

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Reet Raidur

**KLIENDI KAITSE PARANDAMISE VÕIMALUSED
INVESTEERIMISNÕUSTAMISE TEENUSE
PAKKUMISEL**

Magistritöö ärijuhtimise magistri kraadi taotlemiseks strateegilise juhtimise erialal

Juhendaja: dotsent Priit Sander, PhD

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele.....

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “..... 2013.a.

Rahanduse õppetooli juhataja

Priit Sander

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

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

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Investeerimisnõustamise protsessi teoreetiline käsitlus	7
1.1. Investeerimisnõustamise teenuse olulisus	7
1.2. Nõustaja roll nõustamisteenuse osutamisel	18
1.3. Regulatsioonide mõju nõustamisteenuse osutamisele	30
2. Investeerimisnõustamise teenuse parendamine AS SEB Pank privaatpanganduse osakonnas – empiiriline analüüs	35
2.1. Investeerimisnõustamine Eesti finantsturul	35
2.2. Investeerimisnõustamine AS SEB Pank privaatpanganduse osakonnas	40
2.3. Järeldused ja ettepanekud	60
Kokkuvõte	63
Viidatud allikad	67
Lisad	72
LISA 1. SEB privaatpanganduse küsimustik investeerimisteenuste osutamiseks	72
LISA 2. Nõustajate intervjuu küsimustik	86
LISA 3. Küsimustiku korrelatsioonimaatriks	87
Summary	88

SISSEJUHATUS

Väärtpaberituru regulatsioonide tõhustamisele ning turuosaliste kaitsele pööratakse alati rohkem tähelepanu pärast olulisi finantskriise. Turu arenedes on vaja läinud hulgaliselt reguleerimist, et vältida eelisseisundi (kas informatsiooni või suuruse tõttu) tekkimist ning selle ära kasutamist. Üldise õigusega (*common law*) riikides on väärtpaberiõigus arenenud keskendudes eelkõige eraõiguslikele printsiipidele, kontinentaalõigusega riikides on kesksel kohal olnud avalik õigus ja tugev riigipoolne järelevalve.

Regulatsioonidele lisaks on vaja ka investorite usaldust süsteemi vastu. Soov teha tulemuslik tehing ühelt poolt ning arusaamine turu toimimise mehhanismidest teiselt poolt loovad eeldused turuosaliste paljususeks. Ajal, kui informatsioon veel ei levinud nii kiiresti kui praegu, oli ilmselt palju neid, kes võitsid tänu mõnele infokillule, mis õnnestus enda kasuks pöörata.

Tänapäeva turg on äärmiselt tundlik informatsiooni suhtes, muutused hindades toimuvad ääretult kiiresti, kiiremini kui jõutakse informatsiooni tõesust kontrollida. Kahtlemata on oma osa siin ka uutel kauplemisplatvormidel ning toodetel ja loomulikult hüppeliselt kasvanud kauplemismahtudel ning turuosaliste arvil. Suurenenud informatsiooni tundlikkus on põhjus, miks fundamentaalse väärtuse referentspunkt turgudel hakkab hajuma, sest uus informatsioon võib selle kiiresti määramatusesse nihutada. Juba mõnda aega on keeruline arvutada investeerimisportfelli efektiivsuskõverat, sest ühte olulistest sisenditest – riskivaba intressimäär – ei olegi nii lihtne leida. Keerukuse kasv nõuab regulatsioonide tõhustamist tasakaalustamiseks suurte turuosaliste ning jaainvestorite ebavõrdset situatsiooni turul.

Magistritöö keskendub jaekliendi kaitse parandamise võimalustele investeerimisenõustamise protsessi käigus. Investeerimisenõustamine on teenus, mida pakutakse klientidele, kellel on soov saada abi ja nõustamist oma vabade vahendite

paigutamiseks. Negatiivsete reaalintressimäärade keskkonnas tuleb oma varade ostujõu säilimiseks võtta riski ja osaleda finantsteenuste turul. Riski võtmine ja finantsteenuste turul pakutavatest toodetest sobiliku leidmine ei ole kuigi lihtne inimesele, kelle põhitegevusala on rahandusest kaugel. Investeerimisalase nõustamise osatähtsus lähiaastatel seetõttu ilmselt kasvab. Nõu andmine ja sellega seonduv leiab töös käsitlemist mitmest vaatenurgast lähtuvalt. Analüüsitakse nõustamist kui kontseptsiooni, regulatsioonide mõju nõustamisteenuse arengule ning nõustaja rolli ja tähtsust nõu andmisel.

Magistritöö aktuaalsus tuleneb ühelt poolt kasvavast nõudlusest teenuse järele, teisalt muutuvast regulatsioonist Euroopa tasandil, mis mõjutab teenusepakkujaid kõigis liikmesriikides. Kõik planeeritavad muudatused ei pruugi olla praktikas rakendatavad viisil, mis võimaldaks teenusepakkumist laiendada ilma nt. hindu tõstmata. Enamgi veel, liikmesriikide tasandil on mitmeid kitsaskohti ka hetkel kehtiva regulatsiooni tulemusliku rakendamisega.

Jaekliendi kaitsemeetmete põhiprintiibid tulenevad suhtes nõrgema poole kaitse vajadusest. Kaitsemeetmete osas on märgata suuremat sidusust tarbijaõiguste üldiste kaitsepõhimõtetega, sest investeerimisnõustamise teenus on oma olemuselt paigutatav teenuste üldisesse kategooriasse. Nõustamisteenus üldisemalt hõlmab endas usaldus- ja käsundussuhte põhielemente.

Magistritöö eesmärk on töötada välja ettepanekud AS SEB Pank privaatpanganduse osakonna investeerimisnõustamise protsessi parandamiseks. Magistritöö eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- käsitleda investeerimisnõustamise teenust teoreetilistest seisukohtadest lähtudes;
- käsitleda teoreetilisest seisukohast nõustaja rolli nõustamisprotsessi osana;
- hinnata regulatsioonide mõju nõustamisprotsessile;
- analüüsida AS SEB Pank privaatpanganduse osakonna küsimustikku investeerimisteenuste osutamiseks kehtivatest regulatsioonidest ning klientide poolt antud vastuste sidususest lähtudes;
- käsitleda privaatpanganduse nõustajaid AS SEB Pank küsimustiku täitmise praktikate osas.

Magistritöö teoreetiline käsitlus põhineb valdkonnas tunnustatud teadlaste töödele. Allikadena on autor kasutanud peamiselt inglise keelseid materjale. Töös on kasutatud nii kogumikke kui teadusartikleid, samuti doktoriväitekirju. Seadusandliku raamistiku avamisel on autor kasutanud õigusakte ning õigusaktide seletuskirju. Töös leiavad kajastamist väga mitmed mahukad uuringud nii Euroopast kui USAst. Töö teoreetiline osa on kvalitatiivne uurimus. Töö empiirilises osas on kasutatud andmete analüüsimiseks Exceli tarkvara, korrelatsiooni analüüsi läbiviimisel on kasutatud SPSS statistikaprogrammi abil koostatud Spearmani korrelatsioonimaatriksit.

Autor tänab oma juhendajat Priit Sanderit professionaalse abi ja heade nõuannete eest. Lisaks soovib autor tänada AS SEB Panka võimaluse eest kasutada panga sisedokumente ning küsimustikke. Autor tänab ka AS SEB Panga privaatpanganduse nõustajaid väärtusliku tagasiside eest küsimustiku osas.

1. INVESTEERIMISNÕUSTAMISE PROTSESSI TEOREETILINE KÄSITLUS

1.1. Investeerimisnõustamise teenuse olulisus

Professionaalse nõustaja nõuanne kliendile peab lähtuma eelkõige kliendi vajadustest, järgides samaaegselt seaduses sätestatud nõudeid ning eetika üldisi põhimõtteid, sest eesmärgiks on kliendile sobiva ja kohase nõu andmine. Teisisõnu peab antav nõuanne olema vastavuses konkreetse kliendi personaalsete asjaoludega.

Investeerimisnõustamine Euroopas on defineeritud kehtivas finantsturgude direktiivis (edaspidi MiFID)¹ järgmiselt: investeerimisnõustamine on isiklike soovitude andmine kliendile kliendi taotluse korral või investeerimisühingu algatusel seoses ühe või mitme finantsinstrumentidega seotud tehinguga². USAs on nõustamine defineeritud läbi nõustaja isiku, Euroopas läbi nõu andmise kui tegevuse. Investeerimisnõustaja definitsioon USAs tuleneb Investeerimisnõustajate seadusest (Investment Advisors Act 1940 §202 [a][11]), mille kohaselt on investeerimisnõustaja iga isik, kes annab tasu eest investeerimissoovitusi või koostab väärtpaperite analüüsi ning annab ostu- või müügisoovitusi, olenemata sellest kas isik juhib kliendi varasid otse või avaldab soovitusel avalikkusele.³ USAs nagu ka Euroopas on viimasel viiel aastal läbi viidud mitmeid mahukaid uurimusi, et esmalt paremini mõista ja seejärel paremini reguleerida investeerimisnõustamise valdkonnas toimuvat.

¹ Direktiiv 2004/39/EÜ; 2006/73/EÜ; määrus NR 1287/2006

² Direktiiv 2004/39/EÜ

³ Investment Advisers Act of 1940 <http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf> 15.04.2013

Eesti siseriiklikus õiguses on investeerimisenõustamine defineeritud Väärtpaberituru seaduses (edaspidi - "VpTS") § 43 lg 1 p 5. Sama paragrahvi lg 5 sisustab investeerimisenõustamise järgmiselt: investeerimisenõustamine on kliendile väärtpaberiga seotud tehingu kohta isikliku soovitus andmine. Soovitus ei ole isiklik, kui see on mõeldud üksnes üldiseks avalikustamiseks või infokanali abil avalikkusele teatavaks või kättesaadavaks tegemiseks. Samuti on VpTS § 43 lg 1 p 4 defineeritud portfelli valitsemine, mille sisustab sama paragrahvi lõige 4 järgmiselt: investeerimisteenuse sisu on väärtpaberitest moodustatud portfelli valitsemine kliendi antud volituse alusel ja iga kliendi puhul eraldi.

Mõlemad teenused on nii Euroopa tasandil kui siseriiklikult defineeritud investeerimisteenustena. Investeerimisteenus on üks finantsteenuste alaliik, mistõttu on loogiline ning klientide poolt kindlasti ka oodatud, et nimetatud teenustele rakenduks kõrgeim hoolsuse määr. Hoolsust nõuab teenusepakkujalt ka seadus, mis sätestab rida kohustusi teenusepakkujale. Autor jätab siinkohal kõrvale seaduses sätestatud organisatsioonilised jm. nõuded ning keskendub peamiselt investeerimisenõustamise ja portfelli valitsemise teenuse pakkumisel olulistele nõuetele. VpTS § 87¹ lg 2 sätestab, et kliendile antav isiklik soovitus peab olema kliendile sobiv (sobivustest) ja põhinema kliendiga seotud asjaoludel (asjakohasustest). Sobivuse ja asjakohasuse väljaselgitamise kohustus lasub investeerimisühingul/teenusepakkujal enne isikliku soovitus andmist. Investeerimisühing peab koguma kliendi kohta piisavalt informatsiooni, et nimetatud asjaolud välja selgitada. Kui klient ei ole valmis nõutud informatsiooni avaldama või on mingi muu põhjus, mis takistab piisavalt infot koguda, ei saa teenusepakkuja isiklikku soovitus anda. Kogutud informatsioon tuleb dokumenteerida ja säilitada ehk teisisõnu ei piisa nõuete täitmiseks vaid vestlusest kliendiga. (VpTS) Seega tuginedes ülaltoodule saab väita, et informatsiooni kogumine, analüüsimine, salvestamine ning kliendile tagasi peegeldamine on nõustamisprotsessi oluline osa.

Leimberg *et al.* (1993) oli üks esimestest, kes kontseptualiseeris finantspalneerimise ja investeerimisenõustamise protsessi. Argumenteeriti vajadust koondada iseseisvad tegevused ühtseks protsessiks eraisikute finants- ja investeerimisenõustamisel. Olulised protsessi osad olid järgmised: (*Ibid.*)

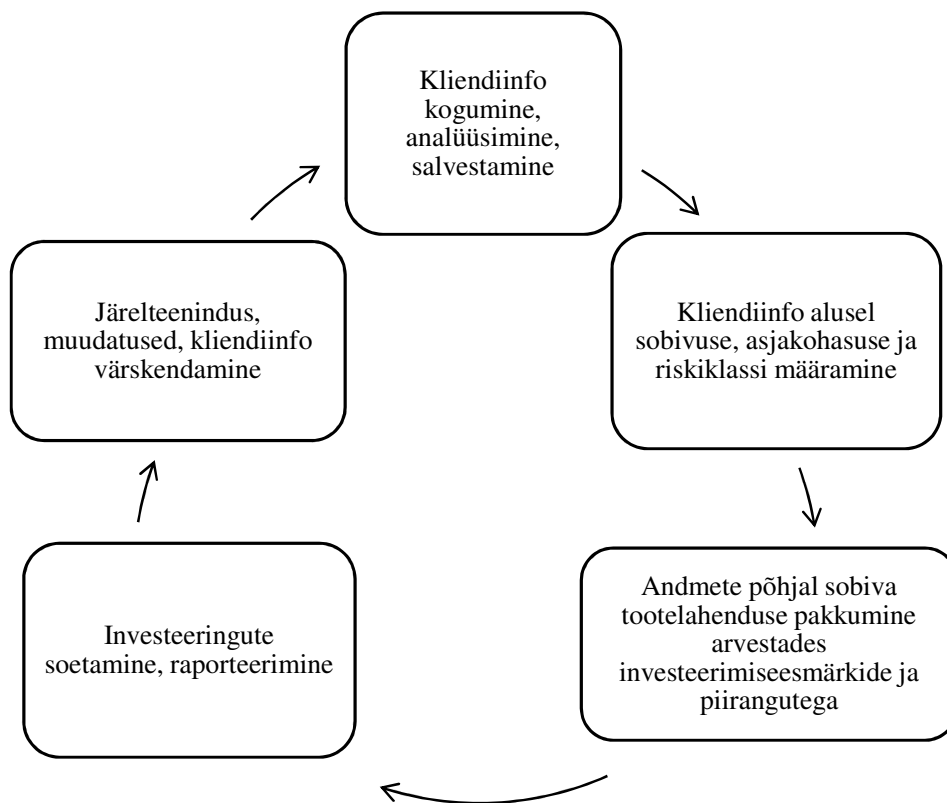
- taustainfo kogumine;

- finantseesmärkide seadmine;
- finantsplaani koostamine;
- plaani elluviimine ning kontrollimine;
- tulemuse mõõtmine.

Protsessi osas ei ole väga palju 20 aastaga muutunud. Ka praegu algab investeerimisenõustamise protsess kliendiinfo kaardistamisest, tõsi nüüd sätestavad regulatsioonid täpsemalt ka kogutava teabe ulatuse. Kohustuslik on koguda andmeid teadmiste ja kogemuste kohta investeerimisvaldkonnas, kliendi rahalise olukorra kohta ning investeerimiseesmärkide kohta. Oma olemuselt on investeerimisenõustamise ning väärtpaberiportfelli juhtimise teenuse pakkumise etapid sarnased. Mõlemal juhul tuleb välja selgitada järgmised asjaolud: (Maginn *et al.* 2007: 10)

- investeerimiseesmärkide ja investeerimispiirangute defineerimine;
- investeerimisstrateegia väljatöötamine;
- portfelli koosseisu detailne otsustamine;
- konkreetsete kokkulepitud tehingute teostamine, positsioonide soetamine;
- portfelli tootluse mõõtmine ja tulemusele hinnangu andmine;
- investori eesmärkide ning isilike asjaolude muutuste ja turuolukorra muutuste jälgimine;
- vajadusel muudatuste tegemine investeeeringutes.

Teenusepakkuja seisukohalt vaadates võib regulatiivsetele nõuetele tuginevalt investeerimisenõustamise protsessi jagada nõustaja-kliendi suhte aspektist viide etappi. Alltoodud joonisel on ära näidatud erinevate investeerimisenõustamise protsessi etappide tegevuste kirjeldus.



Joonis 1. Investeeringunõustamise etapid vastavalt kehtestatud regulatsioonidele (autori koostatud).

Esimese etapi oluliseks osaks on teabe kogumine kliendi kohta, mida tavapäraselt tehakse investeerimiseenuste osutamise küsimustiku täitmise abil. Küsimustikud on välja töötatud kõigil teenusepakkujatel. Peamiseks motivaatoriks on nende väljatöötamisel olnud regulatsioonide areng, mis on suunatud kliendi kaitse tugevdamisele nõustamisprotsessi raames. MiFIDi nõuded on olnud aluseks kvantitatiivsete meetodite kasutuselevõtul riskitaluvuse väljaselgitamisel. Samas võib öelda, et vaatamata laiaulatuslikele teadmistele indiviidide riskivõtmisest ja varade allokeerimisest, jäävad paljud küsimused siiski vastuseta. Küsimustike arendamisel on väga oluline mõista tegureid, mis mõjutavad isiku investeerimisotsust. Silmas tuleb pidada, et eraisik ei ole reeglina tuttav varade allokatsooni teoreetiliste ja matemaatiliste põhjenduste ning teooriatega. Samas on kvaliteetse nõustamise vajalik tingimus pakkuda kliendile investeerimisvalikuid, mis võimaldavad tal mõista ja märgata konkureerivate investeerimisvalikute omavahelist eristuvust (Wenner 2002: 2).

Siiski peab märkima, et kogutava teabe ulatus eri teenusepakkujate lõikes erineb. Euroopa liikmesriikides läbi viidud kontrollnõustamiste käigus ilmnes, et enamjaolt koguti nõustamistel kontrollkliendina esinenud isikutelt vaid baasandmeid, et määratleda kliendi profiili. Sügavuti profiili kaardistamisel tihti ei mindud, katmata jäeti näiteks kliendi finantsteadmised, investeerimiskogemus ja finantsolukord⁴. Sellised tulemused näitavad, et nõustamisi ei viida läbi nõutud tasemel. Kliendiinfo põhjaliku kaardistamiseta ei saa liikuda järgmisse etappi, sest sobivuse määramisel on oluline hinnata kliendi teadmisi ja kogemusi; kas tehing vastab kliendi finantsilisele võimekusele ning kas tehing vastab kliendi investeerimiseesmärkidele (VpTS § 87¹). Asjakohasuse hindamiseks on vajalik aru saada kas kliendi teadmised ja kogemused võimaldavad tal mõista pakutava investeerimisteenusega kaasnevaid riske⁵.

Riski defineeritakse tihti läbi investeeringute volatiilsuse või teisisõnu läbi investeeringute hinnamuutuse aja jooksul. Isiklikul tasandil võib risk tähendada, et investeerimiseesmärgid ei täitu või realiseerub risk kaotada osa oma säästudest. Kliendi riskitaluvuse mõistmine on sobiva ja asjakohase investeerimisstrateegia soovitamisel võtmetähtsusega. Riskitaluvus on väga isiklik ning võib muutuda aja jooksul. (Purkayastha 2008: 17)

Riskitaluvuse mõõtmisel kasutatakse peamiselt demograafilisi, sotsiaalmajanduslikke ning käitumuslikke tegureid. Grable ja Lytton'i (1999) järgi on riskitaluvuse väljaselgitamisel olulised soo, vanuse, abielulise staatuse tunnused. Lisaks omavad tähtsust töökoha, sissetuleku, hariduse, finantsalaste teadmiste ja majanduslike ootuste aspektid.

Bodie *et al.* (2002) argumenteerib, et riskitaluvuse määramisel tuleks kindlasti võtta arvesse ka inimese elutsükli. Eristatakse nelja erinevat elutsükli faasi: akumulatsiooni faas, konsolideerimise faas, kulutamise faas ja kinkimise faas. Riskitaluvuse määr varieerub erinevates elutsükli faasides. Akumulatsiooni faasis on investeerimishorisont pikk ja valmisolek võtta pigem kõrget finantsriski eesmärgiga teenida keskmisest kõrgemat tulu. Konsolideerimise faasis on investeerimishorisont endiselt pikk, kuid

⁴ Report - Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services, 2011

⁵ Ibid.

riskitaluvus on mõõdukas. Kulutamise faas algab kui inimene hakkab aktiivsest tööelust kõrvale jääma ning otsitakse suuremat kaitset oma kogutud kapitalile, võttes siiski teatud osaga oma varast mõõdukal määral riski, et võidelda inflatsiooniga. Kinkimise faas on eelmisega sarnane kapitali kaitse aspektist, risk on pigem madal, osaliselt võidakse teha annetusi heategevusfondidele, lastele. Kulutamise ja kinkimise faas võivad esineda samaaegselt *(Ibid.)*

Autori hinnangul on elutsükli arvestamine oluline mõistmaks kuidas inimese eesmärgid oma varade juhtimisel võivad muutuda. Samas tuleb riskitaluvuse määramisel arvestada veel mitmete muude teguritega. Lisaks ülalmainitule on kindlasti oluline ka näiteks investeerimise eesmärk. Laste tuleviku koolihariduse finantseerimiseks investeeritud vahendid tuleb paigutada riski mõttes teisiti kui täiesti vaba raha, mille osas on klient valmis aktsepteerima kõrgemat riski.

Ardehali *et al.* (2005) märgib, et riskitaluvuse määramine on oluline, sest kasumi maksimeerimine on igasuguse finantstegevuse ja riskivõtmise ülim eesmärk. Kui investeerimisotsus tugineb vaid oodataval rahalisel väärtusel, siis võib otsus olla motiveeritud vaid investeringu olemuslikest tunnustest lähtuvalt ning optimaalne valik peaks kõigile sarnaste eesmärkidega investoritele olema sarnane. Kui investeerimisotsus lähtub oodatavast kasumist, siis tuleb arvestada ka käitumuslike aspektide ja riskitaluvusega. Sel juhul on optimaalsed valikud erinevad, sest iga investori kasumi funktsioon on erinev nagu ka valmisolek kasumi teenimiseks riski võtta ja taluda.

Riski mõõtmine ning riskitaluvuse määramine on investeerimisnõustamise puhul väga oluline, sest on seotud sobiva ning asjakohase nõustamisega MiFIDi nõutest tulenevalt. Riskimäära eesmärk on tihedalt seotud tulumäära eesmärgiga. Riski mõõtmise kontseptsioone on erinevaid – võib mõõta absoluutset või suhtelist riski. Absoluutse riski puhul mõõdetakse standardhälvet või tootluse dispersiooni – tihti kasutatakse viimase mõiste asemel volatiilsust. Standardhälve on ruutjuur volatiilsusest. Suhtelise riski puhul kasutatakse võrdlust mingi konkreetse indeksiga. Riski mõõtmine toimub siis investeerimisportfelli ja võrdlusindeksi kogutulu standardhälbe võrdlemise teel. (Maginn et al. 2007: 11)

Plunus *et al.* (2010) argumenteerib, et investori riskiprofiili on võimalik kirjeldada läbi lineaar-eksponentsiaalse rentaablusfunktsiooni. Investori spetsiifilised koefitsendid on sealjuures – jõukuse tase (varade suurus), riskitõrjuvuse koefitsent ja riski tajumise koefitsent. Neid koefitsente kasutades saab riski tajumist selgitada läbi kolme erineva riski tüübi kaalutud keskmise. Kolmeks riski tüübiks on esmalt volatiilsus, teiseks tootluse asümmeetria ning kolmandaks tootluse jagunemise suure hälve puudumine (*fat-tailedness of return distribution*). Stabiilne investor pöörab rohkem rõhku volatiilsusele ja sellele, kui tihti tuleks tal taluda negatiivset tootlust. Kaitset otsiv investor (*protective*) muretseb enamjaolt vaid ekstreemsete situatsioonide vältimise pärast. Oluline on mõista, et need profiilid ei ole erinevad riskijanu aspektist vaid erinevad riski tajumise perspektiivist. Kapitali kaitse vajadus ja volatiilsuse tõrjumine on eri asjad, kuigi tihti paigutatakse need samasse riskiprofiili. Kapitali kaitse vajadusega klient võib olla valmis taluma volatiilsust, kuid soovib olla kindel, et ekstreemses turusituatsioonis on tema jaoks negatiivsed liikumised piiritletud. (Hübner, 2012: 19)

Riski tajumine ning riskitõrjuvus annavad olulist sisendit investeerimispiirangute määramisele. Investeerimispiirangute arvesse võtmine on investeerimisstrateegia kujundamisel ning ka riskiklassi määramisel olulise tähtsusega. Investeerimispiirangud määratlevad nõustaja tegutsemise raami konkreetse kliendi suhtes. Investeerimispiiranguteks võivad olla näiteks: (Maginn *et al.* 2007: 15)

- likviiduspiirangud – investor määratleb likviidusvaru portfellis või piirangu mitte investeerida ebalikviidsetesse positsioonidesse;
- ajahorisont – investeerimishorisont on tähtis mitte ainult konkreetse positsiooni osas vaid annab olulist sisendit ka riskivõtmise aspektist ning portfelli juhtimise osas tervikuna sh. positsioonide vahetamisel;
- maksuaspektid – konkreetse riigi maksuseadused mõjutavad investeerimisotsuseid, sest investori seisukohalt mõjutab see tootlust;
- juriidilised ja regulatiivsed faktorid – mõjutavad teatud varaklasside või investeerimisinstrumentide soetamise piirangute kaudu investeerimisotsuseid;
- unikaalsed piirangud – investorist tulenevad piirangud nt. regiooni, sektori, varaklassi osas; piirangud võivad tulla ka investeerimiseesmärkidega seotult või

väärtustega seotult (nt. keelatud teha investeringuid instrumentidesse, mis on seotud sõjatehnika tootmise vmt.).

Õige riskiklassi väljaselgitamine mõjutab otseselt kogu nõustamisprotsessi tulemuslikkust ja on äärmiselt oluline kliendi huvide kaitse aspektist. Enamjaolt selgitatakse riskitaluvus välja teabe kogumise järel, hinnates kliendi poolt antud vastuseid kogumis. Küsimustike vastuste hindamiste meetodikaid on mitmeid. Reeglina määratakse kliendile üks riskiprofiil, kuid sellisele lähenemisele esineb ka vastuväiteid.

De Brower (2008: 364) argumenteerib, et idee investori ühest riskiprofiilist tuleb unustada, sest see oleks ohtlik ülelihtsustamine. Vajadustepõhise portfelliteooria üks alusteooriaid on Abraham Maslow vajaduste teooria (1943). Vajaduste põhise investeerimise korral on eri eesmärgiga investeringutel erinev riskiprofiil ning nende agregeerimine üheks riskiklassiks liigne lihtsustamine, mis viib vale investeerimisnõu andmisele. De Broweri hinnangul ei saa investorit iseloomustada vaid ühe riskiparameetri alusel, vajalik ja oluline on hinnata investori riskitaluvust investeerimisesmärkide tähtsuse järgi ning investeringute tüübi alusel (üks suur summa või regulaarne säästmine; fikseeritud pikem ajahorisont või lühiajaline horisont; raha väljavõtmise vajadus portfelist igakuiselt või perioodi lõpus jne), lisaks raha sissevälja liikumiste määra alusel. (*Ibid.*)

Kahtlemata on riskitaluvuse väljaselgitamine ning kliendi riskiprofiili määramine investeerimisnõustamise teenuse üheks olulisemaks tegevuseks. Siiski hõlmab investeerimisnõustamine veel palju muid aspekte. Nõustamisteenuse osutamisel tuleb lähtuda lisaks kliendi riskitaluvusele, eesmärkidele ning teadmistele ja kogemustele veel ka eetika normidest. Oluline on nõustada erapooletult, objektiivselt ja kallutamata.

Paljudel juhtudel võib kliendi ja investeerimisühingu omavahelist suhet iseloomustada kas agendi või usaldusisiku suhtega, kellel on kohustus (*fiduciary duty*) teenida teise poole huve. Usaldusisiku kohustuseks on tegutseda teise isiku huvides ilma ainelist kasu saamata. Usaldusisiku kontseptsioon on alguse saanud tavaõigusest, kus üks isik usaldas oma vara (kinnisvara) teise isiku hoolde. Seda kontseptsiooni on nüüd laiendatud väga paljudele sarnastele situatsioonidele sh. situatsioonidele, kus üks isik tugineb teise isiku

teadmistele ja oskustele. Usaldusisiku suhe sarnaneb agendisuhtele, kus agent on pühendunud tegutsema teise isiku kasuks. (Boatright 2000: 203)

Usaldus – või esindussuhet nähakse seaduses kui kõrgeima hoolsusega kliendi eest tegutsemist. Samuti tuleb siinkohal ära märkida, et hoolsuskohustus hõlmab kahte komponenti – nii hoolsust kui lojaalsust kliendi suhtes. Usaldusisiku vastutus on üsna sarnaselt reguleeritud enamuste riikide seadusandlustes. Hoolsuskohustus⁶ ja teise isiku huvidest lähtumine on peamised printsiibid. Huvide konflikt ilmneb, kui isikul või institutsioonil, kellel on eetiline või juriidiline kohustus tegutseda teise poole huvides on samaaegselt vastupidine huvi ja võimalus tegutseda ka kellegi teise (iseenda) huvides (Boatright 2000: 201). Teisisõnu konflikt tekib kui usaldusisik või agent asetab oma huvid või kellegi kolmanda huvid usaldaja huvidest teadlikult ettepoole. Finantsteenuste pakkumisel on konfliktid olemuslikud, sest paljude lepingute alusel on teenusepakkuja agendi rollis. Huvide konfliktide puhul finantssektoris võime eristada kolme liike konflikte (*Ibid.*):

- tegelikud ja potentsiaalsed huvide konfliktid;
- isikulised ja umbisikulised huvide konfliktid;
- individuaalsed ja organisatsioonilised huvide konfliktid.

Tegelik huvide konflikt on olukord, kus isik tegutseb selle isiku huvide vastaselt, kelle huvides ta kohustatud tegutsema oli. Potentsiaalne huvide konflikt on olukord, kus eeltoodud situatsiooni tekkimine on tõenäoline. Isiklik huvide konflikt on seotud isiklikult kasu saamisega tegevusest, mis on käsundiga antud (nt. *frontrunning* – isiklikud aktsiaostud enne suurklientide tehinguid aga ka *churning* – maaklerite sagedased tehingud kliendi nimel ja arvel, omakasu eesmärgil). Umbisikulised huvide konfliktid tekivad reeglina institutsioonides, kus on palju erisuunaliste huvidega kliente (maaklerfirmad). Agendina tegutsejatelt, olgu selleks organisatsioonid või inividid, eeldatakse usaldusisikule kohase hoolsuse järgmist ja huvide konflikti vältimist või avalikustamist. Peamiselt on organisatsioonilised ja individuaalsed huvide konflikti olukorrad seotud teabe vahetusega finantsinstitutsioonide eri üksuste vahel nt. investeerimispanga ja korporatiivpanga töötajate vahel. (*Ibid.*: 211)

⁶ Eesti seadustes VÕS § 620 ja § 673

Investeeringisnõustamise valdkonnas on üheks huvide konflikti allikaks kolmandatelt osapooltelt hüvitiste saamine, mis on valdkonnas laialt levinud praktika. Fondijuhid jagavad edasimüüjatega teatud osa valitsemistasust ning tehingutasud (sh. teatud juhtudel ka sisenemis- ja väljumistasud) jäävad reeglina edasimüüjale. Tasude struktuur on juba toonud turule pikalt kestvat nurinat klientide poolelt ning andnud võimaluse uutele toodetele nagu näiteks ETF (*Exchange Trade Funds*), mis on oma tasustruktuurilt palju odavamad võrreldes aktiivselt juhitud fondidega. Kehtiv Eesti siseriiklik regulatsioon sätestab tasude võtmise kolmandalt isikult VpTS §-s 85², milles keelab tasude võtmise investeerimisteenuse osutamisel, tehes siiski sama § lg-s 2 erandi järgmiselt: "...investeeringisühingul on õigus kliendile investeerimis- või investeerimiskõrvalteenuse osutamise seoses kolmandale isikule või tema esindajale anda tasu või temalt saada tasu, kui:

- 1) investeerimisühing avaldab kliendile enne vastava investeerimis- või investeerimiskõrvalteenuse pakkumist arusaadavalt, õigesti, täpselt ja täielikult tasu olemasolu, olemuse ja summa või konkreetse summa puudumisel tasu arvutamise meetodika;
- 2) selline tasu parandab kliendile osutatava teenuse kvaliteeti ning ei kahjusta kliendi huve.

Ülaltoodu tähendab, et tasude saamine tuleb avalikustada. SEB on avalikustanud huvide konfliktidega seotud asjaolud kodulehel⁷ ning saadavad tasud tasude teabelehel.⁸ Tasude teabelehed kuuluvad dokumentide hulka, mis edastatakse kliendile enne lepingu (sh. portfelliavalitsemise lepingu) sõlmimist. Olemasolevale kliendile edastatakse tasude teabeleht kliendi nõudmisel. Praktika pinnalt saab väita, et kliendid pööravad sellele informatsioonile väga vähe tähelepanu, ääretult harva on kliendid (sh. käesoleva töö empiirilise uuringu valimisse kuuluvad kliendid) küsinud tasude teabelehte ja soovinud sügavamalt arutelu tasude osas. Tasude väljatoomise kohustus on portfelliavalitsemise puhul väga oluline, kohustades teenusepakkujat tasud kajastama portfelli raportis eraldi ja selliselt, et kliendile oleksid need kergesti mõistetavad.

⁷ vt. lisaks <http://www.seb.ee/investorkaitse>

⁸ vt. lisaks http://www.seb.ee/files/mifid/SEB_mifid_inv-toote-tasu_est.pdf

Euroopa liikmesriikides läbi viidud kontrollnõustamiste käigus ilmnis, et kliendid ei pööra huvide konfliktide avalikustamisele kuigivõrd tähelepanu. Isegi kui nõustamisel nõustaja märgib, et tal on motivatsioon pakkuda vaid oma firma investeerimistooteid või, et tema tasu on seotud müüdud toodetega, ei toonud see kaasa pikka arutelu kliendiga või toote ostmata jätmist. Sellise tulemuse üheks põhjuseks tuleb kindlasti lugeda uuringust ilmnenu fakti, et klient usaldab oma nõustajat. Teisalt tuleks arvestada ka heuristikute ehk rusikareeglite kasutamisega otsustamisel, teisisõnu inimese kognitiivsed piirangud limiteerivad kliendi võimekust analüüsida kogu esitatud teavet.⁹

Nõustamisteenuse olulisust kinnitavad väga mitmed uuringud maailma eri paigust. Ligi 10 aastat tagasi läbi viidud mahukad uuringud näitavad, et 80% Saksamaa jaeinvestoritest kasutab nõustaja või konsultandi abi finantsotsuste tegemisel. Lisaks tõi 60% investoritest välja, et nende otsus on nõustajast mõjutatud. Aastal 2003 Eurostati poolt läbi viidud uuring Euroopa riikides tõi samuti välja, et ligi 90% eri riikidest vastanuid ootasid pankadelt nõustamisteenuse pakkumist ning enamus vastanuist tõdesid, et nad usaldavad seda nõuannet, mida nad saavad. (Charter *et al.* 2010: 41)

USA Väärtpaberite ja Böristehingute Komisjoni poolt sponsoreeritud ja mõjuka uurimisinstituudi RAND investeerimisenõustajate ja maaklerite/diilerite valdkonna tuleviku väljavaateid kajastavas raportis¹⁰ (*Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers*) on välja toodud, et kaks kolmandikku uuringus osalenutest klassifitseerusid kogenu investoriks (*experienced*), mis tähendas, et nad omasid investeeringuid väljaspool oma pensioniskeemi, on osalenud investeerimisalastel koolitustel, või vastasid küsimustikule oma teadmiste/ kogemuste ja arusaamise kohta positiivselt. Vastajatest 349 väitsid, et kasutavad finantsteenuste pakkujat ning nendest 73% otsis professionaalset abi nõustamises, varade juhtimises või planeerimises ning 75% vajab abi aktsiaturu tehingute või fonditehingute tegemisel. Sama uurimisrühma poolt läbiviidud 1000 majapidamise küsitlus tõi välja, et 47% vastanutest kasutas investeerimisenõustaja abi otsuste tegemisel. Nõustajaid kasutanud vastanutest 59 % väitsid, et nad on kogenu investorid. (Hung *et al.* 2008: 90) Sarnaseid

⁹ Report - Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services, 2011

¹⁰ A.A.Hung, N.Clancy, J.Dominitz...RAND, Institute for Civil Justice, Technical Report, 2008

andmeid leiame ka Austraalias läbiviidud uuringutest kus aastal 2005 omasid aktsiaid kas siis otseinvesteeringuna või fondide kaudu 55% elanikest. Vaid 10% aktsiaomanikest ei kasutanud investeerimisinõustaja abi investeerimisotuste tegemisel (Clark-Murphy, Soutar 2008: 135).

Kokkuvõttes võib väita, et investeerimisinõustamine on klientide jaoks finantsteenuste valdkonnas tähtsal kohal. Klientidele, kellel on võimalus, huvi ja vajadus investeerimisotsuseid teha on nõustamine reeglina vajalik ja oluline, isegi kui tegemist on kogenud investoritega. Investeerimisinõustamise olulisus lähiaastal ilmselt kasvab veelgi, sest makromajanduse hetkeseis nõuab ostujõu säilitamiseks riski võtmist turgudel.

1.2. Nõustaja roll nõustamisteenuse osutamisel

Nõustaja rolli on investeerimisotsuste tegemisel raske üle hinnata. Nõu andmine on investeerimise valdkonnas olulisel kohal. Teenust pakuvad nii krediitiasutused kui investeerimispangad, samuti väiksemad varahaldusettevõtted. Investeerimisinõustamise kõige olulisem aspekt on selgitada välja ja aru saada kliendi vajadustest. Selle tegevuse võtmeisikuks on nõustaja.

Investeerimisinõustamisega on tihedalt seotud investeeringute juhtimine ja väärtpaperiportfelli valitsemine. Investeeringute juhtimine on professionaalne rahade/varade investeerimise teenus. Investeeringute juhi kui elukutse juured ulatuvad Euroopas tööstusrevolutsiooni ajajärku. 21. sajandi alguseks oli investeeringute juhtimine tõusnud oluliseks osaks arenenud riikide finantsteenuste sektoris (Maginn, *et al.* 2007: 2).

Kahekümnenda sajandi teisel poolel toimus kiire institutsionaalsete investorite juurdekasv, peamiselt tänu pensioniskeemidele, mille vahendeid oli vaja juhtida. Alates 1980-ndast hakkasid arenema pensioniskeemid kus oli vaja ka investori enda osalemist investeerimisotsuste tegemisel ning tulemuse eest vastutamisel. Lisaks sellele suurenes eraisikute jõukus tänu pikalt kestnud üleilmsele majanduskasvule. Investeeringute juhid orienteerusid ümber eraisikutest klientide investeerimisinõustamisele. (*Ibid:* 3)

Enamus läbi viidud uuringuid investeerimisnõustamise valdkonnas kinnitavad fakti, et jaeinvestor vajab optimaalse investeerimisotsuse tegemiseks professionaali abi, et ületada oma teatavad kognitiivsed piirangud. Nii näiteks selgus 2010. a. Euroopas läbi viidud uuringust, et jaeinvestoritele valmistab raskusi teha optimaalne investeerimisotsus isegi lihtsate investeeringute puhul. Vaid 25% otsustest oli tehtud täiesti õigesti optimeerides (ehk vahendid investeeriti õigesti kahe toote vahel valides) ning vaid 1,4% vastanutest tegid kõik 5 investeerimisvalikut optimaalselt. Leidis kinnitust, et otsust tehes kasutatakse heuristikuid ning kognitiivsed piirangud mängivad otsustamisel olulist rolli. Tuttavlikkus (*representativeness*) oli näiteks kolmas enim mainitud otsustuskategooria pärast eeldatavat riski ja oodatavat tootlust. Nõustaja mõju otsustamisele on väga suur, ligi 80% investeerimisotsustest on tehtud füüsilisel kohtumisel toimunud nõustamisel ning 58% investoritest väitis, et nende tootevalik oli mõjutatud nõustaja poolt. (Charter *et al.* 2010: 7)

Madal jaeinvestori teadlikkus ning uuringutes kinnitust leidnud fakt, et enamus investeerimisotsuseid tehakse nõustamisel või nõustaja kaasabil asetab nõustaja nõustatava suhtes mõjukale positsioonile. Teaduskirjanduses on eristatud võimu ja mõjukust nõustaja/nõustatava suhtes järgmiste kategooriate lõikes: võim võib avalduda isiklikest iseloomujoontest või teatud erialaoskustest tulenevalt ning tulenevalt positsioonist, mis annab teatud autoriteedi lähtudes ametikohast (Davenport, Early 2010: 72).

Isiklik mõjukus jaguneb usaldusel põhinevaks ning eksperdi staatusel põhinevaks võimuks. Ühel juhul põhineb kliendisuhe usaldusel, teisel juhul näeb klient, et nõustaja on teadlik/kogenud professionaal, mistõttu annab see suhe kliendile lisaväärtust. Positsiooni mõjukus jaguneb juriidiliseks, premeerivaks, sundivaks, informatsiooni valdavaks võimuks. Situatsioon kus, nõustaja, kes valdab informatsiooni nt. turul pakutavate lahenduste ning samal ajal ka kliendi finantsmajandusliku situatsiooni osas, asetab nõustaja unikaalsesse võimupositsiooni, mis saab tekkida tegelikult vaid kliendi enda laiskuse ajendil oma rahaasjade ajamisel. (*Ibid:* 73) Autori hinnangul võib põhjusena välja tuua madala teadlikkuse finantsinstrumentide osas ning praktilise poole pealt ajapuuduse.

Tuginedes ülaltoodule saab väita, et nõustaja roll nõustamisprotsessis ja ka kliendi otsustusprotsessis on määrava tähtsusega. Seetõttu on oluline, et nõustaja omaks kõrgeid professionaalseid teadmisi ning oskusi, lisaks väärtushinnanguid, mis võimaldavad oma töös järgida kõrgeimat hoolsus- ja lojaalsuskohustust kliendi suhtes. Nõustaja ei tohi olla mõjutatud isiklikest ambitsioonidest või omakasust, teisisõnu peab olema vaba huvide konfliktist või tuginedes kehtivale seadusele – võimaliku huvide konflikti avalikustama kui seda olukorda ei ole võimalik vältida.

Jaainvestori arusaam huvide konflikti olemasolust (nt. nõustaja soovib vaid oma panga investeerimistooteid või on eesmärgistatud ja tasustatud tootemüügi põhiselt) on ebapiisav ning isegi kui sellele viidatakse, siis paljud ei pööra sellele tähelepanu või ei mõtle sellele. Huvide konfliktide teadvustamine peaks olema mitmetasandiline – lisaks täielikule avaldamisele lisada ka nt. online suhtluse puhul hoiatus, et nõustajatasu sõltub toote müügist. Lisaks on võimalus nõustamise eest tasu võtmine otse ja ainult kliendilt. Uuringu kohaselt ei olnud enamuse jaainvestoritest nõus investeerimisnõustamise eest kuigi suuri summasid tasuma. Seega võib kolmandatelt osapooltelt tasu võtmise keelustamine kaasa tuua olukorra, mis ei ole pikas perspektiivis jaekliendi parimates huvides, sest jätab kliendi vajalikust nõuandest hoopis ilma. (Charter *et al.* 2010: 382) Olgu öeldud, et Inglismaa järelevalve asutus¹¹ keelustas investeerimisnõustamisega tegelejatel jaainvestorite toodetelt ja mahupõhiselt müügilt komisjonide võtmise 2013. a. alguses (Dean ja Finke 2012: 81). Seega on alust arvata, et lähiaastatel on huvide konfliktide vältimise nimel valdkonnas oodata väga olulisi muudatusi. Enamjaolt on muudatuste ajendiks reaalne olukord, mis lubab arvata, et huvide konfliktide avalikustamine on probleemiks.

Euroopa liikmesriikides läbi viidud regulatsioonidele vastavuse uuringus¹² mainis huvide konflikti otsesõnu vaid 5% nõustajatest. Kontrollkliendi küsimuse peale peibutiste osas ei soovinud nõustajad reeglina vastata. Selle uuringu pinnalt ei saa kindlalt väita, et 95% firmadest rikkus MiFIDi reegleid peibutiste avaldamise ja huvide konflikti maandamise osas, sest selleks oleks vaja teada milliseid lepinguid ettevõtte on sõlminud kolmandate osapooltega. Samas on aga raske uskuda, et nimetatud

¹¹ UK Financial Conduct Authority, (FCA), vt. lisaks www.fca.org.uk/

¹² Report - Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services. 2011

proportsioonis ettevõtted ei saa mitte mingit hüvitist kolmandatelt osapooltelt, sest see on täna pigem valdkonna praktika.

Olukorda seoses huvide konfliktide avaldamise ja maandamisega Eesti finantsteenuste turul on hinnanud Maria Štšukina oma 2012 aastal kaitstud magistritöös teemal „Pankade poolne eraisikute investeerimisenõustamine Eestis“ kus autor viis läbi uuringu Eesti krediidasutustes läbiviidava jaekliendi investeerimisenõustamise osas. Uuringu raames tegi Štšukina ka võrdleva analüüsi huvide konfliktide alase teabe avaldamise osas Eesti krediidasutustes. Peamine uurimustulemus on kokkuvõtvalt järgmine: „Huvide konflikti olukorrad on välja toodud, kuid investeerimisenõustaja tasustamise tagajärjel tekkivat motiveeritust lepingute sõlmimisel ei ole käsitletud. Samuti ei ole vältimise ja maandamise meetmetes kirjeldatud konkreetseid meetmeid ega reegleid. Kirjeldatud on, et kehtivad mingid teatud korrad ja käitumisjuhised ...Pankadele jääb niisiis palju manööverdamisruumi ning klient ei ole oma õigustest teavitatud ega kaitstud“ (Štšukina 2012: 57).

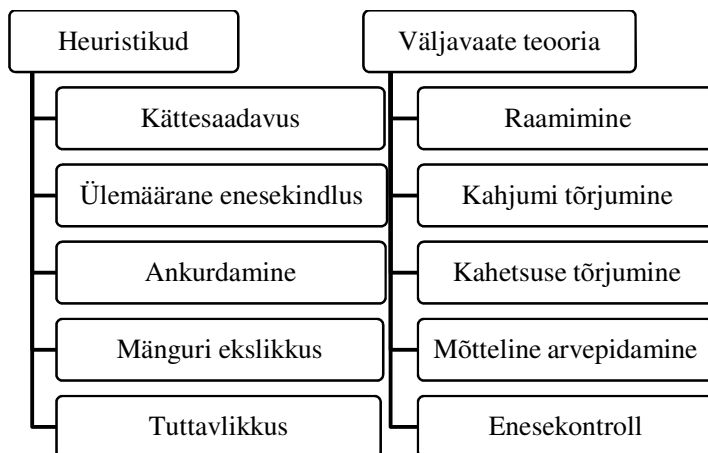
Tuginedes ülalmainitule võib väita, et nõustajate huvide konfliktide avaldamisega hälbivad valdkonnas tegutsejad regulatsioonist kõige enam. Huvide konfliktide avalikustamine sh. nõustaja isiklike motivatsiooni – ja eesmärgisüsteemide avaldamine ei ole ladus üheski liikmesriigis. Lisaks eeltoodule on märkimisväärne, kui vähe kliendid ise sellise informatsiooni vastu huvi tunnevad ja tähelepanu pööravad isegi kui see informatsioon avaldatakse.

Põhjuseid, miks informatsiooni üleküllus viib pealiskaudse suhtumiseni, tuleb autori hinnangul otsida käitumusliku rahanduse põhimõtetest. Simon (1987) argumenteerib väljavaate teooriale (*prospect theory*) tuginedes, et inimestel esinevad kognitiivsed piirangud, mis takistavad funktsioneerida optimiseerival, kasumit-maksimiseerival moel, isegi kui nad seda sooviksid. Sel põhjusel kasutavad nutikad inimesed otsuste analüüsimise alternatiivina erinevaid heuristikuid. Heuristikud on nn. rusikareeglid ehk vahendid leidmaks probleemidele kiireid lahendusi, lihtsustamaks keerukaid tõenäosuse ja väärtuse analüüse otsuste langetamisel ning alternatiivide vahel valimisel (Schwartz: 2010). Heuristikute kasutamine on peaaegu alati seotud kõrvalekalletega ratsionaalsusest. Sisuliselt peegeldavad heuristikud tõsiasja, et inimeste subjektiivsed hinnangud riskile ja tõenäosusele ei ühildu tavaliselt tõenäosusteooria printsiipidega.

Inimesed ei lähtu tõenäosuste hindamisel mitte sündmustest, vaid sündmuste kirjeldustest (Tversky ja Kochler: 2002). Heuristikud on seotud ka kognitiivse dissonantsiga (*cognitive dissonance*) – inimesel on raske omada kahte omavahel konfliktis olevat mõtet või tunnet, sellises konfliktsituatsioonis püüab mõistus taastada tasakaalu ning selleks kas unustab või ignoreerib vähemsobilikku infot, tunnet või väärtust (Razek: 2011).

Käitumusliku rahanduse olulisemate teooriate tundmine annab nõustajale võimalused kliendile tagasi peegeldada kliendi otsustusprotsessi mõjutavaid tegureid. Shefrini (2002) järgi on traditsioonilise ja käitumusliku rahanduse vahel kolm peamist vaidlusküsimust: esiteks väidavad käitumusliku rahanduse pooldajad, et otsuse tegemisel kasutavad investorid heuristikuid (nn.rusikareegleid), mitte ei lähtu ratsionaalselt vaid informatsioonist; teiseks on investorid mõjutatud lisaks riski ja tulu suhtele (traditsiooniline käsitlus) ka informatsiooni ja otsuste vormilisest küljest ehk raamist (*frame*) ning kolmandaks usuvad käitumusliku rahanduse pooldajad, et heuristikute kasutamine ning raamimise efekt (*framing effect*) liigutab aktsiahindu turgudel, samal ajal kui traditsioonilise rahanduse pooldajad eeldavad turgude efektiivsust.

Käitumusliku rahanduse oluline kontseptsioon on väljavaate teooria (*prospect theory*). Väljavaate teooria loojad on Kahneman ja Tversky (1979) ning see teooria käsitleb viise, kuidas indiviid või grupp isikuid ebamäärases olukorras keskmiselt käituvad. Teooria kohaselt lähevad investorile vähem korda tuleviku võimalikud võidud kui kaotused olukorras, kus hetkepositsioon on juba plussis ning see on vastupidi juhul, kui investori positsioon on miinuses. Uurimused kinnitavad, et inimestel esineb piiratud ratsionaalsus. See tähendab, et piiratud ratsionaalsusega otsustaja on piiratud nii informatsiooni omandamise kui õppimisvõime aspektist. Informatsiooni analüüsi ja kalkulatsiooni protsessi efektiivistamise nimel kasutatakse heuristikuid (Wenner 2002: 44). Heuristilise otsustusprotsessi peamisi tegureid ja väljavaate teooria põhikontseptsioone kujutab joonis 2. Professionaalne nõustaja peaks olema teadlik nendest kontseptsioonidest, et paremini mõista kliendi poolt antud vastuseid riskiküsimustikele ning läbi arutelu kliendil esinevaid käitumuslikke piiranguid talle tagasi peegeldada.



Joonis 2. Kliendi otsustusportsessi mõjutavad käitumuslikud tegurid (autori koostatud)

Lisaks ülaltoodule väärrib, nõustamise kvaliteeti silmas pidades, tähelepanu ka dispositsiooniefekti esinemine. Dispositsiooniefekti ning selle esinemise tingimuste mõistmine on kauplemiskäitumise mõistmise seisukohalt väga oluline, samuti tuleb seda arvesse võtta klientide nõustamisel kauplemisstrateegia valikul. Dispositsiooniefekti esimeseks empiiriliseks analüüsiks loetakse Shefrini ja Statmani 1985. aasta uurimust.

Dispositsiooniefekti võimalike põhjustena pakuvad Shefrin ja Statman (1985) välja neljast faktorist koosneva mudeli. Esimene faktor on väljavaate teooria – inimene on kasumi teenimise järgselt riski vältivam ja kahjumi teenimise järgselt riskialtim, mis tähendab, et investeringu väärtuse vähenedes tolereeritakse suuremat riski. Teine faktor on Thaleri (1980, 1985) ning Tversky ja Kahnemani (1981) mõttelise arvepidamise (*mental accounting*) kontseptsioon – inimestel on kalduvus luua oma raha ja finantsallikate haldamisel mõttes erinevad psühholoogilised kontod, mille tõttu võib mingil hetkel kaduda ülevaade isiklikust finantsseisust tervikuna. Kolmandaks, kahetsuse tõrjumine – kahjumi teenimine tähendab oma vigade tunnustamist ning kahetsemist, et tehingusse üldse mindi, esineb motiivipõhine eneseõigustamine. Neljandaks, enesekontroll – see seletab, miks dispositsiooniefekt aasta lõpus nõrgem on, appi tuleb väline kontrollimehhanism (maksustamine). Dispositsiooniefekti olemasolu on uurinud oma doktoritöö käigus ka T.Talpsepp (2010), kasutades selleks Tallinna Väärtpaberibörsi tehinguandmeid aastatel 2004-2008. Talpseppa doktoritöös

arvestati kõiki Tallinna Väärtpaberibörsi tehinguid vaadeldaval perioodil ning dispositsiooniefekti ilmnemine leidis kinnitust. Lisaks ilmnes uurimusest, et erinevatel investorite gruppidel ilmneb dispositsiooniefekt erinevalt – erisusi ilmnes nt. välisinvestorite ja kohalike investorite tehinguid hinnates. (Talpsepp 2010a: 183) Dispositsiooniefekti ilmnemine põhjustab kliendile suuri tehingukulusid.

Talpsepp (2010b) argumenteerib, et väljavaate teorial on siiski raske ennustada dispositsiooniefekti ex-ante, sest investor ei osta väga riskantseid varasid esmase investeringuna. Talpsepp analüüsis oma töös ka vanuse ning sootunnuste mõju dispositsiooniefekti ilmnemisele. Analüüs kinnitas, et meeste, naiste ning eri vanuserühmade puhul erines dispositsiooniefekti esinemine. Sagedasem dispositsiooniefekt realiseerus madalamas portfelli tootluses, mis omakorda oli negatiivselt seotud kõrgema kauplemisaktiivsusega ning nooremate meessoost investoritega. Kokkuvõtlikult võib tõdeda, et investori kogemused ning elutarkus vähendavad dispositsiooniefekti esinemist. (Talpsepp: 2010b)

Ülaltoodu teadmine võimaldab nõustajal arvestada inimestel esinevate ning nende investeerimisotsuseid mõjutavate käitumuslike teguritega. Teooriate ja uuringute tugevam sidumine nõustamisel kogutava teabega võimaldab nõustajal kliendile paremini selgitada ka kogutava teabe tähtsust parema investeerimisotsuse tegemise kontekstis. Nõustaja peamine eesmärk ja ülesanne on nõustamisprotsessi kaudu kliendile lisaväärtust luua. Käitumusliku rahanduse printsiipide tundmine ja tutvustamine ning nendest tulenevate aspektide arutamine nõustamisel lisab kliendi jaoks väärtust. See võimaldab kliendil paremini mõista hetkeolukorda ja teha kaalutletumaid otsuseid oma finantstuleviku kindlustamiseks.

Kramer (2012) on oma uurimuses nõustaja positiivsest mõjust portfelli tootlusele järeldanud, et nõustaja kaasabil juhitud portfellid on oma hajutatusest palju paremini diversifitseeritud. Ilmnes, et nõustatud portfelli koostises oli rohkem investeerimisfonde, vähem kodumaiseid aktsiapositsioone ning rohkem varaklasse. Nõustatud portfelli koostises oli rohkem fikseeritud tuluga instrumente (struktureeritud tooted) võrreldes investorite enda poolt juhitud portfelli koostisega. See kinnitab ka varasemate uuringute tulemusi, et investeerimisnõu otsivad tüüpiliselt väiksema riskitaluvusega kliendid. Tulenevalt ülaltoodust leidis kinnitust, et nõustatud portfelli risk on

madalam kui investori enda poolt juhitud portfelli. Kramer jõuab järeldusele, et kuigi nõustatavaid portfelle seostatakse kõrgema tootlusega, siis tema valimi puhul on võimalik, et huvide konflikt elimineerib selle vahe, sest valimi puhul ei ilmnud suurt erisust tootlustes. (Kramer 2012: 424)

Professionaalne nõustaja on kahtlemata kogu nõustamisprotsessi tulemuslikkust hinnates võtmetähtsusega. Madalama riski juures sarnane tootlus on tegelikult selge lisaväärtus kliendile. Lisaks on ilmnud, et nõustaja olemasolu aitab vältida ka ülemäärast kauplemist ja hoida paremini kinni investeerimisdistsipliinist (Maymin, Fisher 2011: 34). Arvestades nõustaja rolli olulisust, tema mõjukust kliendi suhtes, asetub oluline raskuskese nõustaja professionaalsusele. Reaalne igapäevane praktika toob välja tõsiasja, et nõustajate tasemed on äärmiselt varieeruvad.

Euroopa liikmesriikides anti hinnang kehtivale MiFIDi regulatsiooni nõuete täitmisele 2011 aastal läbi viidud tarbijauuringus eraisiku investeerimisnõustamise valdkonnas¹³. Ilmnes, et paljudel juhtudel esinesid puudujäägid teabe kogumisel, ligi 50% nõustajatest (kaasa arvatud need, kes ei soovitanud toodet või kelle soovitatud toode ei kuulunud MiFIDi regulatsiooni alla) ei talletanud läbiviidud vestlust ja riskiprofiili väljaselgitamist kirjalikult. Ligi 80% juhtudest ei määratud riskiprofiili koos kontrollkliendiga ning vaid 17% juhtudest kasutas nõustaja riskiskaalat, et kliendi riskiprofiili selgitada. Ülaltoodu viitab kahele väga tõsisele ohule – esmalt on nõustajale jäetud protsessi mõttes liiga vabad käed suunata vestlust ja riskiklassi määramist vastavalt oma võimalikule kallutatusele ning teisalt on andmete mitte salvestamise puhul tegemist märkimisväärse juriidilise riskiga ettevõttele. Enamikel juhtudel suhtus nõustaja väga pealiskaudselt kontrollkliendi haridustasemesse ning erialasse. Ligi 43% tehtud isiklikest soovitustest (arvestades MiFIDi regulatsiooni alla kuuluvaid tooteid) oli kontrollistjale sobivad ning 57% juhtudest ei olnud soovitused sobivad arvestades kliendi riskitaset ja investeringu likviidsust. Peamine mitesobivuse põhjus oli toote sobimatu investeerimisrisk (80% mitesobivuse juhtumitest). (*Consumer Market Study*, 2011: 11)

¹³ *Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services. 2011*

Eesti turul tehtud uuringu alusel leidsid kitsaskohad nõustamisreeglite täitmisel samuti kinnitust. Kitsaskohtade ja probleemidena toob M.Štšukina oma magistritöös välja järgmised aspektid (*Ibid*: 68):

- vähene kliendile suunatud teabe avaldamine investeerimisenõustamisel;
- enne isikliku soovitusel andmist investeerimisteenuse asjakohasuse ja kliendile sobivuse hindamise nõude järgimata jätmise;
- investeerimisenõustajate pädevuse madal tase.

Fakt, et enamik nõustajaid pörsid nõutava informatsiooni kogumise ja analüüsiga, näitab autori hinnangul seda, et puuduvad adekvaatsed põhiteadmised kliendist ja kliendi vajadustest ning võimalused kogutud infot süsteemselt analüüsida. Kindlasti on üheks mõjuteguriks ka ühtsete kutsestandardite puudumine. Investeerimisenõustajana võib täna Eestis tegutseda ja nõu anda igüks. Autori näeb siin ühte suurimat probleemi nõustamisteenuse osutamise kvaliteedi ja kliendi kaitse aspektist.

Kliendi parema kaitse ning nõustamise kvaliteedi huvides pakub autor ühe lahendusena välja kohaldada nõustajate kategoriseerimiseks ja nõustamisteenuse kvaliteedi tõstmiseks finantsteenuste osutamisel Dreyfus oskuste omandamise mudelit. Dreyfus'i mudel jagab professionaalse arengu viieks eri etapiks, mille raames omandatakse järjest uusi oskusi ning liigutakse analüüsil ja sünteesil üksikult üldisele. Dreyfus'i mudelit selgitab tabel 1, tuues välja olulisemad oskused ja etapid professionaalsuse arengus.

Tabel 1. Dreyfus'i mudeli kasutamine investeerimisnõustajate kvalifitseerimisel.

Tase/kategooria	Iseloomustus mudeli alusel	Iseloomustus finantsnõustamise valdkonnas
Algaja/noviits	Peamiselt keskendub kehtivatele reeglitele, näeb vaid konkreetset situatsiooni ilma laiemal kontekstita, reeglite protsessis pigem eksib	Keskendub arvutustele, õigele vastusele, mitte sobivale vastusele, võib esineda ebakohast kindlust tuleviku prognooside esitamisel
Edasijõudnud algaja	Reeglite järgimine kaalub ülesse mure kvaliteedi pärast. Näeb situatsioonide sarnaseid iseloomujooni, kõik tulemused on võrdselt tähtsad	Märkab seaduspärasusi eri klientide ja finantsituatsioonide vahel. Soovituste tegemisel heitleb omaenda arvamuste ja nt. Monte Carlo simulatsiooni tulemuse tutvustamise prioritseerimisel. Portfellitehingutes täidab korraldused täpselt, mõtle mata nende üldisemale mõjule (nt. riskidele)
Kompetentne	Valib eesmärgile sobiva lähenemise, prioritseerib vastavalt situatsioonile, arendab vastutustunnet lõpptulemuse eest.	Kasutab asjakohaseid protseduure ja lähenemisviise lähtudes kliendi vajadustest. Suudab identifitseerida kliendi finantsplaani oluliselt mõjutavad tegurid vastavalt situatsioonile, kliendikommunikatsioonis teeb asjad kliendile mõistmiseks hästi lihtsaks, tunneb rahuldust, kui koostatud finantsplaan täidab kokkulepitud eesmärgi.
Asjatundlik, kogenud	Situatsioonile sobiva käitumise valimiseks kasutab maksime, tunnetab normist häälbimist, integreerib väikseid komponente tervikusse, näeb pigem tervikut kui üksikuid aspekte	Arendab investeerimisfilosoofiat, et juhatada erinevate otsuste ja soovitude tegemisele, suudab koostada komplekse finantsplaani koos realistlike soovitustega (soovitused ei ole vastukäivad, lähtuvad vanusest, maksudest, eesmärkidest jne.)
Ekspert	Juhindub oma tegevuses alateadlikult paljude situatsioonide kogemusest, mõistab situatsiooni ja seonduvat lahendust üheaegselt	Teab ja kasutab sobivaid küsimusi mõistmaks kliendi eesmärgi, terviklikku finantsituatsiooni ning vajadusi. Identifitseerib võimaliku lahenduse kliendikohtumise käigus.

Allikas: (Chaffin & Cummings, 2012: 53-60)

Julgen väita, et kui kliendile anda võimalus valida omale nõustaja ülaltoodud kategooriate põhjal valiks paljud eksperdi või kogenud nõustaja. Reaalselt siiski puutuvad paljud kliendid kokku väga erineva tasemega nõustajatega. Väga harva esitab

klient nõustajale küsimusi viimase kogemuste või hariduse kohta. On riike kus investeerimisenõustamist võib pakkuda ainult litsentsi saanud isik. Ka Eestis oli selline litsentseerimine, tõi vaid börsimaakleritele, Pangaliidu juures olemas. Nõustajate koolitamine ning taseme kontrollimine on praegu Eestis peaaesjalikult investeerimisühingu/ teenusepakkuja siseasi, kuigi teenusekvaliteedi ühtlustamiseks ja hilisemaks tõstmiseks oleks vaja ühetaolist praktikat kõikide turuosaliste lõikes. Euroopas on olukord riigiti erinev. USAs on kord oluliselt karmim ning nõutud ja kasutusel on mitmed kutsestandardid.

Enamlevinud kutsestandardid investeerimismaailmas on CFA Instituudi poolt välja antavad sertifikaadid. Mainitud asutuse juured peituvad 1950–ndate alguse Ameerikas. Investeerimisenõustajad ja fondijuhid peavad läbima CFA¹⁴ testi (Chartered Financial Analyst) (ka Eestis on fondijuhte kellele on see kutsetunnistus omistatud). CFA sertifikaate on erinevaid nagu näiteks: CIC (Certified Insurance Counselor), CFP (Certified Financial Planner). Euroopas on küll mitmeid finantsplaneerimisega seotud assotsiatsioone (nt. EFPA¹⁵), kuid investeerimisvallas on kasutusel pigem ülalmainitud rahvusvahelised kutsestandardid. Kutsestandardid defineerivad lisaks muule ka peamised eetikareeglid ning käitumisnormid. Üldiselt on kutsestandardid eetikareeglite osas sarnased. CFA eetikakoodeks näeb ette käitumist ausalt, pädevalt, hoolsalt, lugupidavalt ja eetilisel nii avalikkuse, klientide, tulevaste klientide, tööandjate, töötajate, kolleegide ja teiste turuosalistega kapitaliturgudel. Kliendi huvid tuleb paigutada alati olulisemale kohale omaenda huvidest. Kasutada mõistlikku hoolt ning asjaolude sõltumatut hindamist investeerimissoovituste tegemisel.¹⁶

Eesti turul pakuvad jaainvestoritele investeerimisenõustamist suuremalt jaolt pangad, mistõttu tasuks autori hinnangul kaaluda nõustajate kvaliteedi tõstmisel juhendumist Rootsi Swed Sec'i¹⁷ kompetentsinõuetest ja litsenseerimispraktikast. Autori hinnangul lisaks standardiseeritud kvaliteedinõuete kehtestamine nõustamise kvaliteedi tõstmiseks kliendile kindlust. Eelmainitu annab kliendile parema kaitse teenuse tarbimisel, sest

¹⁴ vt.liskas CFA Institute <https://www.cfainstitute.org/pages/index.aspx> 14.04.2013

¹⁵ vt.lisaks EFPA <http://www.efpa-europe.org/> 14.04.2013

¹⁶ *Code of Ethics and Standards of Professional Conduct. CFA Institute*
<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2010.n14.1> 14.04.2013

¹⁷ Swed Sec <http://www.swedsec.se/en/about-swedsec>, 14.04.2013

klient võib eeldada sertifitseeritud nõustaja professionaalsust ning kutsestandardile vastavate nõuete täitmist.

Nõustaja, kui nõustamisprotsessis osaleja väga olulist rolli kokku võttes, tuleb veelkord rõhutada klientide mõjutatavuse aspekti, mistõttu peab nõu andmisel juhinduma kõrgetest hoolsus- ja lojaalsusnõuetest, avalikustades või vältides huvide konflikte. Kõige olulisem nõustaja tegevuses on kliendi eesmärkide ja riskiprofiili professionaalne välja selgitamine. Autori hinnangul ei piisa vaid sobiva volatiilsuse defineerimisest vaid arvesse tuleb võtta ka käitumuslikud aspektid, mis mõjutavad kliendi otsuseid olulisel määral. Professionaalsuse tõstmiseks nii teadmistes kui tegutsemisel peaks Eesti turul nõudma kutsestandardi sertifikaadi olemasolu nõustamisteenuse osutamisel, et kliendil oleks nõustaja professionaalse taseme osas kindlustunne. Kuigi regulatsioone on juba valdkonnas palju on autor seisukohal, et sertifikaat lisab olulist väärtust kliendi kaitsele investeerimisenõustamise protsessis, mõjutades valdkonda professionaalsuse tõusu suunas.

1.3. Regulatsioonide mõju nõustamisteenuse osutamisele

Finantsturgudel tegutsevate jaeklientide kaitsemeetmed Euroopas hakkasid arenema 1990–ndate esimesel poolel. Investeerimisteenuste direktiiv võeti vastu 1993–ndal aastal (Euroopa Nõukogu direktiiv 93/22/EÜ). See dokument ei toonud kaasa olulist harmoniseerumist liikmesriikide vahel. Seetõttu oli kümme aastat hiljem vastu võetud direktiivis oluliselt rohkem ühtlustamisest kantud ettepanekuid, sest regulatsiooni hakati kohaldama alates 2007–ndast aastast lisaks 27 liikmesriigile ka Islandil, Norras ja Liechtensteinis¹⁸.

Finantsinstrumentide turgude direktiivi poolt asendatav seni kehtinud investeerimisteenuste direktiivi peamised puudused seisnesid ebapiisavas investeerimisteenuste osutaja tegevusloa vastastikusel tunnustamises liikmesriikide poolt, vananenud kliendi kaitse põhimõtetes ning investeerimisteenuse kitsas käsitluses, börside ja muude reguleeritud turgude harmoniseeritud reguleerimise puudumises ja järelevalveasutuste koostöö puudustega reguleerimises, kuna Euroopa ühisturg ei olnud 1993. aastal piisavalt lõimunud. (VpTS seletuskiri) Kahtlemata on 2007. aasta novembrist kehtima hakanud finantsinstrumentide turgude direktiiv (MiFID) tänaseks oluliselt mõjutanud turgude arengut ja turuosaliste käitumist. Direktiiv koosneb raamdirektiivist (direktiiv 2004/39/EÜ), rakendusdirektiivist (2006/73/EÜ) ning rakendusmäärusest (määrus (EÜ) NR 1287/2006). Eestis jõustusid direktiivist tulenevad nõuded väärtpaberituruseaduse muudatusega 19. november 2007¹⁹.

Kehtiva MiFIDI üldeesmärk on edendada Euroopa Liidu finantsturgude integratsiooni, konkurentivõimet ja tõhusust. Käesolevas töös vaadeldakse ELi regulatsiooni eelkõige tavainvestorile investeerimisteenuste osutamise aspektist. Direktiivi nõuded määravad paljuski investeerimisnõustamiseks vajaliku informatsiooni kogumise ulatuse ning kahe

¹⁸ vt. lisaks:

http://en.wikipedia.org/wiki/Markets_in_Financial_Instruments_Directive#cite_note-3

¹⁹ Väärtpaberituruseadus <https://www.riigiteataja.ee/akt/12881089>

olulise testi läbiviimise. Teenuse osutajal on reeglina²⁰ kohustuslik välja selgitada kas soovitatud finantsinstrument on kliendile sobiv (sobivustest) ning kas soovitus esitatav teave sh. teave riskide kohta on kliendile arusaadav (asjakohasustest). Kehtivas VpTSi §-s 87¹ on sätestatud meetodid selleks (nn sobivuse- ja asjakohasuse test), et saavutada kliendi ja investeerimisühingu jaoks võimalikult autentne olukord enne investeerimisteenuse osutama hakkamist. See tähendab, et mõlemad pooled peaksid aru saama positsioonist omavahelises õigussuhtes ning teadma, mida soovitakse saavutada ning milliseid vahendeid selleks kasutada. (VpTS seletuskiri) Lisaks pannakse teabe esitamisel suuremat rõhku paremale läbipaistvusele, seda eriti tasude ja kulude osas. Kliendi parimates huvides tegutsemine ning huvide konflikti vältimise aspektid on samuti olulised põhimõtted direktiivis.

Investorite võrdse kohtlemise ning informatsiooni kohustusliku jagamisega soovitakse tagada informatsiooni efektiivsus ning läbi selle aidata kaasa turgude efektiivsusele üldiselt. Vähetähtis pole loomulikult ka usaldusväärseuse tõstmine finantsturgude suhtes, likviidsuse tõus ja kapitali allokeerimine turgudele. Seega lähtub Euroopa Liidu väärtpaberituruõigus ideest, et informatsiooni kättesaadavus väärtpaberi tegeliku väärtuse kohta tagab piiratud ressursi (kapitali) jaotamise emitentide vahel, kes suudavad seda kõige tulemuslikumalt kasutada. (*Ibid.*) Regulatiivne kaitsepositsioon ning nõuete karmistamine turuosaliste suhtes on finantskriisi taustal õigustatud. Siiski tuleb küsimärgi alla seada kas teenuseosutajatele rangete nõuete seadmine teenib erainvestori huvisid täiel määral või toob see kaasa hoopis ebamõistlikke turupiiranguid ja ebasoovitavaid tagajärgi (näiteks hindade tõus teenuste osutamisel) tulevikus.

Kuigi MiFIDI jõustumise üks eesmärk oli konkurentsi tihendamine ja finantsinstrumentide kättesaadavuse parandamine ei ole siiski sellest tekkiv kasu jõudnud lõpptarbijani. Tekkinud on uued väljakutsed, sest mitmed MiFIDI sätted on jäänud jalgu tehnika ja turgude arengule. Finantskriisi taustal ilmnas, et direktiivi regulatsioon ennast küll õigustas, kuid endiselt on finantsturgudel katmata alasid mis võivad kujutada ohtu finantsstabiilsusele. Septembris 2009 Pittsburgis toimunud G20 tippkohtumisel võeti kohustus tegeleda senisest rohkem finantssüsteemi vähem

²⁰ Välja arvatud direktiivis toodud erandite korral, nt. „*execution only*“ teenuse osutamisel

reguleeritud ja läbipaistmatute osadega.²¹ Sellest kannustatuna on asunud direktiivi uuendama ning ühe kandva ideena on otsustatud viia miinimumini liikmesriikide kaalutusõigus direktiivi siseriiklikul rakendamisel. Sellisele seisukohale jõuti pärast kõrgetasemelise ekspertide rühma ja ECOFINi järeldustega tutvumist.²²

Planeeritavas MiFID II direktiivis muudetakse teatavaid investeerimisteenuse osutamiseiga seotud nõudeid, kehtivast direktiivist tehtavate erandite ulatust, investeerimisühingutele kehtestatud korralduslikke ja äritegevuse nõudeid, kauplemiskohtadele kehtestatud korralduslikke nõudeid, andmeteenuose osutajate suhtes kohaldatavaid tegevusloa andmise ja järjepidevuse kohustusi, pädevate asutuste volitusi, sanktsioone ja filiaali kaudu tegutsevate kolmanda riigi äriühingute suhtes kohaldatavaid eeskirju. (*Ibid.*) Lisaks täiustatakse investorite kaitse raamistikku.

Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi²³ artiklites 13; 24; 25; 27 ja 29 ning lisa I A jaos välja toodud ettepanekutega tugevdatakse eelkõige investeerimisalast nõustamist ja portfelli valitsemist käsitlevat õigusraamistikku ning investeerimisühingute võimalust võtta vastu kolmandate isikute antud ergutusvahendeid (hüvesid) ja täpsustatakse tingimusi ning korda, mille alusel saab investor teha turul teatavate lihtinstrumentidega²⁴ vabalt tehinguid, täites oma investeerimisühingu nimel täidetavaid minimaalseid kohustusi või tehes tehinguid oma investeerimisühingu pakutava kaitse all. Ettepanekuga muudetakse rangemaks nõuded, mis käsitlevad seda, kuidas investeerimisühingud või nende agendid kasutavad klientide vahendeid või instrumente, ja liigitatakse investeerimisteenuseks finantsinstrumentide hoidmine klientide nimel. Ettepanek aitab täiustada teavet, mida antakse klientidele neile osutatavate teenuste ja nende korralduste täitmise kohta. (Ettepanek: Seletuskiri 2011: 8) Kõik need uued regulatsioonid hakkavad paratamatult mõjutama ja kujundama nõustamisteenuse hinnastamist tulevikus.

²¹ Vt G20 tippkohtumise avaldusi <http://pittsburghsummit.gov/mediacenter/12963.htm>.

²² Vt ELi finantsjärelevalve eksperdirühma, mida juhtis Jacques de Larosiere, 02.2009 ja Euroopa Nõukogu järeldused ELi finantsjärelevalve tugevdamise kohta, 10862/09, 06.2009 (15.03.2013)

²³ vt. lisaks Ettepanek: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:et:PDF> 15.03.2013

²⁴ Lihtinstrumentideks direktiivi alusel loetakse reguleeritud turul kaubeldavad aktsiad, võlakirjad (ilma endas sisalduva tuletisinstrumentideta), rahaturuinstrumentid, eurofondi aktsiad või osakud. Vt. lisaks KOM (2011) 656 lõplik Artikkel 25 lg 3

Investeeringisnõustamisel ja portfelligalitsemlisel on seoses uue regulatsiooniga ees tasude arvestusmudelitel oluline muudatus. Nimelt sätestab MiFID II direktiivi praeguse teksti artikkel 24, et "portfelligalitsemlise teenuse osutamisel ei võta investeeringisühing vastu ega saa teenustasu, vahendustasu ega mis tahes rahalist hüve, mida pakub mis tahes kolmas isik või isik, kes tegutseb kolmanda isiku nimel seoses klientidele teenuse osutamisega." Sama põhimõtte kehtib ka investeeringisnõustamise osas ning ESMA²⁵ saab kohustuse töötada välja juhised ja järelevalve mehhanismid ristmüügi tegevuse paremaks reguleerimiseks²⁶.

Kõik kolmandatelt osapooltelt saadavad tasud tuleb tulevikus maksta otse kliendi portfelli, millelt siis arvutatakse tagasi uus tasumäär vastavalt kehtivale hinnakirjale. Tasude struktuuri muutus vähendab väiksemate portfelligalitsemlise klientide võimalusi, samuti väiksemate mahtudega klientide võimalusi teenust saada. Mitmed uuringud on välja toonud, et jaeinvestori valmisolek nõustamise eest maksta ei ole kuigi kõrge. USAs läbi viidud uuring Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjoni ("SEC") juures registreeritud investeeringisnõustajate seas tõi välja, et nõustajad on huvitatud suuremate mahtudega vähematest klientidest. Reeglina on nende tasude struktuur tulemustasu põhine (*performance fee*), samal ajal kui väiksemate mahtudega klientide puhul arvestati tasusid varade mahu põhisel või tunnitasu nõustamise korral. (Dean ja Finke 2012: 83) Arvestades samas jaeinvestori kognitiivseid piiranguid ise edukalt investeeringutega tegeleda on tekkimas reaalne oht, et teenuse kättesaadavus halveneb just väiksema varade mahuga klientide osas. Jõukamad saavad seetõttu parema ligipääsu nõustamisele ja seeläbi informatsioonile, jaeklient peab kogu esitatud informatsiooni ise läbi töötama või tasuma tema varade mahu suhtes liiga kõrget teenustasu.

Võib öelda, et teatud regulatsioonid hakkavad töötama jaeinvestori vastu. Selles osas on oma muret ülesse näidanud ka Euroopa Pangaliit (EBF) kirjas turuosalistele²⁷ kus ühe punktina puudutab EBF ka kolmandatelt isikutelt hüvede vastuvõtmise keelustamist portfelligalitsemlisel. EBF hindab kõrgelt turu läbipaistvust, kuid on eriarvamusel otsese lauskeelu kehtestamise efektiivsuse osas, märkides, et hüvede konfliktide parema

²⁵ Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus - *European Securities and Markets Authority*

²⁶ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv, KOM (2011) 656 lõplik

²⁷ *EBF letter REF_001494, Brussel 29.04.2013*

juhtimise nimel tuleb karmistada avaldamisnõudeid²⁸. Tänapäevaks on jõudnud ettepaneku tekst triloogiasse ehk Euroopa Komisjoni, Euroopa Parlamendi ja Euroopa Nõukogu läbirääkimiste lauale.

Autori hinnangul on viimase 20 aasta jooksul valdkonda Euroopas olulises mahus reguleeritud. See on kaasa toonud nõustamisteenuse aspektis kindlasti parema dokumenteerituse ja selguse osapoolte õigustest ja kohustustest. Enamus kohustusi on teenusepakkujal. Uues planeeritavas regulatsioonis on kliendi kaitse seisukohalt samuti mitmeid vajalikke muudatusi. Tasude keelustamine on kindlasti paradigmaatiline muutus senises praktikas, mistõttu tuleb seda ellu viies lisada kliendile täiendavat kindlust, et tasuline nõustamine on seda nõutud tasu väärt. See tähendab üsna üheselt, et investeerimisnõu saab anda vaid oma ala ekspert, kellel peab selle staatuse kinnituseks olema ette näidata vastav sertifikaat.

Teoreetilise käsitluse kokkuvõtteks tuleb lühidalt märkida, et konkreetsetes õigusruumis avab investeerimisnõustamise mõiste kehtiv regulatsioon. Nõustamise olemuslik sisu on kliendile nõu andmine, arvestades kliendi personaalsete asjaoludega. Investeerimisnõustamise puhul on määratletud ka teabe kogumise ulatus, et tagada kliendile sobiva ja asjakohase nõu andmine. Investeerimisnõustamise kui protsessi võib jagada viide etappi. Teabe kogumise ulatuse tähtsus tuleneb vajadusest õigesti määratleda kliendi riskiprofiil. Riskiprofiili väljaselgitamisel on vajalik arvestada lisaks traditsioonilisele rahandusele ka käitumusliku rahanduse ning elutsükli kontseptsioonidega. Nõustamisprotsessi ühte kandavat rolli kannab nõustaja. Paljudel juhtudel saab nõustatava ja nõustaja suhet vaadelda agendi või usaldusisiku suhte aspektist, mistõttu on teenuse pakkumisel väga oluline kõrgete hoolsus – ja lojaalsusnõuete täitmine. Vähemtähtis ei ole ka nõustaja professionaalsus ning nõustamise objektiivsus. Nõustaja peab olema vaba huvide konfliktist või konfliktid nõuetekohaselt avaldama. Lähiaastatel mõjutab mh. huvide konfliktide vältimisele suunatud regulatsioonide areng valdkonda olulisel määral. Tasude võtmise ümberstruktureerimine võib tekitada turutõkkeid just madalama varade mahuga klientidele. Kliendile parima nõustamisteenuse pakkumisel tuleb pöörata tähelepanu nõustaja kõrgetele kompetentsidele ning teenuse standardiseerimisele.

²⁸ EBF_001494, Brussels 29.04.2013

2. INVESTEERIMISNÕUSTAMISE TEENUSE PARENDAMINE AS SEB PANK PRIVAATPANGANDUSE OSAKONNAS –EMPIIRILINE ANALÜÜS

2.1. Investeerimisnõustamine Eesti finantsturul

Eesti finantsteenuste peamised suunajad ja mõjutajad on kahtlemata krediitiasutused. Finantskriisi mõju meie aktsiabörsile, eriti selle likviidsusele on olnud märkimisväärne. Investorite aktiivsus koduturul on äärmiselt väike, kuigi Tallinna börsi üldindeks OMXT on tõusnud viie ja poole aasta tipptasemele²⁹. Vaatamata eeltoodule ning juba mitu aastat kestnud suhteliselt kõrgele riskikartlikkusele on siiski olemas sihtgrupp kes kasutab aktiivselt investeerimisnõustamist ja portfelligalitsemissel teenust. Juba mitu aastat kestnud intressimäärade langus surub paratamatult investori riski võtma, sest vastasel korral riskib ta oma säästude märkimisväärsele ostujõu kaotusega. Euroopa Liidu ja IMFi kokkulepe³⁰ abistamiseks Küprose makseraskustes pankade³¹ rekapiitalseerimist³² kus hädas pangandussektori päästmiseks kaotavad üle 100 000 euro suuruste hoiuste (tagatisfondiga kaitsmata hoiused) omanikud teatud % oma säästudest on mõtlemapanev ja tegudele sundiv üheaegselt. Küprosel toimuv on kahtlemata märgilise tähendusega paljude hoiustajate jaoks, kelle silmis oli pangahoius alati riskivaba instrument. Tavainvestoril, kelle varade maht on tagatishoiuse piirist suurem, on kadunud ilma riskita paigutamise võimalused. Oma likviidse vara ostujõu säilitamise eesmärgil tuleb võtta riski.

²⁹ Vt. lisaks <http://www.ap3.ee/Default.aspx?PublicationId=b9000b67-f214-4cb3-b837-d070359aed80> 08.03.2013

³⁰ <http://eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/03/eg-statement-cyprus-25-03-13/>

³¹ Bank of Cyprus Plc (BOCY) and Cyprus Popular Bank Plc vt.lisaks: <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-03/imf-to-contribute-1-billion-euros-to-cyprus-rescue.html>

³² Küpros leppis EL/IMFiga kokku, et kehtestab pangahoiustele maksu. Vt.lisaks: http://www.huffingtonpost.com/2013/03/23/cyprus-eu-bank-levy-agreement_n_2940459.html

Eesti finantsteenuste turg on väike ja seda on vähe uuritud. Eesti finantsinspeksioon on küll juba aastaid andnud ülevaadet Eesti finantsteenuste turust,³³ kuid just individuaalportfellide osas oli metodoloogia erinev, mistõttu ei ole seni kajastatud kogu turu mahtu õigesti. Eelmisel aastal muudeti Eesti Panga määrust³⁴ ning esimene, selle teenuse osas ülevaatlik raport käsitleb 2012 aasta lõpu seisuga. Investeeringusportfellide valitsemist, kui ühte investeeringusteenuste alaliikidest, on teenusena pakutud AS SEB Pangas juba alates 2000. aastast (varasem Eesti Ühispank), hinnanguliselt samal ajal hakkas teenust pakkuma ka Swedbank (varasem Hansapank). Reeglina pakutakse seda teenust läbi panga privaatpanganduse osakonna ja see on mõeldud suuremate varadega eraisikutele (ka ettevõtete kaudu on võimalik oma vabad rahad investeerida).

Privaatpangandus Eestis on samuti vähe kajastamist leidnud ning senini pole koondatud turu andmeid selle teenuse kasutajate osas. Finance Estonia³⁵ on nüüd alustanud privaatpanganduse teenuse osutamise turuandmete koondamist, sest eesmärk on tõsta teadlikkust Eesti finantsteenustest sh. privaatpanganduse poolt pakutavatest teenustest ja võimalustest. Esmalt defineeriti, kes on privaatpanganduse klient. Viie krediitiasutuse kokkuleppel on privaatpanganduse klient³⁶ isik, kelle likviidsete varade maht on 100 000 eurot või rohkem ja keda teenindab finantsteenuste osas krediitiasutuse privaatpanganduse osakond (divisjon). Finance Estonia kogus andmeid viielt teenust pakkuvalt krediitiasutuselt ning 2012. a. detsembri seis on järgmine: privaatpanganduse kliente on Eesti viies krediitiasutuses 6300 ning nende klientide varade maht kokku on 2600 miljonit eurot. SEB privaatpanganduse turuosas on varade mahtu arvestades ligi 20%, mis vastab panga üldisele turuosale finantsteenuste turul.

Portfelliavalitsemise teenus on eriteenus ning selle kasutajate koguarv on pigem väike. Siiski on portfelliavalitsemine teenusena Eesti turul kahtlemata vajalik, sest võimaldab investoril ligipääsu laiemale investeeringustoodete valikule. Lisaks sätestab teenuse pakumisele asumisel sõlmitav leping osapoolte õigused ja kohustused, samuti tuuakse

³³ vt. www.fi.ee

³⁴ 30.11.2012 on jõustunud Eesti Panga Presidendi määruse nr 16 „Krediitiasutuse bilansivälise aruandluse kehtestamine“ uus redaktsioon.

³⁵ Vt. <http://www.financeestonia.ee/>

³⁶ Tuginedes turuosaliste kodulehtedele defineeritakse privaatpangandust väga erinevalt, Swedbank teenindab kliente kelle likviidsete varade maht algab 65 000 eurost või neto sissetulek 4000 eurot, Danske pakub privaatpanganduse teenust alates 30 000 eurost varade olemasolust. Mandatum Life pakub portfelliavalitsemist alates 250 000 eurost.

lepingus välja mitmed viited kohustuslikele teabelehtedele ja infomaterjalidele, millega kliendil on kohustus tutvuda. Teenus sobib kliendile, kes omab nõutavas mahus likviidseid vahendeid ja näiteks ei soovi ise aktiivselt investeringutega tegeleda. Sel juhul on võimalik pangale anda täismandaat – st., et kokkulepitud riskiprofiili piires teeb kõik investeerimisportfelli otsused pank ise. Kliendile, kellel on soov ka ise osaleda investeringute juhtimisel, sobib investeerimisportfelli valitsemine nõustamismandaadiga – st., et pank teeb ettepanekud tehinguteks, kuid peab enne igat tehingut saama kliendilt nõusoleku.

SEBs pakutakse portfellivalitsemise teenust alates 250 000 euro likviidsete varade olemasolul, Nordeas ja LHV-s alates 100 000 euro, Swedbankis alates 300 000 euro olemasolul. Turul pakuvad varade juhtimist ka mitmed sõltumatud nõustajad, kelle kontakte samuti Finance Estonia koondab ja vahendab. Institutsionaalsetele klientidele (kindlustusseltsid, Eesti Töötukassa) pakuvad varade juhtimise teenust reeglina fondivalitsejad. Portfellivalitsemise teenus kuulub MiFIDi regulatsiooni alla ning MiFID II direktiiv toob teenuse osutamisse ka mitmed muudatused.

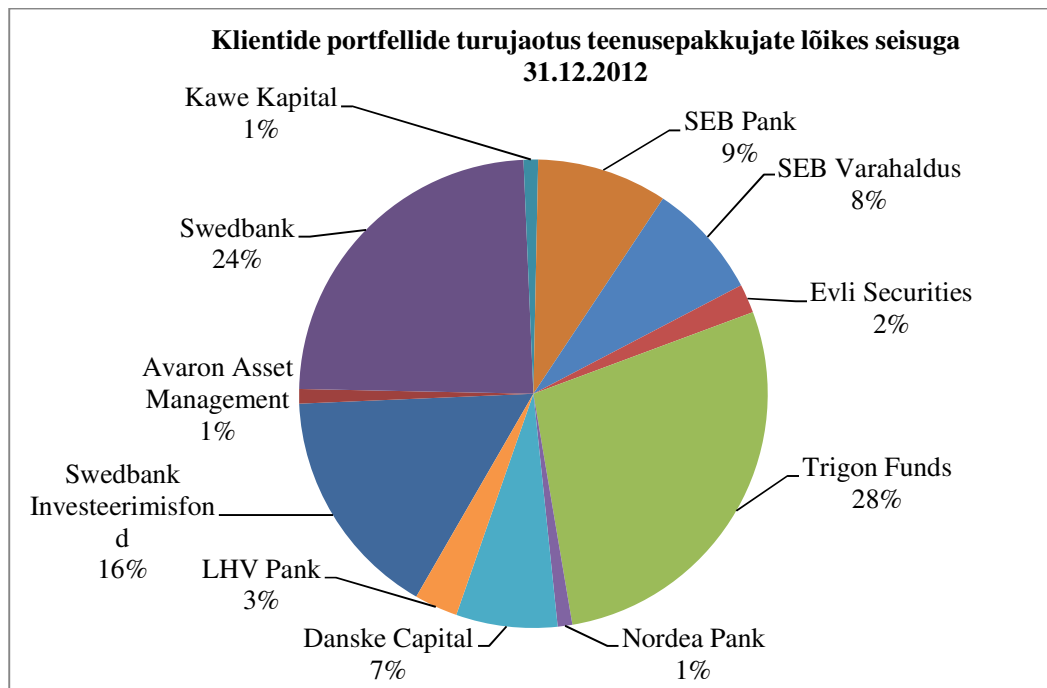
Selleks, et mõista portfellivalitsemise teenuse, kui ühe investeerimisteenuse osutamise keskkonda, tuleb esmalt tutvuda selle turu suurusega Eestis. Portfellide valitsemise teenust³⁷ pakuvad nii fondivalitsejad, krediidasutused kui ka investeerimisühingud. Suurimad mahud on koondunud fondivalitsejatesse (~61% turust) – 576 miljonit eurot. Krediidasutuste poolt valitsetavate klientide portfelli maht moodustas 350 miljonit eurot ning investeerimisühingute poolt valitsetavate klientide portfelli maht moodustas 23 miljonit eurot. (Eesti finantsteenuste turg 2012: 23)

Kokkuvõttes moodustas 2012. aasta lõpu seisuga klientide väärtpaberiporfelli maht koondmaht 949 miljonit eurot. Aasta lõpus tehtud muudatused aruandluses³⁸ ning mõningad muudatused mõnede turuosaliste aruandluse meetodikas ei võimalda täpselt hinnata valitsemisteenuse koondmahu muutust võrreldes eelmiste perioodidega, kuid neid muudatusi võib pidada üldstatistikas vähetähtsaks. (*Ibid.*)

³⁷ Andmed portfelli valitsemise kohta hõlmavad kõiki nimetatud teenust Eestis pakuvaid subjekte, kelle klientideks võivad olla nii Eesti kui ka välisriikide kliendid. Valitsemisteenus antud kontekstis hõlmab ka portfelli valitsemist nõustamisega.

³⁸ 30.11.2012 on jõustunud Eesti Panga Presidendi määruse nr 16 „Krediidasutuse bilansivälise aruandluse kehtestamine“ uus redaktsioon.

Nagu nähtub jooniselt 3, siis suurim turuosa klientide portfelli valitsemises kuulus 2012. aasta lõpus Swedbank Grupi ettevõtetele (kokku 40%). Trigon Fundsi'le kuulus 28% ning SEB Grupi ettevõtetele kuulus 17% kõikide portfelli koondmahust. Võrdlust eelmiste perioodidega ei ole siin võimalik välja tuua ülaltoodud metodoloogiliste erinevuste tõttu. (*Ibid.*)



Joonis 3. Allikas: (Eesti finantsteenuste turg 2012: 24)

Kokkuvõtvalt tuleb siinkohal märkida, et individuaalportfelli turu maht alla miljardi on küllaltki tagasihoidlik arvestades, et märtsi lõpu seisuga oli Eesti Panga statistika³⁹ kohaselt Eestis kodumajapidamiste hoiuste jääk 4,7 miljardit eurot ning residendist mittefinantsettevõtete arvetel 3,9 miljardit eurot. Finantsinspektsiooni raporti põhjal moodustab individuaalportfelli osakaal Eesti finantsasutuste poolt osutatud investeerimis- ja pangateenuste mahust 8% (Eesti finantsteenuste turg 2012: 4).

³⁹ vt. lisaks

<http://statistika.eestipank.ee/?lng=et#listMenu/1651/treeMenu/FINANTSSEKTOR/147/900>
23.04.2013

Seega käsitletakse teenust, mille mahupõhine osakaal finantsteenuste turul ei ole kuigi suur. Samuti ei ole selle teenuse kasutajaid klientide arvu põhiselt väga palju. Teenus on piiratud kättesaadavusega, sest pakutakse vaid teatud varade mahuga klientidele ning teenus on tasuline. Samuti seab teenuse kättesaadavusele piirangud tõsiasi, et portfelliavalitsemist pakutakse reeglina pankade privaatpanganduse osakondade poolt. Samas, hinnates turuolukorda ja juba pikka aega kestnud negatiivsete reaalintressimäärade keskkonda oleks vaja seda teenust senisest suuremal hulgal klientidel. Teenuse kättesaadavuse parandamiseks tuleks rõhku pöörata lihtsustamisele (dokumentatsioon) ning suuremale standardiseeritusele (*discretionary*). Teenusepakujate võimalus selles teenuse valdkonnas oma kliendibaasi suurendada on läbi efektiivsete protsessi- ning riskijuhtimise mudelite, informatsiooni lihtsustamise ning lahenduste standardiseerituse.

Järgmises alapeatükis on käsitletud autori poolt läbi viidud uuringut, analüüsima AS SEB Panga privaatpanganduse osakonnas välja töötatud ning kasutatavat küsimustikku investeerimisteenuste osutamiseks, kehtivatest regulatsioonidest ning kliendi poolt antud vastuste sidususest lähtudes. Lisaks on küsitatud privaatpanganduse nõustajaid, kelle igapäevatöö hõlmab klientidega küsimustiku täitmist. Uuringu tulemusena soovib autor esitada omapoolsed ettepanekud nõustamisprotsessi parandamiseks SEB privaatpanganduse osakonnas.

2.2. Investeerimisnõustamine AS SEB Pank privaatpanganduse osakonnas

SEB Privaatpanganduses on portfellijuhtimise ajalugu üle 12 aasta. Selle aja jooksul on kogetud nii väga häid aastaid aga ka mitmeid kriise (Vene kriis aktsiaturgudel 1998, IT mulli lõhkemine 2002, finantskriis 2008). Nagu kõik teenusepakkujad nii ka SEB peab järgima MiFIDi kehtivaid regulatsioone ning ette valmistama ennast uute nõuete täitmiseks. Investeerimisnõustamist reguleerivad pangas väga mitmed sisedokumendid, olulisemaks on investeerimisnõustamise teenuse tingimused. Privaatpanganduse osakonnas on lisaks eelmainitule olulised kaks protseduurireeglit: „Investeerimisnõustamine privaatpanganduses“⁴⁰ ning „Portfellihooldusteenused privaatpanganduse osakonnas“.⁴¹

Magistritöö empiirilises osas uuritakse SEB privaatpanganduse investeerimisnõustamisel kasutatavat küsimustikku portfellihooldamise teenuse raames. Analüüsitakse valimisse kuuluvate klientide poolt antud vastuseid SEB Privaatpanganduse küsimustikule investeerimisteenuse osutamiseks (edaspidi: küsimustik) (Lisa 1.) ning klientide poolt küsimustikule antavate vastuste sidusust ja kliendile riskiklassi määramist. Võrreldakse viimase nelja aasta tootlusi ja klientide riskivalmidust. Uuringu ülesandeks on hinnata kas SEB täidab kehtivaid regulatsioone portfellihooldamise teenuse osutamisel.

Autori eesmärk on uurimistöo järelduste pinnalt teha ettepanekuid AS SEB Pank privaatpanganduse osakonnale eesmärgiga parandada investeerimisnõustamise protsessi. Informatsiooni kogumise, analüüsi ja kliendile tagasipeegeldamise tähtsust on raske ülehinnata. See võimaldab nõustamisel kliendile selgitada kliendi finantsmajanduslikku hetkesituatsiooni ning paremini määratleda sobivat

⁴⁰ SEB sisedokument 3-7110

⁴¹ SEB sisedokument 3-7031

investeeringustrateegiat. AS SEB Panga privaatpanganduse küsimustik investeeringusteenuste osutamiseks koosneb üheksast alapunktist järgmiselt: (Lisa 1.)

- isikuandmed, andmed hariduse ning ameti kohta;
- teadmised ja investeeringuskogemus;
- andmed varade ja kohustuste kohta;
- investeeringueesmärgid;
- riskiprofiil
- investeeringueesmärgid (lisateema)
- pensionieesmärgid (lisateema)
- lastega seotud eesmärgid (lisateema)
- muud kogumisega seotud eesmärgid (lisateema).

Valimisse on kaasatud 108 klienti, kellede investeeringusportfellide maht kokku moodustab 73% kõikidest SEB privaatpanganduse poolt valitsetavatest portfellidest. Valimis on kliendid, kellest 85%-l on portfell olnud kauem kui kolm viimast aastat. Perioodil 2007-2012 on SEB privaatpangandus kasutanud erinevaid, pidevalt täiustatud investori riskiküsimustiku versioone. Valimisse kaasatud klientidega viidi läbi uus nõustamisküsimustiku täitmine perioodil juuli 2012 – veebruar 2013.a. Valimisse kaasatud investeeringusportfelli valitsemise lepingutest 69% on täismandaadiga (75 lepingut) ja 31% nõustamismaadiga (33) lepingut. Sootunnuse alusel esineb märkimisväärne ülekaal valimis meeste osas (93,5% valimist). Vanuseline jaotus on meeste ja naiste vahel sarnane. Meeste keskmine vanus on 55 aastat ja naistel 56 aastat. Erasisikute investeeringusportfelle on 69 ehk 64% valimist. Ülejäänud valimist moodustavad erasisikud, kelle investeeringustegevus toimub läbi holding-ettevõtete, ning seal praegu kasutusel oleva küsimustiku alusel ei määrata esindaja haridustaset ja elukutset, vaid ainult volituse alust (reeglina põhikiri).

Tabel 2 toob välja erainvestorite haridusliku tausta. Arvestades haridusliku tausta olulisust teadmiste osa määramisel ning seeläbi ka riskiklassi määramisel teeb autor ettepaneku lisada vastavad väljad ka juriidilise isiku esindaja haridustaseme osas küsimustikku. Isiku hariduse tase on oluline sotsiaalmajanduslik tegur mis annab vajalikku infot kliendi teadlikkuse tasemest.

Tabel 2. Erainvestorite liigitus hariduse ja tegevusala põhjal

Amet	Haridustase määratud ainult nendel kes investeerivad eraisikuna				
	Doktor	Magister	Bakalaureus	Kesk-Kesk/eri	Põhiharidus
Ettevõtja	3	14	13	10	
Palgatöötaja	1	7	10	2	1
Pensionär	1		4	3	
Kokku	5	21	27	15	1

Allikas: autori koostatud

Kohustuslik on määrata nii era- kui juriidilise isiku esindaja puhul konkreetse isiku teadmised ja kogemused finantsinstrumentide osas. Mida väiksemate teadmiste ja kogemustega on klient konkreetse investeerimisteenuse tarbimiseks, seda intensiivsemat info andmise kohustust, investeerimisteenuse kliendile sobivuse hindamise kohustust ning muud hoolsuskohustus investeerimisteenuse osutaja kannab.

Kehtiva Väärtpaberituruse seaduse § 87¹ lg 2 kohaselt peab investeerimisühing investeerimisenõustamise või väärtpaperiportfelli valitsemise puhul, enne kliendile või potentsiaalsele kliendile sobiva investeerimisteenuse ja väärtpaberi soovitamist, omandama vajalikku teavet isiku teadmiste ja kogemuste kohta seoses konkreetse teenuse liigiga ja väärtpaberiga ning isiku rahalise olukorra ja investeerimiseesmärkide kohta. Teave on investeerimisühingule vajalik selleks, et mõista kliendi liigitusest tulenevaid erisusi ning, et investeerimisühingul oleks osutatava investeerimisteenuse olemust ja ulatust piisavalt arvesse võttes mõistlik alus arvata, et konkreetne tehing, mille kohta antakse soovitus või mis sõlmitakse väärtpaperiportfelli valitsemise teenuse osutamise raames, vastab järgmistele kriteeriumidele: (VpTS Seletuskiri)

- 1) kliendil on vajalikud teadmised ja kogemused, mõistmaks tehinguga või tema väärtpaperiportfelli valitsemisega kaasnevaid riske;
- 2) kliendi finantsiline võimekus vastab tehinguga seotud investeerimiseesmärkidele ja investeerimisriskidele;
- 3) tehing vastab kliendi investeerimiseesmärkidele.

Lisaks teadmistele ja kogemusele määrab SEB kliendile ära ka tema tootekategooria riski. See tähendab, et samu küsimusi küsides antakse kliendile valida iga

finantsinstrumendi alaminstrumentid, mis on liigitatud riskisuse alusel ja tähistatud tähtedega vastavalt tabelis 3 toodule:

Tabel 3. Tootegruppide liigitus riskisuse järgi

Tootegrupp	Risk	Riski realiseerumise võimalik tagajärg
A-grupp	väikese riskiga tooted	risk kaotada väike osa investeeritud summast
B-grupp	keskmise riskiga tooted	risk kaotada osa investeeritud summast
C-grupp	suure riskiga tooted	risk kaotada märkimisväärne osa investeeritud summast
D-grupp	väga suure riskiga tooted	risk kaotada märkimisväärne osa investeeritud summast või kogu investeeritud summa
E-grupp	ülisuure riskiga tooted	risk kaotada kogu investeeritud summa või isegi rohkem

Allikas: autori koostatud

Teadmiste ja kogemuste osa riskiküsimustikus on üsna keerukas ja see võib viia heuristikute kasutamisele vastamisel. See võib viidata ka täpse arusaama puudumisele, millistest instrumentidest kliendi investeerimisportfell koosneb, või soovimatusest süveneda sellesse informatsiooni mida pank portfelli osas igakuiselt saadab. Samuti võivad väljatoodud andmed indikeerida asjaolu, et klient lähtub küsimustele vastamisel justkui portfelli väliste instrumentide jaotusest eeldades, et tema sidusus portfelli igapäevaste tehingute ja positsioonidega on minimaalne, mis tegelikult ei ole antud juhul õige. Võimalik on samuti asjaolu, et väited nt. "...ühe kuu sissetuleku ulatuses" tekitavad segadust. Juriidilise isiku esindaja peab nendele küsimustele vastama lähtudes enda isikust, aga täites esindajafunktsiooni, sest kogemus saab olla vaid füüsilisel isikul.

Küsimustiku teises alapunktis peab klient andma vastuseid oma teadmiste ja kogemuste osas alltoodud finantsinstrumentide kohta tootegruppide lõikes. Tabel 4 võtab kokku valimisse kuuluvate klientide vastused teadmiste ja kogemuste osas eri finantsinstrumentide lõikes. Tabelis on esitatud koondandmed väljatoodud finantsinstrumendi tootegruppide osas. Autor on tabeli koostamisel lisanud kliendile esitatava küsimuse algusesse ka negatiivse versiooni (nt.ei ole), kuigi küsimustikus küsitakse tegelikult ainult esitatud asjaolu olemasolu, et mitte tekitada segadust. Samas analüüsiandmete selline esitusviis annab hea ülevaate kuidas proportsioonid muutuvad erinevate finantsinstrumentide lõikes. Üldistavalt võib öelda, et valimis osalenud

klientide puhul torkab silma nende vähene kogemus viimase kahe aasta tehingute osas. Samuti on märkimisväärne, et omamise kohta vastab positiivselt maksimaalselt vaid 81% valimist, kuigi valim on moodustatud klientide põhjal, kellel on märkimisväärse suuruses investeerimisportfell alates 2009-ndast aastast.

Tabel 4. Teadmised ja kogemused instrumentide lõikes

	Olen/ei ole omanud selliseid tooteid vähemalt poole aasta jooksul ja vähemalt ühe kuu sissetuleku ulatuses	Olen/ei ole ostnud ja/või müünud selliseid tooteid vähemalt üks kord kvartalis viimase kahe aasta jooksul	Oman/ei oma varasemaid teadmisi selliste toodete kohta tulenevalt haridusest, ametist või tutvusin iseseisvalt
Võlakirjad A-D	33% / 67%	6% / 94%	65% / 35%
Fondid A-D	73% / 27%	11% / 89%	69% / 31%
Struktureeritud tooted A-D	45% / 55%	7% / 93%	66% / 33%
Aksiad C-D	81% / 19%	26% / 74%	77% / 23%
Tuletisinstrumendid E	9% / 91%	4% / 96%	20% / 80%

Allikas: autori koostatud

Teise küsimuse puhul⁴² on positiivsete vastuste madalat arvu (olen ostnud/müünud) võimalik seletada asjaoluga, et kui klient sõlmib investeerimisportfelli valitsemise lepingu täismandaadiga, siis tehingutes klient ei osale. Seetõttu ei teki kliendil, kellel on juba aastaid juhitud väärtpaberiportfell, kogemust turgudel kauplemise osas, sest see kogemus on tema nõustajal. Siit ilmneb üks paradoks, mille mõju hakkab hiljem rolli mängima riskiklassi kalkuleerimisel. Vastupidi on see klientide puhul, kelle investeerimisportfelli juhtimine toimub nõustamismaandaadi alusel. Siin täidab panga nõustaja soovitus andja ja hiljem, tehingu tegemisel, käsunditajaja rolli ning tegelik ostja/müüja on ikka klient, kuigi ta ei sisesta tehingukorraldust iseseisvalt vaid annab selleks nõusoleku.

On märkimisväärne, et tehingute tegemise osas on antud sedavõrd tagasihoidlikke vastuseid. Eriti ilmekalt paistab see silma fondiinvesteeringute lõikes, sest valimist 31% on nõustamiskliendid, kelle portfellides on aastaid olnud väga mitmeid erinevaid

⁴² Olete ostnud ja/või müünud selliseid tooteid vähemalt üks kord kvartalis viimase kahe aasta jooksul

fondipositsioone. Põhjusi, miks vaid osad valimist, kes on nõustamislepinguga kliendid on vastanud tehingute tegemise osas tõeselt võib olla mitmeid – praktikale tuginevalt võib välja tuua peamise põhjusena nõ. mõttelist distantseerumist läbi allkirjastatud lepingu (kuigi tegelikult on otsustusõigus ja vastutus kliendil), kindlasti on põhjuseks ka pealiskaudne suhtumine küsimustesse/küsimustikku tervikuna, pidades seda pelgalt formaalsuseks. Võimalik, et ka nõustaja ei ole küsimustiku täitmisel nõustamislepingu olemasolule, kui olulisele asjaolule piisavalt tähelepanu pööranud. Lisaks tuleb tähelepanu pöörata taaskord juriidilise isiku esindajale, kelle vastuseid ja esitatud teavet peetakse juriidilise isiku kohta käivaks, sest tegemist on esindussuhtega. Juriidiliselt siiski ei saa ameti-või kutsetegevuse raames tekkivaid kogemusi lahutada füüsilise isiku kogemustest, sest need paratamatult sellele inimesele tekivad. Seega tõusetub siit terav probleem teadmiste ja kogemuste osa küsimuste vastuste sidususe osas. Antud juhul ilmneb analüüsitud andmetest, et vastused ei ole vastavuses reaalse tegevusega oma portfelli juhtimisel ja positsioonide omamisel (eriti nõustamismaandiga klientide osas).

Töö raames viis autor läbi ka küsitluse privaatpanganduse nõustajate seas (Lisa 2.). Küsimustik saadeti kõigile nõustajatele (6). Küsitluse tulemusel laekus vastuseid 5-lt nõustajalt. Privaatpanganduse nõustajate küsitlusel ilmnas, et praktilises töös tekitab kõige rohkem klientides segadust küsimustiku teadmiste ja investeerimiskogemuste osa. Selgus, et kliendid ei ole kokku puutunud või ei tunne võlakirjade reitinguid, ei tea või ei mäleta omatud võlakirjade reitinguid. Samuti tekitab segadust määratlemine – kvartal, viimase kahe aasta jooksul, ühe kuu netosissetuleku eest jne. Paljudel juhtudel kliendid ei mäleta mida nad on ostnud, müünud, omanud, mistõttu on veelgi raskem öelda kas omati midagi vähemalt pool aastat ja mis koguses.

Haridusele, ametile või iseseisvale tutvumisele tuginedes ⁴³ saame keskmiseks teadlikkuse protsendiks kõrge 69% valimist, kui tuletisinstrumentid välja jätta. Kõikide finantsinstrumentide lõikes tuleb keskmine teadlikkus 59,3%. Kõige kõrgem on teadlikkus aktsiate osas. Kliendi teadmiste ja kogemuste tase annab sisendit kliendi riskiklassi määratlemisele ning kliendile sobivate tehinguriskide määramisele. Sisuliselt

⁴³ Oman varasemaid teadmisi selliste toodete kohta tänu haridusele, ametile või iseseisvale tutvumisele

tähendab tehinguriski määramine seda kas kliendi „*execution only*“ tehingud (kui klient teeb iseseisvalt nt. SEB internetipanga vahendusel) kutsuvad esile automaatse hoiatuse või mitte.

Kokkuvõttes võib öelda, et teadmiste ja investeerimiskogemuse osa AS SEB Pank privaatpanganduse küsimustikus investeerimisteenuste osutamiseks on sõnastatud äärmiselt raskepäraselt, mitmetimõistetavalt ning tekitab klientides kõige suuremat raskust vastamisel isegi olukorras, kus üldine teadmise tase on üle 50%. Erinevate ajapiirangute ning summapiiride lisamine eri tootekategooriate ostmise, müümise, omamise selgitamisel ei aita klienti vaid pigem tekitab segadust juurde.

Küsimustiku kolmas osa – andmed varade ja kohustuste kohta on seotud MiFID regulatsiooni nõudega finantsvõimekuse väljaselgitamisel. Vastuste andmestik oli siinkohal kõige puudulikum. Enamjaolt puudus adekvaatne kulutuste määr. Nõustajate hinnangul ei soovi kliendid avaldada oma koguvarasid, soovitakse lähtuda ainult varast SEB's. Klientidel esineb raskusi oma varade jagamise osas eri instrumentide vahel. Samas on finantskohustuste test oluline indikaator määramaks, millist riski on klient võimeline kandma.

Selle küsimustiku alajaotuse suurimaks puuduseks on klientide soovimatus oma koguvarasid avaldada, sest nõustamisel on oluline mõista kliendi finantsmajanduslikku situatsiooni tervikuna. Autori hinnangul tuleks koguda täiendavat infot klientidelt vastamisest keeldumise põhjuste kohta, lisades omaltpoolt täiendavaid selgitusi selle info relevantsuse ja vajalikkuse osas. Puudulik pilt kliendi koguvarade osas ei võimalda tegelikku riskivalmidust õigesti määrata ja kliendile tema olukorrale vastavat nõu anda. Siinkohal tuleb kliendi kaitse seisukohalt kindlasti rohkem selgitada, et varade ja kohustuste mitte avaldamine töötab eelkõige kliendi enda kahjuks.

Küsimustiku investeerimiseesmärkide ja riskiprofiili (küsimustiku neljas ja viies alapunkt) küsimused on kõige tähtsamad investori riskitaluvuse selgitamisel. Küsimustiku alusel määratakse lisaks kliendi tooteriskile ka riskiprofiil, võttes arvesse kliendi investeerimiseesmärke ning finantsvõimekust. Küsimustike analüüsimine ning tulemuse väljaselgitamine toimub arvutiprogrammi kaasabil. Samuti toimub programmis sisestatud andmete säilitamine. Programmis on igale vastusele antud teatud

väärtus ning väärtuste liitmisel tekivad skoorid, mille alusel hiljem seotakse skoor riskiklassi ja tooteriskiga.

Kliendi riskitaluvuse leidmisel võetakse lisaks investeerimisperioodile ja riskiprofiilile arvesse ka teadmisi ja kogemusi puudutavate küsimuste vastused. Kõik teadmiste ja kogemuste osa küsimused on kohustuslikud. Igas tooteliigis leitakse tase kliendi antud tooteliigi kõrgeima taseme vastuse (mitme vastuse puhul arvestatakse suurimat vastust) baasil⁴⁴. Näiteks, kui võlakirjade alajaotuses klient vastab järgnevalt (Lisa 1. alapunkt teadmised ja investeerimiskogemus):

- Olen omanud selliseid tooteid vähemalt pool aastat ja vähemalt ühe kuu netosissetuleku ulatuses – võlakirjad A,B
- Olen ostnud ja/või müünud selliseid tooteid vähemalt üks kord kvartalis viimase kahe aasta jooksul – võlakirjad C
- Oman varasemaid teadmisi selliste toodete kohta tänu haridusele, ametile või iseseisvale tutvumisele – võlakirjad B

Määratakse kliendi võlakirjade teadmiste/kogemuste tasemeks C. Ülaltoodu mõjutab tooteriski määramist järgmiselt⁴⁵:

- Kui kliendil on ülaltoodud loogika alusel leitud teadmiste/kogemuste tase kõigis toodud alajaotustes vähemalt „Võlakiri => D“, „Fond => C“ ja „Aksia => C“, ei mõjuta teadmiste/kogemuste tase tooteriski määramist.
- Kui kliendi teadmiste/kogemuste tase ei ole vähemalt ühes allnimetatud varaklassis tasemel „Võlakiri => D“, „Fond => C“ või „Aksia => C“ ja kõigi vajalikust tasemest madalama varaklassi (võlakiri, fond, aktsia) ajajaotuses on teabelehe⁴⁶ täitmise küsimus vastus „Jah“, vähendatakse kliendi üldist tooteriski numbrit ühe võrra, kui investeerimiseesmärkide (punkt 2) ja riskiprofiili (punkt 3) alusel saadud tooterisk on suurem/võrdne 3-ga.

⁴⁴ SEB sisedokument 3-7110

⁴⁵ SEB sisedokument 3-7110

⁴⁶ Teabeleht on küsimustiku teadmiste, kogemuste osa puhul kasutatav lisa dokument, milles antakse kliendile ülevaade konkreetsetest finantsinstrumentidest nt. võlakirjad juhul kui kliendil ei ole mitte mingisuguseid teadmisi ega varasemaid kogemusi. Teabelehe lõpus on kolm küsimust instrumendi põhiliste riskiaspektide kohta. Kui klient vastab küsimustikule õigesti on ta omandanud esmase teadmise finantsinstrumendi kohta. Teabelehed on aktsiate, võlakirjade ja fondide osas.

- Kui kliendi teadmiste/kogemuste tase ei ole vähemalt ühes allnimetatud varaklassis tasemel „Võlakiri => D“, „Fond => C“ või „Aksia => C“ ja vajalikust tasemest madalama varaklassi (võlakiri, fond, aksia) ajajaotuses on vähemalt ühel juhul teabelehe täitmise küsimuse vastus „Puudub“ või „Ei“, on kliendi tooteriskiks 0 st. et investeerimistooted ei ole sobivad.

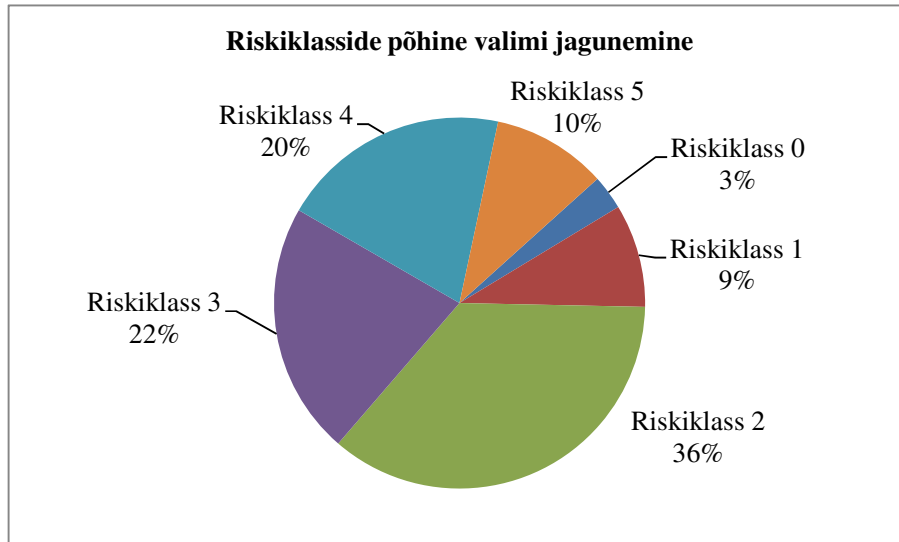
Kliendi riskiprofiil väljendab kliendi üldist riskitaluvust. Kõik riskiprofiili osa küsimused on kliendile kohustuslikud. Riskiprofiili lõplik tulemus sõltub kliendi poolt antud vastustest kogumis. Riskiprofiili tulemus väljendub riskiklassis, mille alusel hakatakse kokku panema isikliku soovituselise allokatsiooni. Riskiklassi tulemust mõjutavad konservatiivsuse suunas nt. teadmiste kogemuste madal tase või puudumine, samuti liiga lühike investeerimishorisont. Selleks, et kliendile määrata riskiklass ja soovitatava portfelli allokatsioon ning leida tooterisik, tuleb lähtuda kolmest peamisest tegurist:

- teadmised ja kogemused
- investeerimisperiood;
- kliendi riskiprofiili skoor

Küsimustiku sisestamisel süsteemi annab programm järgmised andmed⁴⁷:

- teadmiste ja kogemuste tase iga varaklassi kohta (igale tooteliigile leitud tehinguriski tase (A-E):
- investeerimisperioodist tuletatud tooteriski tase
- riskiprofiili küsimustiku punktisumma
- riskiprofiilist tuletatud tooteriski tase
- määratud riskiklass

⁴⁷ SEB sisedokument 3-7110



Joonis 4. (autori koostatud)

Jooniselt 4 nähtub, et valimi puhul on tegemist mõõdukat riski taluvate investoritega, suurim osakaal on riskiklass 2-el, mille sisustamiseks kasutatakse 30 % ulatuses aktsiariski. Hinnates klientide vastuseid tootluse ja riski omavahelisest suhtest⁴⁸, ilmneb, et 37% vastanutest pigem nõustub, vaid 4% nõustub selle väitega täielikult ning 52% (56) pigem ei nõustu väitega, et kõrge tootluse nimel tuleb olla valmis võtma suurt riski. Väitega ei nõustu üldse 8 valimis osalenut. Riskiklassis 5 on valimist 10%, mis on rohkem kui küsimusele täielikult positiivselt vastanute osakaal (4% nõustus väitega). Autori hinnagul tasuks kaaluda selle küsimuse täpsemaks sõnastamist. Nõustajate küsitluse tulemusel ilmnes, et klient käsitleb seda enda konkreetsete investeeringute aspektist, reeglina ei taheta suurt finantsrisiki võtta.

Kui riskiprofiili väljendusvorm on riskiklassi number skaalal 1-5, siis on oluline ka teada, milline on varaklasside vaheline allokatsioon erinevate riskiklasside puhul. Tabel 5 annab ülevaate riskiklasside sisustamisel kasutatavate varaklasside vahelisest allokatsioonist.

⁴⁸ Valige kõige sobivam vastus väitele “Kõrge tootluse nimel olen valmis investeerima suure riskiga finantsvaradesse”.

Tabel 5. Riskiklassidele määratud varaklasside vaheline allokatsioon.

Riskiklass	Aktsiarisk	Võlakirjarisk
Riskiklass 0	ei soovitata investeerimistooteid vaid ainult garanteeritud põhiosaga deposiite	
Riskiklass 1	0%	100%
Riskiklass 2	30%	70%
Riskiklass 3	50%	50%
Riskiklass 4	70%	30%
Riskiklass 5	100%	0%

Allikas: SEB

Ülaltoodut kokkuvõttes võib öelda, et riskiklass määratakse lõpliku skoori alusel arvestades ka riskisust vähendavaid tegureid. Üheks riskisust vähendavaks teguriks on nt. liiga lühike investeerimishorisont. Valimist 18,5% indikeerisid lühemat kui 3 aastast investeerimisperioodi, 83% valimist indikeeris üle kolme aastast investeerimishorizonti (38 – üle kolme aasta; 27- üle viie aasta; 25 – üle seitsme aasta). Seega võib öelda, et investeerimishorisont ei ole reeglina riskiklassi vähendavaks teguriks enamuse valimi puhul.

Kuna riskiprofiili väljaselgitamine on investeerimisnõustamise protsessis olulise tähtsusega viis autor läbi korrelatsioonianalüüsi, et selgitada välja küsimuste omavaheline sidusus investeerimiseesmärkide ja riskiprofiili osas. Korrelatsioonianalüüsi raames uuriti 17-ne küsimuse omavahelist seost küsimustiku neljandas ja viiendas jaos (Lisa 1.) Korrelatsioonianalüüsi hõlmatud investeerimiseesmärgi ja riskiprofiili küsimustele antud vastuste analüüsimiseks tuli eelnevalt kõik vastused kodeerida. Kõikidele valitud küsimuste vastustele andis autor väärtused 1-5 vastavalt vastuse variantide arvule. Pärast kodeerimist oli vaja otsustada sobiva analüüsimeetodi valik. Eesmärk oli välja selgitada kas riskiosa küsimuste vastustes ilmneb tugev sidusus või mitte. Kuna vastused ei ole lineaarses sõltuvuses, siis välistas see Pearsoni korrelatsioonimeetodi kasutamise. Seoste leidmiseks kasutas autor Spearmani astakorrelatsiooni. Spearmani astakorrelatsiooni kasutatakse mitteparameetriliste testide juures selgitamiseks välja, kas kaks tunnust on omavahel

seotud ning kui tugev on nende omavaheline statistiline sõltuvus (Hussey *et al.* 1997: 231). Spearmani korrelatsioonimaatriksi koostamiseks ning statistiliselt olulise tunnuse väljatoomiseks kasutati SPSS arvutusprogrammi. Korrelatsioonianalüüsiga uuriti küsimustikus nummerdatud küsimuste omavahelist seost. (Lisa 1. Alapunktid: investeerimiseesmärgid ja riskiprofiil, küsimused 1-17). Kuna küsimuste 3 ja 10 vastuseid ei ole võimalik järjestada, siis nende küsimuste puhul analüüsiti vastuseid kasutades Exceli tarkvara, et välja selgitada, millised vastused olid klientide poolt enim valitud.

Korrelatsioonimaatriksi (Lisa 3.) alusel saab väita, et vaid vähesed küsimused on omavahelises üle keskmise tugevusega korrelatsioonis omades korrelatsioonikordajat vahemikus 0.5-0.7. Seejuures on arvestatud olulisuse näitajat .01. (Mason *et al.* 1999: 317) Kõige tugevam seos on otsesel riski võtmisega seotud küsimustel –“Kui suure finantsriski olete valmis praegu oma finantsinvesteeringuid tehes valima?” (küsimus 13) ja küsimustikus esitatud joonise põhjal riskisuse alusel portfelli valiku tegemise küsimuse vahel (küsimus 16). See üle keskmise tugev seos on kahtlemata oluline, sest siin on tegemist kontrollküsimusega, mida ühel juhul küsitakse sõnaliselt ning teisel juhul antakse kliendile vastuste valik visuaalselt.

Küsimus 13 on keskmise tugevusega korrelatsioonis ka küsimusega 7, mis käsitleb varade väärtuse vähenemist perioodi jooksul ja lõpus. Ka siin on korrelatsioon selgitatav valmisolekuga riski realiseerumist taluda. Nõustajate poolt küsimustiku osas esile toodud klientides küsitavusi tekitanud küsimus 16 on samuti keskmiselt tugevas korrelatsioonis küsimusega 11, sest siin on valimisse kuuluvate klientide vastused pigem konservatiivsed. Sarnast seost, tõi küll madalamat, on võimalik märgata ka küsimuste 7 ja 8 vahel.

Tähelepanuväärsena selgub analüüsist, et keskmiselt tugevalt on seotud ka investermisperioodi vältel (küsimus 4) ja investeerimisperioodi lõpul (küsimus 17) aktsepteeritav varade väärtuse vähenemine. Siingi näitab tulemus sidusust klientide vastuste järjepidevusel. Samuti annab küsimuse 6 ja 4 omavaheline sidusus tunnistust klientide vastuste ühtsusest. Kokkuvõttes võib hinnata, et statistiliselt olulisi aga keskmise tugevusega või mõnevõrra madalamaid korrelatsioone leiab küsimuse 11 ja 17

osas suhtest teiste küsimustega ning 13 ja 16 osas suhtes teiste küsimustega. Statistilist olulisust ei ilmne üldse küsimuste 1, 2 ja 10 puhul.

Ühe aspektina tuleks hinnata ka kogu küsimustiku tonaalsust riski ja tulu suhestusest. Loomulikult ei või teenusepakkuja jätta investeerimishorizonti muljet, et võimalik on ainult teenida. Andes võimaluse investeerimisperioodi lõpul mitte aktsepteerida negatiivset tootlust võib kliendi jaoks tähendada, et tegemist on justkui mingisorti garantiiga, mis kindlasti ei ole õige (küsimuse 17 madalaim vastuse variant on 10%). Kahtlemata on investeerimisühingu poolt tähelepanu juhtimine riskidele määrava tähtsusega, mistõttu on seletatav, et klienti suunatakse taas ja taas enda jaoks läbi mõtlema riskide realiseerumise kõik aspektid, samas tekitab see siiski küsimuse teenuse sisu ja eesmärgi omavahelisest sidususest. Nõustajate vastustest ilmnes, et liigne kontsentreeritus konservatiivsusele ja kaotuse vältimisele ning "...suure riski"⁴⁹ rõhutamisele võib kaasa tuua ka liiga konservatiivsed vastused. Samuti toodi välja, et "... suur risk" tekitab küsitavusi. Liiga konservatiivsed vastused viivad madalama riskiklassiga investeerimisstrateegia valikuni ja see omakorda võib viia kliendi rahulolematusele perioodi möödudes, eriti kui investeerimishorizont on pikk ning investeringute tulusus allpool ootust.

Investeermiseesmärgi küsimused küsimustiku neljandas jaos on väga olulised, mõistmaks kliendi tegelikke soove tuleviku suhtes. Küsimustiku investeermiseesmärgi valikud – jooksvate kulude katteks; pikaajaline säästmine; tulu teenimine; hobid, reisimine; maksimaalse tulu teenimine; ei pruugi anda ammendavalt ülevaadet kliendi tegelikest eesmärkidest, mida tuleb teenusepakkujal arvestada. Küsimuse 3 vastustest ilmneb, et 70% valimist märgib oma investeermiseesmärgiks tulu teenimise ja 23% juhtudest on eesmärgiks pikaajaline säästmine. Enimvalitud eesmärk – tulu teenimine ei hõlma endas piisavalt sisulist informatsiooni. Samas saab praktika pinnalt väita, et klientide valmisolek eesmärk selgelt defineerida on samuti väga varieeruv, mistõttu ei pruugi laiem valikvastuste hulk olukorda parandada. Autori hinnangul tasuks kaaluda avatud lahtri võimalust investeermiseesmärkide defineerimiseks küsimustikus. Nõustajate hinnangul ei pruugi laiem valikute võimalus tuua rohkem selgust. Pigem

⁴⁹ Küsimustiku küsimus: Valige kõige sobivam vastus väitele "Kõrge tootluse nimel olen valmis investeerima suure riskiga finantsvaradesse".

peaks teatud küsimuste valikvastuseid vähendama. Autori hinnangul on lisaks avatud lahtri võimalusele, hästi oluline põhjalik vestlus investeerimiseesmärgi selgest defineerimisest nõustamise esimese etapi jooksul. See on võrdselt tähtis nii nõustajale kui kliendile endale. Oluline on, et mõlemad pooled omaksid selget ülevaadet alustatava portfelli eesmärgist. Kuna eesmärgid on individuaalsed, siis nende eeldefineerimine ei pruugi tõesti selgust lisada, mistõttu võiks kaaluda valikvastuste asendamist avatud lahtriga kuhu defineeritakse eesmärk pärast sellekohase arutelu lõpetamist nõustamise jooksul.

Riskiküsimustiku küsimus, milles palutakse hinnata kas saadud tulu (küsimus 9) ollakse valmis taas riskantselt investeerima⁵⁰ annab võimaluse kontrollida väljavaate teooriast lähtuvate otsuste tegemist. Väljavaate teooria kohaselt lähevad investorile vähem korda tuleviku võimalikud võidud kui kaotused olukorras kus hetkepositsioon on juba plussis ning see on vastupidi juhul, kui investori positsioon on miinuses (Khaneman ja Tversky 1979). Väga vähe oli valimis neid, kes nõustusid väitega, et tulu uuesti investeerida riskantsetesse varadesse (vaid 5 juhul) ja pigem nõustusid 51 vastanut – see tähendab, et vaid alla poole koguvälimist olid nõus taas samaväärset riski võtma. Jooniselt 5 on näha, et kõik valimisse kuuluvad eri riskiklassides portfellid on eelmisel aastal olnud positiivse tootlusega. Sellega võib seletada ka antud vastuste teoreetilist tagapõhja.

Küsimuse 10 vastuseid ei saanud järjestada korrelatsiooni jaoks, mistõttu analüüsiti seda küsimust valitud vastuste sageduse alusel. Küsimus languses investeeingu osas⁵¹ annab kõige ilmekamalt vastuse dispositsiooniefekti ilmnemisele valimisse kuuluvate klientide seas. Vastustest selgub, et investeeingud müüb maha vaid 4 vastanud klienti (3,7% valimist), 78 vastanut (72,2% valimist) väidavad, et hoiavad positsiooni edasi ning keskenduvad pikaajalistele investeerimiseesmärkidele. Dispositsiooniefekti olemasolu on nende vastuste valguses ilmselge. Dispositsiooniefekt on üks kognitiivne piirang, mis toob investoritele kaasa suuri kulusid. Kindlasti tuleb sellele aspektile pöörata nõustamise raames rohkem tähelepanu.

⁵⁰ Valige kõige sobivam vastus väitele “Kui minu kõrge riskitasemega investeeingud osutuvad tulutoovaks, siis investeerin saadud tulu uuesti riskantsetesse varadesse”

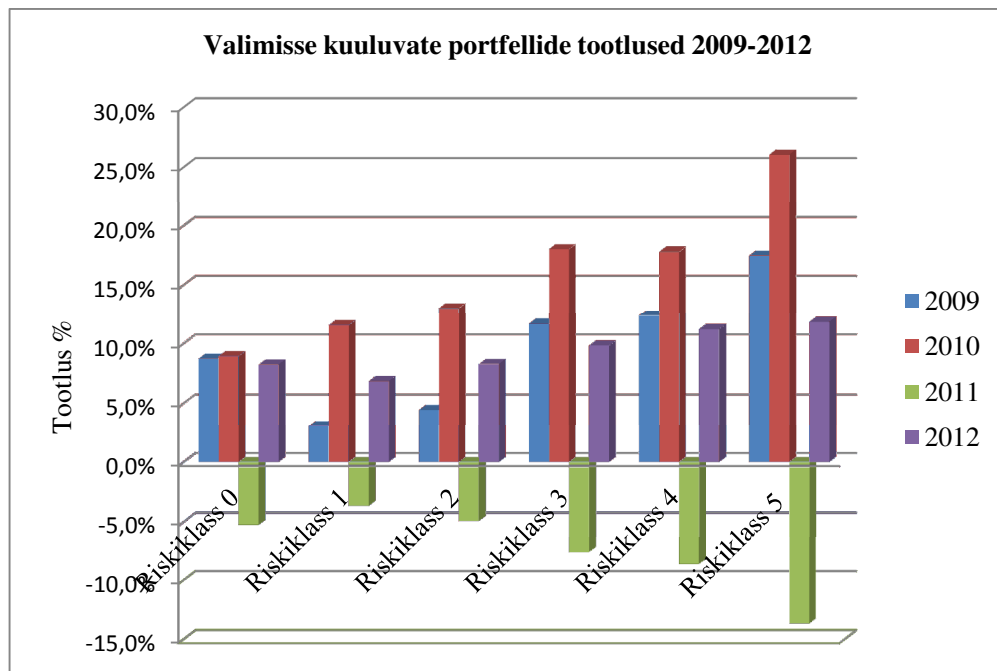
⁵¹ Kui olete teinud pikaajalise investeeingu ja Teie investeeingu väärtus langeb üldise finantsturgude languse tõttu aasta jooksul 25%, siis mida teete?

Korrelatsioonianalüüsi valimi küsimuse 6 keskmiselt tugev seos küsimustega 4, 7, 13 ja 16 näitab samuti klientide poolt antud vastuste sidusust. Vähetähtis ei ole ka fakt, et Speramani korrelatsioonimaatriksist ei ilmne olulist negatiivset korrelatsiooni. Siiski näitab analüüs, et nõustamisprotsessi parandamiseks ruumi on, seda nii nõustamisvestluse täiendamise osas kui ka küsimustiku enda ümbersõnastamise ja muutmise osas.

Pärast teabe kogumist, analüüsimist, salvestamist, sobivuse ja asjakohasuse ning riskiklassi määramist saab asuda kliendile isikliku soovitusel andmise juurde. Soovitused investeerimiseks põhinevad mudelportfellidel vastavalt kliendi riskiklassile.

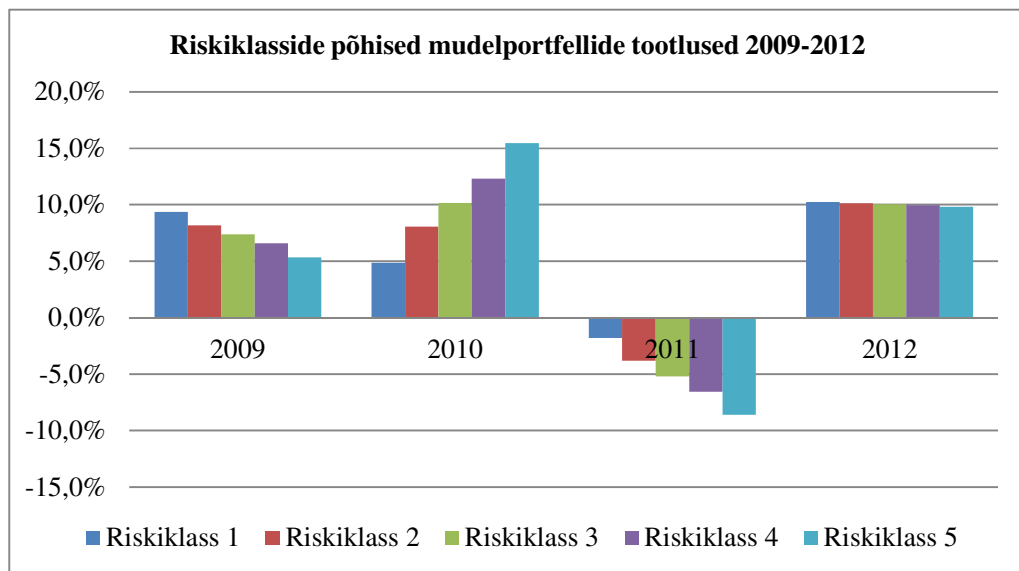
Joonis 5. (autori koostatud)

Kui klient on aktsepteerinud talle pakutud mudelportfelli allokatsiooni asutakse portfelli



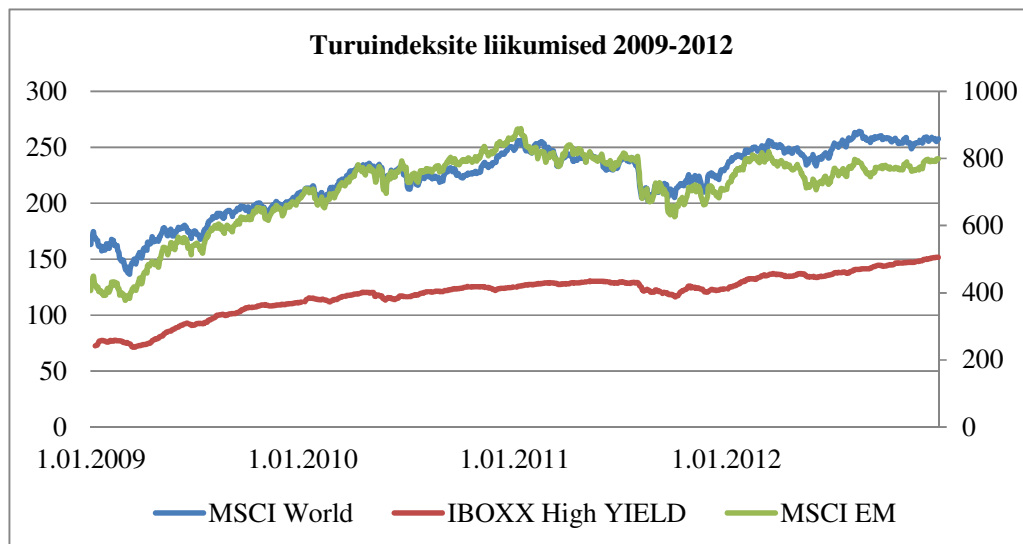
positsioone soetama. Valimisse kuuluvatel klientidel on portfelli olemas ning nende klientide viimase nelja aasta reaalsete investeerimisportfelli tootlusi riskiklassi põhiselt illustreerib joonis 5.

Reaalsete portfelli tootluste võrdluseks on joonisel 6 kujutatud mudelportfelli tootluste liikumine. Erisuste põhjusi on peamiselt kaks: esiteks ei liikunud nõ. vanad portfelli kohe kaasa uue mudelportfelli põhise investeerimisprotsessiga (vanade positsioonide müümine võttis aega peamiselt kahjumi tõttu, mida kliendid ei soovinud realiseerida – kahjumi tõrjumine) ning teiseks on 1/3 valimisse kuulunud portfelli nõustamismaandiga st., et klient ei pruugi alati nõustuda SEB poolt mudelportfelli tehtavate muudatustega ning ta ei tule nende liikumistega kaasa. Jooniselt on ilmekalt näha, et 2009 ja 2012 aastal on võlakirjade märkimisväärse tootluse tõttu riskiklass 1-2 teeninud paremini kui riskiklass 5 ehk teisisõnu võib öelda, et nendel perioodidel ei ole aktsiad ennast varaklassina õigustanud.



Joonis 6. (autori koostatud)

Lisaks võib nii reaalseid kui mudelportfelli liikumisi võrrelda laiapõhjaliste indeksitega, mis on aluseks portfelli tootluste võrdlusindeksitele. Vastavalt MiFIDI regulatsioonile peab teenust osutav investeerimisühing varustama teabe portfelli tootluse kohta ka võrdlusbaasiga, et kliendil oleks võimalik võrrelda kuidas tema varasid juhitakse. Laiapõhjalised aktsiaindeksid nagu MSCI World, MSCI Emerging Markets ning korporatiivvõlakirjade turgu iseloomustav IBOXX on euros liikunud vastavalt joonisel 7 kujutatule. Need andmed annavad ülevaate turgude liikumisest, kuid ei ole üks-üheselt kasutatavad portfelli võrdlusindeksitena. MSCI EM indeksi liikumist indikeerib sekundaartelg.



Joonis 7. (Bloombergi aegrea alusel autori koostatud) , MSCI EM sekundaarteljel

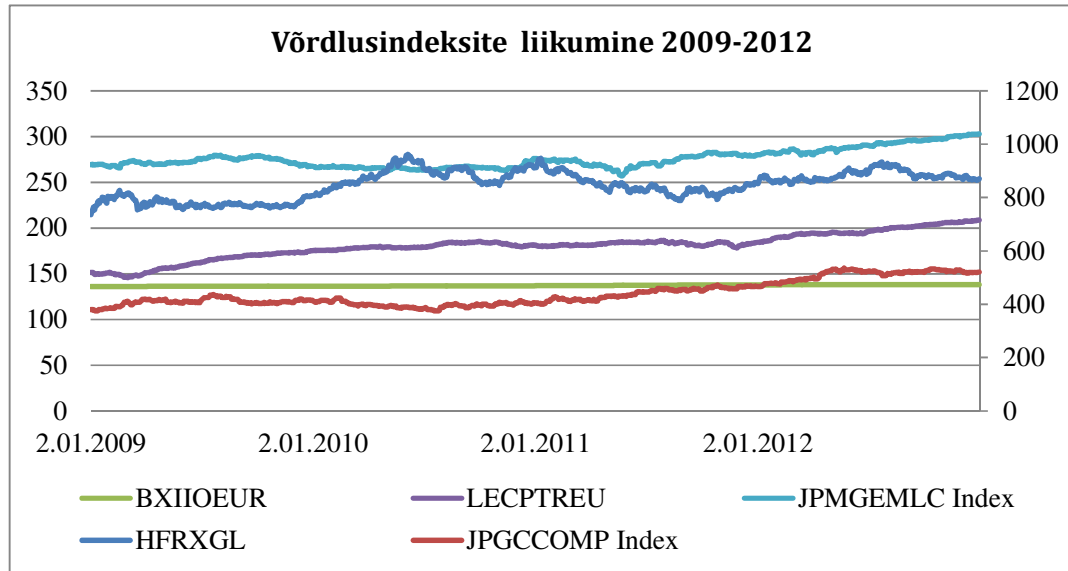
Võrdlusindeksite esitamise kohustus tuleneb kehtivast direktiivist. Samal ajal on tegelik investeerimisfilosoofia investeringute juhtimisel varaklasside põhine, mitte võrdlusindeksist lähtuv. Kehtivate nõuete täitmiseks on SEBs leitud lahendus läbi erinevate indeksite kombineerimise. Kasutusel on viis turgudel kajastatud indeksit: (SEB sisedokument)⁵²

- Barclays EUR Overnight Index (BXIIOEUR Index)
- JP Morgan EMBI Global Diversified (JPGCCOMP Index)
- Barclays IG Euro Credit (LECP TREU Index)
- JP Morgan EMU Government Index (JPMGEMLC Index)
- HFRX Global Hedge Fund Index (HFRXGL Index)

Erineva riskitasemega portfelligesse võrdlusindeksi saamiseks kombineeritakse ülaltoodud indekseid omavahel vastavalt varaklasside kaalule. Aktsiaportfellide võrdlusindeksina kasutatakse 75% ulatuses HFRX Global Hedge Fund Indeksit ning 25% ulatuses MSCI World All Country Index⁵³ Võrdlusindeksite liikumised eraldivõetuna on kujutatud joonisel 8, kus HFRXGL ning JPGCCOMP Indeksi liikumistasemeid indikeerib sekundaartelg.

⁵² SEB protseduur 3-7031

⁵³ Reutersi kood dMIWD00000G



Joonis 8. (Bloombergi aegridade põhjal autori koostatud), HFRXGL, JPGCCOMP sekundaarteljel)

Olulisem kui võrdlemine on kindlasti küsimus kuidas määratakse tootlus portfellis. Portfelli tootluse arvutamiseks kasutatakse Modified –Dietz’i⁵⁴ meetodit. Selle meetodi kasutamise põhiargument on asjaolu, et see on kõige optimaalsem lähenemine erinevate rahaliikumiste puhul. Kliendi investeerimisportfell on dünaamiline – sinna tuleb raha juurde ja sealt võetakse raha välja ning seetõttu on vaja leida tootlus mis ei ole sõltuvuses rahavoogudest. Tootlus on arvestatud pärast kulusid. Tegelikult on investeerimisühing vaba otsustama, millist meetodit kasutada ja siin tõusetub teatud vastuolu MiFIDI eesmärgiga – parandada läbipaistvust ja võrreldavust. Kliendid kipuvad väga tihti portfelligalitseamise teenuse pakkujaid võrdlema, tehes seda läbi portfelli tootlusnumbrite võrdluse, sh portfelli osas, mis ei ole tegelikult võrreldavad oma sisult (erinev riskiklass) ega ei pruugi olla võrreldavad kasutatava tootluse mõõtmise meetoodika osas. Kuigi kliendile on MiFIDI raames antud kõik võimalused küsida teenusepakkujalt portfelli tootluse arvutamise meetodeid, siis praktikas seda tehtud ei ole.

Kõik eelmainitu viitab tavainvestori soovimatusele koormata end üleliigse ja sisult keerulise informatsiooniga ning jätab seetõttu MiFIDI regulatsioonis loodud

⁵⁴ Vt. Lisaks <http://www.investopedia.com/terms/m/modifieddietzmethod.asp> 24.04.2013

kaitsemeetmed kasutusest. Autori hinnangul saaks läbipaistvuse suurendamiseks teenusepakkujad proaktiivselt tegutsedes olukorda parandada. Portfelli tootluse arvutamise meetodika võiks olla teenusepakkujate poolt avaldatud nt. kliendile saadetavas portfelli raportis.

Kui vaadata reaalse portfelli tootlusi joonisel 5 (lk.54) tekib kohe küsimus kuidas saab olla riskiklassil 0 märkimisväärne tootlus. Riskiklassi 0 sisustamisel ei saa kasutada investeerimistooteid. Tekkinud anomaalia põhjus on asjaolu, et kliendid on vastanud riskiküsimustikus viisil, mis on viinud tulemusele – riskiklass 0 (vähene kogemus, väga lühike investeerimishorisont, muud vastused samuti riski tõrjuvad) aga on soovinud lepingu lisaga reguleerida portfelli riskiklassi kõrgemaks, nõustudes suuremate riskidega. Konkreetsel juhul kuulusid portfelli koosseisu vaadeldaval perioodil võlakirjad, mis madalate intressimäärade keskkonnas töötasid väga hästi ning õigustasid selle riski võtmist. Siiski ei ole autori hinnangul sellised hälbed riskiklassist head ei teenuseosutaja ega kliendi seisukohast. Küsimustik investeerimisteenuste osutamiseks peaks kajastama kliendi riskitalumise võimet adekvaatselt. Antud klientide puhul ei mõjutanud riskiklassi konservatiivsuse suunas vaid üks tegur (nt. liiga lühike investeerimishorisont), vaid mitu tegurit. Tekkinud olukorras, kus klient soovib portfelliga seotud teenust osta, kuid küsimustikule vastab viisil, mis ei võimalda talle investeerimistooteid pakkuda, tuleb kliendi tegelikud eesmärgid siiski välja selgitada nõustamisvestluse käigus ja uuesti küsimustiku täitmise kaudu.

Samas tõusetub nii viimatimainitud asjaolust kui ka teadmiste ja kogemuste osa küsimustest üks oluline laiem probleem – mis põhjusel vastavad kliendid küsimustele viisil, mis ei vasta tegelikkusele? Kas küsimustikud on keerulised, mitmeti tõlgendatavad või soovitakse ennast teadlikult distantseerida? On ilmnenud, et kliendid ei loe tähelepanelikult läbi kõiki esitatavaid materjale, mis kinnitab töö esimeses osas toodud heuristikute kasutamist.

Nõustajate küsitlusest ilmnes, et kliendid tajuvad küsimustikku pigem bürokraatiana ja panga soovina ennast kaitsta võimalike vaidluste osas tulevikus. Nõustajate hinnangul on küsimustik liiga pikk, lisateemad jäetakse peaaegu alati täitmata (seda ka valimi puhul), mis indikeerib veelkord, et küsimustikku võetakse kliendi vaatenurgast kui kohustuslikku bürokraatiat. Lisateemade küsimused tõepoolest ainult lisavad

põhjendamatu kaalu küsimustikule, sest enamikul valimist on need täitmata. Lisateemade eesmärk on anda võimalus määratleda erinevatel eesmärkidel investeeritud varadele erinev riskiprofiil, kuid seda võimalust kliendid eriti kasutanud ei ole. Autori ettepanek on muuta investeerimiseesmärkide küsimuse vastuse variante ja kaaluda võimalust integreerida lisateemade küsimused osaliselt küsimustiku põhiosasse.

Kliendi paremast kaitsest lähtudes tuleb nõustamisteenuse pakkumisel senisest rohkem pöörata tähelepanu hetkeolukorra kaardistamisel sügavuti minekule. Küsimustik on tegelikult hea raamistik nõustamisvestluse läbiviimiseks, paraku on praegu sõnastus liiga tehniline ja mitmeti mõistetav. Nõustamisvestluse osaks tuleb võtta käitumusliku rahanduse peamised teooriad ja nende seletused, sest läbi selle on võimalik ka klienti panna aktiivsemalt kaasa mõtlema. Kliendi jaoks on vaja rohkem lahti seletada küsimustiku eesmärk ja põhjused. Küsimustiku koosnemine üheksast alapunktist on kliendi jaoks liialt koormav, mistõttu vajab küsimustik olulist lihtsustamist ja lühendamist.

2.3. Järeldused ja ettepanekud

Hinnates SEB Panga regulatsioonidest juhindumist võib positiivsena esile tuua arvutiprogrammide kasutamist riskiküsimustike töötlemisel ja salvestamisel. Küsimustik ise on mahukas ja kliendile raskepärane, mistõttu tuleks kaaluda lihtsamate sõnastuste kasutamist ning rohkem taustainfo avamist nõustamisel (nt. dispositsiooniefekti selgitamine). Riskiklasside määramine ja isikliku soovitusel andmise protsess on omavahelises loogilises järjekorras ning kogu protsessi vältel ei teki vastuolu kehtestatud nõuete ja tegeliku praktikaga. Huvide konfliktid ning tasud on nõuetekohaselt avaldatud. Nõustamisel tuleks rohkem pöörata tähelepanu kliendi poolt antud vastustele, et siis kohe need kliendiga ka läbi arutada. Klientidega vestlusesse peaks lülitama olulisemad kliendi investeerimisotsuseid mõjutavad käitumuslike tegurite teoreetilised kontseptsioonid. Kliendile tuleks tema finantsmajandusliku olukorra tagasipeegeldamisel kasutada lihtsaid selgitusi, sobivaid näiteid, tutvustada võiks ka heuristikute eri liike.

Madala teadlikkuse tasemega klientidele on abi teabelehest. Samas tuleb mõelda küsimustikus esitatud küsimuste sõnastuse tasakaalustamise võimaluste üle. Liigne riski realiseerumise rõhutamine võib kaasa tuua liiga konservatiivseid vastuseid klientide poolt, mille tulemusena valitakse ka liiga konservatiivne investeerimisstrateegia.

Küsimustik tuleks kindlasti lühemaks teha ning mitmete küsimuste sõnastusi muuta oluliselt lihtsamaks. Eraldi tähelepanu nõuab teadmiste ja investeerimiskogemuse alamosa. Selle osa täitmisel on klientidel kõige rohkem probleeme. Autori hinnangul tuleb nimetatud alamosa küsimustikus täies ulatuses ümber teha, lihtsustades oluliselt küsimuste stiili ja vastuste valikuid. Praegu on see väga keeruline osa kohe küsimustiku alguses, mis võib olla üheks põhjuseks, et kliendid tunnevad, et tegemist on pankakaitsva bürokraatia, mitte neile lisaväärtust loova nõustamisvestlusega.

Portfelliklientidele, eriti nõustamismaaadiga klientidele tuleb täiendavalt selgitada nende vastutuse ulatust. Küsimustiku uuendamisel ei tohiks tekkida olukorda, kus reaalselt positsioone omav klient soovib vastata vastupidiselt tegelikkusele. Sellise soovi puhul tuleks uurida sügavamaid tagamaid. Samuti tuleb vältida olukorda, kus riskiprofiil on investeerimisteenuste osutamiseks sobimatu, kuid tegelikult siiski investeerimisteenuseid osutatakse. Selline olukord ei vasta regulatsioonide loomise algsele mõttele, mistõttu tuleb teenusepakkujal välja selgitada kliendi tegelik riskitaluvus ja talle sobivad tootekategooriad.

Kokkuvõtlikku hinnangut andes MiFIDi regulatsioonide täitmisele väärtpaberiportfelli juhtimise teenuse pakkumisel tuleb öelda, et direktiivist ja siseriiklikust õigusest tulenevad nõuded on AS SEB Pank väärtpaberiportfelli valitsemise ja sellega seotud investeerimisenõustamise teenuse osutamisel täidetud.

AS SEB Pank portfelligalitsemise kliendibaasist moodustatud valimi pinnalt tehtud uurimuse tulemustele tuginedes saab kokkuvõtlikult järeldada järgmist:

- kinnitust leidis dispositiooniefekti esinemine;
- on alust arvata väljavaate teooriast tulenevate põhikontseptsioonide mõju kliendi otsustusprotsessile;
- küsimustik investeerimisteenuste osutamiseks on kliendi jaoks sõnastatud liiga keeruliselt, mistõttu ilmneb heuristikute kasutamist, pealiskaudset suhtumist;
- teadmiste ja kogemuste tase valimis osalenud klientidel on pigem madal;
- formaaljuriidilisest aspektis vastas SEB nõustamisportsess kehtivale regulatsioonile.
- riskiprofiili küsimuste sidusus leidis kinnitust kontrollküsimuste osas.
- analüüsist saab järeldada keskmise tugevuse ja statistiliselt oluliste seoste esinemist, eelkõige küsimuste 11, 13, 16, 17 osas.
- tuleks vältida olukorda, kus küsimustiku alusel antud riskiprofiil ei vasta tegelikult osutatud teenuse sisule.

Autor teeb ettepaneku täiendada investeerimisesmärkide küsimusteplokki rohkemate valikutega eesmärkide osas (nt. pensioni kogumiseks) ning lisada nõ. vaba lahter, kuhu saab klient selgelt defineerida oma eesmärgi. Sel juhul võiks kaaluda pensioni lisateema

(küsimustiku seitsmes alapunkt) eemaldamist, integreerides olulised küsimused küsimustiku põhiosasse.

Varade ja kohustuste testi osas tuleb suuremat rõhku pöörata vajaduse selgitusele. Ilmselt ei piisa selgitusest, et andmete kogumine varade ja kohustuste osas on teenusepakkujale kohustuslik. Pigem tuleb seda vajadust selgitada läbi kliendile tekkiva lisaväärtuse prisma. Teoreetilistest kontseptsioonidest peaks siinkohal kliendi jaoks avama mõttelise arvepidamise (*mental accounting*) ohud oma finantssituatsiooni hindamisel. Konfidentsiaalsuse rõhutamine ning pangasaladuse hoidmise kohustuse selgitamine võib olla üks aspekt, mis võib aidata kliendil avaneda ja enda jaoks väärtus näha. Nõustajal on klienti raske aidata varade varaklassidesse jagamisel kui ei ole teada varade koosseis. Kaaluda võiks ka varade jagunemisel lihtsamat jaotust. Täiendavate selgituste sissetoomine selle küsimustiku alamosa täitmise juures on ilmselt vajalik.

Küsimustike vastuste volatiilsus või vastamata jätmine võib olla tingitud ka nõustaja pealiskaudsusest. See omakorda suunab teraviku teenusepakkujate kohustusele oma meeskondi nõuetekohaselt instrueerida ja koolitada. Investeerimisnõustamise kui kliendi elukvaliteeti mõjutava teenuse pakkumisel tuleb juhinduda kõrgetest hoolsus- ja lojaalsusnõuetest, samaväärselt tähtis on ka professionaalsus. Autor teeb ettepaneku kutsestandardite kehtestamiseks nõustajatele. Professionaalsuse arendamisel võiks autori hinnangul juhinduda Dreyfus mudelist. Nõustaja kutsetunnistuse saab anda kogunud nõustajale või eksperdi staatuse saavutanule. Kutsetunnistuse sisseviimine annaks kliendile kindlustunde, et tema finantsasjades nõustab teda pädev isik. Litsenseerimine ühtlustaks nõustamise taset ja kvaliteeti oluliselt.

Kokkuvõttes teeb autor AS SEB Privaatpangandusele ettepaneku töötada välja uus ja lihtsam küsimustik, pidades silmas ka kliendi otsustusprotsessi mõjutavaid tegureid. Teise ettepanekuna märgib autor nõustamisvestluse ja küsimustiku paremat omavahelist sidumist.

KOKKUVÕTE

Käesolev magistritöö keskendus kliendi kaitse parandamise võimalustele investeerimisnõustamise teenuse pakkumisel. Töö esimeses osas andis autor ülevaate investeerimisnõustamise teenuse sisust, olemusest ja olulisusest. Investeerimisnõustamise kontseptsiooni avamisel kasutati eelkõige Leimberg *et al.* (1993), Maginn *et al.* (2007) teoreetilisi seisukohti. Samuti avati nõustamisteenuse mõisted tuginedes kehtivates seadustes ning direktiivides sätestatule.

Investeerimisnõustamise teenuse sisu avamisel keskenduti investeerimisriski mõiste avamisele tuginedes Grable ja Lyttoni (1999), Bodie *et al.* (2002), Ardehali *et al.* (2005) seisukohtadele. Investeerimisnõustamise eesmärk on kliendi vajaduste tundmaõppimise kaudu anda kliendile sobivat ning asjakohast nõu. Nõu andmine peab toimuma lähtudes kehtestatud regulatsioonidest. Olema objektiivne, erapooletu ja vaba huvide konfliktist. Huvide konflikti kontseptsiooni finantsteenuste pakkumisel käsitleti töös lähtudes Boatright'i (2000) argumentatsioonist.

Nõustamisteenuse olulisust kinnitavad väga mitmed uuringud maailma eri paigust. Investeerimisnõustamise olulisuse põhistamisel tõi autor välja mitmete mahukate uurimisraportite tulemused Euroopast ja USAst. Nõustaja, kui nõustamisprotsessi ühe olulise osalise rolli, käsitleti töö raames nii mõjukuse kui kompetentside aspektist. Nõustaja tähtsust tuleb rõhutada eelkõige nõustaja mõjukuse kaudu klientide otsustustele. Töös käsitleti nõustaja rolli Davenport ja Early (2010) võimu ja mõjukuse mudeli põhjal. Nõustaja mõju kliendi investeerimisotsustele on suur, mistõttu peab nõu andmisel juhinduma kõrgetest hoolsus- ja lojaalsusnõuetest, avalikustades või vältides huvide konflikte.

Kõige olulisem nõustaja tegevuses on kliendi eesmärkide ja riskiprofiili välja selgitamine. Selleks ei piisa vaid sobiva riskiklassi defineerimisest tuginedes volatiilsusele vaid arvesse tuleb võtta ka käitumusliku rahanduse teooriad ning

kognitiivsed aspektid, mis mõjutavad kliendi otsuseid. Oluline on lülitada käitumusliku rahanduse põhiteooriad nõustamisvestlusse, sidudes investeerimisteenuste osutamiseks koostatud küsimustikes esitatud küsimused teooriatele tuginevate selgitustega. Käitumusliku rahanduse olulisemate teooriate tundmine annab nõustajale võimalused kliendile tagasi peegeldada kliendi otsustusprotsessi mõjutavaid tegureid. Samuti annab käitumusliku rahanduse põhiseisukohtade teadmine olulist sisendit nii nõustamisprotsessi kui ka regulatiivse keskkonna arendamiseks.

Nõustamisteenuse kvaliteedi tõstmiseks ning klientidele parema nõustamisteenuse pakkumise nimel tuleb tõsta nõustajate professionaalsust, kehtestades teatud piirangud nõustajana tegutsemisele. Kutsestandardi sertifikaadi sisseviimise nõue annaks kliendile garantii, et teda nõustab kogemustega professionaal. Professionaalsuse tõstmiseks nii teadmistes kui tegutsemisel peaks Eesti turul olema nõustamine reguleeritud läbi kutsestandardi sertifikaadi olemasolu nõude, et kliendil oleks nõustaja professionaalse taseme osas kindlustunne. Kuigi regulatsioone on juba valdkonnas palju on autor seisukohal, et sertifikaat lisab olulist väärtust kliendi kaitsele investeerimisnõustamise protsessis mõjutades valdkonda professionaalsuse tõusu suunas.

Regulatsioonid ja seadusandliku keskkonna muutumine on nõustamisteenuse osutamist mõjutanud läbi aegade. Euroopa Liidu direktiivide areng on Eesti jaoks määrava tähtsusega, sest Eesti siseriiklik väärtpaperiõigus saab oma sisendi eelkõige nendest dokumentidest. Kahtlemata on 2007. aasta novembrist kehtima hakanud finantsinstrumentide turgude direktiiv (MiFID) tänaseks oluliselt mõjutanud turgude arengut ja turuosaliste käitumist. Kavandatavad muudatused MiFID direktiivis toovad kaasa täiendusi investorite kaitse raamistikus ning muudatusi teatud investeerimisteenuste osutamise seotud nõuetes.

Planeeritavate MiFID II muudatustega tugevdatakse eelkõige investeerimisalast nõustamist ja portfelli valitsemist käsitlevat õigusraamistikku ning investeerimisühingute võimalust võtta vastu tasu kolmandatelt isikutelt. Investeerimisnõustamisel ja portfelli valitsemisel on ees paradigmaatiline muudatus tasude osas, võrreldes senise praktikaga. Tasude võtmise lubamine ainult ja otse kliendilt võib piirata teenuse tarbimist olulises mahus, seda eriti väiksemate klientide

puhul. Sellised regulatsioonide muudatused võivad hakata töötama jaeinvestori vastu, tekitades klientidele teenuse kättesaadavuse piiranguid läbi hindade tõusu.

Töö empiiriline uuring hõlmas AS SEB Pank privaatpanganduse osakonna investeerimisnõustamisel kasutatavat küsimustikku. Analüüsi valimisse kuuluvate klientide poolt SEB Privaatpanganduse osakonna küsimustikule investeerimisteenuse osutamiseks antud vastuseid, küsimustikule antavate vastuste sidusust ja investorile riskiklassi määramist. Võrreldi valimisse kuulunud klientide viimase nelja aasta tootlusi ja klientide riskivalmidust. Uuringu ülesandeks oli hinnata kas SEB täidab kehtivaid regulatsioone portfelligalitseamise teenuse osutamisel ning kas nõustamisprotsessi raames on küsimustiku täitmine lisaväärtust loov.

Uuringust ilmnes, et AS SEB Panga privaatpanganduse osakond täidab teenusepakkujale seatud nõudeid portfelligalitseamise teenuse pakkumisel. Siiski on väljatöötatud küsimustik kliendi jaoks raskepärane ning liialt pikk. Küsimustiku keerukuse vähendamine on eriti oluline, sest klientide teadlikkus on pigem madal. Teadmiste ja kogemuste osa küsimustikus tuleb täies ulatuses ümber muuta, sest praegune käsitlus on tavakliendile raskepärane, mitmetimõistetav ning segadust tekitav. Samal põhjusel peab keskenduma tasakaalustatud riski ja tulu suhte kirjeldamisele. Finantsvõimekuse väljaselgitamisel ilmnes puudusi, sest klientide pigem madal valmisolek oma koguarvad ülesse loetleda ja ära lahterdada takistab finantsvõimekuse õiget väljaselgitamist. Selle osa täitmine tekitab klientides vastumeelsust, mistõttu on vajalik rohkem selgitada nende andmete olulisust ning kaaluda muudatusi küsimustikus toodud varade jagunemise alapunktis. Investeerimiseesmärgi sõnastamisel tasuks kaaluda vaba lahtri lisamist, mis koos sisuka nõustamisvestlusega võimaldaks välja selgitada ja defineerida kliendi tegeliku investeerimiseesmärgi.

Klientide poolt antud vastused riskiprofiili küsimustele olid kõige tugevamas seoses kontrollküsimuste osas. Üldiselt olid antud vastused sidusad ja loogilised. Ilmnes ka küsimusi, millised ei olnud teistega üldse sidusad. Lisateemade küsimusi ei olnud võimalik uurida, kuna enamus valimist on täitnud vaid küsimustiku kohustusliku osa. See näitab, et klient tajub küsimustikku tülika bürokraatiana, mitte lisaväärtust loova nõustamisena.

Küsimustiku osas on autor esitanud oma ettepanekud ja järeldused, millest juhindudes saaks AS SEB Panga privaatpanganduse osakond oma nõustamisprotsessi väärtpaperiportfelli juhtimisel veelgi parandada. Kliendi tõhusa kaitse aspektist on kliendi jaoks eelkõige vaja lihtsustamist, standardiseeritust, võrreldavust, suuremat suhestatust tema personaalsete eesmärkide ja vajadustega. Nõustajate pidev arendamine ning otsustusprotsessi mõjutavate käitumuslike põhjuste teoreetiliste tagamaade tundmine ja kasutamine nõustamisvestlusel oleks kahtlemata lisaväärtust loovaks tegevuseks investeerimisenõustamise parandamisel. Kliendiga nõustamist läbi viies tuleks kasutada selgitavaid näiteid küsimustiku täitmise vajadusest eelkõige kliendi enda jaoks. Vältida tuleks küsimustiku vastuste ja tegeliku investeerimisteenuse riskiprofiili omavahelist suurt hälvet. Autor on seisukohal, et küsimustik peab indikeerima kliendi riskitaluvust ning profiili adekvaatselt. Küsimustiku tulemuse ning kliendi tegeliku riskijanu erinevuse korral tuleks välja selgitada erinevuse põhjused.

Magistritöö tulemused on mõeldud eelkõige presenteerimiseks AS SEB Panga privaatpanganduse osakonnale, kindlasti pakub töö huvi ka erakliendi nõustajate võrgule jaepanganduse valdkonnas. Autori hinnangul on põhjust jätkata uuringuid selles valdkonnas. Vajadus finantsasjades nõustamist saada kasvab koos kompleksuse ja keerukusega. Käesolevas töös käsitleti mitmeid aspekte kitsalt, mistõttu saaks ka käesoleva töö pinnalt laiendada mitmeid uurimissuundi. Kindlasti vääriks uurimist nõustamisteenus Eesti krediitiasutuste privaatpanganduse klientide osas laiemalt ja võrdlevalt. Kahtlemata oleks põhjust teha laiapõhjaline võrdlev uurimus kõikide turuosaliste investeerimisteenuste osutamise küsimustike ning nõustamisprotsessi pinnalt. Vähemtähtis uurimissuund ei ole ka eraisiku juriidiliste abinõude rakendamise praktiline pool ja võimalikkus Eesti siseriikliku seadusandluse raames eesmärgiga leida täiustamise võimalusi. Käitumusliku rahanduse aspektide uurimine ja laiem kajastamine aitavad kindlasti kaasa teadlikkuse kasvatamisele nõustamisprotsessi käigus ning valdkonnas tervikuna.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Ardehali, P.H., Paradi, J.C., Asmild, M.** Assessing Financial Risk Tolerance of Portfolio Investors Using Data Envelopment Analysis.– International Journal of Information Technology and Decision Making Vol 4, No.3, 2005, 491-519
2. **Boatright John R.** Conflicts of Interest in Financial Services.– Business and Society Review 105 (2), 2000, pp. 201-219
3. **Bodie, Z.R., Merton, Z., Samuelson, W.** Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model.– Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 16, 1992, pp. 427-449
4. **Chaffin, Charles R. EdD & Cummings, Benjamin F. CRC.** Application of the Dreyfus Model of Skill Acquisition to Financial Planning.– Journal of Financial Service Professionals, Nov., 2012, 53-60
5. **Charter N., Huck S., Inderest R.** Consumer Decision Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Final Report, November 2010-kättesaadav arvutivõrgus:
http://ec.europa.eu/consumers/rights/fin_serv_en.htm;
http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final_report_en.pdf
6. **Clark-Murphy M., Soutar G.** Do Retail Stockbrokers Understand clients' Investment Preferences? – Journal of Financial Services Marketing, Vol 13, 2, 2008, pp 135-149
7. Code of Ethics and Standards of Professional Conduct. CFA Institute
[<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2010.n14.1>] 14.04.2013
8. Conflict of Interest. MiFID Supervisory Briefings
[http://www.esma.europa.eu/system/files/08_733.pdf] 23.04.2013
9. **Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services** – Final Report, Synovate Ltd., European Commission, 2011, 136,

kättesaadav arvutivõrgus

[http://ec.europa.eu/consumers/rights/docs/investment_advice_study_en.pdf]

10. **Davenport, J., Early, J.** The Power-Influence Dynamics in a Consultant/Client Relationship – Journal of Financial Service Professionals, Jan. 2010, pp.72- 75
11. **De Brouwer, P.** Maslowian Portfolio Theory: An Alternative formulation of the Behavioural Portfolio Theory.– Journal of Asset Management, Vol. 9,6, 2009, pp 359-365
12. Directive of European Parliament and of the Council, 97/9/EC;– Official Journal of European Community, No. 84/22, 03.03.1997
13. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
[http://www.banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf] 17.04.2013
14. EBF_ 001494, Brussels 29.04.2013
15. ELi finantsjärelevalve eksperdirühma, mida juhtis Jacques de Larosiere, 02.2009 ja Euroopa Nõukogu järelused ELi finantsjärelevalve tugevdamise kohta, 10862/09, 06.2009 (15.03.2013)
16. Ettepanek: Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv finantsinstrumentide turgude kohta, millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ. Euroopa Komisjon, 20.10.2011, 195 lk.(2011/0298 COD)
17. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv finantsinstrumentide turgude kohta (Mifid direktiiv) 2004/39/EÜ kättesaadav arvutivõrgus [<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0039:EN:NOT>]
18. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv finantsinstrumentide turgude kohta, millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ MiFID II - KOM (2011) 656 lõplik, [eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN...] 15.01.2013
19. European Commission Regulation(EC) No 1287/2006 of 10 August 2006, – Official Journal of the European Union, 2.9.2006
20. Finantsinstrumentide turgude direktiivi rakendusdirektiiv, millega rakendatakse direktiivi 2004/39/EÜ, kättesaadav arvutivõrgus [[68](http://eur-</div><div data-bbox=)

lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0058:EN:P
DF]

21. **Grable, J.E., Lytton, R.H.** Assessing financial risk tolerance: Do demographic, socioeconomic and attitudinal factors work? – Journal of FRHD/FERM ,1999, pp 1- 9
22. **Hung A., Clancy N., Dominitz J., Talley E., Berrebi C., Suvankuluv F.** Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker –Dealers. RAND Institute of Civil Justice, Technical report, RAND Corporation, 2008
23. **Hussey, J., Hussey, R.** Business Research: A practical guide for undergraduate and postgraduate students. New York: Macmillan Business, 1997, 357 p.
24. **Investeerimisteenuste direktiiv** – COUNCIL DIRECTIVE 93/22/EEC kättesaadav arvutivõrgust
[\[http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_93_22.PDF\]](http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_93_22.PDF)
25. Investment Advisers Act of 1940[<http://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>]15.04.2013
26. **Kahneman, D. & Tversky, A.** Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, 47(2), 1979, 263–291.
27. **Kramer, M.** Financial Advice and Individual Portfolio Performance. – *Financial Management*, Summer ,2012, pp 395-428
28. **Leimberg, S.R., Satinsky, M.J., LeClaire, R.T., Doyle R.J.** The Tools and Techniques of Financial Planning. National Underwriter,4rd Edition, Cincinnati, OH, 1993,
29. **Lukas, R. Dean & Michael S. Finke.** Compensation and client wealth among U.S. investment advisors. – *Financial Services Review*, 21, 2012, pp. 81-94
30. **Maginn J.L., Tuttle D.L., Mc Leavey D.W., Pinto J.E.** Managing Investment Portfolios. A Dynamic Process. John Wiley& Sons, Inc. Third Edition, 2007
31. **Mason R.D., Lind D.A., Marchal W.G.** Statistical Techniques in Business and Economics 10th ed. Irwin McGraw-Hill, 1999,791p.
32. **Maymin, P.Z., Fisher, G.S.** Preventing Emotional Investing: An Added Value of an Investment Advisor. – *The Journal of Wealth Management*, Spring, 2011, pp. 34-43.

33. **Plunus, S., Gillet, R., Hübner G.** Equivalent Risky Allocations: The New Era of Risk Management. Working Paper, HEC-University of Liege and University of Paris I-Sorbonne. Viidatud – Bankers, Markets and Investors No. 118, May-June, 2012 pp.14-21 kaudu
34. **Purkayastha, S.** Investor Profiling and Investment Planning: An Empirical Study. – The Icfai Journal of Management Research, Vol VII, No 12, 2008, pp17-40
35. **Razek, Y. H. A.** An Overview of Behavioral Finance and Revisiting the Behavioral Life Cycle Hypothesis. – Journal of Behavioral Finance, 8(3), 2011, pp. 7-24.
36. **Schwartz, H. H.** Heuristics (Rules of Thumb). In H. Kent Baker, John Nofsinger, eds – Behavioral finance: investors, corporations, and markets. Chapter 4.; 2010, John Wiley and Sons.
37. SEB investorkaitse veebileht – www.seb.ee/investorkaitse
38. SEB sisedokumendid nr 3–7110;3–7031
39. Securities Investor Protection Act of 1970 [www.sec.gov/about/laws/sipa70.pdf] 23.04.2013
40. **Shefrin, H., & Statman, M.** The disposition to sell winners too early and ride losers too long – Theory and Evidence. – Journal of Finance, 40(3), 1985, pp.777-790.
41. **Shefrin, H.,** Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, Boston, MA: Harvard Business School Press, 1999. Revised version published 2002, New York: Oxford University Press
42. **Simon, H. A.** Bounded rationality. In J. Eatwell, M. Millgate, and P. Newman (eds.) The new Palgrave: A dictionary of economic, London: Macmillian, 1987, pp 221-225.
43. **Štšukina, M.** Pankade poolne eraisikute investeerimisnõustamine Eestis. TÜ majandusteaduskond, 2012, 96 lk. (magistritöö)
44. **Study on Investment Advisers and Broker –Dealers,** U.S. Securities and Exchange Commission, January, 2011, 166
45. Swed Sec Proficiency Requirements 2013. Licensing Examination Advisers [<http://www.swedsec.se/en/about-swedsec>,]14.04.2013

46. **Talpsepp, T.** Investorite käitumine ja volatiilsuse asümmeetria. Tallinna Tehnikaülikool 2010a, 145 (Doktoritöö)
47. **Talpsepp, T.** Does Gender and Age affect Investor Performance and the Disposition Effect? *Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe*, 2010b, 1-21
48. **Thaler, R. H.** Mental accounting and consumer choice. – *Marketing Science*, 4(3), 1985, pp.199–214.
49. **Thaler, R. H.** Toward a positive theory of consumer choice. – *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1(1), 1980, pp. 39–60.
50. **Tversky, A., Koehler, D. J.** Support theory: A nonextensional representation of subjective probability. – *Psychological Review*, 101, 547-567. Reprinted in 2002 in T. Gilovich, D. Griffin, and D. Kahneman (Eds.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge University Press, 1994
51. Väärtpäberituru seadus. Vastu võetud Riigikogus 17.10.2001, RT I osa, 2001, nr.89.art 532 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/128062012019>]
52. Väärtpäberituru seaduse muutmise eelnõu seletuskiri, 2007
53. Võlaõigusseadus. Vastu võetud Riigikogus 26.09.2001, RT I osa 2001, 81, 487 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/105042013003>]
54. **Wenner, F.** Determination of Risk Aversion and Moment-Preferences: A comparison of Econometric models. Bamberg, Difo-Druck GmbH, 2002 pp.353, (Dissertation nr. 2006 University of St. Gallen)

LISAD

Lisa 1. SEB privaatpanganduse küsimustik investeerimisteenuste osutamiseks

Eraisik

Isikuandmed

Eesnimi

Perekonnanimi

Isikukood või sünniaeg

Sugu Mees Naine

Akadeemiline kraad või haridus Doktor Magister Bakalaureus / rakenduslik kõrgharidus Kesk-
/keskeriharidus Põhiharidus

Tegevusvaldkond

Üliõpilane Õppeasutus_____

Palgatöötaja Tööandja_____

Ametikoht_____

Ettevõtja Äriühing_____

Pensionär

Palume Teil alljärgnevatele küsimustele vastates oma investeerimisteadmisi ja -kogemusi, riskitaluvust, finantsseisu ning investeerimiseesmärke põhjalikult kaaluda: Teie antud vastused kogumis ja esitatud teave on aluseks, millele SEB Teile investeerimisteenuseid osutades tugineb. Küsimustiku alusel hinnatakse vastava teenuse ja väärtpaberi sobivust ning asjakohasust.

Teadmised ja investeerimiskogemus

Teile sobivaima lahenduse pakkumiseks palume infot Teie teadmiste ja investeerimiskogemuse kohta.

Varasemad teadmised ja investeerimiskogemus aitavad paremini teadvustada investeerimisega seotud võimalusi ning ohtusid. Teie vastused seoses erinevate instrumentidega ei välista hilisemaid teenuseid, soovitusi või pakkumisi nimetatud instrumentide osas, kui need on Teile kogumis teiste instrumentidega sobivad.

Mõistan sellesse alajaotusse kuuluvate toodete omadusi ja nendega seotud riske, sest:

VÕLAKIRJAD	Olen omanud selliseid tooteid vähemalt pool aastat ja vähemalt ühe kuu netosissetuleku eest	Olen ostnud ja/või müünud selliseid tooteid vähemalt üks kord kvartalis viimase kahe aasta jooksul	Oman varasemaid teadmisi selliste toodete kohta tänu haridusele, ametile või iseseisvale tutvumisele
A [*] : investeerimisklassi võlakirjad, mille on emiteerinud valitsused või samaväärsed emitendid reitinguga vähemalt AA-/Aa3	Jah	Jah	Jah
B ^{**} : investeerimisklassi võlakirjad, mille emitendi reiting on vähemalt BBB-/Baa3; viletsad majandusolud mõjutavad emitendi võimekust täita rahuldavalt oma kohustusi	Jah	Jah	Jah
C ^{***} : mitteinvesteerimisklassi võlakirjad, mille emitendi reiting on BB+/Ba1 või madalam; viletsad majandusolud võivad oluliselt nõrgendada emitendi võimekust täita oma kohustusi	Jah	Jah	Jah
D ^{****} : mittepõhivaluutades mitteinvesteerimisklassi võlakirjad, mille emitendi reiting on BB+/Ba1 või madalam; turuhinda mõjutavad lisaks emitendi maksevõime ka valuutakursid	Jah	Jah	Jah

FONDID

A [*] : rahaturufondid ja väikse riskiga võlakirjafondid, mille likviidsustase on kõrge ning tootlus väike	Jah	Jah	Jah
B ^{**} : võlakirja- või segafondid; kusjuures segafondid võivad paigutada kuni 50% varast aktsiatesse või aktsiate riskiga sarnase investeerimisriskiga instrumentidesse	Jah	Jah	Jah
C ^{***} : fondid, mis paigutavad 50% kuni 100% varast aktsiatesse või aktsiate riskiga sarnase investeerimisriskiga instrumentidesse	Jah	Jah	Jah
D ^{****} : fondid, millele SEB ei ole riskiklassi määranud; selle tooterühma fondide hinnakõikumine võib olla suurem kui aktsiaturul tavapäraselt	Jah	Jah	Jah

STRUKTUREERITUD TOOTED

Struktureeritud tooted või investeerimishoiused, millel pole riskipremiat ja mille põhiosal on täielik kapitalikaitse; põhisumma kapitalikaitse kehtib vaid toote tähtjani hoidmise korral	Jah	Jah	Jah
B ^{**} : kuni viieaastased struktureeritud tooted, millel on osaline kapitalikaitse (risk kaotada alginvesteeringust kuni 20%); põhisumma täielik või osaline kapitalikaitse kehtib vaid toote tähtjani hoidmise korral	Jah	Jah	Jah/
C ^{***} : struktureeritud tooted, mis on kapitalikaitseta ja mille risk on sarnane C-gruppi kuuluvate fondide või aktsiate riskiga	Jah	Jah	Jah
D ^{****} : <i>warrant</i> -i-laadsed tooted, mille puhul riskitakse kogu investeeritud summaga, või struktureeritud tooted, mis on kapitalikaitseta ja mille risk on sarnane D-gruppi kuuluvate fondide või aktsiate riskiga	Jah	Jah	Jah

AKTSIAD

C ^{***} : reguleeritud väärtpaberiturgudel kaubeldavad aktsiad, mille turuhind võib lühikeses ajavahemikus läbida väga suuri kõikumisi	Jah	Jah	Jah
---	-----	-----	-----

D ^{****} : mittekaueldavad või turuväliselt kaubeldavad aktsiad, mille puhul võib müügitehing olla raskendatud vastaspoole puudumise tõttu	Jah	Jah	Jah
---	-----	-----	-----

TULETISINSTRUMENDID

E ^{*****} : futuurid, <i>forward</i> 'id, optsioonid, laenamisele tuginev katteta müük, tuletisinstrumendid ja muud suure riski või kõrge keerukusastmega tooted, mille puhul võidakse kasutada finantsvõimendust	Jah	Jah	Jah
--	-----	-----	-----

* Väikse riskiga tooted (A-grupp): risk kaotada väikene osa investeeritud summast

** Keskmise riskiga tooted (B-grupp): risk kaotada osa investeeritud summast

*** Suure riskiga tooted (C-grupp): risk kaotada märkimisväärne osa investeeritud summast

**** Väga suure riskiga tooted (D-grupp): risk kaotada märkimisväärne osa investeeritud summast või kogu investeeritud summa

***** Ülisuure riskiga tooted (E-grupp): risk kaotada kogu investeeritud summa või isegi rohkem

Andmed varade ja kohustuste kohta

Teie üldine varade seis mõjutab Teie otsuseid. Selleks, et lahendus vastaks Teie võimalustele ja oleks kooskõlas olemasolevate varadega, palume Teil vastata alljärgnevale küsimustele.

Varade koguväärtus ja jagunemine erinevate varaklasside vahel käesoleval hetkel.

Raha (sh arvelduskontod, tähtajalised hoiused) _____

Investeermishoiused (*hold-to-maturity*) _____

Võlakirjafondid _____

Valitsuse võlakirjad ja korporatiivvõlakirjad _____

Füüsilistele või juriidilistele isikutele antud laenuid _____

Aktsiad _____

Aktsiafondid (sh *hedge*-fondid, toorainete fondid jms) _____

Tuletisinstrumentid _____

Kinnisvara _____

Osalused äriühingutes (kliendi hinnang) _____

Muud varad (*private equity*, vee- ja lennusoõidukid, kunstikogu jms)

Kui suured on Teie finantskohustused kokku?

Kui suur on Teie aastane netosissetulek ja millised on sissetulekute allikad?

Töötasu Dividendid Väärtpaberitulu Tulu varade müügist Pension Muu (palun nimetage)

Sissetulekute summa _____

Kui suur on Teie ühe kuu kulutuste summa?

Finantskohustustele _____

Muud kulutused (aasta keskmised ühe kuu kulutused tarbimisele jms)

Kulutused kokku _____

Investeeringiseesmärgid

Suurem rahasumma, mida Te praegu ei kasuta, on mõistlik investeerida, et tagada olemasoleva raha väärtus ka tulevikus. Samas peate arvestama, et investeerimisega võivad kaasneda riskid.

Kui suur summa kogu Teie poolt SEB kaudu investeeritavast summast võiks olla paigutatud tähtajalistesse deposiitidesse? _____

Kui suure summa soovite SEB kaudu investeerida (v.a tähtajalised deposiidid)?

Teie investeerimisstrateegia koostamisel on oluline määratleda Teie investeerimishorisont ehk plaanitav raha paigutamise periood.

1. Kui pika aja pärast plaanite investeeritud summa kasutusele võtta?

1 aasta pärast 2 aasta pärast 3 aasta pärast Rohkem kui 3 aasta pärast Rohkem kui 5 aasta pärast
Rohkem kui 7 aasta pärast

2. Kui pikk on Teie hinnangul minimaalne periood, mille jooksul peate suutma oma elustandardit säilitada või jooksvalt kulusid katta üksnes pangakontol oleva sularaha või muu likviidse varaga (lühiajalised hoiused jms)?

Kuni 6 kuud 6–12 kuud 13–24 kuud Pikem kui 2 aastat

3. Milline alljärgnevatest valikutest kajastab kõige paremini Teie investeerimiseesmärki? Valige kõige sobivam.

Jooksvate kulude katteks Pikaajaline säästmine Hobid, reisimine jms Tulu teenimine
Maksimaalse tulu teenimine olenemata kaasnevatest riskidest

Riskiprofiil

Lisaks riskile, et investeeritud varad võivad väheneda perioodi lõpuks, on ka risk, et investeerimisportfelli varad võivad väheneda investeerimisperioodi vältel.

4.Arvestades normaalseid turutingimusi, on investeerimisperioodi vältel investeerimisportfelli varade vähenemine, mida oleksite valmis aktsepteerima, ligikaudu

Kuni 10% Kuni 25% Kuni 50% Üle 50%

5.Valige kõige sobivam vastus väitele „Oma finantsvarade investeerimisel olen valmis võtma suuri finantsriske”.

Ei nõustu üldse Pigem ei nõustu Pigem nõustun Nõustun täielikult

6.Märkige, milline alljärgnevatest eesmärkidest sobib Teile kõige paremini.

Paigutada oma säästud ilma investeerimisriskita

Saavutada minimaalse võimaliku riskiga väike kapitali kasv

Saavutada keskmine kapitali kasv ja aktsepteerida sellega kaasnevaid riske

Saavutada maksimaalne kapitali kasv, hoolimata suurest riskist

7.Valige kõige sobivam vastus väitele „Kui investering pakub head tulusust, olen valmis taluma vara väärtuse suurt kõikumist, isegi kui see tähendab, et investeringu tootlus võib nii aeg-ajalt perioodi vältel kui ka perioodi lõpul olla negatiivne”.

Ei nõustu üldse Pigem ei nõustu Pigem nõustun Nõustun täielikult

8.Valige kõige sobivam vastus väitele „Kõrge tootluse nimel olen valmis investeerima suure riskiga finantsvaradesse”.

Ei nõustu üldse Pigem ei nõustu Pigem nõustun Nõustun täielikult

9.Valige kõige sobivam vastus väitele „Kui minu kõrge riskitasemega investeeringud osutuvad tulutoovaks, siis investeerin saadud tulu uuesti riskantsetesse varadesse”.

Ei nõustu üldse Pigem ei nõustu Pigem nõustun Nõustun täielikult

10. Kui olete teinud pikaajalise investeringu ja Teie investeringu väärtus langeb üldise finantsturgude languse tõttu aasta jooksul 25%, siis mida teete?

Müüte investeringud maha Müüte osaliselt, ülejäänut hoiate, kuni turg taastub Hoiate ja keskendute pikaajalistele investeerimiseesmärkidele Hoiate ja ostate juurde

11. Milliseid investeringuid peate endale kõige sobivamaks, tuginedes oma varasemale investeerimiskogemusele?

Madala riskitasemega investeringud, nagu valitsuste võlakirjad ja garanteeritud põhiosaga investeerimistooted

Keskmise riskitasemega investeringuid, nagu kõrge reitinguga ettevõtete võlakirjad ja võlakirjafondid ning tasakaalustatud strateegiaga investeerimisfondid

Kõrge riskitasemega investeringud, nagu aktsiad ja aktsiafondid

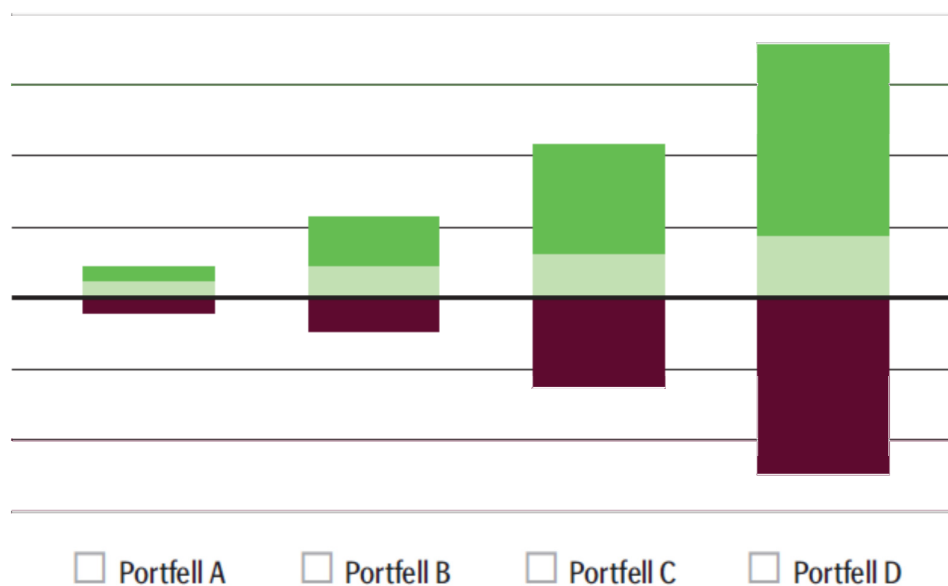
Maksimaalse riskiga investeringud, nagu tuletisväärtpaberid

12. Kas olete valmis kasutama finantsinvesteringute tegemisel finantsvõimendust ehk võtma laenu, et see raha väärtpaberitesse investeerida?

Ei Jah

13. Alljärgneval graafikul paiknevad tulbad iseloomustavad nelja erineva investeerimisportfelliga tavapärasel turuolukorras kaasnevat riski ja tootlikkust. Iga üldist riskimudelit kajastav tulp näitab vastava strateegia minimaalset, keskmist ja maksimaalset oodatavat aastast tootlikkust.

Valige, millisesse neist eelistaksite investeerida.



14. Valige kõige sobivam vastus väitele „Investeerimisriski sisaldavate finantsotsuste tegemisel mõtlen rohkem potentsiaalsetele tuludele ja muretsen vähem potentsiaalse kahju pärast”.

Ei nõustu üldse Pigem ei nõustu Pigem nõustun Nõustun täielikult

15. Kui suure finantsriski olete varem oma finantsinvesteeringuid tehes valinud?

Ei ole üldse riski sisaldavaid investeeringuid teinud Olen valinud väikse riski Olen valinud keskmise riski Olen valinud suure riski

16. Kui suure finantsriski olete valmis praegu oma finantsinvesteeringuid tehes võtma?

Väikse riski Keskmise riski Suure riski Väga suure riski

Selleks, et saavutada tootlust, mis oleks kõrgem kui peaaegu riskivaba intressimäär, peab aktsepteerima teatud riski. Suurem võimalus kõrgemaks tootluseks tähendab ühtlasi ka suuremat riski võimalikeks kaotusteks.

17. Arvestades normaalseid turutingimusi, on investeerimisperioodi lõpus investeerimisportfelli varade vähenemine, mida oleksite valmis aktsepteerima, ligikaudu

10% 25% 50% Üle 50%

Kas soovite tulevikus investeerida eraldi ka investeerimishoiustesse?

Jah Ei

Kas juhul, kui paigutate raha investeerimishoiustesse, on Teie eesmärgid ja riskitaluvus teistsugused kui nõustamis- või portfelli valitsemise teenuse raames investeerides?

Jah Ei

Olenevalt vastusest hindame investeerimishoiuse sobivust kas käesoleva küsimustiku või eraldi küsimustiku alusel.

Investeermiseesmärgid (lisateema)*

*Vastamine on vabatahtlik.

Kas soovite investeringutelt võtta investeerimisperioodi kestel raha välja?

Jah Ei

Kas soovite oma investeringuid ise juhtida?

Jah Ei

Kas Teile on oluline, et investeringute tegemisel arvestataks ka pärandiküsimust?

Jah Ei

Kas Te vajate kindlustust?

Jah, soovin kindlustada: ennast lähedasi vara

Ei vaja kindlustust

Pensionieesmärgid (lisateema)*

*Vastamine on vabatahtlik.

Kuidas olete pensionipõlveks valmistunud?

Ei ole valmistunud II samm on olemas III samm on olemas Mõlemad sambad on olemas

Kui vanalt plaanite pensionile jääda? _____

Pensionile jäädes peab pension elukvaliteedi säilitamiseks olema 75% viimasest palgast.

Palun andke oma hinnang, millist elu Te pensionärina soovite.

Olen pensionile jäädes valmis oma elukvaliteedis mingil määral järele andma (pension 50% viimasest palgast)

Soovin pensionile jäädes elukvaliteedi säilimist (pension 75% viimasest palgast)

Soovin pensionärina praegusest paremat elukvaliteeti (pension vähemalt 100% viimasest palgast)

Kui palju raha on Teil praeguseks umbkaudu kogunenud II sambasse? _____

Kui palju raha on Teil praeguseks umbkaudu kogunenud III sambasse? _____

Kui palju Te III sambasse iga kuu kogute? _____

Kui suur võib olla ajutine III samba investeeringu väärtuse vähenemine kogumisperioodi jooksul turu normaaltingimustes?

0% Kuni 10% Kuni 25% Kuni 50% Üle 50%

Lastega seotud eesmärgid (lisateema)*

*Vastamine on vabatahtlik.

Selleks, et saaksime teha Teile lastega seotud investeerimiseesmärkide täitmiseks täieliku pakkumise, vastake palun kõikidele küsimustele.

Kui Teil on rohkem kui üks laps, täitke küsimustik siiski vaid ühe lapse kohta. Kui soovite igale lapsele personaalset lahendust, siis konsulteerige oma halduriga.

Kas olete huvitatud lapsele/lastele raha kogumisest?

Soovin koguda regulaarsete maksetega summas _____

Soovin kogumiseks teha ühekordse sissemakse summas _____

Ei ole praegu huvitatud _____

Kui palju võib lapse jaoks tehtud investeeringu väärtus turu normaaltingimustes ajutiselt väheneda kogumisperioodi jooksul?

0% Kuni 10% Kuni 25% Kuni 50% Üle 50%

Kui palju võib lapse jaoks tehtud investeeringu väärtus turu normaaltingimustes väheneda kogumisperioodi lõpuks?

0% Kuni 10% Kuni 25% Kuni 50% Üle 50%

Milline on Teie investeeringu kestus (ehk mis aja pärast saab laps raha kasutada)?

Kuni 3 aastat Üle 3 aasta Üle 5 aasta Üle 7 aasta

Muud kogumisega seotud eesmärgid (lisateema)*

*Vastamine on vabatahtlik.

Kui soovite koguda kapitali regulaarselt muul eesmärgil (eluaseme või auto ostuks, reisi tarbeks vms), siis pakume Teile häid lahendusi ka selleks.

Kui palju soovite regulaarselt koguda muul otstarbel (eluase, reis, auto vms)? _____

Kui palju võib kogumistootesse tehtud investeringu väärtus turu normaaltingimustes väheneda?

0% Kuni 10% Kuni 25% Kuni 50% Üle 50%

Kui pikka kogumisperioodi eelistate (ehk millise aja möödudes soovite kogumistootesse kogunenud raha kasutama hakata)?

Kuni 3 aastat Üle 3 aasta Üle 5 aasta Üle 7 aasta

Küsimustikku allkirjastades kinnitate esitatud teabe õigsust ja täielikkust ning seda, et olete tutvunud, aru saanud ja nõustute SEB Panga investeerimisnõustamise teenuse tingimustega.

Palun allkirjastage küsimustiku kõik lehed ja märkige juurde ka küsimustiku täitmise kuupäev.

Panga esindaja

Klient

Lisa 2. Nõustajate intervjuu küsimustik

Tuginedes oma igapäevatöö praktilisele kogemusele palun vastake järgmisele 5-le küsimusele:

1. Millised küsimused tekitavad klientides kõige rohkem segadust või mitmeti mõistmist?
2. Millistele küsimustele ei oska või ei taha kliendid vastata?
3. Kuidas hindavad kliendid küsimustiku täitmise protsessi – näevad nad seda lisaväärtusena või bürokraatiana?
4. Milliseid küsimusi peaks täiendama (nt. vastuste osas rohkem valikuid vmt.)?
5. Mida peaks Teie hinnangul küsimustikus muutma? (lisama; eemaldama; ümber sõnastama jne.)

Teie tagasiside praktikuna on määrava tähtsusega, et tulevikus parandada nõustamisprotsessis kasutatavat küsimustikku.

Lisa 3. Küsimustiku korrelatsioonimaatriks

Spearman	VAR00001	VAR00002	VAR00003	VAR00004	VAR00005	VAR00006	VAR00007	VAR00008	VAR00009	VAR00010	VAR00011	VAR00012	VAR00013	VAR00014	VAR00015	VAR00016	VAR00017	
S VAR00001	Correlation Coefficient	1.000	.045	.019	-.089	.152	-.155	-.113	.031	-.136	-.098	-.100	.004	-.038	-.080	.109	-.105	-.010
	Sig. (2-tailed)	.644	.847	.354	.114	.107	.238	.744	.157	.307	.297	.966	.691	.404	.257	.276	.915	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00002	Correlation Coefficient	.045	1.000	.074	-.074	-.006	.056	.081	-.005	-.132	.059	.004	-.017	.089	.191 [*]	.017	-.002	-.093
	Sig. (2-tailed)	.644	.444	.443	.443	.952	.558	.399	.955	.169	.540	.966	.859	.356	.045	.863	.986	.331
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00003	Correlation Coefficient	.019	.074	1.000	.106	.140	.318 ^{**}	.235 [*]	.274 ^{**}	-.091	.250 ^{**}	.118	.326 ^{**}	.255 ^{**}	.030	.192 [*]	.247 ^{**}	
	Sig. (2-tailed)	.847	.444	.271	.144	.001	.014	.013	.004	.346	.009	.218	.001	.007	.753	.045	.009	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00004	Correlation Coefficient	-.089	-.074	.106	1.000	.279 ^{**}	.597 ^{**}	.481 ^{**}	.362 ^{**}	.233 ^{**}	.090	.479 ^{**}	.249 ^{**}	.519 ^{**}	.214 [*]	-.041	.502 ^{**}	.589 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.354	.443	.271	.003	.000	.000	.000	.014	.350	.000	.009	.000	.024	.668	.000	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00005	Correlation Coefficient	-.152	-.006	.140	.279 ^{**}	1.000	.217 ^{**}	.386 ^{**}	.509 ^{**}	-.164	.085	.368 ^{**}	.282 ^{**}	.168	.110	-.002	.306 ^{**}	.384 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.114	.952	.144	.003	.023	.000	.000	.086	.377	.000	.003	.003	.254	.980	.001	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00006	Correlation Coefficient	-.155	.056	.318 ^{**}	.597 ^{**}	.217 ^{**}	1.000	.503 ^{**}	.339 ^{**}	.296 ^{**}	.143	.500 ^{**}	.338 ^{**}	.577 ^{**}	.282 ^{**}	-.076	.560 ^{**}	.443 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.107	.558	.001	.000	.023	.000	.000	.000	.002	.136	.000	.000	.000	.003	.429	.000	.000
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00007	Correlation Coefficient	-.113	.081	.234 [*]	.481 ^{**}	.386 ^{**}	.503 ^{**}	1.000	.580 ^{**}	.495 ^{**}	.166	.519 ^{**}	.275 ^{**}	.644 ^{**}	.326 ^{**}	-.138	.446 ^{**}	.431 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.238	.399	.014	.000	.000	.000	.000	.000	.083	.000	.004	.000	.001	.152	.000	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00008	Correlation Coefficient	.031	-.005	.235 [*]	.362 ^{**}	.509 ^{**}	.339 ^{**}	.580 ^{**}	1.000	.354 ^{**}	-.047	.501 ^{**}	.222 ^{**}	.511 ^{**}	.211 [*]	-.128	.333 ^{**}	.267 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.744	.955	.013	.000	.000	.000	.000	.000	.628	.000	.020	.000	.027	.183	.000	.005	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00009	Correlation Coefficient	-.136	.132	.274 ^{**}	.233 ^{**}	.164	.296 ^{**}	.495 ^{**}	.354 ^{**}	1.000	.077	.263 ^{**}	.186	.391 ^{**}	.318 ^{**}	-.141	.192 [*]	.278 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.157	.169	.004	.014	.086	.002	.000	.000	.422	.005	.052	.000	.001	.141	.044	.003	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00010	Correlation Coefficient	-.098	.059	-.091	.090	.085	.143	.166	-.047	.077	1.000	.136	.027	.147	-.112	.095	.155	.066
	Sig. (2-tailed)	.307	.540	.346	.350	.377	.136	.083	.628	.422	.000	.158	.776	.126	.323	.106	.492	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00011	Correlation Coefficient	-.100	.004	.250 ^{**}	.479 ^{**}	.368 ^{**}	.500 ^{**}	.519 ^{**}	.501 ^{**}	.263 ^{**}	.136	1.000	.274 ^{**}	.553 ^{**}	.212 [*]	.054	.642 ^{**}	.468 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.297	.966	.009	.000	.000	.000	.000	.000	.005	.158	.000	.004	.000	.026	.574	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00012	Correlation Coefficient	.004	-.017	.118	.249 ^{**}	.282 ^{**}	.338 ^{**}	.275 ^{**}	.222 ^{**}	.186	.027	.274 ^{**}	1.000	.221 [*]	.049	-.043	.309 ^{**}	.313 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.966	.859	.218	.009	.003	.000	.004	.020	.052	.776	.004	.020	.613	.655	.001	.001	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00013	Correlation Coefficient	-.038	.089	.326 ^{**}	.519 ^{**}	.285 ^{**}	.577 ^{**}	.644 ^{**}	.511 ^{**}	.391 ^{**}	.147	.553 ^{**}	.221 [*]	1.000	.521 ^{**}	.256 ^{**}	.676 ^{**}	.509 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.691	.356	.001	.000	.003	.000	.000	.000	.000	.126	.000	.020	.000	.007	.000	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00014	Correlation Coefficient	-.080	.191 [*]	.255 ^{**}	.214 [*]	.110	.282 ^{**}	.326 ^{**}	.211 [*]	.318 ^{**}	.112	.212 [*]	.049	.521 ^{**}	1.000	.260 ^{**}	.402 ^{**}	.280 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.404	.045	.007	.024	.254	.003	.001	.027	.001	.242	.026	.613	.000	.006	.000	.003	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00015	Correlation Coefficient	.109	.017	.030	-.041	-.002	-.076	-.138	-.128	-.141	.095	.054	-.043	.256 ^{**}	.260 ^{**}	1.000	.262 ^{**}	.092
	Sig. (2-tailed)	.257	.863	.753	.668	.980	.429	.152	.183	.141	.323	.574	.655	.007	.006	.006	.339	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00016	Correlation Coefficient	-.105	-.002	.192 [*]	.502 ^{**}	.306 ^{**}	.560 ^{**}	.446 ^{**}	.333 ^{**}	.192 [*]	.155	.642 ^{**}	.309 ^{**}	.676 ^{**}	.402 ^{**}	.262 ^{**}	1.000	.512 ^{**}
	Sig. (2-tailed)	.276	.986	.045	.000	.001	.000	.000	.000	.044	.106	.000	.001	.000	.006	.000	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
VAR00017	Correlation Coefficient	-.010	-.093	.247 ^{**}	.589 ^{**}	.384 ^{**}	.443 ^{**}	.431 ^{**}	.267 ^{**}	.278 ^{**}	.066	.468 ^{**}	.313 ^{**}	.509 ^{**}	.280 ^{**}	.092	.512 ^{**}	1.000
	Sig. (2-tailed)	.915	.331	.009	.000	.000	.000	.000	.005	.003	.492	.000	.001	.000	.003	.339	.000	
	N	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

SUMMARY

THE CLIENT'S PROTECTION OPPORTUNITIES WHEN PROVIDING INVESTMENT ADVISORY SERVICE

Reet Raidur

This Master's thesis focussed on the possibility to improve the client's protection when providing the investment advisory service. The importance of investment advisory is increasing due to low interest rate environment. For maintaining the purchase power of liquid assets the clients are forced to think more about investment products instead of using simple bank deposits.

The goal was to work out proposals for AS SEB Pank Private Banking in order to improve their investment advisory service. For fulfilling the goal there was set research tasks as follows:

- study the investment advisory service from theoretical point of view;
- study the role of investment advisor as a key person of investment advisory process from theoretical point of view;
- evaluate the impact of regulations to investment advisory process;
- analyse the SEB Private Banking questionnaire from perspectives of regulation with compliance and coherence of answers;
- conduct survey research among SEB Private Banking advisors.

Within the empirical study of the work, the questionnaire used in investment advisory service by the AS SEB Pank Private Banking department was analysed within the frame of portfolio management service. The answers given by the clients, who participated in the sample, to the SEB Private Banking questionnaire in order to provide the investment

service were analysed. The purpose of the study is to assess whether SEB is following the effective regulations when providing the portfolio management service and whether completion of the questionnaire within the advisory process is adding any value. Within the empirical study the author analysed the coherence of answers given to the questionnaire, assignment of risk class to the investor and compared to the performance and risk tolerance of clients in the sample over the last four years.

The importance of the topic is mainly related with increasing interest towards the service. On the other hand the area will be influenced a lot during upcoming years due to regulatory changes.

In the first part of the work the author gave an overview of the content, nature and importance of the investment advisory service. When opening the concept of investment advice the theoretical viewpoints of Leimberg *et al.* (1993), Maginn *et al.* (2007) were used. In addition, the terms and definitions of the advisory service were disclosed based on the provisions of effective legislation and directives.

When unfolding the content of the investment advisory service, the author focussed on the argumentation of Grable and Lytton (1999), Bodie *et al.* (2002), Ardehali *et al.* (2005) based on the opening of the investment risk definition. The purpose of the investment advisory service is to provide the client with suitable and appropriate advice by learning the needs of the client. Advice must be given based on the established regulative standards, be objective, impartial and free of conflicts of interest. The concept of conflict of interests in providing the financial services was discussed in the work pursuant to the viewpoints of Boatright (2000).

The importance of advisory service is confirmed by quite several studies from various parts of the world. When reasoning the importance of investment advice the author pointed out the results of several high-volume study reports from Europe and the USA. The voluminous studies that were conducted almost 10 years ago indicate that 80% of the German retail investors use the assistance of an adviser or consultant when making their financial decisions. In addition, 60% of the investors pointed out that their decision was influenced by an adviser. This statement substantiates the extremely important role of the adviser as a participant of the advisory process.

The role of the adviser in the advisory process was discussed within the work from the aspects of both, significance as well as competencies. The importance of the adviser has to be stressed above all from the influentiality aspect of clients through the significance of the adviser. The work discussed the role of an adviser on the basis of the power-influence dynamics of Davenport and Early (2010). The impact of a consultant on the client's investment decision is high; accordingly, when providing the advice, it must be governed by high diligence and loyalty requirements, disclosing or avoiding conflicts of interest.

The most important aspect in the activity of an adviser is ascertaining the goals and risk profile of the client. Defining only a suitable risk class based on volatility is not sufficient for that purpose, but also the behavioural finance theories and cognitive aspects that affect the decisions of a client must be taken into account. It is important to include the basic theories of behavioural finance in the consultation, tying the questions presented in the questionnaires prepared for providing the investment services with the theory-based explanations. Knowing the most significant behavioural finance theories enables the adviser to reflect to the client the factors that affect the client's decision-making process. In addition, knowledge about the basic viewpoints of behavioural finance gives an important input for the development of both, the advisory process as well as the regulative environment.

To improve the quality of advisory service and offer the client a better service, the professionalism of the consultants must be raised, by establishing certain restrictions for acting as an adviser. The requirement to introduce an qualification certificate would provide the client with a guarantee that they are advised by an experienced professional.

Provision of advisory service has always been influenced by the development of regulations. Development of European Union directives is of decisive importance for Estonia, since the national securities law of Estonia receives its input specifically from these documents. The intended amendments in the MiFID will bring along changes in the requirements related to the provision of certain investment services. In addition, the investor protection framework will be supplemented. MiFID II proposals, above all the legal framework of investment consultation and portfolio management is strengthened and the ability of the investment firms to take a fee from third parties.

There will be a material change in the calculation models of fees for the investment advice and portfolio management in connection with the new regulation. It may be said that the amendments to the regulations will start working against a retail investor, causing restrictions for the clients with smaller asset volume in accessing the service through increase in prices.

Based on the results of the study conducted with the sample formed of the AS SEB Pank portfolio management customer base the following may be concluded:

- Occurrence of disposition effect has been established;
- There are grounds to believe that the wording of the questionnaire for providing the investment services is too complicated for the client, accordingly heuristics are tend to be used;
- The level of knowledge and experience of the clients who participated in the sample is rather low ;
- From formal/legal aspect, the advisory process of SEB corresponded to the effective regulation.

When assessing the guidance of SEB Pank from the regulations, the use of computer programmes in processing and saving the risk questionnaires may be highlighted as a positive side. The questionnaire itself is voluminous and probably too massive for the client; accordingly more simple wording should be considered and more background information provided during consultation (explaining the disposition effect). The process of assigning risk classes and giving personal recommendation is in mutually logical sequence and during the entire process there is no contradiction between the established requirements and the real practice. The conflicts of interest and fees have been duly disclosed. During consultation more attention should be paid to the answers given by the client, in order to promptly discuss these with the client. Most definitely a brief theoretical overview of the basic behavioural finance viewpoints would add value to the content of the advisory service. For a conclusive opinion to the compliance of the MiFID regulations in providing the securities portfolio management service it must be stated that the requirements arising from the directive and national law have been fulfilled in AS SEB Pank when providing the securities portfolio management service.

Lihthtsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Reet Raidur

(autori nimi)

(sünnikuupäev: 13.09.1973)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihthtsentsi) enda loodud teose
„Kliendi kaitse parandamise võimalused investeerimise nõustamise teenuse pakkumisel“,
(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on dotsent Priit Sander PhD,

(juhendaja nimi)

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

1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu,
sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **01.06.2016** kuni autoriõiguse
kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

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

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

Tallinnas, 30.mai 2013 *(kuupäev)*