustatud isikule, ebamääraselt kirjeldatud, mis järelemõtlemisaja kestuse osas konkreetset seisukohta ei väljenda. Eelnõu jätab võimaluse, et igal teenuseosutajal on kaalutusõigus järelemõtlemisaja perioodi määramiseks.

Kuivõrd EL-i määrus on vahetult kohaldatav liikmesriikide õiguses, siis tekib küsimus, kas määrus võimaldab riigisisese õigusega anda teenuse osutajale järelemõtlemisperioodi pikkuse kehtestamise õiguse? Euroopa Liidu toimimise lepingu artikkel 288 sätestab, et määrus on tervikuna siduv ja vahetult kohaldatav kõikides liikmesriikides.¹⁵⁷ Määruse vahetu kohaldatavus ei tähenda iseenesest seda, et kõikidel määruse sätetel oleks vahetu õigusmõju. Vahetu õigusmõju on siis, kui määruse sätted on sõnastatud selgelt ja ei jäta liikmesriikidele kaalutusõigust.¹⁵⁸ ÜRM ei ole sätestanud kaalutusõigust liikmesriikidele määramaks

¹⁵⁴ ÜRM, art 22 lg 3.

¹⁵⁵ *Ibidem*, pp 48.

¹⁵⁶ Seletuskiri, lk 67.

¹⁵⁷ 26. Oktoobri 2012. aasta Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioon. – ELT 326, lk 1-344.

¹⁵⁸ RKHK 3-3-1-79-08, p 14. Vt. ka EK C-403/98, *Azienda Agricola Monte Arcosu Srl versus Regione Autonoma della Sardegna, Organismo Comprensoriale n° 24 della Sardegna and Ente Regionale per l'Assistenza Tecnica in Agricoltura (ERSAT)*, ECLI:EU:C:2001:6.

järelemõtlemisaja kohaldamise kestust. Sellest tulenevalt ei ole eelduslikult võimalik siseriiklikus õiguses modifikatsioone ÜRM-i lepingueelse järelemõtlemisaja kestust reguleerivate sätete ülevõtmisel teha.¹⁵⁹

Kuivõrd ÜRM ja seletuskiri viitavad sellele, et nelja kalendripäevane järelemõtlemisaja kestus on liiga pikk, tekib autoril küsimus, et kas antud periood on piisav, et mittekogenud investoril tekiks investeeringu kaalumise võimalus. Kuivõrd eelmises peatükis näitlikustatud tarbijakaitse sättesättestasid lepingust põhjendamatu taganemise perioodiks 14 kalendripäeva, siis kuivõrd on üle kolme korra lühem ajaraamistik piisav sageli emotsioonide pealt tehtud tahteavalduste tagasivõtmiseks? Analüüsid ÜRM-i, ÜRM-iga seotud seletuskirjasid ja muid materjale, polnud võimalik tuvastada, mis alusel nelja kalendripäevane lepingueelne järelemõtlemisaja periood sätestati. Pole leitav analüüs, mis käsitleks, et neli kalendripäeva on ühisrahastusinvesteeringute puhul täpselt see tähtaeg, mis aitab investoritel vältida emotsiooninvesteeringuid. Kuivõrd taolist järelemõtlemisaja kontseptsiooni pole varasemalt kasutatud investorite kaitsel, on ainuke võimalus järelemõtlemisaja kestuse kvaliteeti hinnata praktilise kogemuse pealt, mis tekib, kui ÜRM siseriiklikusse õigusesse üle võetakse.

Teine probleem, mis järelemõtlemisajaga kaasneb on, et mis hetkel ja kuidas hakkab ühisrahastuspakkumiste lõppenuks lugemine toimuma praktikas? Kuidas lahendatakse olukord, kui mittekogenud investor investeerib projekti vähem kui 4 kalendripäeva enne projekti pakkumise lõppu ja pakkumise lõppedes otsustab oma pakkumusest või huvist taganeda? Kas sel juhul avatakse pakkumine uuesti, kuna võib tekkida olukord, kus projektiomanik ei saa raha kokku mittekogenud investori väljumise tõttu? Taoline probleem võib põhjustada projektide rahastamise venimise ja lõpptulemina projektiomanike eemale tõrjumise ühisrahastusplatvormi abiga raha kaasamisest.

Järelemõtlemisaja kestusega kaasnev kapitali kaasamise venimine on suur risk, kuivõrd selle tulemusena võib ühisrahastusprojektide arvuline maht väheneda. ÜRM ja eelnõu seletuskirja koostajad on arvamusel, et järelemõtlemisaja kestust peaks lühendama, kuid autor on seisukohal, et järelemõtlemisaeg oma eesmärki täidaks, on vaja selle kestust hoopis pikendada.

¹⁵⁹ Vt. lisaks Ginter, C., Schasmin, P. Euroopa Liidu direktiivide mõistmine ja mõju. – Juridica 2021/2.

3.3 Järelemõtlemisaja tingimused

ÜRMI artikli 22 lg 6 kohaselt on ühisrahastusteenuse osutajal kohustus anda potentsiaalsetele mittekogenud investoritele selget ja õigeaegset teavet järelemõtlemisaja ja investeerimispakkumise või huvi avaldamise tagasivõtmise korra kohta.

Selge teabe mõistet artikli 22 lg 6 kontekstis on sisustatud eelnõu seletuskirjas kui kohustust avaldada järelemõtlemisajaga seotud tingimused teenuseosutaja veebilehel nähtaval kohal või muus kohas, kaasa arvatud ka teenuseosutaja mobiilirakenduses.¹⁶⁰

Teabe avaldamise õigeaegsuse kohustus väljendub selles, et ÜRM artikkel 22 lg 6 eristab teavet, mis tuleb edastada enne pakkumise tegemist või huvi avaldamist ja teavet, mis tuleb esitada pärast pakkumise või huvi sisaldava tahteavalduse kättesaamist. Vahetult enne, kui mittekogenud investor saab teha investeerimispakkumise või huvi avaldada, tuleb mittekogenud investorit teavitada pakkumise või huvi avaldamise suhtes kehtivast järelemõtlemisajast, järelemõtlemisaja kestusest ja pakkumise või huvi avaldamise tagasivõtmise korrast. Pärast seda, kui on saadud investeerimispakkumine või on avaldatud huvi mittekogenud investori poolt, teavitab ühisrahastusteenuse osutaja kohe ehk esimesel võimalusel mittekogenud investorit järelemõtlemisaja algusest (ÜRMI art 22 lg 6).

Lepingueelsest järelemõtlemisajast esmane teavitamine toimub eelduslikult tüüptingimustega (VÕS § 35 lg 1), mis sisaldub lepingus, mis sõlmitakse platvormipidaja ja investori vahel, kui investor end konkreetsele platvormile kasutajaks registreerib. Tüüptingimustega investori teavitamine kvalifitseerub enne pakkumise tegemist või huvi avaldamist esitatavaks teabeks. Lepingueelse järelemõtlemisaja algusest teavitamine peaks autori hinnangul toimuma sarnaselt riskihoiatuse esitamisega mittekogenud investorile (vt eelmine ptk). Lepingueelse järelemõtlemisaja alates ilmub investori ekraanile järelemõtlemisaja alguse teavitus, mille kinnitamisel kaob teavitus ekraanilt.

Ühisrahastusteenuse osutajad on kohustatud pidama arvestust ühisrahastuspakkumiste ja huvi avaldamise ning nende saamise aja kohta.¹⁶¹ Arvestuse pidamine pakkumiste ja huvi avaldamiste üle toimub eelduslikult välja töötatud automatiseeritud IT lahenduse abil.

¹⁶⁰ Seletuskiri, lk 59.

Ühisrahastusteenuse osutaja peab võimaldama huvi avaldamist või pakkumist tagasi võtta vähemalt samal viisil, nagu huvi avaldus või pakkumine tehti. Tagasivõtmise vormi osas määruses rohkem täpsustusi pole (ÜRM art 22 lg 5). Kuivõrd pakkumise tegemine ühisrahastusplatvormil toimub nii, et minnakse konkreetse projekti lehel, sisestatakse summa ja vajutatakse nuppu, siis tahteavalduse tagasivõtmine peaks toimuma samal viisil.¹⁶²

ÜRM-is pole tingimusena sätestatud piirsummat investeringupakkumistele, millest alates lepingueelne järelemõtlemisaeg kehtima hakkab. Seevastu uues eelnõus on sätestatud, et lepingueelne järelemõtlemisaeg kehtib mittekogenud investoritele alates 200 euro suurusest investeringusummast. Miinimumsumma määratlemise eesmärgiks on vähendada teenuse osutaja koormamist ja väikeste pakkumiste peatamise protsessi aeglustumise ohtu. Miinimumsumma määratlemisel on eelnõu seletuskirjas viidatud direktiivile 2008/48/EÜ, mis käsitleb tarbijakrediidilepinguid.¹⁶³ Nimelt on ka tarbijakrediidi direktiivis sätestatud direktiivi krediidilepingutele kohaldumise piirang, mis algab summast 200 eurot.¹⁶⁴

Eelnevas alapeatükis sisalduv arutlus liikmesriigi õigusest määruse ülevõtmisel muuta määruses sätestatud kohaldub ka miinimumsumma kehtestamisele. Autor on seisukohal, et kuna ÜRM-is ei ole piirsumma määratlemiseks kaalutusõigust antud, siis liikmesriigil ei ole õigust seda määrusest erinevalt reguleerida.

Nagu töö sissejuhatuses on mainitud, iseloomustab ühisrahastusinvesteringuid väiksemad summad, kui muudes kapitali kaasamise sektorites. Väiksemad summad võivad tähendada massilisi mittekogenud investorite investeringuid, mille üle arve pidamine on järelemõtlemisaja kontekstis teenuse osutaja kohustus. Olenevalt platvormi suurusest võib väiksemahuliste tehingute arv osutada sadade kuni tuhandeteni. IT lahendus, mis järelemõtlemisaja kestust haldab, on lihtne ning ühekordne kulutus, kui aga tegemist on väga suure hulga (tuhandete) pakkumistega, võib olukord muutuda. Eelpool kirjeldatud kaitsenorm tekitab autoris küsimuse, kas järelemõtlemisaja kehtestamise eesmärk on kaitsta investorit ka paarikümne euro suuruste investeringute puhul.

¹⁶¹ ÜRM, art 22 lg 4.

¹⁶² Vt Crowdestate avatud investeerimisprojekte veebilehel: <https://crowdestate.eu/et/opportunities>, (17.01.2023).

¹⁶³ Seletuskiri, lk 67.

¹⁶⁴ Tarbijakrediidi direktiiv, art 2 lg 2 p c.

3.4 Teavitamiskohustuse rikkumise tagajärjed

Teavitamiskohustuse kehtestamisel on oluline, millised võlaõiguslikud kaitsemeetmed rakenduvad, kui teenuse osutaja rikub lepingueelsest järelemõtlemisajast teavitamise kohustust mittekoogenud investorile ja kuidas saab mittekoogenud investor sel juhul end kaitsta. Järelemõtlemisaja kestust käsitlevas peatükis analüüsis autor liikmesriigi õigust EL-i määruse otsekohaldatavust arvestades seda siseriiklikusse õigusesse modifitseeritud kujul üle võtta. Autori analüüsi tulemusena saavad liikmesriigid riigisiseses õiguses määruse norme modifitseerida ainult siis, kui liikmesriikidele on selline õigus jäetud. Tarbijakrediidi direktiivis pole sätestatud, et krediidivõimelisuse hindamise negatiivne tulemus keelaks krediidiandjal tarbijaga lepingut sõlmida. Sellegipoolest on liikmesriigid siseriiklikusse õigusesse sätestanud sellise keelu.¹⁶⁵ Taoline säte on Eesti õiguses VÕS § 403⁴, mille kohaselt võib krediidiandja tarbijaga lepingu sõlmida üksnes juhul, kui ta on veendunud, et tarbija on krediidivõimeline. EL-i ühisrahastuse määruuses pole sätestatud lepingueelsest järelemõtlemisajast teavitamiskohustuse rikkumisega seonduvaid tagajärgi, mille tõttu tuleb pöörduda Eesti riigisisese õiguse poole.

Tagajärgede reguleerimisel võib võtta analoogia korras eeskujuks VÕS § 56 lg 1 sätestatud tarbija õiguse 14 päeva jooksul põhjust esitamata taganeda sidevahendi abil sõlmitud finantsteenuse osutamise lepingust. VÕS § 56 lg 1 sätestatud taganemisõigus hakkab kulgema hetkest, kui tarbija taganemisõigusest teada sai. Taganemisõigus ei ole lõpmatu, vaid lõpeb finantsteenuse osutamise lepingu puhul maksimaalselt 3 kuu jooksul lepingu sõlmimise päevast arvates. Kolme kuu pikkune maksimum tähtaeg rakendub, kui ettevõtja ei teavita VÕS § 54¹ lg 1 järgi tarbijat taganemisõigusest. Kui ettevõtja esitab teabe hilinenult, kuid kolme kuu jooksul, algab taganemistähtaeg päevast, mil tarbija teabe sai ning tähtajaks on 14 päeva.¹⁶⁶ Ettevõtja kohustused, kui tarbija taganeb finantsteenuste osutamise lepingust, on sätestatud VÕS § 56¹ lg-s 2. Ettevõtja on kohustatud tagastama kõik tarbijalt lepingu alusel saadud tasud. Lähtumine sarnasest loogikast EL-i ühisrahastuse määruse lepingueelse järelemõtlemisaja teavitamiskohustuse rikkumisel võimaldaks tagada mittekoogenud investorile reaalse kaitse teavitamiskohustuse järgimata jätmisel teenuse osutaja poolt. Teenuse osutaja

¹⁶⁵ Mak, V. The Myth of the “Empowered customer”: lessons from financial literacy studies. 2021/254, lk 257.

¹⁶⁶ Sein, K. VÕS § 56. – Varul, P. jt (koost.). Võlaõigusseadus I. Üldosa (§§ 1-207). Komm vlj. Tallinn: Juura 2016.

teavitamiskohustuse rikkumisel pikeneks lepinguelse järelemõtlemisaja tähtaeg ja taganemisel oleks teenuse osutaja kohustatud tagastama investeeringu ning vastavad tasud mittekoogenud investorile.

Lähtudes Eesti riigisisest õigusest, on järelemõtlemisaja teavitamiskohustuse rikkumisel mittekoogenud investorit kaitsvad tagajärjed, kuivõrd kohustuse rikkumisega kaasneb järelemõtlemisaja ehk tahteavaldusest taganemise tähtaja pikenedamine ning võimalus investeering täies ulatuses tagasi saada.

3.5 Kokkuvõte ja ettepanekud

Autori hinnangul lepinguelse järelemõtlemisaja probleemiks ei saa olema taotletava investorkaitse eesmärk, kuivõrd eesmärk on arusaadav ja selleks on emotsiooninvesteeringute ära hoidmine mittekoogenud investoritel. Probleemkohtadeks antud sätte puhul on järelemõtlemisaja kestus ja järelemõtlemisaja rakendamiseks sätestatud investeeringu miinimumsumma.

Analüüsid järelemõtlemisaja kestust on Eesti seadusandlus ja ka EL-i seadusandlus arusaamal, et pigem oleks vajalik 4-päevast järelemõtlemisaega lühendada, et vältida kapitali kaasamise protsessi aeglustumist. Teistpidi, lähtudes sellest, et tarbija taganemisõigust võimaldavad sätted annavad tarbijale 14-päevase taganemistähtaja, võiks hoopis argumenteerida, et 4 päeva on liiga lühike aeg. Järelemõtlemisaja pikkusele hinnangu andmine sõltub sellest, millisel eesmärgil taganemisõigus on antud. Kuivõrd eesmärk on anda mittekoogenud investorile võimalus oma positsiooni parandada, st kas omandada teadmisi investeerimisest või parandada oma majanduslikku olukorda, siis jääb nelja päeva pikkune tähtaeg ilmselt ebapiisavaks.

Lepinguelse järelemõtlemisaja miinimumsumma kehtestamine on eelnõus välja pakutud lahendusena kapitali kaasamise aeglustumise ja minimaalsete summade kaitse vastu. Probleem tekib sellest, et ÜRM liikmesriigile miinimumsumma määratlemiseks selget kaalutlusruumi ei anna ja kuivõrd ÜRM on otsekohalduv, siis tegelikult pole liikmesriigil võimalust omavoliliselt miinimumsummat sätestada. See omakorda tähendab, et iga tehing, ükskõik kui väike, võimaldab mittekoogenud investorile lepinguelse järelemõtlemisaja. Tehingute rohkuse tõttu

võib see kapitali kaasamise protsessi aeglustada, mis omakorda vähendab ühisrahastuse kaudu kapitali kaasamise atraktiivsust.

ÜRMI ebaselgust ja sisulisi puudusi kinnitab ka asjaolu, et ÜRM-is on nenditud fakti, et tegemist võib olla kaitsenormiga, mis teenuse osutajatele kulukaks osutub ja kapitali kaasamist piirab, kuid normi rakendamise protseduurilisi nõudeid välja töötatud ei ole.

Analüüsi tulemusena väidab autor, et kuigi nõude eesmärk on arusaadav, siis reaalne kaitsefunktsioon lepingueelsel järelemõtlemisajal on küsitav. Kaitsefunktsiooni tagamise lahenduseks oleks autori hinnangul vajalik sätestada miinimumsumma. Järelemõtlemisaja kestuse muutmine eelnõus on oma mõjult negatiivne. Pikendades järelemõtlemisaja kestust pärsitakse kapitali kaasamise kiirust, mis on aga ühisrahastusteenuste eelis muude investeerimisvõimaluste ees. Lühendades või kehtestades väljapakutud 4 kalendripäeva pikkuse järelemõtlemisaja, tekib olukord, kus reaalne kaitse investorile tagatud ei ole. Antud kujul lepingueelse järelemõtlemisaja reaalne investorkaitse funktsioon eksisteerib ainult siis, kui teenuse osutaja jätab teavitamiskohustuse täitmata, mille tulemusena on mittekogenud investoril võimalik lepingust taganeda.

Autor on seisukohal, et järelemõtlemisaja kehtestamisega saavutatav investorkaitse ei ole tasakaalus võimalusega, et selle tulemusel aeglustub kapitali kaasamise protsess, mis omakorda annab alust väita, et tegemist võib olla ebaproportsionaalsete kulutustega seotud kaitsekohustusega teenuse osutaja jaoks.

Nagu ka eelnevas peatükis kontrollitud kaitsenormi puhul, on ka lepingueelne järelemõtlemisaeg oma olemuselt neoklassikaline investorkaitsenorm. Seda põhjusel, et see ei piira investorit investeeringute tegemisel, vaid annab talle 4- päevase lisaaja, mil jooksul on tal võimalik enda informeeritust parendada.

4. Investorkaitse meetmed ühisrahastussektoris

4.1 Tagatisfond kui investeringute tagamise skeem

Ühisrahastusmääruse põhjenduspunktis 49 on eraldi välja toodud, et investeringute tagamise skeemi ühisrahastuse reguleerimisel ei kohaldata. Investeringute tagamise skeemi mittekohaldamine peab olema põhjendatud, mistõttu analüüsitakse alljärgnevalt võimalikke kohaldamise poolt- ja vastuargumente ning uuritakse, kas investeringute tagamise skeemi kohaldamine ühisrahastusele võiks olla põhjendatud.

EL-i ühisrahastuse määruse põhjenduspunkt sätestab, et direktiiv 97/9/EÜ¹⁶⁷ investeringute tagamise skeemide kohta hõlmab nõudeid, mis tulenevad investeerimisühingu suutmatusest tagastada investoritele võlgnetavat raha, mida on seoses investeerimistegevusega nende nimel käsutatud või suutmatusest tagastada investoritele nende instrumente, mida on seoses investeerimistegevusega nende nimel hoitud, hallatud või käsutatud. Arvestades asjaolu, et MiFID II direktiivi alusel tegevusloa saanud investeerimisühingu osutatud ühisrahastusteenusega seotud varade hoidmine ei hõlma investeerimisteenuse osutamist MiFID II artikkel 4 lg 1 mõttes, tuleb mittekogunud investoreid eraldi teavitada, et investeringute tagamise skeemi kaitset ei kohaldata ühisrahastusplatvormi kaudu omandatud vabalt võõrandatavate väärtpaberite ega ühisrahastuse eesmärgil aktsepteeritud instrumentide suhtes.¹⁶⁸

Investeringute tagamise skeemide direktiivi eesmärk on sätestatud põhjenduspunktides 2 kuni 5. Viidatud põhjenduspunktide kohaselt on investeringute tagamise skeemide direktiivi eesmärk kehtestada usaldusnormatiivid ja eeskirjad, mida investeerimisühingud on kohustatud täitma, et kaitsta investorite õigusi neile kuuluvale rahale ja instrumentidele. Investorite kaitse ja usalduse säilitamine rahandussüsteemi vastu on olulised tegurid, mille saavutamiseks on vajalik, et igal EL liikmesriigil oleks investeringute tagamise skeem, mis tagab vähemalt väikeinvestoritele ühtlustatud miinimumtasemega kaitse, kui investeerimisühing ei ole võimeline täitma oma kohustusi investorite ees. Kuivõrd tegemist on direktiiviga, tuleb järgnevalt analüüsida, kuidas

¹⁶⁷ 3. märts 1997. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/9/EÜ, investeringute tagamise skeemide kohta. – ELT L 84, lk 1-10. Edaspidi investeringute tagamise direktiiv.

¹⁶⁸ ÜRM, pp 49.

direktiiv on Eesti riigisisesse õigusesse üle võetud ja kas kehtivad normid võimaldavad direktiivi eesmärki täita.

Eesti on investeeringute tagamise skeemi direktiivi 97/9/EÜ siseriiklikusse õigusesse üle võtnud tagatisfondi seadusega. Tagatisfondi seadusega on hõlmatud hoiuste tagamise fond, investorkaitse fond, pensionikaitse fond, pensionilepingute fond ja kriisilahenduse fond (TFS § 4 lg 1 p 1-5). Magistritöö eesmärki arvestades on asjakohane analüüsida investorkaitse fondi, mille eesmärk on tagatisfondi seaduses sätestatud tingimustel ja ulatuses tagada investeerimisasutuse klientide ehk investorite poolt paigutatud vahendite kaitse (TFS § 2 lg 1). Investorkaitse fondi reguleerivad normid on leitavad tagatisfondi seaduse IV peatükist.

Investeering on tagatisfondi seaduse mõttes poolte kokkuleppel või õigusaktil põhinev nõue, millest tulenevalt on investeerimisasutus kohustatud investorile välja maksma raha või üle andma väärtpaberid (TFS § 42 lg 1). Üheks pooleks on investeerimisasutus, kes on TFS-i mõistes kas investeerimisühing VPTS mõttes, krediidasutus või fondivalitseja, kellel on õigus valitseda väärtpabereid või hoida kliendi jaoks fondi osakuid või aktsiaid (TFS § 43). Teiseks pooleks on investor, kelle definitsioon on TFS § 2 lg 1 järgi investeerimisasutuse klient. Võrreldes VPTS-i investori mõistega, on TFS-i investori mõiste laiem, kuivõrd VPTS-i kohaselt on investor isik, kellele kuulub väärtpaber või kes on võtnud kohustuse omandada väärtpabereid (VPTS § 6 lg 1).

Investorkaitse osafondi arvel tagatakse ja hüvitatakse investoritele nende investeeringud, mis on tehtud Eestis registreeritud investeerimisasutuses, välisriigi investeerimisasutuse Eesti filiaali kaudu ja investeerimisasutuses, mis osutab investeerimisteenuseid välisriigis piiriülevalt (TFS § 44 lg 1). Maksimumsumma, mis tagatakse ja hüvitatakse investori kohta ühes investeerimisasutuses, on 20 000 eurot (TFS § 44 lg 3).

Hüvitamiskohustuse tekkimise alused ja päev ning isikud, kelle investeeringutele tagatisfondi kaitse ei kohaldu, on reguleeritud TFS §-ides § 48 ja 55. Investeerimisteenuseid osutava krediidasutuse investeeringute puhul tekib fondi kohustus hüvitada investeeringud hoiuste peatamise päeval. Teiste investeerimisasutuste puhul on hüvitamispäevaks investeerimisasutuse pankrotimääruse väljakuulutamise päev, investeerimisühingu tegevusloa või loa kehtetuks tunnistamise päev, loa kehtetuks tunnistamise aluseks oli investeeringutega seotud kohustuste täitmata jätmine, fondivalitseja tegevusloa kehtetuks tunnistamise päev, kui aluseks oli

investeeringutega seotud kohustuste täitmata jätmise fondivalitseja poolt või muu sündmuse või toimingu päev, mille saabumisel kuuluvad investeeringud hüvitamisele (TFS § 55 lg 1). TFS § 48 lg 1 sätestab negatiivselt isikud, kes ei saa kaitset investeeringute tagamise fondilt. Magistritöö raames on oluline täheldada, et kutseline investor on isik, kes kaitset ei saa. Kutselise investori definitsioon TFS-is baseerub VPTS-i definitsioonil (TFS § 48 lg 2).

Tagatisfondi sõnaselge kaitse välistamine ÜRM-is on küsitav, kuivõrd ühisrahastusprojektidesse investeerimine kujutab endast suuremat riski kui investeerimisühingu kaudu tehtavad investeeringud. Projektiomanikud taotlevad ühisrahastuse platvormi kaudu finantseeringut põhjusel, et eelduslikult traditsioonilistest pankadest nad finantseeringut ei saa. Taoline käitumine viitab sellele, et ettevõtte finantsseisund pankade hinnangul pole piisavalt tugev, et finantseeringut saada. Lisaks viitab ka kõrge riskile ühisrahastusprojektide kõrgem lubatav tootlus, kui investeerimisühingute kaudu investeerides. Kui tegemist on kõrgendatud ohuga vähem kogunud investoritele ühisrahastuse näol, siis miks mitte võimaldada ka investoritele kõrgendatud kaitset?

4.2 Hoiu-laenuühistu kohustus liituda tagatisfondiga kui kaitsemeede

Analüüsid ühisrahastusplatvormile kehtestatavat potentsiaalset kohustust liituda tagatisfondiga, toob autor paralleele töö kirjutamise ajal aktuaalse teemaga, milleks on hoiu-laenuühistute seaduse muudatuse eelnõu, eesmärgiga kohustada HLÜ-sid tagatisfondi kaitse skeemiga liituma.

Hoiu-laenuühistute tegevus on Eestis reguleeritud hoiu-laenuühistu seadusega. Hoiu-laenuühistu on finantseerimisasutus, mille peamine ja püsiv tegevus on liikmetega järgnevate tehingute tegemine: hoiustamistehingud hoiuste ja muude tagasimakstavate rahaliste vahendite kaasamiseks, laenutehingud, liisingutehingud, lepinguriigi sihtasutuste, struktuurifondide, makseagentuuride või teiste sarnaste isikute poolt tagatiste, toetuste, garantiide ja sihtotstarbeliste tagasimakstavate rahaliste vahendite kaasamine ja nende vahendamine, krediidasutuste, finantseerimisasutuste või kindlustusandja poolt pakutavate tagatiste, garantiide ja muude tagasimakstavate rahaliste vahendite kaasamine ja nende vahendamine, nõustamine majandustegevustega seonduvates küsimustes ja muud sarnased tehingud (HLÜS § 3; § 6).

Hoiu-laenuühistu seaduse eelnõu on HLÜ-de hoiuste tagamist tagatisfondiga liitumisel põhjendanud sellega, et HLÜ-de juhtimise kvaliteet pole piisaval tasemel, liikmete aktiivsus on madal ja see omakorda võimaldab HLÜ-sid juhtivatel isikutel ühistusse usaldatud liikmete varasid kuritarvitada. Tagatisfond, kes krediidasutuse maksejõuetuse korral hüvitab isikutele hoiused, ei taga HLÜ-de hoiuseid, kuid eksitava reklaami tõttu võib avalikkuses levida arvamus, et ka HLÜ-de poolt kaasatud hoiused on riikliku tagatisskeemi poolt kaitstud.¹⁶⁹ HLÜ on täna üks väheseid finantseerimisasutuse vorme, mis ei kuulu Finantsinspektsiooni järelevalve alla. Samas kuuluvad enamjaolt kõik teised finantsteenuseid osutavad asutused nagu pangad, tarbimiskrediiti väljastavad ja vahendavad ettevõtjad, fondivalitsejad, investeerimisühingud, kindlustusandja, makseasutused ja e-raha asutused järelevalve alla.

HLÜ-de rangema regulatsiooni sätestamise põhjuseks on ka hiljuti aset leidnud suuremahulised ühistuliikmete raha kuritarvitamised. Kuulsaimaks kuritarvituseks on HLÜ ERIAL-iga seotud juhtivatele isikutele esitatud süüdistus investeerimiskelmuses, pettuses ja kelmuses. Süüdistuse kohaselt manipuleeriti teabega, mida avalikkusele ja hoiustajatele esitati, eesmärgiga kaasata uusi hoiuseid ning väljastada suuremas mahus laene. Süüdistuse järgi omastati ligikaudu 1 miljon eurot.¹⁷⁰

HLÜ-de sidumiseks tagatisfondiga on kavas ümber korraldada HLÜ-d ühistupankadeks. Ühistupank on Eesti õiguse kohaselt krediidasutus, mis tähendab, et neile kohaldub suures osas krediidasutuste seadus (KAS § 38) ja teatud ulatuses ka HLÜS. Kui HLÜ-sid käsitletakse ühistupankadena, tuleb neile anda ka tagatisfondi kaitse.¹⁷¹

Kokkuvõttes saab eelnõu kohaselt ühistupankade puhul olema tegemist tavapärase pangaga, mis tähendab, et neile kohaldub pankadele laienev õigusraamistik, seal hulgas Tagatisfondi kaitse koos kõikide osafondidega.

¹⁶⁹ Hoiu-laenuühistu seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskiri, lk 43. - <https://eelvoud.valitsus.ee/main/mount/docList/db5ae432-6d08-4896-972c-101c32e9d2ce#aNTTR3Cu> (11.04.2023). Edaspidi HLÜ eelnõu

¹⁷⁰ Vt. artiklit „Miljoni euro omastamises süüdistatavad ERIAL-i juhid astusid kohtu ette“ - <https://arileht.delfi.ee/artikkel/94934143/fotod-miljoni-euro-omastamises-suudistatavad-erial-i-juhid-astusid-kohtu-ette> (11.04.2023).

¹⁷¹ HLÜ eelnõu, lk 7.

4.3 Ühisrahastusplatvormi võimalik liitumiskohustus

HLÜ-de kavandatav muutmine ühistupankadeks annab alust küsida, kas selline madalama vastutusstandardiga finantsvaldkonna subjekti vastutusstandardi tõstmine klientide ees võiks olla mudeliks ka ühisrahastusplatvormidele riigisisese õiguses kõrgema vastutusstandardi kehtestamisel. MiFID II direktiivi ja EL-i ühisrahastuse määruse investorkaitse õigusaktide rangusaste ja tagajärjed erinevad (vt eelpool 2. ptk). Ühisrahastusplatvormi soovitakse eraldada investeerimisühingutest, pannes neile investorkaitse kohustused, mis tegeliku ühisrahastusprojektidega seotud riskiastet ei toeta. Nii võib küsida, kas HLÜ-de kui finantsteenuseid osutavate subjektidele kehtestatavate nõuete karmistamine ei peaks laienema ka ühisrahastusplatvormidele.

HLÜ-de regulatsiooni karmistamise põhjuseks võib pidada eelkõige negatiivset praktikat (pettused jms), mis on olnud ka ühisrahastusplatvormidele kehtestatavate nõuete karmistamisel üheks argumendiks. Üheks avalikkuse huviorbiidis olevaks juhtumiks on Envestio ja Kuetzali petuskeem, mille suhtes alustati Eestis 2020. aasta jaanuaris kriminaaluurimine.¹⁷² Uurimine algatati, kuna nimetatud platvormid lõpetasid oma tegevuse 2020. aasta jaanuaris ning koos tegevuse lõpetamisega kadusid ka investorite investeeringud. Envestio kodulehel oli investeerijaid 13 000 30 miljoni euro mahus ning Kuetzali maht oli 10 miljonit eurot.¹⁷³

Eesti finantssektori varade ja SKP suhtarvu võrdlus ühisrahastussektori ja HLÜ-de vahel. 2020. aasta lõpu statistika kohaselt oli HLÜ-de varade ja SKP suhe 0,6%. Ühisrahastuse varade suhtarv SKP-sse oli 1,6%.¹⁷⁴ Taoline suhtarvude erinevus, mis kaalub ühisrahastuse varad pea kolmekordselt üle HLÜ-de varadest, viitab samuti sellele, et ühisrahastussektori regulatsioonid peaksid olema ehk rangemadki, kui hoiu-laenuühistute valdkonnas.

¹⁷² Vt artiklit „Kas Envestio ja Kuetzal puhul oli tegemist pettusega?“ – <https://www.politsei.ee/et/uudised/kas-envestio-ja-kuetzalpuhul-oli-tegemist-pettusega-1151> (18.01.2023).

Vt ka ECN reports Kuetzal and Envestio to National Conduct Authority. – <https://eurocrowd.org/2020/01/22/ecnreports-kuetzal-and-envestio-to-national-conduct-authority/>, (18.01.2023).

¹⁷³ Vt nt artiklit „Investorid tühjade pihkutega jätnud Eesti platvormid skeemitasid raha Aasiasse.“ – <https://arileht.delfi.ee/artikkel/90098891/investorid-tuhjade-pihkudega-jatnud-eesti-platvormid-skeemitasid-rahaaasiasse> (27.02.2023).

¹⁷⁴ Seletuskiri, lk 15.

Lisaks varade mahule ja pettustele saab väita, et ühisrahastussektoris tehtavate tehingute iseloom on riskantsem, kui HLÜ-de puhul. Nagu ka töös eelnevalt on kirjutatud, on ühisrahastusprojektidesse investeerimine riskantne, kuivõrd projektid, milleks raha kaasatakse, on eelduslikult ühisrahastuste kaudu kapitali kaasamise poole pöördunud põhjusel, et pankadest ja teistest finantseerimisasutustest polnud seda võimalik teha. Selle tulemusena, nagu ka sissejuhatuses mainitud, on potentsiaalne teenitav intress 10-15% ühisrahastusprojektidesse investeerides. Võttes näiteks Eesti suurima HLÜ, milleks on Tartu Hoiu-laenuühistu ja investoritele pakutava peamise investeerimise võimaluse, milleks on hoius, siis antud näite puhul on potentsiaalseks aastaseks tootluseks 5%.¹⁷⁵ Investeerimiskriisi hindamise lihtsaimaks aluseks ongi intress ja võrreldes kahte näidet, saab ka väita, et ühisrahastusinvesteeringud on enda loomult riskantsemad.

Antud analüüsi tulemusena on autori hinnangul võimalik järeldada, et tagatisfondi kaitse siseriiklikus õiguses peaks olema kaalukausil ühisrahastust reguleeriva eelnõuga. Ühisrahastussektori varaline maht Eestis kaalub HLÜ-de varalise mahu kolmekordselt üle ja riskid on sarnased kui mitte suuremad kui hoiu-laenuühistutes. Probleemiks on EL-i määrus kui selline. Kuivõrd EL-i ühisrahastusmääruses on spetsiaalselt välistatud platvormide sidumine tagatisfondiga, siis siseriiklikus õiguses pole riigil kohustust ühisrahastussektori mittekogenud investoritele tagatisfondi kaitset anda. Teisalt tuleb ka arvesse võtta, et tagatisfondiga liitumine ei lahenda iseenesest kõiki mittekogenud investorkaitse probleeme ning sellest tulenevalt on tagatisfondiga liitumisele võimalik esitada ka vastuväiteid.

4.4 Vastuväited tagatisfondiga liitumiskohustuse laiendamisele ühisrahastusele

Tagatisskeem seondub täna kapitali alase järelevalve olemasoluga, mille puudumisel pole siseriiklikus õiguses veel tagatisskeemi kaitset vastavale sektorile antud. HLÜ-sid reguleeriva eelnõu loogika seisneb selles, et kvalifitseerides HLÜ-d pankadeks, kohalduvad neile ka olemasolev kapitalialane järelevalve, millest tulenevalt laieneb ka neile tagatisskeemi kaitse. Kui ÜRM välistab selgesõnaliselt tagatisskeemi kaitse ja Eesti ühisrahastusplatvormid pole kapitali

¹⁷⁵ Vt. kodulehte. Tartu Hoiu-laenuühistu. - <https://www.tartuhly.ee/Avaleht> (21.03.2023).

alase järelevalve all, siis kas on põhjendatav luua ühisrahastuste tarvis uudne pretsedent ja neile tagatisskeemi kaitset rakendada?

Kas tagatissfondi kvartaliosamaksed on teenuse osutajate jaoks liigselt koormavad? Asutused, kelle klientide investeringutele tagatissfondi kaitse kohaldub, on kohustatud osafondi kvartaliosamakseid tasuma. Kvartaliosamakse suurus on sätestatud TFS §-is 53 ja kvartaliosamakse suuruse määramise täpsemad alused ja kord on sätestatud vastavas määruses¹⁷⁶. Kvartaliosamakse määruse § 3 sätestab, et osamakse suurus on sõltuvuses investeringute mahust ja investeringute väärtusest. Kvartaliosamakse määruse § 7 lg 1 sätestab, et investeringu väärtus määratakse võttes arvesse eelkõige selle turuväärtust. Võttes arvesse ühisrahastusinvesteringute riskiastet ja nende likviidsust projekti kestel, on variant, et vastava kvartaliosamakse arvutamisel ühisrahastusteenuse osutajale, osutub makse selliseks, et teenuse osutaja ei suuda seda teenindada. Sellise olukorra realiseerumisel, seab see ühisrahastussektori teenuse osutaja jaoks sisenemisbarjäärid kõrgele ja tekitab turu koondumise ainult väheste tugevamate teenuseosutajate kätte.

Kas ühisrahastusinvesteringud, mis on riskantne kapitali kaasamise viis, vajab olemasolevatele investorkaitsenormidele veel lisakaitset? ÜRM on mitmetes põhjenduspunktides välja toonud, et ÜRM-i eesmärk on vähendada riske ja suurendada läbipaistvust ühisrahastussektoris. Riskide vähendamise puhul tuleb lähtuda sellest, et riske investeerimisest ära kaotada pole võimalik. Lähtuda tuleb sellest, et tegemist oli teadliku otsusega EL-i poolt, kui tagatissfondi kaitset ÜRM-ile ei laiendatud. Autori hinnangul tuleneb põhjus ühisrahastussektorist olemusest, mida on arvestatud ka ÜRM-i koostamisel.¹⁷⁷ Tegemist on riskantse investeerimiskeskonnaga, mis tähendab, et mittekogunud investorid on kohustatud investeerides teadvustama (vt. eelnevate peatükkide analüüsi), et oht kaotada raha on suurem, kui teistes investeerimisvõimalustes. Sellest tulenevalt on ÜRM-i mõte eelduslikult olnud järgmine: kui soovitakse suuremat intressitulu saada, peavad investorid arvestama ka sellega, et suurema intressitulu lootuses suureneb risk oma investeeritud raha kaotada.

¹⁷⁶ Investorkaitse osafondi kvartaliosamakse arvutamise ning investeringu väärtuse määramise kord. – RT I, 13.04.2011, 12.

¹⁷⁷ ÜRM, pp 42.

Kas tagatisfondi kaitse lisamine viitaks paternalistlikule lähenemisele, mida ÜRM-i loojad pole määruse loomisel järginud? Analüüsisides mittekogenud investorite kaitsesätteid, võib järeldada, et tegemist on kaitsekohustustega, mis keskenduvad mitte piiramisele, vaid investori informeerituse tagamisele. Eesmärgiks on anda investorile informatsiooni, mille põhjal saaks ta ise otsustada oma investeeringu üle ühisrahastuse riskantses sektoris. Tagatisfondi kaitse sätestamine töötaks antud eesmärgile vastu. Ühtepidi võimaldame investeerimisotsuse tegemisel investoril arvestada kõiki muutujaid, aga kui ta seda võimeline tegema ei ole ja selgub, et tegemist on pettusega hoopis projekti puhul, siis sellegipoolest tagame tema investeeringu. Siin saab ka tagasiviite teha magistritöö esimeses peatükis käsitletud põhiteabedokumendile, milles tuleb selgesõnaliselt välja tuua, et pädevad asutused ei kontrolli ega kiida heaks konkreetset projekti ja et investeeringuga võib investor kogu oma raha kaotada. Asjaolu, et investor eelpoolnimetatud infot saab ja enda jaoks riski teadvustab, kuid sellegipoolest investeerib, võiks olla argumendiks, miks tuleks ühirahastusteenuste puhul tagatisfondi kaitse välistada.

Autori hinnangu kohaselt on tagatisfondi kaitse kohaldamine ühisrahastusinvesteeringutele mõistlik kaitsemeede. Seda põhjusel, et võttes arvesse ühisrahastusinvesteeringute riske, pettusi ja mahtu, on tegemist sektoriga, mis nõuab HLÜ-dega võrdluses vähemalt sama tugevat investorkaitset. Kuivõrd ÜRM ei reguleeri ega sea liikmesriigile kohustust hõlmata ühisrahastusteenuste kasutajad tagatisfondi kaitsega, kuid ka ei keela seda, siis võivad liikmesriigid tagatisfondi kaitse kohaldamise vajadust ühisrahastusinvesteeringutele kaaluda ja vajadusel ka kasutada.

Kokkuvõte

Magistritöö uurimisküsimused olid järgnevad. Kuidas tagab kohustus kontrollida mittekogenud investorite teadmisi, kahju kandmise võime simuleerimine ja investeerimiskünnise määramine mittekogenud investori kaitset ja mida tähendab kaitsenormi järgimine ühisrahastusteenuse osutajale kulude põhisel? Millise tarbijakaitse ideoloogilise mudeli alusel läheneti ÜRM artikkel 21 sätte loomisel? Kas teiste riikide või olemasolevates EL-i õigusaktides leidub kaitsenorme, millega EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 21 taotletavat kaitset on võimalik enam maksimeerida ning mille järgimine on ühisrahastusteenuse osutaja jaoks äriliselt vähem koormav? Kuidas tagab mittekogenud investoritele lepingueelne järelemõtlemisaeg investori kaitset ja mida tähendab kaitsenormi järgimine ühisrahastusteenuse osutajale kulude põhisel? Millise tarbijakaitse ideoloogilise mudeli alusel läheneti ÜRM artikkel 22 sätte loomisel? Kas teiste riikide või olemasolevates EL-i õigusaktides leidub kaitsenorme, millega EL-i ühisrahastuse määruse artiklis 22 taotletavat kaitset on võimalik enam maksimeerida ning mille järgimine on ühisrahastusteenuse osutaja jaoks äriliselt vähem koormav? Millised teistes kapitali kaasamise valdkondades kehtivad investorikaitsekonstruktsioonid tagaks mittekogenud investorite kaitset enam kui EL-i ühisrahastuse määruses sätestatud olemasolevad mittekogenud investorite kaitsenormid? Töö uurimisküsimustele leiti töös järgmised vastused.

Mittekogenud investori teadmiste kontroll on tuletatud MiFID II jaekliendi sobivuse ja asjakohasuse testidest. Tegemist on investori teadmiste kontrolliga teenuse osutaja poolt. Teadmiste kontrolli negatiivsel sooritamisel on tagajärjeks mittekogenud investorile edastatav riskihoiatus, mis informeerib investorit investeringutega seonduvatest riskidest. Riskihoiatuse andmine aga ei kohusta teenuse osutajat tõkestama investeerimist. Teadmiste kontrolliga taotletava mittekogenud investori investorkaitse eesmärgi ebaselgeks, kuivõrd kaitse seisneb selles, et investorit teavitatakse investeringutega seonduvast riskist, mis on ka ilma riskihoiatuseta tavalisikule teada. Reaalne kaitse eksisteerib, kui teenuse osutaja jätab teadmiste kontrolli kohustuse täitmata. Selle tulemusena on mittekogenud investoril VÕS-i alusel õigus taganemise õiguskaitsevahendit kasutada.

ESMA tehnilistele standarditele on õiguskirjanduses antud valdavalt hinnang, mille kohaselt on tegemist teenuse osutajate jaoks liigselt koormava kohustusega. Hinnangut on põhjendatud kogutava infomahu eproportsionaalsusega ühisrahastusinvesteeringute summade suhtes. Autori hinnangul pole tegemist koormava kohustusega, kuivõrd tegemist ei ole teadmiste kontrolliga, mis tehakse vastavalt indiviidile, vaid tegemist on automaatotsustega, mis põhinevad väljatöötatud algoritmidel mitte personaalse teadmiste kontrolliga. Teenuseosutajatel on võimalik kohustust täita standartse küsimustikuga, mille nad investoril täita lasevad. Küsimustiku täitmiseks on eelduslikult vaja luua ühekordne IT lahendusel põhinev liidestus.

Mittekogenud investori kahju kandmise võime simulatsioon sarnaneb MiFID II sobivuse testiga, kuivõrd mõlemad õiguslikud konstruktsioonid hõlmavad kahju kandmise võime kohta andmete kogumist. ÜRM-i kahju kandmise võime simuleerimisel on ainult mittekogenud investori informeerimise funktsioon. Simulatsioon arvutab mittekogenud investori 10%-se netoväärtuse, mis ÜRM-i arusaama järgi on näitaja, mis iseloomustab mittekogenud investori kahju kandmise võime taset. Kuivõrd 10%-ne netoväärtus, kui maksimum kahju kandmise võime näitaja, on teoreetiline ja see arvutatakse mittekogenud investori poolt avaldatud kontrollimatu info alusel, väidab autor, et investorkaitse funktsiooni sellel simulatsioonil ei ole. Seda kinnitab ka asjaolu, et mittekogenud investorit investeerimisotsust kuidagi ei piirata. Kuivõrd tegemist on teadmiste kontrolliga sarnase informeerimiskohustusega, siis selle täitmata jätmisel teenuse osutaja poolt on tagajärjeks taganemise õiguskaitsevahendi kasutamise võimalus. See on ainus kaitsefunktsioon kahju kandmise võime simulatsiooni sättel.

Kahju kandmise võime simuleerimise kohustuse täitmine on vähekoormav teenuse osutajale. Teenuse osutajal on vajalik luua kalkulaatorifunktsioon, mis arvutab etteantud valemite ja sisestatud info põhjal personaliseerimata mittekogenud investori 10%-se netoväärtuse. Tegemist on autori hinnangul lihtsa ühekordse IT- lahendusega.

Investeerimiskünnise arvutamise puhul on tegemist uudse EL-i õiguse konstruktsiooniga. Mittekogenud investori investeerimiskünnise määratlemine toimub sarnase kalkulatsiooni alusel nagu kahju kandmise võime arvutamine. Investeerimiskünniseks on ÜRM-is ühe investeeringu puhul mittekogenud investorile määratlenud kas 5% investori netoväärtusest või 1000 eurot. Sellised investeerimiskünnise numbrid kehtivad igale mittekogenud investorile ja ei sõltu konkreetsest investorist ning tema majandusseisust. Olukorras kus mittekogenud investori

investeering ületab kas 1000 eurot või 5% tema netoväärtust, on tulemuseks hoiatus. Hoiatus ei piira mittekogenud investori investeeringute võimalusi, vaid on samuti ainult informeerimisega seotud. Sellest tulenevalt on autor seisukohal, et tegemist on kaitsenormiga, mille täitmisel ei ole mittekogenud investori kaitset parendavat mõju. Investorkaitset parendav mõju väljendub selles, et kuivõrd tegemist on sarnase informeerimiskohustusega, kui seda on teadmiste kontroll ja kahju kandmise võime arvutamine, siis informeerimiskohustuse rikkumisel on mittekogenud investoril eelduslikult õigus kasutada VÕS taganemise õiguskaitsevahendit investeeringust.

Kuivõrd investeerimiskünnise arvutuse tegemiseks on aluseks sama kalkulaator, mis oli ka kahju kandmise võime arvutamisel, on autor seisukohal, et tegemist on vähekoormava teenuse osutaja kohustusega. Kahju kandmise võime ja investeerimiskünnise arvutamise kalkulaator on eelduslikult üks ja sama IT lahendus, mis tuleb ühekordselt teostada.

Analüüsidest ÜRM artikkel 21-st tulenevat kolme kaitsekohustust väidab autor, et tegemist on kaitsekohustustega, mis mittekogenud investorite kaitset ei taga, kuna tegemist on ainult informeerimiskohustustega, mis ei piira mittekogenud investorit investeeringute tegemisel. Olukorras, kus teenuse osutaja ÜRM artikkel 21 sätestatud kohustusi ei täida, on investoritel võimalus VÕS-i taganemise õiguskaitsevahendit kasutada, kuid kohustuse täitmisel lükatakse kogu vastutus mittekogenud investorile riskihoiatuse tegemisega. Kui kaitsekohustused ei taga investorkaitset, kuid teenuse osutaja on sellegipoolest kohustatud kulutusi tegema, on tegemist kulutustega, mis kaaluvad üle ÜRM-i artikliga 21 taotletava investorkaitse.

ÜRM artiklis 21 sätestatud kolme kohustuse (teadmiste kontroll; kahju kandmise võime simulatsioon; investeerimiskünnise arvutamine) puhul on tegemist informeerimiskohustustega, millest on võimalik järeldada, et tegemist on neoklassikalise mudeli järgivate kaitsenormidega. Ehk eesmärk ei ole investorit piirata, vaid anda talle võimalikult laias mahus infot, et ta oleks võimeline ise otsustama oma investeeringute üle.

Autoril on järgmised ettepanekud, kuidas ÜRM investorkaitset artikli 21 kontekstis maksimeerida. Esiteks tuleks kohaldada MiFID II sätestatud sobivuse ja asjakohasuse testi, st teenuse osutaja suhtes tuleks kohaldada sama standardit, mis on kehtestatud investeerimisühingutele. MiFID II sobivustesti põhine lähenemine võimaldaks reaalselt piirata mittekogenud investorite investeerimist, kuna teenuseosutajate koormatus kasvaks, sest kõrgema standardi kehtestamine suurendab ka vastavalt teenuseosutaja kohustusi. Asjakohasuse testi

kohaldamise positiivseks küljeks oleks personaliseeritud konkreetse toote kohta tehtav riskihoiatus. Teiseks edendab ÜRM artikli 21 kontekstis investorkaitset maksimum investeerimissumma kehtestamine mittekogenud investoritele. Analüüsidest Suurbritannia, Ameerika Ühendriike ja Saksamaa õigust, saab väita, et ühtne suhtumine maksimum investeerimissumma kehtestamisse puudub. Maksimum investeerimissummal oleks aga reaalne piirav mõju mittekogenud investorite tehtavatele investeeringutele, mis tähendab, et ka investorkaitse oleks paremini tagatud.

Lepingueelse järelemõtlemisaja puhul on tegemist õigusliku konstruktsiooniga, mida esmakordselt EL-i õiguses kasutatakse. Sätte eesmärk on tagada investorile võimalus nelja kalendripäeva pikkuse järelemõtlemisaja jooksul tehtud nn emotsiooninvesteeringu otsused ümber mõelda, omandades vajalikke teadmisi investeerimisest või parandades enda majanduslikku positsiooni. Säte sarnaneb tarbijakaitses kasutatava *cooling off* lähenemisega. Järelemõtlemisaja probleemideks on selle kestus ja miinimumsumma järelemõtlemisaja rakendamiseks.

Analüüsi tulemusena leiab autor, et nelja kalendripäeva pikkune periood ei ole piisav, et mittekogenud investor saaks oma majanduslikku olukorda või teadmisi investeerimisest parandada. Samuti leiab autor, et ühisrahastuse tehingute rohkust ja üksiktehingute väikest rahalist mahtu arvesse võttes oleks mõistlik kapitali kaasamise protsessi aeglustumise vältimiseks kõikidele mittekogenud investorite investeeringutele järelemõtlemisaega mitte kohaldada.

Kokkuvõttes on lepingueelse järelemõtlemisaja eesmärk ÜRM-is arusaadav, kuid selle eesmärgi täitmine ja investorkaitse tagamine küsitav. Autori hinnangul praktikas järelemõtlemisaeg enda eesmärki ei täida ja investorkaitset ei taga. Kui kaitsesäte investorkaitset ei taga, kuid selle täitmine nõuab teenuse osutajatelt kulutuste tegemist, millega kaasneb kapitali kaasamise protsessi aeglustamine, on tegemist kulupõhiselt liigselt koormava kohustusega teenuse osutajatele.

Lepingueelse järelemõtlemisaja sätte puhul on samuti tegemist neoklassikalise mudeliga järgiva kaitsenormiga. Seda põhjusel, et säte ei piira investorit investeerimisel, vaid võimaldab talle ajaraami, mil jooksul on tal enda informeerituse taset võimalik tõsta.

Kuivõrd lepingueelse järelemõtlemisaja puhul on tegemist täiesti uue õigusliku konstruktsiooniga finantssektoris, mille sarnast autor EL-i ega teiste riikide sätetes ei leidnud, põhinevad autori ettepanekud sätete täiustamiseks sarnaste eesmärkidega tarbijakaitse normide analüüsil ja Eesti seletuskirja märkustel.

EL-i seadusandluse ja Eesti eelnõu seletuskirjas ollakse arusaamal, et nelja kalendripäevane järelemõtlemisaeg võib olla liigselt koormav ühisrahastusteenuse osutajatele, kuna see aeglustab kapitali kaasamise protsessi. Selle tulemusena pigem tahetakse järelemõtlemisaja kestust lühendada. Teistpidi analüüsid seda, et näitlikustatud tarbijakaitsekonstruktsioonides antav 14. kalendripäevane põhjendusteta taganemise tähtaeg on üle kolme korra pikem kui lepingueelse järelemõtlemisaja kestus, on autori hinnang, et järelemõtlemisaja kaitse eesmärgi täitmiseks, on vajalik, et selle kestus oleks pikem. Sel juhul tekib investoril reaalne võimalus enda teadmisi ja olukorda parendada investeerimise kontekstis. Kestuse pikendamine küll pärsib kapitali kaasamise protsessi kiirust, kuid see on ainus võimalus, kuidas säte oma eesmärgi täidaks.

Teine ettepanek on järelemõtlemisaja rakendamiseks sätestatav miinimumsumma. Seletuskirjas märgitud miinimumsumma oleks mõistlik lähenemine järelemõtlemisaja rakendamisel, kuivõrd seaduse eesmärk ei ole kaitsta mittekogenud investorite investeeringuid, mis on mõne kümne euro suurused. Eesmärk peaks olema vältida suuremat kahju. Miinimumsumma määratlemisel nõustub autor seletuskirja lähenemisega, milleks on, et 200 eurot on mõistlik summa, millest alates järelemõtlemisaeg võiks kohalduda. Selline summa pärineb tarbijakrediidi direktiivist.

ÜRM-i mittekogenud investorite kaitse tagamiseks analüüsis autor tagatisfondi kaitse kohaldamise võimalikkust mittekogenud investorite ühisrahastusinvesteeringutele. Tagatisfondi kaitse kohaldamise pooltargumente on autoril kaks. Esiteks on ühisrahastus investeerimisühingute või hoiu-laenuühistutega võrreldava riskiastmega investeerimisvõimalus, mistõttu peab ka investorite kaitse olema sarnane. Teiseks argumentiks on rahaline maht ja võimalikud riskid, mis on ühisrahastusel suuremad kui HLÜ-del, mistõttu peaks ka ühisrahastustele tagatisfondi kaitse kohalduma.

Tagatisfondi kaitse kohaldamisele on vastuväiteid kolm. Esiteks võivad tagatisfondi kaitsega liitumisel tekkivad kvartaliosamaksed teenuse osutajatele liigselt koormavad olla, kuivõrd võttes arvesse ühisrahastusinvesteeringute riskitaset, võivad kvartaliosamaksed summadesse ulatuda, mida saavad teenindada ainult suuremad teenuse osutajad. Teiseks vastuväiteks on asjaolu, et

kuivõrd ühisrahastusinvesteeringutega kaasneb suurem risk ja ÜRM-i teiste mittekogenud investori kaitsenormidega on eesmärk, et isikud teadvustaksid seda riski, siis tagatisfondi kaitse kohaldamine, kui ühe lisa langevarjuna, võib osutada ebapädevaks. Kolmandaks vastuväiteks on tagatisfondi kaitse puhul selle paternalistlik iseloom. ÜRM-i eelnevad mittekogenud investori kaitsenormid lähenesid kõik neoklassikaliste printsiipide alusel, mille eesmärk oli investorit informeerituna hoida, et ta saaks kõige adekvaatsema investeerimisotsuse vastu võtta. Hoida investorit informeerituna ja anda sellegipoolest talle tagatisfondi kaitse, on autori hinnangul vastuolus ÜRM-i neoklassikalisele ideoloogiale.

Autori hinnang on, et tagatisfondi kaitse kohaldamine on mõistlik ühisrahastusinvesteeringutele. Seda põhjusel, et võttes arvesse ühisrahastusinvesteeringute riske, pettusi ja mahtu on tegemist sektoriga, mis nõuab HLÜ-dega võrdluses vähemalt sama tugevat investorkaitset. Kuivõrd selline lähenemine vastandub ÜRM-i eesmärkidega, mis sätestavad selgelt, et tagatisfondi kaitse on välistatud, on siseriiklikult ikka võimalik tagatisfondi kaitset kohaldada ühisrahastusinvesteeringutele.

ÜRM-i väljatöötamisel on võetud aluseks olemasolev MiFID II direktiiv, võttes arvesse “ühisrahastusturu iseärasusi“. Loodud on süsteem, milles investorite tasemete eristamine sarnaneb MiFID II-le ja investorkaitsenormid sarnanevad MiFID II-le või nagu lepingueelse järelemõtlemisaja puhul on kasutusse võetud finantsvaldkonnas esmakordselt nähtud õiguslike investorkaitse konstruktsioone. MiFID II-s kasutatud investorite tasemete eristamisest loobumine ja täiesti uute lähenemiste kasutamine võib kaasa tuua segaduse ühisrahastussektoris. Võttes aluseks ELTIFI ja EuVECA investorite taseme eristamise, kus on MiFID II eristamisaluseid ainult täiendatud, oleks autori hinnangul olnud mõistlik järgida ÜRM-is sama loogikat. Kokkuvõttes on ÜRM-i mittekogenud investorite kaitsenormid, kas hübriidid MiFID II kaitsenormidest või esmakordselt finantssektoris kasutatavad õiguslikud konstruktsioonid, mis realselt investorkaitset ei edenda. Ühisrahastussektorit reguleerivad normid tuleks ühildada MiFID II normidega, mille tulemusena satuvad ühisrahastusteenuste osutajad küll kõrgendatud järelevalve all, kuid sellevõrra oleks tugevam ka investorkaitse.

Protection of non-sophisticated investors in the European Union and Estonian regulations of crowdfunding

Summary

In the last decade, technological development has reshaped financial relationships on a global scale. One of the most notable developments has been the continued growth trend of the crowdfunding sector. In legal literature, it has been found that crowdfunding increasingly allows entrepreneurs who do not qualify for traditional capital raising methods to raise funds through various internet-based financing channels. In the financial sector, crowdfunding is defined as a way of raising capital, in which money is raised in the form of smaller investments from many different investors, and where the parties to the transaction, namely the project owner and the investor, are brought together on various digital crowdfunding platforms. Crowdfunding models are classified into four models, namely the loan-based, equity-based, donation-based, and reward-based models. This thesis analyzes the loan-based crowdfunding and equity-based crowdfunding models.

According to a study by the University of Cambridge in 2017, the financial volume of the alternative financing market can be estimated at 10 billion euros, which means a 36% increase compared to 2016. According to a 2017 study, Estonia is at the forefront of capital intermediation through crowdfunding platforms in Europe, ranking second in terms of capital intermediated through crowdfunding per capita. By the end of 2020, there were approximately 20 companies managing crowdfunding platforms registered in Estonia, with five of them accounting for 90% of the total crowdfunding volume in Estonia. The balance of funding intermediated by crowdfunding platforms was approximately 440 million euros or 1.6% of GDP by the end of 2021. One of the main reasons for this strong growth is the fact that investing in crowdfunding has the potential for higher investment returns than in a low-interest investment environment, ranging from an average of 10-15%. Of course, high returns also indicate a higher risk level, but as the development of crowdfunding shows, people are willing to take greater risks for the sake of higher returns.

Despite the rapid growth and volume of crowdfunding platforms, until 7 October 2020, there was no special regulation in the European Union to regulate crowdfunding. On October 7th 2020 the EU Crowdfunding Regulation (ECR) was adopted. The aim of the ECR is to reduce the fragmentation of the legal framework applicable to crowdfunding services, to ensure the proper functioning of services in the internal market, while improving investor protection and supporting the efficient functioning of the market by promoting the creation of a capital markets union. The regulation applies to both loan-based and investment-based crowdfunding, but does not apply to crowdfunding service providers who mediate in consumer credit.

Despite the lack of European regulations, Estonia has not yet reached a complete regulation of the crowdfunding sector in domestic law. Depending on the crowdfunding model and objectives, crowdfunding platforms in Estonia may be subject various different regulations.

To ensure investor protection, which is one of the main objectives of the ECR, sophisticated and non-sophisticated investors are distinguished and corresponding investor protection levels are established for each category. When distinguishing between sophisticated and non-sophisticated investors, the characteristics used in the MiFID II directive to distinguish between professional clients and retail clients are taken as a basis. In considering the scope of application of the ECR, the peculiarities of the crowdfunding market, especially the experience and knowledge of investors in crowdfunding, must be taken into account when distinguishing between investors.

Investor protection norms are set out in Chapter IV of the ECR. The investor protection provisions that crowdfunding service providers are required to follow for both non-sophisticated and sophisticated investors are set out in Articles 19, 20, 23, 24, 25, and 26. Article 19 of the Regulation specifies the requirements that service providers must comply with when providing information to investors, and Article 20 sets out the requirements for disclosing the late payment rate. Articles 23 and 24 of the Regulation specify the requirements for the project information document or platform-level investment information document, and Article 25 sets out the requirements for the platform notice board, where investors can indicate their interest in buying and selling loans, securities and other instruments. Article 26 of the Regulation sets out the service provider's obligations regarding data management. The requirements applicable to non-sophisticated investors are set out in Articles 21 and 22.

Article 21 of the Regulation, which protects non-sophisticated investors, stipulates the service provider's obligation to check the non-sophisticated investor's knowledge and simulate their ability to bear losses. To ensure that non-sophisticated investors understand the risks associated with crowdfunding investments, crowdfunding service providers are obliged to verify the knowledge of non-sophisticated investors, and in case of lack of knowledge, to explicitly warn them of the risks associated with investing in crowdfunding. Another additional obligation of the service provider to protect non-sophisticated investors is to provide a pre-contractual reflection period. The pre-contractual reflection period is a period during which the non-sophisticated investor can cancel their investment offer in the project without giving any reasons. This is a period during which the non-sophisticated investor can withdraw their declaration of intent without giving reasons.

The topic is relevant due to the obstacles in the process of transposing the Crowdfunding Regulation into domestic law and the practical need, as crowdfunding companies are currently applying for operating licenses. The master's thesis continues the research initiated at the bachelor's level, during which the author analyzed the protection norms for non-sophisticated investors as clients of a crowdfunding platform, but did not analyze possible solutions that would ensure appropriate investor protection for non-sophisticated investors, models on which the investor protection provisions of the ECR are based, or the financial sector regulations in the EU and elsewhere in the world that regulate the protection of non-sophisticated investors.

The aim of the master's thesis is to determine whether the additional obligations imposed by the regulation, which accompany the provision of crowdfunding services to non-sophisticated investors, allow for the achievement of the objectives of the ECR and to what extent the costs associated with the protection norms are proportional to the results achieved. To achieve this goal, the master's thesis examines the service provider's obligations towards non-sophisticated investors in the ECR. The author is of the opinion that the norms contained in the regulation do not provide adequate protection for non-sophisticated investors and are not ensured to be proportional to the financial services offered by other similar entities.

To evaluate the effectiveness of investor protection norms for non-sophisticated investors and the costs of service providers costs associated with adopting these norms, the author analyzes the investor protection given to the non-sophisticated investor with the ECR and opportunities for member states to regulate investor protection further.

To achieve the goal of the master's thesis, the author answers the following research questions:

1. How does the obligation to make an entry knowledge test, simulate loss-bearing ability, and determining the investment threshold ensure protection for non-sophisticated investors and what does complying with the protection norm mean for the crowdfunding service provider in terms of costs?
2. What kind of ideological model was followed during the creation of article 21 in ECR?
3. Are there any protection norms in other countries or existing EU legislation that could maximize the protection sought in Article 21 of the EU crowdfunding regulation, and whose compliance would be less burdensome for the crowdfunding service provider?
4. How does the pre-contractual reflection period ensure protection for non-sophisticated investors, and what does complying with the protection norm mean for the crowdfunding service provider in terms of costs?
5. What kind of ideological model was followed during the creation of article 21 in ECR?
6. Are there any protection norms in other countries or existing EU legislation that could maximize the protection sought in Article 22 of the EU crowdfunding regulation, and whose compliance would be less burdensome for the crowdfunding service provider?
7. What investor protection structures applicable in other areas of capital raising would ensure greater protection for non-experienced investors than the existing protection norms for non-experienced investors in the EU crowdfunding regulation?

To evaluate the potential of the protection norm, the author analyzes the nature of the protection norm set out in the ECR and how this protection norm was planned to be adopted in the Estonian legal system with the draft. As a result of the analysis, it is possible to conclude how restrictive the consequences deriving from the norm are for non-experienced investors and what are the potential consequences for the service provider if the service provider does not fulfill its protection obligation. In addition, the author analyzes investor protection structures that apply to

other investors and have a general protection nature to provide comparative material for assessing investor protection. The author also analyzes which model the ECR was based on when creating investor protection provisions.

The analysis of assessing the costs associated with the protection obligations, is based on the analysis of the norm itself and, if applicable, on the technical standards of ESMA. Based on that the author pragmatically evaluates the financial, human resource, and time costs associated with the service provider's compliance with the relevant protection norm. In terms of costs, it is assessed whether they are one-time or ongoing costs. The costs of complying with the protection measures are compared, and the effectiveness of the investigated protection measure is evaluated. For this purpose, the nature of crowdfunding, the level of risk associated with the service provision, and who the subject is, are taken into account.

To achieve the goal of the thesis, laws and scientific articles are analyzed. With regards to European Union law, the focus is mainly on the ECR and the MiFID II directive. In regards to Estonian law many different regulations are analyzed. The thesis also analyzes bills, for which more precise information on their enactment into law is not yet available. When analyzing the investor protection norms of the ECR, other countries' approaches to regulating the crowdfunding sector are also taken into account.

The entry knowledge test of non-sophisticated investor is derived from the suitability and appropriateness tests of MiFID II. This is a knowledge test performed by the service provider. If the knowledge test is not passed, a risk warning will be given to the non-sophisticated investor, informing them of the risks associated with the investment. The risk warning does not prevent the investor from investing. The goal of the knowledge test, which does not impose any restrictions on non-sophisticated investors, remains unclear, as the protection consists in informing the investor of the risks associated with the investment, which is already known to the average person even without the risk warning. Real protection exists when the service provider fails to fulfill the obligation of the knowledge test. As a result, non-experienced investors have the right to use the right of withdrawal under the Law of Obligations Act.

The common position on the feedback given to the ESMA technical standards was that it is an excessively burdensome obligation for service providers. This position was justified by the disproportionate amount of information to be collected with regard to crowdfunding investments.

According to the author's assessment, this is not a burdensome obligation, as it is not a knowledge test carried out based on an individual, but rather a non-personalized test. As a result, service providers can fulfill this obligation with a standard questionnaire that they ask the investor to fill out. To complete the questionnaire, a one-time IT solution is presumably required.

The simulation of the non-sophisticated investor's ability to bear losses is similar to the MiFID II suitability test, as both legal constructs involve the collection of data on the ability to bear losses. The only function of the simulation is to inform the non-sophisticated investor. The simulation calculates the non-sophisticated investor's 10% net worth, which according to the ECR's understanding is an indicator of the level of the non-sophisticated investor's ability to bear losses. As the 10% net worth, as a maximum loss-bearing ability indicator, is theoretical and is calculated on the basis of uncontrolled information provided by the non-sophisticated investor, the author claims that this simulation does not serve an investor protection function. This is also confirmed by the fact that non-sophisticated investors are not restricted in any way from investing. As this is a similar information providing obligation as the entry knowledge test, the failure of the service provider to fulfill this obligation results in the possibility of using the right of withdrawal. This is the only protective function of the loss-bearing ability simulation.

Fulfilling the obligation of simulating the ability to bear losses is not burdensome for the service provider. The service provider needs to create a calculator that calculates the non-personalized non-experienced investor's 10% net worth based on given formulas and entered information. According to the author, this is a simple one-time IT solution.

The calculation of the investment threshold is a novel construct of EU law. The determination of the investment threshold for non-sophisticated investors is based on a similar calculation to that used for calculating the ability to bear losses. The investment threshold for a single investment, as defined by the Financial Supervision Authority, is either 5% of the investor's net worth or €1,000 for a non-sophisticated investor. These investment threshold numbers apply to every non-sophisticated investor and are not dependent on the individual investor's financial situation. If a non-sophisticated investor's investment exceeds either €1,000 or 5% of their net worth, a warning is given. The warning does not limit a non-sophisticated investor's investment opportunities but is only related to informing the investor. Therefore, the author believes that it is a protective norm that does not improve the protection of non-sophisticated investors. The

investor protection effect is expressed in that, as it is a similar obligation to provide information, such as knowledge control and the calculation of loss-bearing ability, if an inexperienced investor violates the obligation to provide information, the inexperienced investor presumably has the right to use the right to withdraw from the contract provided in the Law of Obligations Act.

As the same calculator is used to calculate the investment threshold as was used for calculating the ability to bear losses, the author believes that it is an obligation of a low-burden for the service provider. The ability to bear losses and the investment threshold calculator are presumably the same IT solution that needs to be performed once.

Analyzing the three obligations arising from Article 21 of the ECR, the author claims that they are obligations that do not protect non-sophisticated investors because they are only obligations to provide information that do not restrict inexperienced investors in making investments. In a situation where the service provider does not fulfill the obligations set out in Article 21, investors have the option to use the right to withdraw from the contract provided in the Law of Obligations Act. However, when fulfilling the obligation, the entire responsibility is shifted to non-sophisticated investors with a risk warning. When the investor protection articles do not provide investor protection, but the service provider is still required to incur costs, the author concludes that it is a cost that outweighs the investor protection sought under Article 21 of the ECR.

In the case of the three obligations set out in Article 21 of the ECR, they are obligations to provide information to non-sophisticated investor, from which it can be concluded that they are investor protection norms following the neoclassical model. That is, the aim is not to limit the investor but to provide them with as much information as possible so that they can decide on their investments themselves.

The author proposes some suggestions on how to maximize investor protection in the context of Article 21 of the ECR. Firstly, applying the suitability test as provided in MiFID II would ensure that service providers are held to the same standards as investment firms. The suitability test approach of MiFID II would effectively limit investments by non-sophisticated investors, meaning that at the same time the burden on service providers were to increase due to the higher standard. Secondly, another idea to promote investor protection in the context of Article 21 would be to establish a maximum investment amount for inexperienced investors. Analyzing the

approaches taken by the UK, the US, and Germany, it can be argued that there are several ways to implement a maximum investment amount. A maximum investment amount would have a real limiting effect on the investments made by non-sophisticated investors, thereby ensuring investor protection.

The pre-contractual reflection period is a legal construction that is used for the first time in EU law. The purpose of this provision is to give investors the opportunity to reconsider investments during a four-day reflection period, by acquiring the necessary knowledge of investment or improving their economic position. The provision is similar to the cooling-off approach used in consumer protection. The problems with the reflection period are its duration and the minimum amount required to apply the reflection period.

The EU legislation and the Estonian draft agree that the four-day reflection period may be too burdensome for crowdfunding service providers as it slows down the process of raising capital. As a result, the reflection period should be shortened. On the other hand, if we compare the 14-day withdrawal period provided in other consumer protection constructions, which is more than three times longer than the duration of the pre-contractual reflection period, it raises the question of whether the reflection period should be extended instead. In the author's view, a four-day period is not sufficient for an inexperienced investor to improve their economic situation or knowledge of investment.

The draft is based on the establishment of a minimum amount for the application of the reflection period to non-sophisticated investors. The need for a minimum amount is justified by the fact that given the large number of crowdfunding transactions and the small amounts involved, it is reasonable not to apply a reflection period to all investments made by non-sophisticated investors to avoid slowing down the process of raising capital. The author agrees with this view, as the legislator must exercise discretion and evaluate whether each amount invested by non-sophisticated investors is significant enough to justify slowing down the process of raising capital and burdening the service provider. The problem with setting a minimum amount is that the ECR has not allowed such an option for member states, which means that it is not possible to adopt this approach in national law.

Overall, the purpose of the pre-contractual reflection period in the ECR is understandable, but its fulfillment and protection of investors are questionable. The author believes that in practice, the

reflection period does not fulfill its purpose nor does it provide investor protection. If the author's opinion is that the protection provision does not provide investor protection but still requires service providers to incur expenses, which slows down the capital raising process, it constitutes an excessively burdensome obligation for service providers.

The provision of the pre-contractual reflection period is also a protective norm that follows the neoclassical model. This is because the provision does not limit the investor in investing, but allows him/her a time frame during which he/she can raise his/her level of knowledge.

Since the pre-contractual reflection period is a completely new legal construct in the financial sector, which the author did not find in similar provisions in EU or other countries, the author's proposals are based on the analysis of consumer protection norms with similar objectives. If we want the reflection period to fulfill its purpose, it is necessary that its duration be longer. In this case, the investor has a real opportunity to improve his/her knowledge and situation in the investment context. Although prolonging the duration slows down the speed of the capital raising process, it is the only way the provision can fulfill its purpose.

The second proposal is the minimum amount to be set for the reflection period to be applied. The minimum amount mentioned in the draft would be a reasonable approach to the application of the reflection period, as the aim of the law is not to protect investments of non-sophisticated investors, which are worth tens of euros. The aim should be to prevent greater harm. The author agrees with the explanatory approach that €200 is a reasonable amount from which the reflection period could apply. This amount comes from the Consumer Credit Directive.

To ensure the protection of non-sophisticated investors in the ECR, the author analyzed the possibility of applying a guarantee fund protection to the investments of non-sophisticated investors in crowdfunding. The author has two arguments in favor of applying a guarantee fund. Firstly, since crowdfunding is a high-risk investment compared to investments made through investment companies or credit unions, investor protection must be at least equally effective. Drawing parallels with credit unions, the author analyzed the application of a guarantee fund for them and found that since the financial volume of credit unions compared to the financial volume of crowdfunding is smaller and the risk of crowdfunding is greater, it is not justified that guarantee fund protection is not applied to crowdfunding.

There are three objections to the application of a guarantee fund. Firstly, the quarterly membership payments that service providers incur when joining the guarantee fund may be overly burdensome. Considering the risk level of crowdfunding investments, quarterly membership payments may reach amounts that can only be serviced by larger service providers. The second objection is that since crowdfunding investments carry greater risks and the aim of ECR's other protection norms for non-sophisticated investors is to make individuals aware of this risk, applying a guarantee fund as an additional safety net may be not reasonable. The third objection is the paternalistic nature of the guarantee fund. All previous protection obligations for non-sophisticated investors in ECR were based on neoclassical principles aimed at keeping the investor informed so that they could make the most adequate investment decision. Keeping the investor informed and still providing them with guarantee fund protection is, in the author's view, counterproductive to ECR's neoclassical ideology.

The author's assessment is that applying a guarantee fund is reasonable for crowdfunding investments. This is because, considering the risks, fraud, and volume of crowdfunding investments, it is a sector that requires investor protection at least as strong as credit unions. Since such an approach contradicts the goals of ECR, which clearly excludes guarantee fund protection, it is still possible to apply guarantee fund protection to crowdfunding investments domestically.

In summary, the master's thesis shows that the creation of ECR is based on the existing MiFID II directive, taking into account the "peculiarities of crowdfunding". By taking this approach, a completely new system has been created, for which there are no previous direct precedents to analyze. The differentiation of investor levels is similar to MiFID II, and investor protection norms are also similar. However, the different approach to differentiating investor levels in ECR creates confusion in the crowdfunding sector. The author suggests that it would have been reasonable to follow the same logic in ECR as in ELTIF and EuVECA in differentiating investor levels, where only the MiFID II differentiation criteria has been supplemented. Regarding investor protection norms, the author analyzed their similarity to MiFID II norms, resulting in hybrid investor protection norms that do not actually promote investor protection or a pre-contractual reflection period for which there are no precedent practices for implementation. The author concludes that it would be reasonable to harmonize crowdfunding regulations with MiFID

II, which would result in service providers being subject to heightened supervision, but also stronger investor protection.

Kasutatud allikad

Kasutatud kirjandus

1. Brejidak, J. How does the law protect the crowd? About crowd investor protection mechanisms introduced by the EU regulation 2020/1503. – Journal for the international and european law, economics and market integrations 2022/9, No. 2.
2. Ebers, M., Quarch, B. M. EU Consumer law and the boundaries of the crowdfunding regulation. Oxford University press 2021.
3. Farris, A. H. Strict in the Wrong Places: State Crowdfunding Exemptions' Failure To Effectively Balance Investor Protection and Capital Raising. – Campbell Law Review 2016/38.
4. Ginter, C., Schasmin, P. Euroopa Liidu direktiivide mõistmine ja mõju – Juridica 2021/2.
5. Goethner, M., Hornuf, L., Regner, T. Protecting investors in equity crowdfunding: An empirical analysis of the small investor protection act – Technological forecasting and social change 2021/162.
6. Hondius, E. The Protection of the Weak Party in a Harmonised European Contract Law: A Synthesis. – Journal of consumer policy 2004/27.
7. Hornuf, L., Schwenbacher, A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? – Small Bus Econ 2017/49.
8. Isaac, A. G. The structure of neoclassical consumer theory. 1998, lk 2. Epstein, R. A. The neoclassical economics of consumer contracts. – Minnesota law review 2007/803.
9. Kask, L., Laanest, K. Elektroonilise allkirjastamise aja tuvastamine: õiguslikud nõuded ja tehnilised võimalused. – Juridica 2020/4.
10. Käerdi, M. Õunpuu, A. VÕS § 402. – Varul, P. jt (koost.). Võlaõiguseadus II. 2. osa. Võõrandamislepingud (§-d 208-270). 3. osa. Kasutuslepingud (§-d 271-421). Komm vlj. Tallinn: Juura 2019.
11. Li, Y. The regulation of equity crowdfunding in the US: remaining concerns and lessons from the UK – Journal of corporate law studies 2022/22.

12. Mak, V. The Myth of the “Empowered customer”: lessons from financial literacy studies. 2021/254.
13. Mäntysaari, P. Stocks for all: People’s capitalism in the twenty-first Century. Berlin/Boston: de Gruyter 2022.
14. Moloney, N. The investor model underlying the EU’s investor protection regime: consumers or investors? – European business organization law review 2012/13.
15. Ortolani, P. Louisse, M. The EU crowdfunding regulation. – Oxford EU financial regulation series, 2022.
16. Parhankangas, A., Landström, H., Mason, C. Handbook of Research on Crowdfunding. – Business Handbook, 2019, 4.
17. Sein, K. Crowdfunding credit services under the new proposal for a new directive on consumer credits. – Law and financial markets review 2022.
18. Sein, K. VÕS § 56. – Varul, P. jt (koost.). Võlaõigusseadus I. Üldosa (§§ 1-207). Komm vlj. Tallinn: Juura 2016.
19. Sparks. B. A. jt. Cooling off and backing out: Understanding consumer decisions to rescind a product purchase. – Journal of Business Research 2014/65.
20. Sunstein, C. The storrs lectures: Behavioral economics and paternalism. – Yale law journal 2013/122.

Muud allikad

21. COBS 4 annex 5 Restricted investor statement. - <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/4/Annex5.html>.
22. Crowdestate avatud investeerimisprojektid. - <https://crowdestate.eu/et/opportunities>.
23. Crowdestate sai esimesena FI-It ühisrahastusteenuse osutaja tegevusloa. - <https://investor.postimees.ee/7727661/crowdestate-sai-esimesena-fi-it-uhisrahastusteenuse-osutaja-tegevusloa>.
24. ECN reports Kuetzal and Envestio to National Conduct Authority. – <https://eurocrowd.org/2020/01/22/ecnreports-kuetzal-and-envestio-to-national-conduct-authority/>.

25. Eesti Panga finantssektori struktuuri ülevaade 2021. -
<https://www.eestipank.ee/finantsstabiilsus/ulevaade-finantssektori-struktuurist>.
26. Eesti panga finantsstabiilsuse ülevaated aastatest 2019 ja 2020. -
<https://www.eestipank.ee/publikatsioonid/finantsstabiilsuse-ulevaade>.
27. ESMA suitability guidelines. - <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-mifid-ii-suitability-requirements-0>.
28. Final report. Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation. -
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1183_final_report_-_ecspr_technical_standards.pdf.
29. FinanceEstonia. Ühisrahastuse Hea Tava. – <http://www.financeestonia.eu/wp-content/uploads/2016/02/%C3%9Chisrahastuse-Hea-Tava.pdf>.
30. Finantsinspeksioon. Ühisrahastus. –
<https://www.fi.ee/et/finantsinspeksioon/finantsinnovatsioon/uhisrahastus>.
31. Hoiu-laenuühistu seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskiri. - <https://eelvoud.valitsus.ee/main/mount/docList/db5ae432-6d08-4896-972c-101c32e9d2ce#aNTTR3Cu>.
32. Investorid tühjade pihkutega jätnud Eesti platvormid skeemitasid raha Aiasse. – <https://arileht.delfi.ee/artikkel/90098891/investorid-tuhjade-pihkudega-jatnud-estii-platvormid-skeemitasid-rahaaasiasse>.
33. Kas Envestio ja Kuetzal puhul oli tegemist pettusega? – <https://www.politsei.ee/et/uudised/kas-envestio-ja-kuetzalpuhul-oli-tegemist-pettusega-1151>.
34. Krüptovara ja ühisrahastuse seaduse eelnõu seletuskiri. Juuli 2022
<https://advokatuur.ee/uploads/files/KrÜS%20SK.pdf>.
35. Krüptovara ja ühisrahastuse seadus. Eelnõu. -
<https://advokatuur.ee/uploads/files/Kr%C3%9CS%20EN.pdf>.
36. Miljoni euro omastamises süüdistatavad ERIAL-i juhid astusid kohtu ette. -
<https://arileht.delfi.ee/artikkel/94934143/fotod-miljoni-euro-omastamises-suudistatavad-erial-i-juhid-astusid-kohtu-ette>.

37. PS19/14: Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback to CP18/20 and final rules. - <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-14.pdf>.
38. Shifting paradigms. The 4th European alternative finance benchmarking report. - <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.Y9GQNXbP0Q8>.
39. Suunised asjakohasust ja üksnes täitmist käsitlevate MiFID II direktiivi nõuete teatud aspektide kohta. - https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3006_gls_on_certain_aspects_of_the_mifid_ii_appropriateness_and_execution-only_requirements_et.pdf.
40. Tartu Hoiu-laenuühistu. - <https://www.tartuhly.ee/Avaleht>.
41. Updated investor bulletin: crowdfunding investment limits increase. - <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-53>.
42. Updated investor bulletin: regulation crowdfunding for investors. - <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib-crowdfunding>.
43. Võlaõigusseaduse ja tarbijakaitseseaduse muutmise seaduse eelnõu seletuskiri. – <https://eelvoud.valitsus.ee/main#7vznXNM2>.
44. Väärtpaberituru seaduse muutmise seaduse 220 SE seletuskiri. – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelvoud/eelnou/1662c4e6-bffa-465b-86e3-1653212572ba>.

Kasutatud õigusaktid

45. Hoiu-laenuühistu seadus. – RT I, 05.05.2022, 12.
46. Investeerimisfondide seadus. – RT I, 17.03.2023, 8.
47. Investorkaitse osafondi kvartaliosamakse arutamise ning investeeringu väärtuse määramise kord. – RT I, 13.04.2011, 12.
48. Krediidiandjate ja -vahendajate seadus. – RT I, 03.06.2022, 18.
49. Krediidiasutuste seadus. – RT I, 17.03.2023, 14.

50. Majandustegevuse seadustiku üldosa seadus. – RT I, 06.04.2021, 5.
51. Makseasutuste ja e-raha asutuste seadus. – RT I, 01.03.2023, 52.
52. Tagatistfondi seadus. – RT I, 30.11.2022, 5.
53. Tulumaksuseadus. – RT I, 17.03.2023, 77.
54. Võlaõigusseadus. – RT I, 17.03.2023, 80.
55. Väärtpaberiturust seadus. – RT I, 17.03.2023, 28.
56. Äriseadustik. – RT I, 23.12.2022, 33.
57. 23. aprill 2008. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2008/48/EÜ, mis käsitleb tarbijakrediitilepinguid ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 87/102/EMÜ. – ELT L 133, lk 1-27.
58. 17. aprill 2013. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 345/2013/EL, Euroopa riskikapitalifondide kohta. – ELT L 115, lk 1-17.
59. 25. aprill 2016. aasta komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – ELT L 87, lk 1-83.
60. 5. aprill 1993. aasta Nõukogu direktiiv 93/13/EMÜ, ebaõiglaste tingimuste kohta tarbijalepingutes. – ELT L 95, lk 1-6.
61. 15. mai 2014. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. – ELT L 173, lk 1-148.
62. 15. mai 2014. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 2015/760/EL, Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide kohta. – ELT L 123, lk 1-24.
63. 3. märts 1997. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/9/EÜ, investeringute tagamise skeemide kohta. – ELT L 84, lk 1-10.
64. 4. november 2003. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. – ELT L 345, lk 1-26.
65. 26. oktoober 2012. aasta Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioon. – ELT L 326, lk 1-344.

66. 25. oktoober 2011. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/83/EL, tarbija õiguste kohta, millega muudetakse nõukogu direktiivi 93/13/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 1999/44/EÜ ja millega tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 85/577/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 97/7/EÜ. – ELT 304, lk 1-25.
67. 7. oktoober 2020. aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 2020/1503/EL, mis käsitleb ettevõtjatele Euroopa ühisrahasusteenuse osutajaid ning millega muudetakse määrust (EL) 2017/1129 ja direktiivi (EL) 2019/1937 (EMPs kohaldatav tekst).– ELT L 347, lk 1-49.
68. 23. september 2002, aasta Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2002/65/EÜ, milles käsitletakse tarbijale suunatud finantsteenuste kaugturstust ja millega muudetakse nõukogu direktiivi 90/619/EMÜ ning direktiive 97/7/EÜ ja 98/27/EÜ. – ELT 271, lk 1-9.

Kasutatud kohtulahendid

69. RKHK 3-3-1-79-08.

70. EK C-403/98, *Azienda Agricola Monte Arcosu Srl versus Regione Autonoma della Sardegna, Organismo Comprensoriale n° 24 della Sardegna and Ente Regionale per l'Assistenza Tecnica in Agricoltura (ERSAT)*, ECLI:EU:C:2001:6.

Kasutatud lühendite loetelu

EL - Euroopa Liit

ELTIF – Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide määrus

ESMA – Euroopa väärtpaberiturujärelevalve

EuVECA – Euroopa riskikapitalifondide määrus

HLÜ – Hoiu- Laenuühistu

MiFID – direktiiv finantsinstrumentide turgude kohta (*markets in financial instruments directive*)

pp – põhjenduspunkt

ÜRM – Euroopa Liidu ühisrahastuse määrus