

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool

Kristina Promet

**VÄÄRTPABERITE ESINDAJAKONTOL HOIDMISEGA SEOTUD EMITENDI,
INVESTORI JA ESINDAJAKONTO OMAJA ÕIGUSED JA KOHUSTUSED**

Magistritöö

Juhendaja: *dr. iur.* Andres Vutt

Tartu 2015

SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	4
I. ESINDAJAKONTO OLEMUS JA ESINDAJAKONTOL HOITAVATEST VÄÄRTPABERITEST TULENEVATE ÕIGUSTE TEOSTAMINE.....	11
1.1. Väärtpaberite hoidmise süsteemid	11
1.2. Esindajakonto kohta Eesti õiguses sätestatud normid.....	14
1.2.1. Esindajakonto kui erand otsesest väärtpaberite hoidmise süsteemist.....	14
1.2.3. Esindajakontol hoitavate väärtpaberite õiguslik kuuluvus ja selle üleminek	16
1.2.4. Esindajakontol hoitavatest väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks õigustatud isik	23
1.3. Esindajakonto vajalikkus Eesti väärtpaberiturusõiguses	25
1.4. Esindajakontol hoitavatest väärtpaberitest tulenevate õiguste tunnustamine ja nende kaitsmise võimalused	28
II. ESINDAJAKONTO KOKKUSOBIVUS ÜHINGUÕIGUSE PÕHIMÕTETEGA	32
2.1. Esindajakonto olemusest tulenevad õiguslikud probleemid ühinguõiguses	32
2.1.1. Äriseadustiku põhimõtted aktsionäri staatuse ja rolli kohta	32
2.1.2. Ostueesõiguse teostamine	35
2.1.3. Aktsionäri õiguskaitsevahendid	37
2.1.4. Esindajakonto omaja kui aktsionäri vastutus.....	38
2.1.5. Vähemusaktsionäride võimalus koos tegutseda.....	39
2.2. Esindajakontoga seotud probleemide reguleerimine ühingu põhikirjas	42
2.3. Aktsionäri määratluse täpsustamine seaduse tasandil.....	43
2.4. Avalikustamise ja läbipaistvuse suurendamine vahendatud hoidmisahelas	46
III. ESINDAJAKONTO OMAJA KOHUSTUSED KLIENDI HUVIDE JA VARA KAITSMISEL.....	51
3.1. Esindajakontol väärtpabereid hoidva isiku kaitse vajalikkus.....	51
3.2. Üldised nõuded esindajakonto omajale kliendi varade hoidmisel ja huvide kaitsmisel	53
3.3. Esindajakonto omajale seadustest tulenevad tähtsaimad kohustused ning nende kooskõla rahvusvahelise praktikaga	57
3.3.1. Rahvusvahelised standardid.....	57
3.3.2. Väärtpaberite eraldamise, nende üle arvestuse pidamise, andmete säilitamise ning sisekontrolli omamise kohustus	59

3.3.3. Huvide konflikti vältimise kohustus	61
3.3.4. Järelevalveasutusele informatsiooni avaldamise kohustus	61
3.3.5. Esindajakonto omaja kohustus vahendada kommunikatsiooni emitendi ja lõppinvestori vahel.....	63
3.4. Esindajakonto omaja ja tema kliendi vaheline leping.....	66
KOKKUVÕTE	68
RIGHTS AND DUTIES OF ISSUER, INVESTOR AND HOLDER OF A NOMINEE ACCOUNT ARISING FROM THE HOLDING OF SECURITIES ON A NOMINEE ACCOUNT (Summary)	73
KASUTATUD MATERJALID	77
KASUTATUD LÜHENDID	85

SISSEJUHATUS

Väärtpaberid on vahetatavad instrumendid, mida väljastavad ühingud, valitsused ja muud avalikud, rahvusvahelised ja erainstituutsioonid eesmärgiga rahastada oma äri või projekte ning emitendi seisukohalt pakuvad nad alternatiivset ja väiksemate kuludega finantseerimise viisi.¹ Investori vaatevinklist toimib väärtpaber kahel viisil: ühelt poolt loob see isikliku õiguse emitendi suhtes, teiselt poolt on see vara. Õiguslikus plaanis on esimene ühinguõiguse küsimus ja teine asjaõiguse küsimus.² Riikide lõikes erinevad reeglid väärtpaberite hoidmise ja omamise kohta ning need on igas jurisdiktsioonis välja kujunenud just selle riigi ajaloolise arengu tulemusel.³ Paberkuju asemel hoitakse tänapäeval väärtpabereid enamikes riikides peamiselt elektrooniliste kannetena keskregistri kontodel ning see muutus on olnud põhjustatud dematerialiseerimise ja immobiliseerimise protsessidest.⁴ Immobiliseerimise all peetakse silmas, et paberkujul väärtpaberid deponeeritakse keskdepositooriumis ning väärtpaberite müügi puhul ei anta ostjale üle väärtpaberi valdust. Dematerialiseerimise käigus kaotati käibelt väärtpaberite paberkuju ning paberid asendati elektrooniliste kirjetega.⁵ Nimetatud elektroonilise omandi vormi kujunemisele aitas kaasa kapitaliturgude globaliseerumine.⁶ Terminit “vahendatud väärtpaberid” kasutatakse, et peegeldada väärtpaberite funktsiooni kontol oleva kirjena, mida ei pea investor ise, vaid mida hoitakse vahendaja kaudu.⁷ Kuna enamikes õigussüsteemides on käibel vahendatud väärtpaberid, siis

¹ E. Micheler. *The Legal Nature of Securities: Inspirations from Comparative Law*. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, p 144.

² F. J. G. Alferez. *The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems*. – *InDret* 1/2006, p 5.

³ L. Thévenoz. *Who Holds (Intermediated) Securities? Shareholders, Account Holders, and Nominees*. – *Uniform Law Review* 15/2010, p 851.

⁴ H. Kanda *et al.* *Official Commentary on the UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities*. Oxford: Oxford University Press 2012, sec. int-2; Legal Certainty Group. *Solutions to Legal barriers related to Post-Trading within EU*. August 2008, p 12-16. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf (01.05.2015); J. Benjamin. *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*. Oxford: Oxford University Press 2000, p 35.

⁵ P. Paech. *Explanatory notes to the preliminary draft UNIDROIT convention on harmonised substantive rules regarding securities held with an intermediary*. *Uniform Law Review* 1/2 2005, pp 36-40.

⁶ G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou. *Shareholding in EU: Is “indirect holding” approach appropriate in achieving financial integration?*. – *Journal of Financial Regulation and Compliance* February 2014, Volume 22, Issue 1, p 16.

⁷ F. J. G. Alferez (2006), p 3.

riigid erinevad just selle poolest, kuidas nende süsteem tuleb toime “vahendatud väärtpaberite väljakutsega” ehk kuidas maandatakse väärtpaberite hoidmise teenuse osutaja poolset riski ja lihtsustatakse investoritel vahendatud väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamist.⁸

Keskseks elemendiks tänapäevases väärtpaberite hoidmise süsteemis on keskregister või keskdepositoorium, kus ühendatakse omavahel emitentide poolt emiteeritud väärtpaberid ning neid väärtpabereid enda kontrol hoidvad isikud. Eestis käivitasid turuosalised 1994. aastal Eesti Väärtpaberikeskuse (EVK), mis lõi dematerialiseeritud väärtpaberite registri ja elektrooniliste tehingute teostamist võimaldava süsteemi.⁹ Tänapäevane väärtpaberite hoidmise süsteem erineb paberkujul väärtpaberite süsteemist selles osas, et väärtpaberituru lahutamatuks osaks muutuvad vahendajadena tegutsevad isikud, kelleks on üldjuhul väärtpaberituru professionaalsed osalised, ning investorid pääsevad keskregistrile ligi just nende kaudu. Õiguskirjanduses leitakse, et vahendajate ülesandeks on nii väärtpaberite hoidmine, arveldamine kui ka haldamine.¹⁰ Riikide lõikes on erinev see, kas investoril on võimalik väärtpabereid keskregistris hoida enda nimel ehk isiklikul väärtpaberikontrol või on keskregistrist nähtavad ainult professionaalsetele vahendajatele kuuluvad väärtpaberikontod ning üksiku investori nimi on teada ainult vahendajale. Emitendi seisukohalt omab viimane erinevus suurt tähtsust, sest talle on oluline teada, kes on emiteeritud väärtpaberite omaja ehk emitendi vastaspool. Kui riigi väärtpaberisüsteem lubab väärtpabereid hoida vahendaja kaudu, siis emitendi, vahendaja ja investori vahele tekib kolmepoolne suhe, mille omapära peegeldub nendevahelistes õigustes ja kohustustes.

Käesolev magistritöö uurib eelneva kontekstis Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse¹¹ (edaspidi EVKS) § 6 sätestatud esindajakonto olemust ja tähendust Eesti õiguses ning emitendi, investori ja esindajakonto omaja õigusi ning kohustusi seoses väärtpaberite hoidmisega esindajakontrol. Keskne uurimisobjekt on olukord, kus investor hoiab aktsiaseltsi aktsiaid esindajakonto vahendusel, ning töö hüpotees on, et esindajakonto kohta sätestatud

⁸ F. J. G. Alferes (2006), p 3. Riskile seoses sellega, et vahendaja ei ole võimeline tagastama investorile tema “vahendatud väärtpabereid”, on viidanud ka teised autorid. Vt selle kohta G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 19.

⁹ Eesti Väärtpaberikeskus. Eesti Väärtpaberikeskuse ajalugu. Arvutivõrgus kättesaadav: <https://www.e-register.ee/et/evk/ettevotest> (01.05.2015).

¹⁰ J. Benjamin, J. Smethurst. Restatement of the law relating to client securities. – Capital Markets Law Journal 2009, Volume 4, Issue 3, p 312.

¹¹ Eesti väärtpaberite keskregistri seadus. - RT I 2000, 57, 373; RT I, 23.12.2014, 15.

põhimõtted ei ole ühildatavad äriseadustiku¹² (edaspidi ÄS) põhimõtetega ning takistavad ühingu efektiivset toimimist.

Varasemalt ei ole esindajakonto olemust ega selle kokkupuuteid ühinguõigusega eesti keeles käsitletud. Magistr töö teema on aktuaalne, sest kui töös püstitatud hüpotees osutub tõeseks ning esindajakontol aktsiate hoidmine tekitab ühingu jaoks probleeme, siis vajab see kas kohtupraktika muutmist või seaduse täpsustamist, et vastuolusid kõrvaldada. Esindajakontole ja selle läbipaistvuse aspektile on tähelepanu juhitud ka Eesti meedias.¹³ Rahvusvahelisel tasandil tekitas väärtpaberite vahendamine suuremat diskussiooni mõned aastat tagasi, põhiliselt enne majanduskriisi puhkemist. Peale kriisi peeti olulisemaks tegeleda pankade kriisimehhanismide väljatöötamisega ja väärtpaberite vahendamise uurimine jäi tagaplaanile. Siiski on viimasel ajal avaldatud arvamust, et kriisi tagajärgedega võitlemisel ei tohiks keskenduda ainult finantsinstitutsioonide tegevuse reguleerimisele, vaid samuti tuleks tähelepanu pöörata väärtpaberiturul suurema läbipaistvuse saavutamisele, mida on võimalik teha vahendamise süsteemi üle vaatamise ja harmoniseerimise läbi Euroopa Liidu (edaspidi EL) tasandil.¹⁴

Enne finantskriisi puhkemist võeti 2006. aastal vastu Haagi väärtpaberite konventsioon¹⁵ ja 2009. aastal UNIDROIT konventsioon vahendatud väärtpaberite sisuliste reeglite kohta (edaspidi Genfi konventsioon).¹⁶ Haagi väärtpaberite konventsioon jääb käesoleva töö uurimisalast välja, kuivõrd see tegeleb rahvusvahelise eraõiguse kontekstis vahendatud väärtpaberitele kohalduva õiguse määramisega, mis ei ole käesoleva töö uurimisküsimuseks. Kuigi Genfi konventsioon ei ole jõustunud ega riikide seadusandlusesse jõudnud, siis selle väljatöötamisel koostati palju olulisi analüüse väärtpaberite vahendamise kohta, mis on nimetatud õiguse valdkonda edasi arendanud. Samuti on õigusteadlased väitnud, et rahvusvaheliste konventsioonide edukust ei saa mõõta ainult selles, kui paljud riigid on need

¹² Äriseadustik. - RT I 1995, 26, 355; RT I, 29.06.2014, 109.

¹³ T. Oja. Kolmandik omanikest peidus. – Postimees 2.03.2015, lk 11.

¹⁴ G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 23.

¹⁵ Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary. Hague Conference on Private International Law. Available: http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72 (01.05.2015).

¹⁶ UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities. UNIDROIT 9 October 2009. Available: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention> (01.05.2015).

ratifitseerinud.¹⁷ EL-i tasandil tehtud analüüsid on viidatud sellele, et Euroopas on vahendajate kohta õiguse loomine olnud vaatamata kõigele tugevalt mõjutatud Genfi konventsioonist.¹⁸ Käesolev töö viitab mitmes kohas Genfi konventsiooni huvipakkuvatele sätetele, muuhulgas kasutatakse töös läbivalt terminit “vahendaja” Genfi konventsiooni tähenduses. Vahendaja all peetakse silmas isikut, kes hoiab teise isiku väärtpabereid enda kontrol ning teostab nende kontode vahendusel väärtpaberiülekanneid. “Vahendajaks” Genfi konventsioonis ei loeta isikut, kes tegutseb kliendi agendina ning võib seejuures pidada registrit oma klientidele kuuluvatest väärtpaberitest, mis on aga hoitud kolmandast isikust vahendaja kontrol.¹⁹

Töö aktuaalsus tuleneb ka sellest, et kuna Euroopa Parlament ja Nõukogu võtsid 23. juulil 2014 vastu määruse nr 909/2014, mis käsitleb väärtpaberiarenduse parandamist Euroopa Liidus ja väärtpaberite keskdepositooriume ning millega muudetakse direktiive 98/26/EÜ ja 2014/65/EL ning määrust (EL) nr 236/2012²⁰ (edaspidi keskdepositooriumide määrus), siis peab Eesti seadusandja lähiajal vaatama üle Eesti õiguse asjassepuutuvad sätted. See protsess võiks hõlmata väärtpaberituruõigust laiemalt ning tuua kaasa ka esindajakontoga seotud regulatsiooni üle vaatamise. Keskdepositooriumide määruse eesmärk on harmoniseerida väärtpaberiarenduste teostamist ja ajastamist Euroopas ning keskdepositooriume käsitlevaid reegleid (keskdepositooriumide määruse preambula punkt 5). Määrusega tagatakse, et kõiki börsil noteeritud äriühingute aktsiaid kajastatakse elektrooniliselt (preambula punkt 11). Lisaks pakub määrus keskdepositooriumidele võimaluse pakkuda oma teenuseid piiriülevalt ning emitendid saavad õiguse võtta oma väärtpaberid arvele ükskõik millises keskdepositooriumis EL-is (preambula punktid 4, 56).

Töös kasutatakse analüütilist meetodit, mille abil tuvastatakse esindajakonto kohta käivate normide aluseks olevad printsiibid ning ÄS-i põhimõtted ja seejärel tehakse järeldus nende

¹⁷ C. W. Mooney Jr, H. Kanda. Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities. - L. Gullifer, J. Payne (eds.). Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues. Oxford: Hart Publishing 2010, p 130.

¹⁸ Legal Certainty Group. Solutions to Legal barriers related to Post-Trading within EU. August 2008. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf (01.05.2015).

¹⁹ H. Kanda *et al* (2012), Art 1, sec. 1-28.

²⁰ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 909/2014, 23. juuli 2014, mis käsitleb väärtpaberiarenduse parandamist Euroopa Liidus ja väärtpaberite keskdepositooriume ning millega muudetakse direktiive 98/26/EÜ ja 2014/65/EL ning määrust (EL) nr 236/2012. - ELT L 19, 24.1.2015, lk 14—16 (ET).

omavahelise kokkusobivuse kohta. Samuti võrreldakse töös Eesti õigust asjassepuutuvate instituutidega Suurbritannia, Ameerika Ühendriikide (edaspidi USA), Saksamaa ja Hispaania õiguses. Töös ei kirjeldata nimetatud riikide õigust vahendatud väärtpaberite kohta täie põhjalikkusega, vaid piirduakse konkreetse asjaolu väljatoomisega, mis vastavas peatükis on vajalik Eesti süsteemi puuduste või Eesti süsteemi paremaks muutmise vajaduse põhjendamiseks. Käesoleva töö analüüsist on välja jäetud esindajakontoga seotud terrorismi ja rahapesu tõkestamise probleemid, samuti esindajakonto omaja pankroti ja varade jagamisega seotud küsimused, arutelu selle kohta, kas esindajakonto omaja saab hääletada vastavalt iga kliendi juhisele, kui ta hoiab mitmele kliendile ühe osühingu osa ning lisaks vahendatud väärtpaberite piiriülese hoidmisega seotud aspektid.

Töö koosneb kolmest peatükist, millest esimene analüüsib esindajakonto olemust. Esimeses peatükis kirjeldatakse kõigepealt väärtpaberite hoidmise erinevaid süsteeme ning Eesti süsteemi omapära. Seejärel avatakse esindajakonto olemus selle kaudu, et kirjeldatakse esindajakontol hoitavate väärtpaberite kuuluvust ja kes on väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks õigustatud isik. Esimeses peatükis peetakse väärtpaberite all silmas kõiki väärtpaberituruseaduse²¹ (edaspidi VPTS) § 2 lg 1 nimetatud üleantavaid varalisi õigusi, kohustusi ja lepinguid, mis on kantud keskregistrisse. Lisaks sellele küsitakse esimeses peatükis selle järele, kas esindajakonto olemasolu on Eesti õiguses vajalik või mitte. Peatükk lõpeb ettepaneku ja põhjendustega, miks Eesti seadused peaksid tunnustama esindajakontol väärtpabereid hoidva isiku õigusi.

Teine peatükk arendab esimese peatüki järeldusi aktsiaseltsi kontekstis ning käsitleb esindajakonto ja ÄS-i teoreetiliste lähtekohtade vastuolu ning selle avaldumist praktikas. Teises peatükis kasutatakse allikana ka muude väärtpaberite kui aktsiate kohta käivat õiguskirjandust ja kohtupraktikat, kui muude väärtpaberite omapära ei takista sama järelduse tegemist aktsiate kohta. Töö huviorbiidis on aktsiaseltsid, sest kõik Eestis registreeritud ühingute aktsiad peavad olema registreeritud Eesti Väärtpaberite keskregistris (EVKS § 2 lg 1 p 3), osühingu osade puhul taolist nõuet ei ole. Teises peatükis analüüsitakse staatust, mille ÄS aktsionärile omistab ning vastatakse küsimusele, kas see staatus muutub, kui aktsionäriks on esindajakonto omaja. Eelnevast tulenevalt tehakse teises peatükis ettepanek aktsionäri staatuse täpsustamiseks. Samuti analüüsitakse teises peatükis, kas esindajakontode

²¹ Väärtpaberituruseadus. - RT I 2001, 89, 532; RT I, 23.12.2014, 2.

kasutamine vähendab väärtpaberiturul läbipaistvust ning võetakse seisukoht selle kohta, kas läbipaistvuse suurendamine on vajalik samm.

Kolmas peatükk võtab vaatluse alla esindajakonto omaja rolli kolmepoolses suhtes, eelkõige analüüsitakse esindajakonto omaja kohustusi kliendi suhtes ning seda, kas esindajakonto omajal on kohustus võimaldada investoril osaleda selle ühingu juhtimises, mille väärtpaberid investor on omandanud. Töös on terminid “esindajakonto omaja” ja “esindajakonto omanik” kasutatud samaväärses tähenduses, kuid eelistatud on termin “esindajakonto omaja”.²² Kolmandas peatükis kirjeldatakse esindajakonto omaja kohustusi, mille eesmärk on kaitsta kliendi huvisid ja vara, nende kohustuste allikaid ning püstitatakse küsimus, kas erinevate isikute, kellel on seaduse kohaselt lubatud omada esindajakontot, suhtes sätestatud kohustused klientide suhtes on samamahulised. Kolmandas peatükis jõutakse järeldusele, et esindajakonto omaja roll oleneb sellest, millise väärtpaberisüsteemiga on Eestis tegemist ning milline staatus esindajakontole ja tema kliendile omistatakse, kui klient hoiab väärtpabereid esindajakonto vahendusel.

Töös on allikatena kasutatud peamiselt IOSCO²³ raportit²⁴ esindajakontode kohta, L. Gulliferi ja J. Payne'i koostatud artiklite kogumikku “*Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*”²⁵ ning Legal Certainty Group'i²⁶ poolt koostatud analüüsi ja artikleid. Legal

²² EVKS-i muutmissetepanekuga 2011.a. pakuti välja, et mõiste „omanik“ tuleks asendada uue mõistega „omaja“, mis väljendab täpsemalt õigussuhteid selles seaduses. Nimelt Eesti väärtpaberite keskregistris registreeritakse väärtpaberid õigustena, mida väljendatakse ja antakse üle üksnes registrikande vahendusel võlaõigusseaduse § 917 lõike 2 tähenduses. Õigustega seotud omandisuhete väljendamisel on täpsem termin „omaja“, sest termin „omanik“ seondub eelkõige asjadega – näiteks kinnisasjadega. Vt selle kohta Rahandusministeerium. Seletuskiri rahandusministri määruse “Aksionäride üldkoosolekul esindajakonto omaniku esindamiseks ühtse nimekirjana volituse andmise kord” muutmise määruse eelnõu juurde. August 2011. Kättesaadav arvutivõrgus: <http://www.koda.ee/index.php?op=search&x=0&y=0&query=esindajakonto> (01.05.2015).

²³ *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) on rahvusvaheline organisatsioon, mis ühendab erinevate riikide väärtpaberituru korraldajaid ja koostab globaalseid standardeid väärtpaberiturgudele. Vt selle kohta IOSCO. About IOSCO. Available: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco (01.05.2015).

²⁴ IOSCO. Regulation of Nominee Accounts in Emerging Markets. Final Report 2011. Available: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD362.pdf> (01.05.2015).

²⁵ L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010.

Certainty Group'i töö oleks pidanud kulmineeruma Euroopa väärtpaberitõiguse direktiivi vastu võtmisega.²⁷ Kuna magistr töö uurimisküsimus on Eesti õiguse põhine, siis on töös kasutatud Eesti materiaalõigust ja kohtupraktikat selles ulatuses, mis oli vajalik uurimisküsimusele vastamiseks.

²⁶ Legal Certainty Group on EL-i poolt kokku kutsutud erinevate riikide õigusteadlaste ja ekspertide ühendus, mis analüüsis EL-i väärtpaberite arveldamissüsteemide integreerimisega seotud õiguskindluse küsimusi ning nõustas sellega seoses Euroopa Komisjoni. Grupp koostas oma analüüsid peamiselt aastatel 2006-2008. Vt selle kohta European Commission. Legal Certainty Group. Available: http://ec.europa.eu/finance/financial-markets/clearing/certainty/index_en.htm (01.05.2015).

²⁷ H. Kanda *et al* (2012), int-2, int-3.

I. ESINDAJAKONTO OLEMUS JA ESINDAJAKONTOL HOITAVATEST VÄÄRTPABERITEST TULENEVATE ÕIGUSTE TEOSTAMINE

1.1. Väärtpaberite hoidmise süsteemid

Erinevates jurisdiktsioonides eksisteerivaid väärtpaberite hoidmise süsteeme võib kõige üldisemalt jagada kaheks: otsese ja kaudse hoidmise süsteemid. Selline jagamine põhineb suuremalt jaolt uuringutel, mis tehti Haagi väärtpaberite konventsiooni jaoks 2006. aastal ja Genfi konventsiooni jaoks 2009. aastal.^{28, 29} Õiguskirjanduses on leitud, et tegelikult räägitakse mõlema süsteemi puhul kontodel kirjetena olevatest väärtpaberitest, mis on *de facto* alati hoitud vahendatud kujul, sest emitendi ja kontoomaniku vahel on alati kolmas isik, kes peab registrit või kontrollib kontosid. Kahe süsteemi erinevus ei seisne seega selles, kes füüsiliselt valdab väärtpabereid, vaid selles, kuidas maandada riski, et väärtpaberite hoidmise teenust osutav isik mingil põhjusel ei tagasta isikule tema väärtpabereid (*custody risk*) ning kuidas lihtsustada vahendatud väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamist.³⁰

Esimene nendest süsteemidest on otsese hoidmise süsteem, mis on kõige vanem ja traditsioonilisem väärtpaberite hoidmise süsteem.³¹ Sellele on omane, et väärtpaberikonto omanikul on otsene suhe vastavad väärtpaberid emiteerinud isikuga. Šveitsi õigusteadlane Luc Thévenoz on öelnud, et otsene süsteem põhineb eeldusel, et kui väärtpaberid on finantsvahendaja kaudu deponooriumis hoiul, siis ei katkesta see investori omandiõigust väärtpaberite suhtes ega investori õigusi ja nõudeid emitendi suhtes. Sarnaselt füüsiliste väärtpaberite maailmale ei muutu vahendajad klientide väärtpaberite omanikeks, vaid nad

²⁸ P. Paech (2005), p 38.

²⁹ Õiguskirjanduses on välja pakutud, et riikide jagamisest otsese ja kaudse hoidmise süsteemiga riikideks tuleks loobuda, kuid käesolevas töös on siiski järgitud nimetatud jagamise viisi. Argument taolise jagamise vastu on see, et täpsem oleks rääkida läbipaistvatest süsteemidest, kuhu kuuluksid mitmed otsese süsteemiga riigid, ning kõik ülejäänud süsteemid jääksid kaudse ja läbipaistva süsteemi vahele. Vt selle kohta P. Paech. Market Needs as Paradigm: Breaking Up the Thinking on EU Securities Law. LSE Law, Society and Economy Working Papers 11/2012, p 26. Available: http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2012-11_Paech.pdf (01.05.2015). Kuna erinevate süsteemide iseloomustamiseks pole välja pakutud paremat ja selgemat viisi, siis käesoleva töö raames kasutatakse siiski mõisteid otsene ja kaudne hoidmise süsteem.

³⁰ F. J. G. Alferez (2006), p 3.

³¹ IOSCO report (2011), p 11.

võtvavad lihtsalt üle väärtpaberite valduse.³² IOSCO raportis on välja toodud, et kuna otsese süsteemi puhul on väärtpaberite omanik registreeritud emitendi registris, siis on emitendil ilma turuvahendajate sekkumiseta võimalik ühendust saada iga oma investoriga.³³ Kuna väärtpaberid on käibel elektrooniliste kirjetena väärtpaberikontodel, siis emitendi või keskregistri dokumendid on tõendiks investori omandist.³⁴ Otsese süsteemiga riike iseloomustab see, et hoiustajal säilib omandiõigus hoiule antud vara üle ja seega saab ta teostada omandist tulenevaid õigusi mitte ainult keskregistri või deponooriumi, vaid ka kolmandate isikute suhtes (*erga omnes* efekt).³⁵

Otsese hoidmise süsteemi kõrval eksisteerib kaudse hoidmise süsteem, mis on ülekaalus enamikes jurisdiktsioonides.³⁶ Kaudse hoidmise süsteemi tekkimisele aitas mitmetes jurisdiktsioonides kaasa väärtpaberite hoiule andmine keskdeponooriumisse ning hiljem paberkujul väärtpaberite käibelt kadumine.³⁷ IOSCO raportis on kaudse väärtpaberite hoidmise süsteemi iseloomuliku aspektina nimetatud seda, et investor ei esine emitendi registris kui väärtpaberite omanik. Selle asemel omavad vahendajad, kaasa arvatud keskregister, kontosid oma klientide nimel. Väärtpaberid, mida nendel kontodel hoitakse, on emitendi registris või keskregistris registreeritud vahendaja nimele, mille tulemusel tegeliku investori ja emitendi vaheline suhe kaob ära. Kaudses hoidmise süsteemis saavad investorid keskregistrile juurdepääsu ainult läbi turuvahendajate, kes on keskregistri osalised. Sõltuvalt sellest, kas õiguskorras on lubatud, et esindajakonto pakkuja ning tegeliku investori vahel on veel esindajakontosid, võivad esindajakonto struktuurid olla ühe- või mitmetasandilised. Kui kaudse hoidmise süsteem on mitmetasandiline, siis on kõige tipus asetsev vahendaja paljudes jurisdiktsioonides keskregister ja madalamad tasemed koosnevad finantsteenuse pakkujatest,

³² L. Thévenoz. Intermediated Securities, Legal Risk and the International Harmonisation of Commercial Law. – 13 Stanford Journal of Law, Business & Finance 2007-2008, p 405.

³³ IOSCO report (2011), p 11.

³⁴ T. Kokkola (ed.). Payment systems. Payments, Securities, Derivatives, and the role of the Eurosystem. Frankfurt am Main: European Central Bank 2010, p 71. Available: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/paymentsystem201009en.pdf>. (01.05.2015).

³⁵ G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 16.

³⁶ E. Johansson. Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity. Berlin: Springer 2009, p 2.

³⁷ D. C. Donald. Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US Proxy System and Its Solutions. Centre for Financial Regulation and Economic Development, The Chinese University of Hong Kong 2010, p 1; IOSCO report (2011), p 5.

näiteks maakleritest.³⁸ Mida rohkem on lõppinvestori ja emitendi vahel vahendajaid, seda keerulisemaks nendevaheline suhe muutub. Õiguskirjanduses on leitud, et mitmetes riikides toob kaudne süsteem kaasa vajaduse luua õiguslikult uut liiki vara vahendatud väärtpaberite kohta.³⁹ Kuigi ka otsese süsteemi puhul ei ole väärtpaberite valdus investori enda käes ja väärtpaberid on enamikes riikides ainult elektroonilisena keskregistri kontodel, siis erinevalt kaudsest süsteemist nähtub otsese süsteemi puhul registrist väärtpaberite omaniku enda nimi.⁴⁰

IOSCO raportis on välja toodud, et kaudse hoidmise süsteemi eeliseks võrreldes otsese süsteemiga on see, et ta võimaldab kulude kokkuhoidu, sest mitme investori peale on vajalik ainult üks konto. Seega vähenevad kulud seoses kontode ülalpidamise ja ülekannetega, sest deebet- ja kreditaarvestuste tasaarvestus lubab sisemist arveldamist. Esindajakontot kasutades võivad investorid arveldada kontopakkuja arveldussüsteemi kaudu selle asemel, et kasutada keskregistrit. Samuti vähendab see emitentide koormust, sest nad ei pea suhtlema ise suure hulga investoritega, vaid suhtlemise koorem on üle viidud vahendajana tegutseva finantsasutuse peale. Viimased on vabad, et läbi rääkida teenuseosutamise tase, samas kui emitent on üldjuhul kohustatud kõiki investoreid ühtemoodi kohtlema.⁴¹ Läbipaistvuse puudumist kaudses süsteemis korvab see, et finantsturud muutuvad efektiivsemaks.⁴²

Eesti väärtpaberituruõiguse üheks lähtekohaks on see, et väärtpaberite hoidmisele kehtib otsene süsteem, mis väljendub selles, et igal investoril on personaalne konto, millel hoitakse talle kuuluvaid väärtpabereid. Kuigi tavaisik ei pääse keskregistrile otse ligi⁴³, vaid registripidaja teeb üldiselt kandeid kontohalduri korraldusel⁴⁴, siis väärtpaberikonto on siiski isiku enda nimel. EVKS § 5 lg 1 kohaselt võib väärtpaberikonto registris avada igale Eesti või välisriigi isikule. Tegemist on iga investori personaalse väärtpaberikontoga ja investori nimi nähtub Eesti väärtpaberite keskregistrist ning selle kaudu teab emitent, kes tema väärtpabereid

³⁸ IOSCO report (2011), p 12.

³⁹ F. J. G. Alferez (2006), p 3.

⁴⁰ L. Thévenoz (2007-2008), p 407.

⁴¹ IOSCO report (2011), p 15.

⁴² D. C. Donald (2010), p 2.

⁴³ IOSCO raportis on uuringute põhjal järeldatud, et teatud riikides on investoril võimalik otse keskregistrile ligi pääseda, samas enamikes riikides see lubatud ei ole. Vt selle kohta: IOSCO report (2011), p 13.

⁴⁴ Näiteks EVKS § 11 lg 1 kohaselt avab registripidaja väärtpaberikonto isiku taotluse alusel, mille kontohaldur edastab registripidajale. EVKS § 12 lg 1 kohaselt on kande aluseks kontohalduri korraldus.

hoiab. Näiteks, kuna ÄS § 233 lg 2 kohaselt peab aktsiaseltsi aktsiaraamatut EVK pidaja, siis ühing näeb keskregistrist iga aktsiaid hoidva isiku nime. Sellega vastandub Eesti kaudse süsteemiga riikidele, kus investoril puudub otsene suhe väärtpaberid emiteerinud isikuga ning viimase jaoks on väärtpaberite tegelikud omanikud varjatud. Otsese süsteemi põhimõtetest tuleks Eestis juhinduda ka teiste väärtpaberituruõiguse instrumentide väljatöötamisel, sest otsene süsteem ja suhte olemasolu väärtpaberite omaniku ja väärtpaberid emiteerinud isiku vahel on olnud lähtekohaks nii väärtpaberituruõiguses kui ka sellega lähedastes õigusharudes ning õigussüsteemi probleemideta toimimise saavutamiseks on tarvis lähtuda samadest õiguspoliitilistest otsustest.

1.2. Esindajakonto kohta Eesti õiguses sätestatud normid

1.2.1. Esindajakonto kui erand otsesest väärtpaberite hoidmise süsteemist

Eesti õiguses on lisaks isiklikule väärtpaberikontole väärtpabereid lubatud hoida ka esindajakonto kaudu. Esindajakonto on väärtpaberikonto eriliik, mis on peamiselt, kuid mitte ainult, reguleeritud EVKS-s. EVKS § 6 lg 2 kohaselt teostatakse esindajakonto vahendusel väärtpaberite valitsemist teise isiku (kliendi) jaoks ja arvel. Esindajakonto omajate ring on seaduse kohaselt piiratud – selle omamise õigus on ainult Eesti väärtpaberituru kutselistel osalistel ja välismaisel juriidilisel isikul ja muul institutsioonil, kelle üle teostatakse finantsjärelevalvet ning kes vastavalt neile kohaldatavale õigusele võivad hoida väärtpabereid oma nimel ja teise isiku arvel, ning ühingul, keda eelnimetatud välismaine isik kontrollib kas otseselt või kaudselt, tingimusel, et sellel ühingul on õigus vastavalt temale kohalduvale õigusele hoida väärtpabereid oma nimel ja teise isiku arvel (EVKS § 6 lg 1).

Esindajakonto instituut tekkis meie õiguskorda koos EVKS-iga, mis võeti vastu 14.06.2000 ja jõustus 01.01.2001. Eelnõu algtekstis, mis esitati 22.09.1999, ei olnud esindajakontot mainitud, kuid 13.06.2000 toimunud Riigikogu majanduskomisjoni istungil pakuti välja § 6 lisamine seaduseelnõusse ning kahest alternatiivist pooldas eelnõu algataja justiitsministeerium esimest, mille kohaselt esindajakonto avamise ja kasutamise õigus oleks väärtpaberituru kutselistel osalistel ja välismaistel juriidilistel isikutel. Seevastu teine

alternatiiv oleks lubanud esindajakontot omada vaid välismaisel juriidilisel isikul või muul institutsioonil.⁴⁵

EVKS-i eelnõu vastu võtmist käsitlevatest materjalidest lähtudes võib öelda, et EVKS-iga tuli langetada otsus, kas Eesti tahab olla eesrindlikum, puhtam ja parem kui kogu maailm või läheb üldist regulatsiooni pidi, mida tunnustavad vanad demokraatiad. Esimese, puhtama ja selgema regulatsiooni, mille järgi Eesti tsiviilõigussüsteemis esindajakontot ei tunnistataks, kasuks räägib see, et kõik omanikusuhted oleksid selged ja arusaadavad ning majandussuhted oleksid kergesti kontrollitavad ka maksunduse aspektist. Samaaegselt räägib selle kasuks, et esindajakonto meie tsiviilõigussüsteemis oleks, ikkagi see, et teiste riikide seadusandluses kasutatakse seda väga laialdaselt. EVKS-i vastuvõtmisel peeti viimast aspekti kaalukamaks ning puhtõigusteoreetilisele käsitlemisele eelistati majanduslikke huve. Sellest tulenevalt langetas majanduskomisjon otsuse esindajakonto seadusesse sissekirjutamise kasuks. Majanduskomisjoni, kes oli eelnõu kaasalgataja, liikmete ees oli dilemma, sest ühelt poolt olid nad otsustanud, et Eesti õiguses peab olema esindajakonto, kuid teiselt poolt saadi aru, et keelates ära esitajaaktsiad, aga lubades esindajakontot, satutakse sisuliselt ikkagi samasse olukorda. Seega avati esindajakonto sätestamisega Eesti õiguses väärtpaberite tegelike omanike peitmiseks esitajaaktsiate asemele teine kanal, mis on kõigele lisaks avatud absoluutselt kõikidele isikutele.⁴⁶

Eelnevast tuleneb, et EVKS-i eelnõu koostajad pooldasid esindajakonto lisamist seadusesse, sest see oli vajalik Eesti väärtpaberiturul suurema aktiivsuse saavutamiseks ning seda põhjust peeti kaalukamaks, kui vajadust tagada keskregistri ja omandisuhete täielik läbipaistvus. Esindajakonto puhul ei ole omandisuhted läbipaistvad, sest tuleb eristada esindajakonto omajat ning isikut, kelle nimel väärtpabereid tegelikult hoitakse. Seega tekib esindajakonto puhul investori ja emitendi vahele iseseisev lüli, kelleks on vahendaja ning keda Eesti õiguses nimetatakse esindajakonto omajaks. Esindajakonto erineb isiklikust väärtpaberikontost, sest esindajakontol registreeritud väärtpaberite puhul nähtub äriühingu väärtpaberiomanike

⁴⁵ Riigikogu. 221 SE II-3 Eesti Väärtpaberite Keskregistri seadus. Riigikogu majanduskomisjoni istungi protokoll nr 45. Kättesaadav: http://www.riigikogu.ee/?op=emsplain2&content_type=text/html&page=mgetdoc&itemid=003672732 (01.01.2015).

⁴⁶ Riigikogu. 221 SE II-3 Eesti Väärtpaberite Keskregistri seadus. IX Riigikogu stenogramm, III istungijärk, 14.06.2000. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.riigikogu.ee/?op=steno&stcommand=stenogramm&date=960980400#pk2000006820> (01.05.2015).

nimekirjast esindajakonto omaja nimi, mitte selle isiku nimi, kelle jaoks esindajakonto omaja väärtpabereid tegelikult hoiab. Selline olukord kujutab endast erandit otsesest väärtpaberite hoidmise süsteemist.

1.2.3. Esindajakontol hoitavate väärtpaberite õiguslik kuuluvus ja selle üleminek

Esindajakonto omaja ja isiku, kelle jaoks väärtpabereid esindajakontol hoitakse, õiguslik staatus on seotud kahe aspektiga – esiteks, väärtpaberite kuuluvuse aspekt, mis küsib selle järele, kellele kuuluvad esindajakontol hoitud väärtpaberid. Teine aspekt on õiguste teostamise aspekt ehk kes on õigustatud väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostama. Õiguskirjanduses on väidetud, et ühingus hääletamise juriidilisest struktuurist ja aktsiate kuuluvuse struktuurist tuleb aru saada, et mõista esindajakonto kohta käivaid sätteid ja välja pakkuda lahendusi tekkivatele probleemidele.⁴⁷ Nimetatud kaks aspekti ei ole EVKS-is aga sõnaselgelt sätestatud.

Kui väärtpaberid ringlesid käibes materiaalsel kujul paberitena, siis oli nende kuuluvus ja üleminek lahendatav asjade kohta käivate põhimõtete alusel. Kuna tänapäeval on väärtpaberid peamiselt käibel elektrooniliselt⁴⁸, siis kuuluvuse küsimus vajab teistsugust lahendust ning riikide lõikes on see vägagi erinevalt reguleeritud. Kõigepealt ollakse jurisdiktsioonides erineval arvamusel, kas investori õigus vahendaja kaudu hoitud immateriaalsele varale saab üldse olla omandiõigus või on see isiklik õigus. Omandiõigusest räägitakse pigem asjade puhul ning osades õigussüsteemides on keeldutud asjade kohta käivate sätete kohaldamist väärtpaberite kuuluvusele, sest see ei ole loomulik asjaõiguse tõlgendamine.⁴⁹ Lisaks sellele on väidetud, et vahendaja kaudu hoitud väärtpaberite puhul ei saa tugineda samadele põhimõtetele nagu tavaliste väärtpaberite puhul, sest vahendatud väärtpaberi õiguslik olemus erineb niivõrd oluliselt muudest väärtpaberitest. F. Drummond on Prantsuse õiguse kontekstis väitnud, et vahendatud väärtpaberid on eriline finantsvara, mis on vahendaja poolt loodud ja tuleneb algsest väärtpaberist, kuid ei võrdu sellega. Seetõttu ei tõenda kanne väärtpaberikontol

⁴⁷ M. Kahan, E. Rock. The Hanging Chads of Corporate Voting. - The Georgetown Law Journal 2007-2008, Volume 97, p 1241.

⁴⁸ D. C. Donald (2010), p 3.

⁴⁹ C. Chun väidab, et Saksamaal kohaldatakse vahendatud väärtpaberitele asjaõiguse põhimõtteid ning kuigi see kujutab endast asjaõiguse põhimõtete ebaloomulikku käsitlemist, kritiseeritakse seda süsteemi nii riigisiselt kui rahvusvahelisel tasandil pigem vähe. Vt selle kohta C. Chun. Cross-Border Transactions of Intermediated Securities. Berlin – Heidelberg: Springer 2012, p 162.

isiku omandiõigust nende väärtpaberite suhtes.⁵⁰

Vahendatud väärtpaberite kuuluvus on *common law* riikides ja Mandri-Euroopa riikides lahendatud mõnevõrra erinevalt, sest õiguskultuurid tunnevad erinevaid institute, mis kuuluvuse aspekti puhul abiks võivad olla. Õigusteadlased McFarlane ja Stevens leiavad, et tänu *common law trust*'i instituudile on probleemid väärtpaberite vahendamise õiguslike aspektidega nendes süsteemides just *trust*'i abil lahendatavad.⁵¹ Inglise õiguskirjanduses on öeldud, et *trust*'i kohta ei ole loodud täpset definitsiooni, kuid kindlalt võib väita, et *trust* ei ole juriidiline isik, nagu seda on füüsiline isik või äriühing, mis saaks omada vara. *Trust*'i olemasoluks peab vara olema *trust*'i määratud ning selle valitsemine peab olema antud usaldusisikule (*trustee*). Viimase kohustused tulenevad *trust*'i lepingust või seadusest ning hõlmavad muuhulgas *trust*'i vara valitsemist kasusaajate kasuks. *Trust*'i vara ei saa käsitleda usaldusisiku varana ning kui *trust*'i vara läheb kolmanda isiku kätte, kes pole selle saamiseks õigustatud, siis saab seda tagasi nõuda. *Trust*'i asutaja (*settlor*) kaotab peale *trust*'i loomist selle suhtes igasugused õigused ning ainult kasusaajad omavad *trust*'i vara suhtes õigusi.^{52, 53} Suurbritannias ollakse arvamusel, et *trust*'i instituudi kaudu on võimalik hoida immateriaalset vara teise isiku kaudu ja sellisel juhul säilib investoril varaline õigus vahendajate kaudu hoitud vahetatavatele väärtpaberitele.⁵⁴ *Trust*'i loomiseks on vajalik täita kolm tingimust: kavatus, kasusaaja olemasolu ja sisu. Kui väärtpabereid hoitakse mitme vahendaja kaudu, siis loetakse, et alama astme vahendaja hoiab väärtpabereid vahendaja jaoks *trust*'i kaudu ja

⁵⁰ F. Drummond. Intermediated Securities: reflections on a new concept in French financial markets law. – Law and Financial Markets Review September 2007, p 436.

⁵¹ B. McFarlane, R. Stevens. Interests in Securities. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues. Oxford: Hart Publishing 2010, p 58.

⁵² D. J. Hayton. The Law of Trusts. London: Sweet & Maxwell 1993, pp 3-6.

⁵³ Katrin Sepp on eestikeelse vastena terminile *trust* pakkunud “usaldusfond”. Usaldusfondi saab iseloomustada kui õigussuhet, kus üks isik valitseb vara teise isiku kasuks. K. Sepp on öeldnud, et usaldusfond on *common law* asjaõigus, nn mitmeastmeline omand: vara kuulub ühele (*legal title*) ja kasu saab keegi teine (*equitable title*), kusjuures usaldusisiku kasutamise ja käsutamise piirid on ette antud, asjast saadav kasu kuulub enamasti põhilises osas kasusaajale ning lisaks kaasneb tihti usaldusisiku kohustus mingi tingimuse täitumisel omand kasusaajale üle anda. K. Sepp on järeldanud, et usaldusisiku omand ei ühti AÕS-is sätestatud omandi sisuga ega ka ühegi muu asjaõigusega. Ta leiab, et Eesti õiguses on esindajakontol ühiseid jooni usaldusfondiga. Vt selle kohta K. Sepp. Kasulik teada - usaldusfondid. – Juridica VI/2011, lk 443-451.

⁵⁴ W. Liang. Title and Title Conflicts in respect of Intermediated Securities under English Law. Cambridge: Cambridge Scholars Publishing 2013, p xxi.

vahendaja hoiab väärtpabereid omakorda *trust*'i kaudu kliendi kasuks.⁵⁵ Õigusteadlased McFarlane ja Stevens väidavad, et riigid, kus *trust*'i ei tunnustata, peavad eraldi looma õiguslikud reeglid väärtpaberite vahendamise erinevate aspektide jaoks, näiteks on mõned sellised süsteemid (Šotimaa, Quebec) loonud *trust*-laadseid instituute.⁵⁶ Nad ei väida, et toimivat väärtpaberite süsteemi on võimalik luua ainult *common law* baasil, küll aga sõltub nende meelest süsteemi edukus sellest, kas õiguskord tunnustab kontseptsiooni "õigus teise isiku õiguse suhtes".⁵⁷ Ka Eesti õiguskirjanduses on leitud, et Mandri-Euroopa õiguskorrad ei ole senini pakkunud võrdväärset instrumenti, mis võimaldaks inimestel oma vara sama turvaliselt paigutada nagu võimaldab *trust*.⁵⁸

Trust'i instituudile on iseloomulik, et eristatakse juriidilist omanikku ja tegelikku kasusaajat. Õiguskirjanduses on väidetud, et Suurbritannias peetakse aktsiate juriidiliseks omanikuks aktsionäride nimekirjas registreeritud isikut, kelleks kaudse hoidmise puhul on vahendaja, tegelikult kasusaajaks on aga lõplik investor. Teoreetilises plaanis ei ole takistuseks see, et omandiõigus ja väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamine on lahutatud.⁵⁹ USA-s kui teises suures *common law* riigis on vahendatud väärtpaberite kuuluvuse küsimus lahendatud nii, et nn ühtse äriseadustiku (*Uniform Commercial Code*⁶⁰) Art 8 alusel tunnustatakse, et tegelikule kasusaajale, kelle aktsiad on hoitud esindajakontol, kuulub nn eriline väärtpaberioigus (*securities entitlement*) deponooriumis hoitud finantsvara suhtes.⁶¹ Seadus annab USA väärtpaberioigusele autonoomse iseloomu, mis on majanduslikult seotud selle aluseks olevate väärtpaberitega, kuid on sellest siiski erinev. USA väärtpaberioigus on hübriid isiklikest õigustest ja omandiõigusest.⁶² Seega ei räägita Suurbritannias ja USA-s omandiõigusest vahendatud aktsiate suhtes, vaid eristatakse juriidilist omanikku, kelleks on vahendaja, ning tegelikku kasusaajat, kelleks on lõppinvestor. Suurbritannias tehakse seda *trust*'i kaudu, USA-

⁵⁵ J. Smethurst, J. Benjamin (2009), pp 317-318.

⁵⁶ Saksa õiguses eksisteerib *trust*-laadne instituut "*Treuhand*", mille puhul eristatakse juriidilist omanikku ja tegelikku kasusaajat ning seda instituuti saab kohaldada väärtpaberite vahendamise jaoks, sest lõppinvestor saab sarnaselt Inglise õigusega lõpliku kasusaaja rolli. Vt selle kohta D. Einsele. *Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance?* – *Uniform Law Review* 1/2 2005, p 259.

⁵⁷ B. McFarlane, R. Stevens (2010), p 58.

⁵⁸ K. Sepp (2011), lk 450.

⁵⁹ J. Payne. *Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK.* - L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues.* Oxford: Hart Publishing 2010, p 196.

⁶⁰ *Uniform Commercial Code Art 8.* Available: <https://www.law.cornell.edu/ucc/8> (01.05.2015).

⁶¹ M. Kahan, E. Rock (2007-2008), p 1242.

⁶² F. Drummond (2007), p 437.

s aga erilise väärtpaperiõiguse kaudu ning mõlemas riigis on see võimalik tänu sellele, et tunnustatakse kontseptsiooni “õigus teise isiku õiguse suhtes”. Riikides, kus lõhet juriidilise ja formaalse omandiõiguse vahel ei tunnustata, tuleb luua muu meetod, et õiguslikult lahendada olukord, kus aktsiad kuuluvad lõppinvestorile, aga samal ajal ei ole teda võimalik identifitseerida. Õiguskirjanduses on leitud, et seetõttu on nendes jurisdiktsioonides hakatud tunnustama, et vahendatud väärtpaperite puhul kuulub registrisse kantud isikule nn ühinguõigusest tulenev õigus (*corporate entitlement*), kuid samas vara kuulub ikkagi lõppinvestorile (Saksamaal nimetatakse seda kontseptsiooni *legitimationübertragung*).⁶³

Mandri-Euroopa riikides tekib vahendatud väärtpaperite kuuluvuse puhul teoreetiline probleem seoses asjaõiguse üldiste põhimõtetega. Õiguskirjanduses on leitud, et enamik Mandri-Euroopa riike ei tunnusta määratletuse ja eraldamise põhimõtetest⁶⁴ tulenevalt omandiõigust immateriaalsele asendatavate asjade hulgale, mida hoitakse teise isiku kaudu. Teatud tingimustel on siiski aktsepteeritud omandiõigust immateriaalse vara üle, mida hoitakse teise isiku käes, kuid mis on eraldatud hoiustaja varast.⁶⁵ Tsiviilseadustiku üldosa seaduse⁶⁶ (edaspidi TsÜS) kommentaarides on öeldud, et määratletuse põhimõttest tuleneb, et iga eset tuleb käibes käsitada eraldi ning ka õigused ja kohustused saavad iga eseme suhtes tekkida ning üle minna eraldi. Seega ei tunnusta õiguskord üldjuhul õigusi ja kohustusi esemete kogumite suhtes.⁶⁷ Suurbritannia õigusteadlane Roy Goode, kes on võrrelnud *common law* ja Mandri-Euroopa õiguskultuure, on öelnud, et eraldamispõhimõte võib olla õigustatud lammaste puhul, aga mitte aktsiate puhul.⁶⁸ Ben McFarlane ja Robert Stevens on seda edasi arendanud ja leidnud, et aktsia on kõigest proportsionaalne õigus ühingu ja teiste aktsionäride suhtes ja ei ole mõttekas rääkida individuaalsest aktsiast. Seega erinevalt lammastest tuleb aktsiate puhul rääkida alati ühisest omandiõigusest (*co-ownership*). Praktikast tähendab see seda, et A ei pea enne seda, kui ta deklareerib *trust*'i hoidmist B kasuks, eraldama mingid spetsiifilised aktsiad. Seega kui A ütleb, et ta hoiab B jaoks 50

⁶³ I. G-S. Trueba. Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective). – Capital Markets Law Journal December 2007, Volume 3, No. 1, p 57.

⁶⁴ Vt nende põhimõtete kohta lähemalt K. Kullerkupp. TsÜS § 6. – P. Varul jt (koost). Tsiviilseadustiku üldosa seadus. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2010, § 6, p 3.3.1, 3.4.

⁶⁵ W. Liang (2013), p xix.

⁶⁶ Tsiviilseadustiku üldosa seadus. – RT I 2002, 35, 216; RT I, 29.06.2014, 109.

⁶⁷ K. Kullerkupp. TsÜS § 6. – P. Varul jt (koost). Tsiviilseadustiku üldosa seadus. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2010, § 6, p 3.4.

⁶⁸ R. Goode. Are Intangible Assets Fungible? – Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2003, p 379.

aktsiat 100-st aktsiast, siis ei ole raske aru saada, et B-l on A suhtes nii isiklik õigus, kui ka õigus A õiguse suhtes aktsiatele (nn õigus õiguse suhtes). McFarlane ja Stevens nõustuvad, et kõigele vaatamata on õiguslik eraldamine siiski vajalik, et kaitsta klienti vahendaja pankroti korral.⁶⁹ Ka õigusteadlane E. Johansson väidab, et väärtpaberikontol hoitud konkreetseid väärtpabereid on võimatu eraldada või teiste hulgast identifitseerida ja seetõttu sarnanevad nad pigem isikliku õigusega kui asjaõigusega. Ainult siis, kui väärtpaberite registreerimisele on antud konstitutiivne efekt või see on võrdsustatud valduse üleandmisega, võib väita, et need varad on piisavalt eraldatud.⁷⁰ Seega on õigusteadlased teoreetilistest vastuoludest tulenevalt kahtleval seisukohal, kas aktsiate kuuluvust on võimalik vaadata asjaõiguse põhimõtete ja omandiõiguse kaudu.

Sellest hoolimata leitakse paljudes Mandri-Euroopa õiguskultuuri riikides, et omandiõigus võib olla väärtpaberiga kaasneva õiguse põhisisu.⁷¹ Saksamaal ei muuda vahendatud väärtpaberite kontseptsioon ja kaudne valdussuhe siiski seda, et investorile kuulub väärtpaberite omand, täpsemalt kuulub Saksa teooria kohaselt investorile ühine omand vahendaja kaudu hoitud väärtpaberite suhtes (Saksamaa nn väärtpaberite hoiustamise seaduse (*Depotgesetz*⁷²) Art 6(1)).⁷³ Eestis räägitakse omandiõigusest küll peamiselt asjadega seoses, samas TsÜS § 49 lg 2 kohaselt seaduses sätestatud juhtudel kohaldatakse asja kohta sätestatud ka õigusele. Eestis on vallasasjade omandi üleandmiseks vajalik muuhulgas valduse üleandmine, kinnisasjade puhul on see asendatud kande tegemisega kinnistusraamatusse.⁷⁴ Elektrooniliste väärtpaberite kohta sätestab võlaõigusseaduse⁷⁵ (edaspidi VÕS) § 917 lg 2, et seadusega sätestatud juhtudel loetakse väärtpaberiks ka õigusi, mida väljendatakse ja antakse üle üksnes registrikande vahendusel ning sellistele õigustele ei kohaldata üldjuhul VÕS-is ega asjaõigusseaduses⁷⁶ (edaspidi AÕS) õiguste kohta sätestatud. VÕS-i kommentaarides on

⁶⁹ B. McFarlane, R. Stevens (2010), p 46.

⁷⁰ E. Johansson (2009), p 3.

⁷¹ B. McFarlane, R. Stevens (2010), p 58.

⁷² Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz). Neugefasst durch Bek. v. 11.1.1995 I 34; zuletzt geändert durch Art. 14 G v. 4.7.2013 I 1981. – (Online) verfügbar unter: <http://www.gesetze-im-internet.de/wpapg/BJNR001710937.html> (01.05.2015).

⁷³ C. Chun (2012), p 179; J. Than. The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany. – Uniform Law Review 1/2 2005, p 263.

⁷⁴ V. Kõve. AÕS § 64¹. – P. Varul jt (koost). Asjaõigusseadus I. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2014, § 64¹, p 3.1.

⁷⁵ Võlaõigusseadus. – RT I 2001, 81, 487; RT I, 29.06.2014, 109.

⁷⁶ Asjaõigusseadus. – RT I 1993, 39, 590; RT I, 29.06.2014, 109.

öeldud, et elektrooniliste väärtpaberite üleminekule ei ole võimalik kohaldada asjade kohta käivaid sätteid, vaid õiguse üleminekule kohaldatakse loovutamise kohta käivaid sätteid, sest mittekehalise eseme käsutamine erineb kehalise eseme ehk asja omandiõiguse üleandmisest, kus käsutus vajab enamasti kehtivuseks ka veel teatud reaalkatide täitmist (nt valduse üleandmine) või muid õigustoiminguid (nt kinnistusraamatukanne).⁷⁷ Tulenevalt TsÜS § 6 lg 3, VÕS § 174 ja õigusteooriast on väärtpaberite üleminekuks vajalik kokkulepe, käsutustehing ja käsutusõiguse olemasolu.⁷⁸ VÕS-i kommentaaride kohaselt on loovutamise esmane tagajärg loovutatud nõude üleminek uuele võlausaldajale, loovutamise tulemusena asendub senine võlausaldaja automaatselt uuega. Loovutamisega muudetakse olemasoleva nõude “kuuluvust” ning seega on tegemist asja omandi üleandmisele sarnase abstraktse tehinguga.⁷⁹

Kuna VÕS § 174 kohaselt nõuete ülemineku kohta sätestatud kohaldatakse ka muude õiguste ülemineku kohta ning kuna väärtpaberite ülemineku kohta ei ole kehtestatud erireegleid, siis kehtivad VÕS-i kommentaarides väljendatud seisukohad ka väärtpaberite ja vahendatud väärtpaberite kohta. EVKS-is sätestatud erireegel väärtpaberite ülemineku kohta on see, et väärtpaberite omandi üleminekuks peab omandaja olema kantud väärtpaberite keskregistrisse, sest EVKS § 9 lg 2 kohaselt loetakse õigus registrisse kantud väärtpaberitele kolmandate isikute suhtes kehtivaks üksnes juhul, kui õigus on kantud registrisse. Seaduse tasandil on ebaselge, milline õiguslik tähendus nimetatud sättel on. Ühelt poolt võib väita, et EVKS § 9 lg 2 nimetatud kannet võib oma õiguslikult mõjult võrrelda juhutuse liikme kandmisega äriregistrisse. Riigikohus on asjas 3-2-1-39-05 öelnud, et juhutuse liikme kanne äriregistris peab vaid avalikustama suhte kolmandate isikute jaoks, kuid registrikanne ei tekita ega lõpeta seda suhet.⁸⁰ Sellest lähtuvalt ei oleks EVKS § 9 lg 2 näol tegemist konstitutiivse kandega, vaid deklaratiivse kandega. Teiselt poolt, võib EVKS § 9 lg 2 mõju võrrelda kinnistusraamatu kandega. AÕS-i kommentaarides on leitud, et kinnistusraamatu kanded omaniku kohta on küll konstitutiivsed, kuid ei ole absoluutse tähendusega, st need loovad üksnes eelduse, et

⁷⁷ M. Käerdi. VÕS § 164. – P. Varul jt (koost). Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2006, § 164, p 4.2.1., 4.3.

⁷⁸ Eesti õigus ei ole selles mõttes erandlik, sest loovutamine oli näiteks juba 18. sajandi lõpus ja 19. sajandi alguses Austrias ja Saksamaal juriidiline meetod, mille kohaselt immateriaalne vara üle läks. Vt selle kohta E. Micheler (2010), p 137.

⁷⁹ M. Käerdi. VÕS § 164. – P. Varul jt (koost). Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2006, § 164, p 4.2.1., 4.3.

⁸⁰ RKTKm 26.04.05, nr 3-2-1-39-05, p 15.

õigusmuudatus on toimunud. Kanne ei too kaasa õigusmuudatust, kui puuduvad selleks ette nähtud muud eeldused, erandiks on aga heauskne omandamine.⁸¹ EVKS § 9 lg 2 omab kahtlemata avaliku usaldatavuse funktsiooni, sest on suunatud kolmandate isikute kaitsesele ning see sarnaneb kinnistusraamatu kandega, sest loob eelduse, et väärtpaberid kuuluvad isikule, kelle nimi kajastub keskregistrist. Siiski ei ole see absoluutne, sest kui selgub, et kanne on ebaõige, sest võõrandajal puudus tegelikult väärtpaberite käsutamise õigus, siis on isikul õigus nõuda väärtpaberite keskregistri kande parandamist.

Eesti õiguses ei ole loodud erilist mõistet vahendatud väärtpaberite hoidmisest tulenevate õiguste kohta ning neid ei tunnustata erilist sorti varana. Eelpoolnimetatud normid reguleerivad väärtpaberite üleminekut ning kuna vahendatud väärtpaberite ülemineku kohta erinormid puuduvad, siis peaksid need kohaldama ka viimaste kohta. EVK on avaldanud, et esindajakontolt väärtpaberite võõrandamise korral annab väärtpaberite omanik (klient) võõrandamiskorralduse esindajakonto omanikule. Tehing toimub tehingu teise osapoole ja esindajakonto omaniku vahel.⁸² Ainuke viide vahendatud väärtpaberite kuuluvusele tuleneb EVKS § 6 lg 4, mis sätestab, et esindajakontol hoitud väärtpaberid loetakse esindajakonto omaja ja tema võlausaldajate suhtes kliendi väärtpaberiteks. Kuna Eesti õigus ei tee vahet juriidilisel omanikul ja tegelikul kasusaajal, siis jääb selgusetuks, kuidas esindajakontol hoitud väärtpaberid loetakse kliendi väärtpaberiteks, kui EVKS § 9 lg 2 ütleb, et kolmandate isikute suhtes loetakse õigus registrisse kantud väärtpaberitele kehtivaks vaid siis, kui õigus on kantud registrisse. Esindajakontol hoitud väärtpaberid ei ole kantud registrisse kliendi enda nimele ning EVKS § 9 lg 2 kohaldamine nende suhtes ei ole seaduse sõnastuse pinnalt selge.

Kohtupraktikas on tunnustatud põhimõtet, et esindajakontol hoitud väärtpaberite omanik on klient, kuigi kohus ei ole põhjendanud, millistele sätetele tuginedes ta omaniku staatuse määramisel sellisele järeldusele jõudis. Harju Maakohus on öelnud, et EVKS käsitleb küll seda, kes on õigustatud osalema aktsionäride üldkoosolekul, aga mitte poolte omavahelisi omandiõiguslikke suhteid – asjaõiguslikult jääb omanikuks jätkuvalt klient, mitte esindajakonto omaja. Eeltoodud regulatsioonist tuleneb, et esindajakontol hoiustatud kliendi

⁸¹ V. Kõve. AÕS § 56. – P. Varul jt (koost). Asjaõigusseadus I. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2014, § 56, p 3.1.

⁸² Eesti Väärtpaberikeskus. Esindajakonto. Arvutivõrgus kättesaadav: <https://www.e-register.ee/et/ariuhingule/heateada/esindajakonto/> (01.05.2015).

aktsiate omandiõigus kuulub kliendile. Järelikult osutab esindajakonto omajana tegutsev pank klientidele väärtpaberite hoidmise teenust ega saa ise aktsiate omanikuks.⁸³

EVKS-is on jäetud täpsustama, kas aktsiate kandmine esindajakontole täidab väärtpaberite omandamise erilise tingimuse ehk õiguse kandmise registrisse. Samale järeldusele jõudsid ka õigusteadlased, kes kuulusid Legal Certainty Group'i ning kes tõid oma analüüsis eraldi välja, et Eesti õigus on ebaselge selles osas, mis saab, kui väärtpaberite üleminek ei ole nõuetekohaselt keskregistris kajastatud. See puudus on märkimisväärse tähtsusega, sest Eestis, sarnaselt teiste Põhjamaade ja Kesk- ning Ida-Euroopa riikidega, on väärtpaberite üleminekuks kolmandate isikute suhtes vajalik kanne keskregistris.⁸⁴ Taoline ebaselgus seaduse tasandil on taunitav, kuivõrd omandi ülemineku aspekt jääb lõpuni reguleerimata ning see tekitab õiguskindlusetust isikule, kelle jaoks väärtpabereid esindajakontol hoitakse. Õiguskirjanduse kohaselt põhinevad tänapäevased väärtpaberite hoidmise süsteemi reeglid paljudes riikides ikka veel füüsiliselt hoitud materiaalsele varale kohaldatavatel õiguslikel kontseptsioonidel. See suurendab väärtpaberite hoidmisega seonduvaid riske ja õiguslikku ebakindlust.⁸⁵ Järgnevad peatükid lähtuvad siiski EVKS § 6 lg 4 tõlgendusest ja kohtupraktikast, mille valguses võib väita, et esindajakontol hoitud väärtpaberid kuuluvad Eestis isikule, kelle jaoks ja arvel esindajakonto omaja neid väärtpabereid hoiab.

1.2.4. Esindajakontol hoitavatest väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks õigustatud isik

Vahendatud väärtpaberite kuuluvuse kõrval on teine oluline aspekt see, kes on õigustatud teostama nendest väärtpaberitest tulenevaid õigusi. Eesti õigus sätestab sõnaselgelt EVKS § 6 lg-s 7, et esindajakontol olevatest väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks on õigustatud ja kohustuste täitmise eest vastutav esindajakonto omaja. Väärtpaberist tuleneva hääleõiguse ja muude õiguste teostamisel peab esindajakonto omaja järgima kliendi juhiseid. Kliendi nõudel peab ta andma kliendile nõuetekohases vormis volituse esindajakonto omaja

⁸³ HMKo 09.10.2012, nr 2-11-50736, lk 4.

⁸⁴ Legal Certainty Group. Major examples of legal barriers to a single efficient and less costly post trading market in EU. June 2006, p 4. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/20060629-draft_annex_en.pdf (01.05.2015).

⁸⁵ H. Kanda *et al* (2012), sec. int-3; E. Johansson (2009), p 3. Õigusliku riski eest on hoiatanud ka T. Kokkola, kes väidab, et juhul, kui väärtpaberite omandit reguleeriv seadusandlus on ebaselge või ebapiisav, tekitab see õiguslikku riski. Vt selle kohta T. Kokkola (ed.) (2010), p 128.

esindamiseks väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks. Kuna antud säte on leidnud tõlgendamist kohtupraktikas, siis analüüsitakse järgnevalt kohtute poolt sõnastatud põhimõtteid ning tehakse järeldus, kas olemasolev lahendus on Eesti õiguskorra jaoks parim.

Riigikohus on asjas nr 3-2-1-55-14 öelnud, et esindajakonto omaja on õigustatud kohtusse hagi esitama aktsionäride üldkoosoleku otsuse vaidlustamiseks, kui ühing, mille aktsiaid esindajakontol hoitakse, on jättnud üldkoosoleku otsusega esindajakonto omaja ilma vahetusvõlakirjade märkimise eesõigusest. Kolleegium nõustus madalama astme kohtutega, et hageja (Clearstrem Banking S.A., kes on esindajakonto omaja) on kantud aktsionärina kostja aktsiaraamatusse ja seetõttu kuuluvad talle ÄS § 228 lg 2 järgi ka aktsiast tulenevad õigused ning see on aluseks hageja õiguslikule huvile TsMS § 368 lg 1 mõttes tuvastada, et vaidlusalust üldkoosoleku otsust vastu ei võetud.⁸⁶ Eelnevast tulenevalt on esindajakonto omajal õigus teostada väärtpaberitest tulenevaid õigusi, kaasa arvatud aktsionäriõigusi, muuhulgas vaidlustada vajadusel üldkoosoleku otsuseid. Riigikohus jättis aga antud asjas lahtiseks selle, kas lisaks esindajakonto omajale võiks väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostada ka isik, kelle jaoks ja arvel neid väärtpabereid hoitakse.

EVKS § 6 lg 7 ei välista sõnaselgelt kliendi, kelle väärtpabereid esindajakontol hoitakse, õigust nendest väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostada. Samas on esimese astme kohtute praktika eitanud taolise võimaluse olemasolu. Harju Maakohus asus asjas nr 2-11-6999 seisukohale, et esindajakontol olevatest väärtpaberitest tulenevaid õigusi võib teostada vaid esindajakonto omaja, ning seetõttu ei olnud hageja, kelleks oli esindajakontol hoitud pankrotti läinud ühingu võlakirjade omanik, õigustatud võlakirjadest tulenevalt ühingu vastu pankrotimenetluses nõudeavalduse esitamise tähtaja ennistamise nõuet esitama.⁸⁷ Seega kohtupraktika on kehtiva EVKS põhjal jõudnud järeldusele, et esindajakontol hoitavatest väärtpaberitest tulenevaid õigusi saab teostada ainult esindajakonto omaja, kuid samas puudub selle kohta selge Riigikohtu seisukoht. Olemasolev madalama astme kohtute järeldus võib tekitada vastuolusid seoses põhimõttega, et esindajakontol hoitud väärtpaberite omanikuks loetakse isikut, kelle jaoks ja arvel neid väärtpabereid hoitakse. Tekib olukord, kus omanikul ei ole võimalust oma omandit kaitsta. Kohus on taolise olukorra tekkimist nentunud, kuid pole sellele hinnangut andnud. Harju Maakohus on öelnud, et esindajakonto näol on tegemist seadusest tuleneva erilise õigussuhtega, mille raames saab esindajakonto omaja õiguse

⁸⁶ RKTko 11.06.2014, nr 3-2-1-55-14, p 18.

⁸⁷ HMKo 12.09.2011, nr 2-11-6999, lk 10.

teostada kõiki väärtpaberitest tulenevaid õigusi, muuhulgas ka ostueesõigust ja kohustub nende õiguste teostamisel järgima kliendi juhiseid, kuid esindajakonto omaja ja kliendi sisesuhtest tulenevalt jääb omanikuks klient.⁸⁸

Kokkuvõttes on esindajakontol väärtpaberite hoidmine erand üldisest otsese väärtpaberite hoidmise süsteemist, mille kohaselt iga isik hoiab talle kuuluvaid väärtpabereid isiklikul väärtpaberikontol. EVKS § 6 kohaselt toob see erand kaasa selle, et esindajakontol hoitud väärtpaberid toimivad käibes teisiti võrreldes isiklikul kontol hoitud väärtpaberitega ning nendest väärtpaberitest tulenevaid õigusi on küll õigustatud teostama esindajakonto omaja, samas kui väärtpaberite omaniku taolise õiguse kohta ei ole Riigikohtu praktikas seisukohta võetud.

1.3. Esindajakonto vajalikkus Eesti väärtpaberituruõiguses

Kuivõrd Eestis kehtib otsene väärtpaberite hoidmise süsteem ning iga isik, kes soovib väärtpabereid omandada, saab avada endale isikliku konto, siis tekib küsimus, kas esindajakonto olemasolu on üldse põhjendatud, arvestades, et see vähendab otsese süsteemi eeliseid, sealhulgas ka läbipaistvust. Eva Micheler väidab, et vahendamine põhjustab õiguslikku ebakindlust. Ta pakub välja, et selle asemel, et luua veelgi enam harmoniseeritud reegleid vahendatud väärtpaberitele, tuleks tegelikult uurida, kas on võimalik luua süsteem, kus lõppinvestorid hoiaksid väärtpabereid otse.⁸⁹ Mitmed riigid on seoses sellega, et kaudne süsteem on saanud suurema kriitika osaliseks kui otsene süsteem⁹⁰, loonud investoritele võimalusi hoida väärtpabereid otse. Näiteks võimaldatakse teatud riikides seda, et investor saab pärast vahendajate kaudu väärtpaberite omandamist loobuda kaudsest süsteemist ja nõuda, et ta asetatakse otsesesse suhtlusesse emitendiga, katkestades seeläbi suhte vahendajatega. USA-s saab mitmete väärtpaberite liikide puhul investor nõuda, et vahendaja

⁸⁸ HMKo 28.03.2014, nr 2-13-52773, lk 6.

⁸⁹ E. Micheler. Intermediated Securities and Legal Certainty. LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2014, p 2. Available: http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2014-03_Micheler.pdf (01.05.2015). Samale järeldusele on jõudnud ka G. P. Kouretas ja C. I. Tarnanidou, kes on väitnud, et EL-i tasandil tuleks luua uus süsteem väärtpaberite hoidmise jaoks, mis põhineks investorite otsesel registreerimisel, s.t. tegelike aktsionäride registreerimisel väärtpaberiomanike registris. Vt selle kohta G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 23.

⁹⁰ C. W. Mooney Jr, H. Kanda (2010), p 74.

paluks emitendilt väärtpaberite sertifikaati, mis on väljastatud konkreetse investori nimele.⁹¹ Seda enam tekib küsimus, miks Eestis kui otsese süsteemiga riigis on vajalik esindajakonto kui kaudse hoidmise süsteemi element.

Genfi konventsioon Art 29(2) kohustab liikmesriike tunnustama väärtpabereid, mida isik ei hoia otse, vaid mida teine isik hoiab tema jaoks. Samas ei käsitle Genfi konventsioon seda, mis tingimustel vahendaja (esindajakonto omaja) peab olema õigustatud hääleõigust ja muid õigusi investori nimel teostama. Riigisisene õigus võib sätestada, et esindajakonto omaja peab näiteks avaldama oma klientide nime ja nende osaluse suuruse. Seega Genfi konventsioon ei kohusta liikmesriike taluma olukorda, kus esindajakonto lubamisega kaasneb süsteemi läbipaistmatus. Samuti võib riigisiseses õiguses olla nõue, et esindajakonto omaja võib teostada hääleõigust selles ulatuses, mille kohta ta on saanud sõnaselge juhise investorilt.⁹² Genfi konventsiooni puhul tuleb arvestada, et see ei ole siia maani jõustunud ega kehti seetõttu Eesti suhtes, ning seega ei tulene sellest konventsioonist Eestile otsest kohustust lubada oma õiguses esindajakontot.

IOSCO raportis on kaudse süsteemi laiemal leviku põhjusena nähtud muuhulgas seda, et see on märkimisväärselt tõhustanud väärtpaberitehingute efektiivsust aja ja kulude mõttes ning see on pannud aluse kapitaliturgude arengule viimastel aastakümnetel. Samas väidetakse, et see on kaasa toonud sideme katkemise emitendi ja kasusaaja omaniku vahel, millel võib olla kahjulik mõju investori õigustele. Otsese hoidmise süsteem jällegi muudab IOSCO raportis toodud järelduste kohaselt emitendi suhtluse suure arvu aktsionäridega väga kulukaks, eriti kui tuleb tegeleda pika vahemaa tagant toimuvate tehingutega, ja välistab investorite võimaluse efektiivselt ja kiiresti väärtpaberitega kaubelda.⁹³ Vahendaja, kes tahab oma teenuseid (kauplemine, arveldamine, *custody*-teenus) pakkuda globaalselt, saab seda kaudses süsteemis teha, kasutades turu kohta ainult ühte kontot, kuhu peale koondab kõikide oma klientide väärtpaberid. Otseses süsteemis peaks ta avama iga kliendi kohta eraldi konto ja suureneksid investeerimisega seonduvad kulud.⁹⁴

⁹¹ C. W. Mooney Jr, H. Kanda (2010), p 74.

⁹² L. Thévenoz (2010), p 857.

⁹³ IOSCO report (2011), p 12.

⁹⁴ G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 17.

Eelnimetatud argumendid ei põhjenda aga esindajakonto vajalikkust Eestis, kuivõrd enamik tehinguid Eestis kui otsese süsteemiga riigis toimub keskregistris erinevatele isikutele kuuluvate personaalsete väärtpaberikontode vahel ja süsteemi loomisel ei ole lähtunud kulude kokkuhoiu saavutamise eesmärgist, vaid selle asemel seisab otsene süsteem läbipaistvuse tagamise eest. Riigikohus on EVKS-i eelnõu seletuskirjast järeldanud, et üldiselt on keskregistri eesmärgiks tagada väärtpaberite registreerimise kaudu andmete ühtsus ja tegelikkusele vastamine õigusi tõestavas registris ning selle kaudu omandi ja registris registreeritud väärtpaberite omanike huvide kaitse, hoida ära väärtpaberiturul lubamatu manipuleerimine ning tagada siseteabega kauplemise juhtumite tõhusam kontroll. Riigikohus lisas, et väärtpaberite keskregistri puhul on väärtpaberikontol olevate andmete kaitse seisukohalt peamiseks põhimõtteks avalik positiivne ja negatiivne usaldatavus. Positiivse avaliku usalduse all mõeldakse, et heauskne isik on õigustatud usaldama väärtpaberikontole kantud andmete õigsust. Negatiivse avaliku usaldatavuse all mõeldakse seda, et heauskne isik võib usaldada, et väärtpaberikontole kandmata õigusi ei ole olemas.⁹⁵ Kreeka õigusteadlased on seoses tehnoloogia arengu ja selle mõjuga väärtpaberite vahendamisele kahtluse alla seadnud kulude kokkuhoiu kui argumendi kaudse süsteemi kasuks. Kaalukaim argument kaudse süsteemi vastu on see, et see vähendab läbipaistvust ja usaldatavust, mis on aga vajalik nii aktsionäride kui ka finantsturgude vaatevinklist.⁹⁶

Nagu selgus EVKS-i eelnõu vastuvõtmise materjalidest oli peamine põhjus esindajakonto sisseviimiseks EVKS-i soov avada Eesti väärtpaberiturg välismaistele isikutele, kes saaksid tänu esindajakontole kõikide oma klientide Eesti väärtpabereid hoida ühel kontol, avamata igale kliendile eraldi Eesti väärtpaberikontot. Seega Eestis esindajakonto olemasolu annab positiivset lisandväärtust ainult välismaised isikuid silmas pidades. Luc Thévenoz väidab, et otsese hoidmise süsteem toimib tavaliselt suuremate probleemideta ühe jurisdiktsiooni piires, aga kui väärtpabereid hoitakse piiriülevalt, siis olukord tavaliselt muutub.⁹⁷ Esindajakonto vajalikkust põhjendab õiguskirjanduses avaldatud seisukoht, et võib eeldada, et enamus investoreid soovivad, et nende portfelli oleks rahvusvaheliselt hajutatud, aga nad ei soovi avada väärtpaberikontot nii mitme vahendaja juures nagu on riike, mis investori portfellis on esindatud.⁹⁸ Seetõttu on vajalik, et välismaised väärtpaberite vahendajad, näiteks pangad,

⁹⁵ RKPSJKo 06.07.2012, nr 3-4-1-3-12, p 52.

⁹⁶ G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 22.

⁹⁷ L. Thévenoz (2007-2008), p 425.

⁹⁸ L. Thévenoz (2010), p 857.

saaksid avada Eestis ühe esindajakonto, et hoida seal kõikide oma klientide väärtpabereid. Siseriiklikult ei anna esindajakonto aga väärtpaberituru osalejatele ühtegi märkimisväärset eelist, mida isikul ei oleks, kui ta avaks endale personaalse väärtpaberikonto.

1.4. Esindajakontol hoitavatest väärtpaberitest tulenevate õiguste tunnustamine ja nende kaitsmise võimalused

Õiguskirjanduses on leitud, et väärtpaberite vahendamist reguleeriva seaduse eesmärk peaks olema panna investor, kes hoiab väärtpabereid vahendaja kaudu, võimalikult lähedasse positsiooni selle investoriga, kes hoiab väärtpabereid otse. See tähendab, et mõlemal juhul peab investorile olema tagatud eeliste saamine ja võõrandamisel väärtuselt kasu teenimine. Kui Suurbritannias investor tahab oma hääleõigust efektiivselt kasutada, siis on tal võimalik hoida oma väärtpabereid otse Suurbritannia keskregistris (Crest), mis on lubatud ka individuaalsele investorile. Samas ei saa üksikinvestor alati oma väärtpabereid otse hoida. Louise Gullifer on leidnud, et on ebaõiglane, et kui investor tahab saada osa vahendatud väärtpaberite arveldamissüsteemist, siis ta peab leppima sellega, et ta suure tõenäosusega kaotab õiguse väärtpaberid emiteerinud ühingu tegevust mõjutada.⁹⁹

Õiguskirjanduses on välja pakutud, et kaudse süsteemiga riigile hinnangu andmisel tuleb vaadata, kas see süsteem on investorite kaitse seisukohalt nii sarnane kui võimalik otsesele hoidmise süsteemile ja kas vahendamise eelised kaaluvad ikka üles selle süsteemi puudused.¹⁰⁰ Analüüsid on näidanud, et investori-emitendi suhe on kaudsetes süsteemides keerulisem ja seal satub see kokku suuremate raskustega võrreldes otsese süsteemiga riikidega.¹⁰¹ Kuna esindajakontol väärtpaberite hoidmine peaks investori jaoks olema võimalikult sarnane sellega, kui ta hoiaks neid otse, siis Eesti kontekstis tähendaks see, et esindajakontol väärtpabereid hoidev isik peaks saama emitendi suhtes otse väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostada ning kohustusi kanda. Väärtpaberite tegeliku omaniku õiguste tunnustamise vajaduse tuvastamise jaoks võib vaadata võrdluseks Hispaania süsteemi, sest ka seal on nagu Eestiski otsene väärtpaberite hoidmise süsteem.

⁹⁹ L. Gullifer. *Ownership of Securities*. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, p 16-18.

¹⁰⁰ L. Gullifer (2010), p 4.

¹⁰¹ I. G-S. Trueba (2007), p 32.

Võrreldes Eestiga on Hispaania otsene süsteem üles ehitatud erinevalt. Hispaania süsteem on kahetasandiline – esimesel tasandil on kontosid võimalik avada otse Hispaania väärtpaberite keskregistris (Iberclear), teise tasandi registrit (nn detailne register) peavad aga finantsasutused, kes omakorda on Iberclear'i osalised. Seadus peab mõlemat tasandit ühe registri osaks. Hispaania süsteemi nurgakiviks on see, et aktsionäriks peetakse (st tal on asjaõigused *erga omnes*) isikut, kelle nimi esineb vastava tasandi registris. Hispaanias ei tunnustata erinevust juriidilise omaniku ja tegeliku kasusaaja vahel ning emitendil on kohustused ainult isiku ees, kelle nimi on kirjas vastavas registris. Kui selgub, et see isik hoiab aktsiaid kellegi teise jaoks, siis viimasel on ainult lepingulised õigused vahendaja suhtes.¹⁰²

Eesti süsteemi erinevus Hispaania süsteemist on see, et Eestis peetakse esindajakontol hoitud väärtpaberite omanikuks lõppinvestorit, Hispaanias on alati omanikuks registrisse kantud isik¹⁰³ ning vahendatud hoidmise puhul on selleks esindajakonto omaja. Legal Certainty Group on erinevates riikides läbi viidud uuringute põhjal järeldanud, et süsteemides, kus loetakse, et investor on vahendaja kaudu hoitud aktsiate omanik, on investorile antud ka õigus teostada oma õigusi otse emitendi suhtes. Teistes riikides, kus loetakse, et juriidiline omanik on vahendaja ja investor on lõplik kasusaaja, ei või investor teostada oma õigusi otse *vis a vis* emitendi suhtes, see õigus kuulub vahendajale, kes on aga kohustatud järgima kliendi juhiseid.¹⁰⁴ Näiteks Saksa asjaõiguse kohaselt on vahendatult väärtpabereid hoidev isik nende väärtpaberite omanik ja ühinguõigus järgib seda lähenemist ning see isik on õigustatud oma väärtpaberitest tulenevaid õigusi emitendi suhtes teostama.¹⁰⁵ See on vastupidine USA käsitlusele, kus leitakse, et vahendatud väärtpaberite omanikud ei ole lõppinvestorid, viimastele kuuluvad vaid väärtpaberitest tulenevad majanduslikud huvid ja neid tunnustatakse ühinguõiguse mõttes väärtpaberite omanikuna ainult siis, kui emitent loob nende jaoks tunnustamise protseduuri.¹⁰⁶

¹⁰² I. G-S. Trueba (2007), p 44.

¹⁰³ Hispaanias peetakse läbipaistva süsteemiga riigiks. Vt selle kohta P. Paech (2012), p 26. Eesti süsteem ei ole läbipaistev süsteem, sest see võimaldab varjata väärtpaberite tegeliku omaniku identiteeti.

¹⁰⁴ Legal Certainty Group. Report on Core issues, Part 3 – Corporate Actions and Voting Rights. March 2006. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/28_3_6_waclawik_en.pdf (01.05.2015).

¹⁰⁵ J. Than (2005), p 266.

¹⁰⁶ C. Chun (2012), p 182.

Kuna Eesti kohtupraktika tunnustab esindajakonto omaja klienti vahendatud väärtpaberite omanikuna¹⁰⁷, siis sellest tulenevalt peaks seadus lubama lõppinvestoril emitendi suhtes oma õigusi teostada. Kuna üldiselt on Eestis otsene süsteem ja omandiõigus kuulub investorile, siis ei ole põhjendatud, et esindajakonto puhul kõik täielikult muutub. Seetõttu peaks ka vahendaja kaudu aktsiaid hoidval isikul olema õigus oma vara kaitsta. Luc Thévenoz on leidnud, et kui väärtpaberite hoidmise teenuse osutaja hoiab klientide väärtpabereid ühel kontol, siis see küll moonutab omandi vormi, aga ei muuda omanike identiteeti, kelleks on ja jäävad investorid ise. Ühel kontol hoitud väärtpaberite puhul muutub omand lihtsalt *pro rata* omandiks väärtpaberite kogumist.¹⁰⁸ Õiguskirjanduses on väidetud, et otsese süsteemi puhul on vahendajad kõigest raamatupidajad, kellel pole mingit huvi väärtpaberite vastu, mille hoidmise eest nad võtavad tasu kui teenusepakkujad.¹⁰⁹

Seega ei peaks esindajakonto Eesti õiguses täielikult ära kaotama sidet investori ja emitendi vahel, kuna omaniku staatust peab investor olema võimeline teostama ka emitendi suhtes tulenevalt omandiõiguse *erga omnes* efektist. Sellest tulenevalt tuleb esindajakontol hoitavate väärtpaberite tegeliku omaniku õigusi tunnustada ning isikul peab olema õigus väärtpaberitest tulenevaid huvisid kohtulikult kaitsta tsiviilkohtumenetluse seadustiku¹¹⁰ (edaspidi TsMS) § 368 lg 1 alusel. Riigikohus on asjas 3-2-1-76-14 öelnud, et TsMS § 368 lg 1 järgi võib tuvastushagi õigussuhte olemasolu või puudumise tuvastamiseks esitada isik, kellel on tuvastamise vastu õiguslik huvi, st kelle õigused või kohustused võivad tuvastatud asjaolust sõltuda. Juriidilise isiku organi otsuse tühisuse tuvastamisel on tuvastushuvi vähemalt üldjuhul tuletatav juriidilise isiku liikme (osaniku, aktsionäri) liikmesussuhtest juriidilise isikuga. Seega on osäühingu osanikul üldjuhul alati õigus nõuda otsuse tühisuse tuvastamist, kui otsusest võivad sõltuda tema õigused ja kohustused osäühingu, selle teiste osanike või muude isikute suhtes.¹¹¹ Õigusteooriaga on vastuolus see, kui isikule ei anta võimalust oma omandit ehk talle kuuluvaid väärtpabereid kaitsta, kui ta hoiab neid esindajakontol.

Kohtud peaksid võimaldama TsMS § 368 lg 1 alusel esindajakontol väärtpabereid hoidvale isikule väärtpaberitega seoses kohtusse oma huvide kaitseks tuvastushagi esitamist, sest isiku

¹⁰⁷ Vt selle kohta HMKo 09.10.2012, nr 2-11-50736.

¹⁰⁸ L. Thévenoz (2007-2008), p 405.

¹⁰⁹ I. G-S. Trueba (2007), p 40.

¹¹⁰ Tsiviilseadustiku üldosa seadus. - RT I 2002, 35, 216; RT I, 29.06.2014, 109.

¹¹¹ RKTko 14.10.2014, nr 3-2-1-76-14, p 18. Viidatud asjas oli vaidluse all see, kas osaniku hagi otsuse tühisuse tuvastamiseks on lubatud siis, kui osanik on omandanud osaluse ühingu pärast osanike otsuse vastuvõtmist.

ehk väärtpaberite omaniku õigused ja kohustused sõltuvad tuvastatavast asjast. Kui investor peaks oma õiguste kaitsmisel lootma vaid esindajakonto omajale, siis ei pakuks see temale piisavat kaitset. Väärtpaberite omanikuna on isiku õigused mõjutatud kõigist väärtpaberite ja neid väärtpabereid emiteerinud ühinguga seotud asjaoludest ning järelikul on täidetud TsMS § 368 lg 1 eeldused.

II. ESINDAJAKONTO KOKKUSOBIVUS ÜHINGUÕIGUSE PÕHIMÕTETEGA

2.1. Esindajakonto olemusest tulenevad õiguslikud probleemid ühinguõiguses

2.1.1. Äriseadustiku põhimõtted aktsionäri staatuse ja rolli kohta

Esindajakonto regulatsioon mõjutab aktsionäri staatust ja aktsionärile kuuluvate õiguste ja kohustuste teostamist. Õiguskirjanduses on leitud, et vahendatud väärtpaberite hoidmine tekitab ühinguõiguses mitmeid probleeme.¹¹² Nimetatud probleemid on seotud sellega, et aktsionäri roll ühinguõiguses muutub ja aktsionäri seotud õigused ja kohustused ei leia sellist väljundit nagu ühinguõiguses on ette näinud. ÄS-i kohaselt on aktsionäride üldkoosolek aktsiaseltsi kõrgeim juhtimisorgan (ÄS § 290 lg 2). Aktsionäride rolli tuleb hinnata võrdluses ühingu juhtorganitega. Õiguskirjanduses on väidetud, et eksisteerib vajadus parema aktsionäri rollist arusaamise järele, sest seaduse tasandil on juhtorgani ja aktsionäri vahel ebavõrdsus, mis on viinud aktsionäri staatuse marginaliseerumiseni.¹¹³ Kuigi aktsionäride roll ei tohiks õõnestada juhtorganite rolli, siis juhtorganite eeliseisund ei tohiks kahjustada aktsionäride positsiooni. Peale 2008.a. USA-s alguse saanud majanduskriisi on üha enam hakatud rääkima sellest, et aktsionäriõigusi tuleks laiendada, et tasakaalustada juhtorganite võimu.¹¹⁴ Samuti on juriidiline debatt aktsionäriõiguste üle toimunud Saksamaal, kus pakuti lausa välja aktsionärile isikliku kahju hüvitamise nõude andmist.¹¹⁵

Õigusteadlane J. Velasco on leidnud, et ükskõik, millise tasakaalu ühinguõigus juhtorganite ja aktsionäride vahele sätestab, ei tohiks see mööda vaadata aktsionäri fundamentaalsetest õigustest, mis annavad aktsionärile kontrolli ühingu üle. Aktsionäri fundamentaalseteks õigusteks on õigus hääletada ühingut puudutavates olulistest küsimustes, näiteks õigus valida

¹¹² J. Payne. *Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK.* - L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues.* Oxford: Hart Publishing 2010, p 187.

¹¹³ J. Velasco. *The Fundamental Rights of the Shareholder.* *Scholarly Works* 2006, Paper 311, p 410. Available: http://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1314&context=law_faculty_scholarship (01.05.2015).

¹¹⁴ M. Vutt. *Systematics of Shareholder Remedies – Origins and Developments.* – *Juridica International* XVII/2010, p 190.

¹¹⁵ Vt selle kohta G. Wagner. *Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht.* – *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 4/2008, ss 495–531.

juhtorganite liikmeid, ja neid tuleb sellisena austada. Teiste oluliste otsuste hulka kuuluvad mitmetes riikides näiteks ühinemiste ja põhikirja muutmise üle otsustamine.¹¹⁶ ÄS § 319 lg 1 kohaselt valib nõukogu liikmed üldkoosolek ja nõukogu valib omakorda juhatuse liikmed (ÄS § 309 lg 1). Aktsionär, kes ei ole võimeline oma aktsiatest tulenevat hääleõigust teostama, ei ole võimeline ühingat juhtima ning seega kaob ära aktsionäri kui juhtivorgani liikme roll. Õiguskirjanduses on leitud, et aktsionärid on ühingu kõige viimased sissenõudjad (*residual claimants*) ja nemad omavad suurimat huvi selle suhtes, et ühingu väärtust maksimeerida ning sellel põhjusel peab hääletamise õigus olema antud isikule, kellel on selleks majanduslik stiimul.¹¹⁷ Aktsionäriõiguste kasutamata jätmine või võimatus neid teostada võib mõjutada ühingujuhtimise efektiivsust.¹¹⁸ Õiguskirjanduses on leitud, et heast ühingujuhtimisest võidavad küll ühingu ise, kuid kaudselt ka kogu ühiskond, seega ühingujuhtimine on avalik hüve.¹¹⁹ Aktsionäri roll ühingu on väga oluline ning taolise rolli andmine on seotud ka sellega, et ühingu edukusest võidavad kõige enam aktsionärid. Edasi tuleks küsida selle järele, keda ühing tunnustab kui aktsionäri ning kas see muutub esindajakontol aktsiaid hoides.

ÄS § 228 lg 2 kohaselt kuuluvad nimelisest aktsiast tulenevad õigused isikule, kes on aktsionärina kantud aktsiaraamatusse. Õiguskirjanduse kohaselt on maailmas levinud arusaam, et ühingu aktsionäriks loetakse see isik, kes on aktsionäride nimekirjas, mitte see, kellele kuulub aktsiatest tulenev huvi.¹²⁰ Richard C. Nolan on öelnud, et selle taga on praktiline põhjus, nimelt et emitendi jaoks oleks aktsiate administreerimine lihtsam. Vastasel juhul oleks ühing kistud vahendaja ja tema klientide vaidlusesse näiteks selle üle, millised aktsiatest tulenevad hääled olid antud.¹²¹ ÄS § 233 lg 2 kohaselt peab aktsiaraamatut Eesti väärtpaberite keskreistri pidaja. Aktsiaraamatust selguvad aktsiate omajad, ning nendeks on isikud, kelle väärtpaberikontol on selle ühingu aktsiad. ÄS § 228 lg 2 toob kaasa selle, et kui

¹¹⁶ J. Velasco (2006), p 418.

¹¹⁷ W-G. Ringe. Deviations from Ownership-Control Proportionality. – U. Bernitz, W-G. Ringe (eds.). Company Law and Economic Protectionism. Oxford: Oxford University Press 2010, p 210.

¹¹⁸ Oxford Economic Research Associates (OXERA). Corporate Action Processing: What are the Risks? May 2004, p 12. Available: <http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Publications/Reports/2004/Corporate-action-processing-what-are-the-risks.aspx> (01.05.2015).

¹¹⁹ D. Zetsche. Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive. – Journal of Corporate Law Studies October 2008, p 331.

¹²⁰ D. C. Donald (2010), p 1.

¹²¹ R. C. Nolan. Shareholder rights in Britain. – European Business Organization Law Review June 2006, Issue 2, p 571.

isik hoiab Eesti ühingu aktsiaid esindajakonto vahendusel, siis ühingu jaoks on aktsionäriks esindajakonto omanik, sest tema on kantud aktsiaraamatusse.

ÄS § 226 kohaselt annab aktsia aktsionärile õiguse osaleda aktsionäride üldkoosolekul ning kasumi ja aktsiaseltsi lõpetamisel allesjäänud vara jaotamisel, samuti muud seaduses sätestatud ja põhikirjaga ettenähtud õigused. Kuna ÄS seab aktsionäri staatusega sellised õigused, mis annavad võimaluse ühingu juhtida, siis järelikult ÄS eeldab, et aktsionär on isik, kes omab aktsiatest tulenevalt majanduslikku huvi ühingu suhtes. ÄS-is sätestatud aktsionärile kuuluvad õigused ja kohustused on vajalikud ja toovad kasu isikule, kes omab aktsiate suhtes tegelikku majanduslikku huvi. Õiguskirjanduses on väidetud, et suurem jagu ühinguõiguslikust mõtlemist õiguskirjanduses, ülikoolides, kohtudes, seadusandlikul tasandil, meedias ja mujal lähtub ühel või teisel kujul paradigmast, et lõplik kasusaav omanik on ka tegelik aktsionär.¹²²

Richard C. Nolan leiab, et kui aktsiad on registreeritud kellegi teise nimele kui isiku, kes on lõplik kasusaaja, siis toob see kaasa elementaarse probleemi: õigus tegutseda kui aktsionär ja majanduslik huvi sellisena käituda, on lahutatud. Registrisse kantud aktsionäri ehk vahendajal, kes ei ole aga lõplik kasusaaja, on kõik aktsiatest tulenevad õigused emitendi suhtes, aga samas väike stiimul neid õigusi kasutada, välja arvatud juhul, kui lõplik investor nõuab nende teostamist. Selle põhjuseks on, et kogu kasu, mis õiguste teostamisega kaasneb, langeb lõplikule investorile ja mitte vahendajale endale. Teiselt poolt, lõplikul investoril on majanduslik stiimul näha, et aktsiatest tulenevaid õigusi kasutatakse, et kindlustada enda investeeringu kaitse ja kasv, aga tal ei ole emitendi suhtes vahetuid õigusi. Esindajakonto regulatsiooni tõttu jõutakse olukorda, et kui tegelik kasusaaja ei ole õigustatud väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostama, aga registrisse kantud esindajakonto omanik ei ole sellest huvitatud, siis aktsionär kaotab selle staatuse, mille seadus talle omistab. Richard C. Nolan leiab, et seadus ja põhjused, mis sellise olukorra loob, on lihtsalt mõistetavad, küsimus seisneb aga selles, kas on võimalik neid põhjuseid austada, kuid samal ajal anda suurem roll lõplikule investorile.¹²³

Selleks, et teada saada, kui palju esindajakonto olemasolu muudab ÄS-i põhimõtteid, tuleb arvestada aktsionäride rolli konkreetses õigussüsteemis. Selle poolest on Eesti ühinguõigus sarnane Suurbritannia ühinguõigusele, mille iseloomustuseks on õiguskirjanduses leitud, et

¹²² M. Kahan, E. Rock (2007-2008), p 1241.

¹²³ R. C. Nolan (2006), p 570.

Suurbritannia ühinguõigus on peamiselt aktsionärikeskne ja aktsionäridele kuuluvad seega märkimisväärsed õigused ühingus. Näiteks väljendub see selles, et Suurbritannias saavad aktsionärid igal ajal juhtorgani liikmeid tagasi kutsuda.¹²⁴ Lisaks sellele näitab aktsionäride olulisust Suurbritannias see, et seal on võrreldes teiste riikidega juba ammu kehtinud üksikasjalikud noteerimise reeglid, mis tugevdavad aktsionäri positsiooni olukorras, kus tema osalust tahetakse lahjendada (*dilution*).¹²⁵ Vaadates ÄS-i sätteid, eriti üldkoosoleku pädevuse normi § 298, võib ka Eesti kohta järeldada, et ÄS sätestab aktsionäridele tähtsa rolli ning mitmeid ühingu juhtimise seisukohalt olulisi õigusi.

Seega loob esindajakonto ühingu jaoks uue situatsiooni, kus tegelikud aktsiate suhtes huvimid omavad isikud ei ühti aktsiaraamatus olevate isikutega. ÄS kohaldub kõikidele aktsionäridele, kaasa arvatud esindajakonto omajale, kuid samas ÄS-is aktsionärile kehtestatud õigused ja kohustused eeldavad, et aktsionäride nimekirjas olev isik on samal ajal ka aktsiatest tulenevate majanduslike eeliste saaja. EVKS-ist ja ÄS-ist tulenevaid regulatsioone koos kasutades ei ole võimalik ÄS-is silmas peetud eesmärke saavutada ning takistatud on õiguste efektiivne kasutamine. Selle tulemusel ei toimi ÄS-is ette nähtud reeglid nii nagu teiste ühingute puhul, kus aktsionäriks pole esindajakonto omanik, ning selle all võib kannatada ühingu juhtimine. Järgnevalt võetakse vaatluse alla teatud ÄS-is sätestatud aktsionärile kuuluvad õigused ja kohustused, mis ei saavuta oma eesmärki, kui aktsionäride nimekirjas on esindajakonto omaja.

2.1.2. Ostueesõiguse teostamine

ÄS § 229 lg 2 kohaselt võib aktsiate võõrandamisel kolmandatele isikutele aktsiaseltsi põhikirjaga ette näha teiste aktsionäride ostueesõiguse, mis kehtib aktsiate igakordse tasulise võõrandamise korral. Erinevalt osäühingust ei tulene ostueesõigus aktsiaseltsi puhul otse seadusest. Õiguskirjanduses on leitud, et ostueesõiguse eesmärgiks on anda olemasolevale aktsionärile võimaluse kaitsta talle kuuluvate aktsiate osakaalu aktsiate koguhulgas.¹²⁶ Ostueesõigus on aktsionäri jaoks oluline, kuna see säilitab tema investeringut ja võimaldab

¹²⁴ J. Payne (2010), p 190.

¹²⁵ P. Myners. Review of the impediments to voting UK shares. January 2004, p 3. Available: <http://www.shareholdercoalition.com/MynersReport104.pdf> (01.05.2015).

¹²⁶ P. L. Davies. Gower's Principles of Modern Company Law. London: Sweet & Maxwell 1997, lk 305.

vältida olukorda, kus aktsionäri investering muutub väärtusetuks näiteks osaluse proportsionaalse vähenemise tõttu. Ostueesõiguse eesmärk on kooskõlas põhimõttega, mille kohaselt on aktsionäri majanduslikud õigused seotud dividendi saamise õigusega ja kasuga aktsiate väärtuste kasvust. ÄS-is silmas peetud eesmärgi – võimaldada aktsionäril kaitsta ja suurendada oma investeringut ostueesõiguse kasutamise läbi – saavutamist takistab see, kui aktsiaid võõrandav aktsionär hoiab ühingu aktsiaid esindajakontol.

Eesti kohtupraktikas on olnud kaasus, kus hagejad (ostueesõigust teostada soovivad aktsionärid) püüdsid väita, et kostjad varjasid esindajakonto kasutamise abil aktsiate võõrandamist ning takistasid seeläbi hagejate ostueesõiguse teostamist. Hagejad väitsid, et kostjad I ja II võõrandasid ühingu aktsiaid hagejale teadmata isikule, kelle jaoks ja arvel kostja III (Nordea pank) ühingu aktsiaid esindajakontol hoidis, ning nad taotlesid korduvalt, et kohus nõuaks välja Nordea pangalt andmed, kelle jaoks ja arvel ta konkreetsel perioodil oma esindajakontol ühingu aktsiaid hoidis. Ringkonnakohus keeldus hagejate taotluse rahuldamisest, sest hagejate oletuslik väide, et taotlustes märgitud tõendite saamisel võib neil tekkida alus alternatiivsete nõuete esitamiseks, tõendite väljanõudmiseks alust ei anna. Kohus leidis, et hagejate ostueesõiguse küsimust ei tõusetu, sest kostjad I ja II ei ole ühingu aktsiaid Nordea pangale võõrandanud, kuna aktsiate kandmine Nordea panga esindajakontole ei muuda panka aktsiate omanikuks.¹²⁷

Ühelt poolt tuleb kohtu lahendusega nõustuda, sest see on kooskõlas EVKS § 6 lg 3, mille kohaselt esindajakonto vahendusel hoitakse väärtapabereid teise isiku (klient) jaoks ja arvel ning EVKS § 6 lg 4, mille kohaselt esindajakontol hoitud väärtapaberid loetakse esindajakonto omaja ja tema võlausaldajate suhtes kliendi väärtapaberiteks. Kuna ÄS § 229 lg 2 kohaselt saavad teised aktsionärid ostueesõigust teostada, kui üks aktsionäridest võõrandab aktsiaid kolmandale isikule, siis ringkonnakohus leidis õigustatult, et kostjad ei võõrandanud aktsiaid Nordea pangale. Teiselt poolt lubab aga selline tõlgendus ostueesõigusest möödahiilimist viisil, et olemasolev aktsionär kannab aktsiaid esindajakontole, mille varjus lähevad need aga üle kolmandale isikule. EVKS-ist tulenevalt ei saa selle tehingu suhtes ostueesõigust teostada, sest esindajakonto omaja ehk pank ei muutu aktsiate omanikuks, samas ei ole võimalik teostada ostueesõigust ka selle võõrandamise suhtes, mis võib toimuda esindajakonto varjus, sest selle kohta ei ole teistel aktsionäridel mingit teavet. Kuigi hagejad palusid, et kohus nõuaks kostjalt III (Nordea pangalt) välja teavet, kelle jaoks ta vaidlusaluseid aktsiaid hoiab,

¹²⁷ TlnRnKo 05.03.2013, nr 2-11-50736/44, p 34.

siis kohus ei pidanud seda vajalikuks. Eelnevast tuleneb, et esindajakonto ja selle olemasolev regulatsioon ja kohtute poolt kasutatav tõlgendus võimaldavad pahatahtlikul aktsionäril ostueesõigusest möödahiilimist ning seeläbi on takistatud teiste aktsionäride poolne ostueesõiguse teostamine kui oma investeeringu kaitsmise meede.

2.1.3. Aktsionäri õiguskaitsevahendid

Õiguskirjanduses on märgitud, et aktsionäri õiguskaitsevahendid on Eesti ühinguõiguses suunatud peamiselt üldkoosoleku ja juhtorganite otsuste vaidlustamisele.¹²⁸ Nii TsÜS kui ka ÄS teevad vahet otsuste kehtetuks tunnistamisele suunatud ja tühisuse tuvastamisele suunatud nõuete vahel. ÄS § 302 lg 3 kohaselt on aktsionäril õigus nõuda üldkoosoleku otsuse kehtetuks tunnistamist, ÄS § 301¹ sätestab üldkoosoleku otsuse tühisuse alused ning tühisuse tuvastamise nõue on aktsionäril tulenevalt TsÜS § 38 lg 2. ÄS § 322 lg 6 kohaselt on aktsionäril võimalik vaidlustada nõukogu otsust. Nimetatud sätete eesmärgiks on kaitsta aktsionäri ja tema investeeringut kuritarvituste eest. Õiguskirjanduses on leitud, et suurem osa ühinguõigusest on loodud ja vajalik selleks, et reguleerida esindamisega seotud küsimusi ja suur osa aktsionäri jaoks tähtsatest meetmetest on kehtestatud selleks, et aktsionärid saaksid kontrollida juhtorganite käitumist.¹²⁹ Seega on aktsionäri õiguskaitsevahendid vajalikud muuhulgas ka selleks, et juhtorganeid kontrollida. Margit Vutt on seisukohal, et aktsionäri õiguskaitsevahendid on piisavalt tähtis teema, millele tuleb ühinguõiguses tähelepanu pöörata.¹³⁰

Tulenevalt EVKS § 6 lg 7 on esindajakontot kasutades õigustatud kohtusse pöörduma esindajakonto omanik, mitte isik, kelle jaoks aktsiaid hoitakse. Maakohus on kinnitanud seda põhimõtet kaasuses, kus esindajakontol hoitud võlakirjade tegelik kasusaaja esitas ühingu vastu hagi, soovides üldkoosoleku otsuse kehtetuks tunnistamist. Kohus asus seisukohale, et kuna esindajakontol olevatest väärtpaperitest tulenevaid õigusi võib teostada vaid esindajakonto omanik, siis on hageja esitanud nõudeavalduse ja taotluse nõude esitamise tähtaja ennistamiseks kostja pankrotimenetluses olukorras, kus ta ei olnud selleks õigustatud isik.¹³¹ Teiste riikide praktikat vaadates võib väita, et selline lahendus on pigem erandlik.

¹²⁸ M. Vutt (2010), p 195.

¹²⁹ J. Payne (2010), p 205.

¹³⁰ M. Vutt (2010), p 196.

¹³¹ HMKo 12.09.2011, nr 2-11-6999, lk 10.

Inglismaal on lõplikul investoril, kes hoiab oma aktsiaid esindajakonto vahendusel, õigus pöörduda kohtusse oma õiguste kaitsmiseks ja samal ajal nõuda esialgset õiguskaitset, et peatada aktsiatega seotud tehingud.¹³² Saksamaal võivad investorid hoiustatud väärtpaberitest tulenevaid õigusi otse emitendi suhtes teostada, muuhulgas on neil õigus emitendi vastu hagi esitada.¹³³ Seega on esindajakonto kohta EVKS-is sätestatud põhimõtted ja kohtupraktika tulemusel jõutud olukorda, kus aktsionäril ei ole võimalik kohtusse pöörduda ja aktsiatest tulenevaid õigusi kaitsta. See on vastuolus ÄS-iga, kuivõrd viimane peab silmas, et isikul, kes on huvitatud ühingu käekäigust, on võimalik enda või ühingu seisukohalt kahjulikke otsuseid vaidlustada.

2.1.4. Esindajakonto omaja kui aktsionäri vastutus

ÄS § 289 lg 1 sätestab aktsionäri vastutuse, mille kohaselt aktsionär vastutab aktsiaseltsile, teisele aktsionäri või kolmandale isikule süüliselt tekitatud kahju eest. Õiguskirjanduses on osaniku vastutuse kohta öeldud, et on võimalik, et ÄS-is sätestatud osanikupoolne kahju hüvitamise kohustus on seotud ÄS-i otsusega muuta võlausaldajaid ohustava ühinguvara vähenemise eest vastutavaks pigem osanikke kui juhatust.¹³⁴ Sama järelduse saab teha ka aktsiaseltsi kohta. Esindajakonto kontekstis tähendab see seda, et nimetatud aktsionäri vastutust kannaks esindajakonto omaja, mitte isik, kelle jaoks väärtpabereid hoitakse.

Riigikohus on asjas 3-2-1-7-10 öelnud, et aktsionäridel on nii omavahelises suhtes kui ka suhtes aktsiaseltsiga kohustus vastavalt panustada aktsiaseltsi juhtimisse ja mitte kahjustada aktsiaseltsi või teiste aktsionäride õigustatud huve ning selle kohustuse rikkumine võib kaasa tuua aktsionäri vastutuse.¹³⁵ Asjas 3-2-1-6-06 ütles Riigikohus lisaks, et ÄS § 289 peamine eesmärk on erandi tegemine aktsionäride piiratud vastutusest ja regulatsiooni andmine eelkõige nende juhtumite jaoks, mil aktsionärid kasutavad aktsiaseltsi olulises vastuolus õiguskorras tunnustatud üldiste eesmärkidega.¹³⁶ Antud lahendeid arvesse võttes on kaheldav, et esindajakonto omajat vastutama pannes on täidetud eesmärgid, mida ÄS § 289 lg 1 all silmas peeti. Esindajakonto omajal kui investeerimisteenuse osutajal¹³⁷ on kohustused eeskätt

¹³² R. C. Nolan (2006), p 571.

¹³³ C. Chun (2012), p 164.

¹³⁴ E. Gustavus. Äriühinguõigus. Tallinn – Berliin 2000, lk 84.

¹³⁵ RKTko 31.03.2010, nr 3-2-1-7-10, p 31.

¹³⁶ RKTko 14.03.2006, nr 3-2-1-6-06, p 11.

¹³⁷ VPTS § 43 lg 1 p 4 kohaselt on väärtpaberiportfelli valitsemine investeerimisteenus.

oma kliendi ees, mitte ühingu ees, mille väärtpabereid esindajakonto omaja kliendi jaoks omandas. Esindajakonto omaja on tehniline kanal, kelle kaudu on võimalik investeerida ja tal puudub igasugune majanduslik huvi väärtpaberi või emitendi suhtes, seetõttu ei peaks ta olema avatud sellest tulenevatele riskidele. Richard C. Nolan on selle põhjusena näinud asjaolu, et kogu kasu, mis õiguste teostamisega kaasneb, langeb lõplikule investorile ja mitte vahendajale endale.¹³⁸ Äriühingu tegevusega seotud riskid peaksid olema pandud investorile, kes omab ka aktsiatest tulenevaid majanduslikke huvisid. Kuigi formaalselt on esindajakonto omaja ühingu aktsionäriks, siis ei ole ta tegelikult huvitatud selle käekäigust ning ei peaks olema vastutav ühingule, teisele aktsionärile või kolmandale isikule tekitatud kahju eest.

Teiselt poolt tuleb lisaks seadusele arvestada seda, et esindajakonto omaja ja kliendi vahel on lisaks ka teenuse osutamise leping, mille kohaselt kliendi väärtpabereid esindajakontol hoitakse, ning suure tõenäosusega on selles lepingus esindajakonto omaja sätestanud, et juhul kui aktsionäriks olemine toob kaasa kolmandate isikute nõuded esindajakonto omaja vastu, siis peab klient nende nõuete täitmisest tulenevad kulud kompenseerima.¹³⁹ Seega tekib olukord, kus küll lõpuks vastutab aktsiatest tulenevate kohustuste eest lõplik investor, kuid tema vastutust ei ole võimalik välja lugeda seadusest.

2.1.5. Vähemusaktsionäride võimalus koos tegutseda

Vähemusaktsionärid on ühinguõiguses eraldiseisev grupp, kelle õigustega tuleb arvestada ning kelle piisavale kaitsele tuleb eraldi tähelepanu pöörata. Õiguskirjanduses ollakse seisukohal, et vähemuse kaitse on modernse ühinguõiguse kõige tähtsam ülesanne.¹⁴⁰ Euroopa riikide ühinguõigused pööravad keskmisest enam tähelepanu vähemusaktsionäride kaitsele, mis on tingitud sellest, et Euroopa ühingud on enamjaolt kontrollitud ühe suure aktsionäri

¹³⁸ R. C. Nolan (2006), p 570.

¹³⁹ James Smethurst ja Joanna Benjamin on väitnud, et Suurbritannias nõuavad vahendajad üldjuhul, et klient hüvitaks kahjud ja kulud, mis vahendajal tekivad seoses kliendi väärtpaberite vahendamiseiga. Vt selle kohta J. Smethurst, J. Benjamin (2009), p 314.

¹⁴⁰ E. Takahashi. Der Gleichbehandlungsgrundsatz im japanischen Aktienrecht als Aufgabe der Rechtswissenschaft. – Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft. Archiv für Internationales Wirtschaftsrecht Mai 2009, 108. Band, s 105.

poolt.¹⁴¹ Samuti on leitud, et piisav ja efektiivne vähemusaktsionäride kaitse ongi peamine põhjus, miks inimene otsustab oma raha ettevõttesse investeerida, selle asemel, et annetada see heategevusele.¹⁴²

Vähemusaktsionärid on ühinguõiguses eraldiseisev rühm, kes vajavad seaduse tasandil kaitset. Õiguskirjanduses väidetakse, et suuraktsionärid teenivad oma suure tulu sageli väikeaktsionäride arvelt.¹⁴³ Kuna aktsionäri hääleõigus on seotud talle kuuluvate aktsiate arvuga (ÄS § 236 lg 1), siis mida vähem aktsiaid isikule kuulub, seda väiksem on tema võimalus hääletamise kaudu oma eesmäärke ühingus ellu viia. Margit Vutt on leidnud, et samal ajal kui suuraktsionär on võimeline oma õigusi hääletamise teel kaitsma, siis vähemusaktsionäril ei ole seda võimalust.¹⁴⁴ Samuti on väidetud, et üksikud aktsionärid ei ole huvitatud või pole võimelised ühingus efektiivselt oma kontrolliõigusi teostama.¹⁴⁵ Samas on vähemusaktsionäridel võimalik oma mõju ühingus suurendada teistega koos tegutsedes. Eesti ühinguõigus seob paljud õigused piirmääraga, et õiguse teostajale või teostajatele kuuluks vähemalt 1/10 ühingu aktsiakapitalist. Ühed tähtsamatest vähemusaktsionäridele kuuluvatest õigusteks on näiteks ÄS § 292 lg 1 p 2, mille kohaselt saavad aktsionärid, kelle häältega on esindatud vähemalt 1/10 aktsiakapitalist, nõuda, et juhatus kutsuks kokku üldkoosoleku; aktsionäride, kelle häältega on esindatud vähemalt 1/10 aktsiakapitalist, õigus ÄS § 293 lg 2 kohaselt nõuda täiendavate küsimuste võtmist koosoleku päevakorda; aktsionäride, kelle häältega on esindatud vähemalt 1/10 aktsiakapitalist, õigus ÄS § 330 lg 1 kohaselt nõuda aktsiaseltsi juhtimise või varalise seisundiga seotud küsimustes erikontrolli korraldamise otsustamist ja erikontrolli läbiviija määramist aktsionäri otsusega. Lisaks ÄS § 319 lg 5 kohaselt saavad aktsionärid, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 1/10 aktsiakapitalist, mõjuval põhjusel nõuda nõukogu liikme tagasikutsumist kohtu poolt.

¹⁴¹ K. J. Hopt. *The German Two-Tier Board: Experiences, Theories, Reforms.* – K. J. Hopt *et al* (eds.). *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research.* New York: Oxford University Press 1998, p 232.

¹⁴² S. Kinkki. *Minority Protection and Dividend Policy in Finland.* – *European Financial Management* June 2008, Volume 14, Issue 3, p 471.

¹⁴³ L. Enriques *et al.* *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies.* – R. Kraakman *et al.* *The Anatomy of Corporate Law.* New York: Oxford University Press 2009, p 90.

¹⁴⁴ M. Vutt (2010), p 190.

¹⁴⁵ J. Velasco (2006), p 417.

Vähemusaktsionärid võivad ühiselt tegutsedes maksimeerida oma osaluse väärtuse, kui suuraktsionär või kontrollosalust omav aktsionär läheb vastuollu aktsionäri huvidega.¹⁴⁶ Selleks, et mitu aktsionäri saaksid koos tegutseda ja 1/10 aktsiakapitalist esindada, peab neil olema võimalik üksteist üles leida. Eesti õigus soodustab vähemusaktsionäride koos tegutsemist, sest väärtpaperite keskregister on avalik ning aktsionäridel on sellele juurdepääs. Riigikohus on asjas 3-2-1-6-15 tulundusühistut puudutavas vaidluses öelnud, et ka kõigis teistes äriühingutes on osanikel või aktsionäridel õigus teada, kes on peale tema veel selle äriühingu osanikud või aktsionärid. Liikmete nimekirjaga tutvumise õigus on põhjendatud liikme vajadusega omada ülevaadet kas või juba sellest, millised on tema võimalused teostada koos teiste liikmetega vähemusõigusi – kutsuda kokku üldkoosolek, nõuda kohtu kaudu mõjuval põhjusel juhatuse liikme tagasikutsumist, taotleda erikontrolli või likvideerija määramist. Kui äriühingu liikme jaoks oleks liikmete nimekirjaga tutvumine muudetud ebamõistlikult keeruliseks, kaotaksid eelnimetatud vähemusõigused mõtte.¹⁴⁷

Olukord muutub aga juhul, kui teatud aktsionärid hoiavad aktsiaid esindajakontol, sest siis on nende isik teiste eest varjatud ja see muudab vähemusaktsionäride poolt üksteise ülesleidmise raskendatuks ja takistab aktsionäride koostööd. Inglise kohtu lahendis *Eckerle v. Wickeder Westfalenstahl*¹⁴⁸ ei saanud vähemusaktsionärid kohaldada seadusesätet, mis andis vähemalt 5% aktsionäridest õiguse nõuda, et nad välja ostetakse, sest kohus ütles, et kuna nende nimed ei ole kirjas ühingu aktsiaraamatus (sest nad hoidsid oma aktsiaid esindajakontodel), siis ei olnud nad aktsionärid ja ei saa seda sätet kohaldada. Kuigi kohtupraktikas on peetud aktsionäride õigust teada, kes on teised aktsionärid oluliseks, põrkub see esindajakonto põhimõtetega ning toob kaasa selle, et ühingutes, kus aktsionärideks on ka esindajakonto omajad, ei võimaldata teiste aktsionäridega tutvuda. Arvestades Eesti kohtute praktikat, võiks lahendus taolises asjas nagu oli Inglise kohtus, olla sarnane, sest esindajakontol läbipaistvuse puudumise tõttu ei võimaldata esindajakontol aktsiaid hoidvale isikule ÄS-is sätestatud õiguste teostamist. Kuigi esindajakontol aktsiate hoidmise taga võibki olla soov olla passiivne aktsionär, siis kui selline isik mingil põhjusel peaks soovima teiste vähemusaktsionäridega mingis küsimuses koostööd teha, siis ei oleks see võimalik, sest tema osalust ei saaks lisada 1/10 aktsiakapitali nõude täitmiseks. Eesti õiguskirjanduses on leitud, et Eesti õiguses ei ole piisavalt tähelepanu pööratud valdkonnale, kus esineb kõige enam kuritarvitusi:

¹⁴⁶ IOSCO report (2011), p 21.

¹⁴⁷ RKTkm 08.04.2015, nr 3-2-1-6-15, p 17.

¹⁴⁸ *Eckerle v. Wickeder Westfalenstahl*. Chancery Division. 23.01.2013, [2013] EWHC 68 (Ch).

suuraksionäri poolt vähemuse õiguste rikkumine.¹⁴⁹ Vähemuse kaitse ühinguõiguses muutub veelgi enam ohustatuks seoses esindajakontode kasutamise ja vähese läbipaistvusega.

2.2. Esindajakontoga seotud probleemide reguleerimine ühingu põhikirjas

Kuigi esindajakonto olemasolu Eesti õiguses on vajalik, siis ei ole võimalik mööda vaadata probleemidest, mida see ühingute jaoks kaasa toob. Seadusandja tasandilt vaadates on kõige lihtsam variant jätta esindajakonto ja ühinguõiguse probleemid ühingute eneste lahendada. Ühingute jaoks tulenevad reeglid lisaks seadusele ka põhikirjast ja viimases võivad aktsionärid kokku leppida seadusest erinevalt, kui seaduse norm on dispositiivne. Üldiselt on osäühingutel suurem dispositiivsus ühingu siseasjade kokkuleppimisel kui teistel äriühingutel.¹⁵⁰ Kuigi aktsiaseltsi puhul ei ole dispositiivsus eriti suur, siis kehtib põhimõte, et põhikirjaga saab reguleerida küsimusi, mida ÄS ise ei reguleeri. Samas ei tohi kokkulepitu minna vastuollu ÄS-i imperatiivsete normidega, nt võlausaldajate kaitseks mõeldud normidega. Kuna ühingu ja esindajakonto omaniku ning esindajakontol väärtfabereid hoidva isiku suhte kohta ei ole ÄS-is reegleid ning selle täpsem reguleerimine põhikirjas ei sea ohtu võlausaldajate kaitse norme, siis seda on võimalik põhikirjaga täpsustada.

Arvestades, et Suurbritannias põhineb ühinguõigus arusaamal, et ühing on leping isikute vahel ja kõige suurem roll omistatakse põhikirjale, siis on paljud ühingud hakanud reguleerima vahendajate kaudu aktsionäriks olemist oma põhikirjas.¹⁵¹ Veelgi enam, Suurbritannia nn äriühingute seadus (*Companies Act 2006*)¹⁵² lubab igal ühingul täiendada põhikirja sellise punktiga, mille kohaselt iga ühingu registreeritud aktsionär võib enda asemel määrata isiku, kes on õigustatud tema nimele registreeritud aktsiatest tulenevaid õigusi teostama. Kahjuks toob see ühingule kaasa administratiivkulusid, sest ta peab pidama teist nn “õigustatud isikute registrit”, ning seetõttu on vähetõenäoline, et paljud ühingud lisavad sellise punkti oma põhikirja.¹⁵³

¹⁴⁹ M. Vutt (2010), p 198.

¹⁵⁰ RKPSJKo 06.07.2012, nr 3-4-1-3-12, p 62.

¹⁵¹ R. C. Nolan (2006), p 572.

¹⁵² Companies Act 2006 (c 46). Available: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf (01.05.2015).

¹⁵³ J. Payne (2010), pp 204 - 205.

Ka Eesti ühingud, kes teadvustavad esindajakontoga seotud riske ning võimalikke kuritarvitamise võimalusi, võiksid kaaluda nende probleemide lahendamist põhikirjas. Näiteks võib seoses ostueesõigusega põhikirjas sätestada, et olemasoleval aktsionäril ei ole lubatud oma aktsiaid esindajakontole üle kanda, välja arvatud, kui aktsionär tõendab ühingule, et esindajakontol hoitud aktsiad kuuluvad lõplikult temale, mitte ei ole esindajakonto varjus üle läinud kolmandale isikule. Samas tuleb arvestada, et põhikirjaga võib kohustada ainult ühingu organeid ja nende liikmeid, ning sellega ei või siduda kolmandaid isikuid. Lisaks põhikirjale võib aktsionäride vahelised täiendavad õigused ja kohustused sätestada aktsionäride lepingus, millega on kohustatud iga uus aktsionär liituma. Seal võib näiteks sätestada, et kui aktsionäriks on esindajakonto omaja, siis on ta kohustatud ühingule teatama, kes tema klient on, kelle jaoks ta ühingu aktsiaid hoiab.

2.3. Aktsionäri määratluse täpsustamine seaduse tasandil

Viimastel aastatel on hakanud kasvama nende õigusteadlaste hulk, kes arvavad, et aktsionärid peaksid osalema ühingu juhtimises ja kõiki aktsionäre tuleks julgustada oma “hääle” andmisel ja aktsionäride üldkoosolekute kaudu ühingu juhtimises osalema.¹⁵⁴ Efektiivseks ühingujuhtimiseks on vaja, et investorid võtaksid sellest osa, olenemata sellest, kas nad on üksikinvestorid või institutsionaalsed investorid.¹⁵⁵ Õiguskirjanduses on leitud, et kaudset investeeringut omavad isikud ei pruugi olla ükskõiksed ühingu suhtes. Seoses suurte institutsionaalsete investorite tekkimisega, kes hoiavad märkimisväärseid osalusi, on väga ratsionaalne, et mõned investorid tahavad lähemalt jälgida ühingu toimuvad arenguid. Seda enam, et juba pikemat aega on olnud märke, et institutsionaalne aktiivsus suureneb. Teiste sõnadega, aktsionäride apaatsus ja ükskõiksus ei ole asjade möödapääsmatu kulg.¹⁵⁶ Ühinguõigus traditsioonilises mõttes vaatleb aktsionäre kui ühingu omanikke ja see teooria pakub tugevat teoreetilist tuge aktsionäriõigustele.¹⁵⁷

Isegi kui aktsiate tegelik omanik saaks õiguse aktsiatest tulenevaid õigusi kohtulikult TsMS § 368 lg 1 kaudu kaitsta, ei lahenda see probleeme, mis ühinguõiguses tekivad seoses sellega, et

¹⁵⁴ J. Payne (2010), p 188.

¹⁵⁵ L. Gullifer. (2010), p 18.

¹⁵⁶ J. Velasco (2006), p 426.

¹⁵⁷ J. Velasco (2006), p 437.

aktsionäriks loetakse esindajakonto omaja, kes aga tegelikult ei ole aktsiate omanik ega kannaks aktsiatest tulenevaid majanduslikke riske ega huvisid. Samas ei õigusta probleemide olemasolu valdkonna ülekoormamist uute normide ja seadustega. Suurbritannia õigusteadlased Ben McFarlane ja Robert Stevens on öelnud, et nad on vastu Suurbritannias uute seaduste vastuvõtmisele väärtpaberite vahendamise kohta, sest selle järgi pole vajadust, kuna kõik selles valdkonnas tekkinud probleemid saab lahendada üldiste õiguslike kontseptsioonide alusel ning valdkonna ülekoormamine seadustega toob kaasa järgmised probleemid. Esiteks, uute ja väga spetsiifiliste reeglite vastuvõtmine pärsib innovatsiooni ja olemasoleva õigusteooria arengut. Teiseks, erireeglite ja üldiste põhimõtete koosmõjus võivad tekkida ettenägematud vastuolud ja kitsaskohad. Kolmandaks, spetsiifilised reeglid on keerulised ja nõuavad, et asjaosalised peaksid alati eraldi spetsialistide poole pöörduma.¹⁵⁸

Eesti kontekstis ei saa siiski eelneva arvamusega nõustuda ning tuleb asuda seisukohale, et kuna EVKS-ist ja ÄS-ist tulenevate reeglite koos kohaldamine tekitab sedavõrd märkimisväärseid vastuolusid, siis seadust on vaja täiendada. Õiguskirjanduses on leitud, et puudustega riigisisene õigus väärtpaberite vahendamise kohta tekitab õiguslikku ebakindlust.¹⁵⁹ Eesti õiguses on tekkinud olukord, kus ÄS § 226 lg 2 alusel ei ole keeruline määrata, kes on aktsionär, kuid kui selleks on esindajakonto omaja, siis ei ole tal aktsionäriks olemise huvisid. Selle vastuolu lahendamiseks ei piisa olemasoleva regulatsiooni tõlgendamisest või üldistest printsiipidest lähtumisest. Gabriel Moss on leidnud, et kuivõrd väärtpaberite vahendamine on valdkond, kus puudub õiguskindlus, siis seda on mõtet õigusloome kaudu täiendada.¹⁶⁰ Seega tuleks esindajakontoga seotud norme seadustes täpsustada, et tekkinud õiguskindlusetus kõrvaldada.

Aktsionäride nimekiri selgub väärtpaberite keskregistrist, aga esindajakontot kasutades kajastub seal ainult esindajakonto omaja nimi. Saksamaa kohta on öeldud, et kuigi seal kuuluvad vahendatult hoitud väärtpaberid ikkagi lõppinvestorile, siis kuna asjaõiguse ja ühinguõiguse eesmärgid on erinevad ja emitendid ei tea, kes on need lõppaktsionärid, kes on õigustatud hääletama, siis on vajalik kehtestada ühinguõiguse mehhanism, et tuua vahendatud

¹⁵⁸ B. McFarlane, R. Stevens (2010), p 59.

¹⁵⁹ L. Gullifer (2010), p 5.

¹⁶⁰ G. Moss. *Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency*. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, p 68.

aktsionärid ja emitent üksteisele lähemale.¹⁶¹ Sama tuleks teha ka Eestis. Näiteks võiks ÄS § 226 lg 3 sätestada, et kui aktsiaseltsi aktsiad on Eesti väärtpaberite keskreistri kohaselt registreeritud esindajakonto omaja kontole, siis aktsiaseltsi suhtes loetakse aktsionäriks isik, kelle jaoks ja arvel esindajakonto omaja aktsiaseltsi aktsiaid hoiab. Selline säte elimineeriks küll probleemi seoses sellega, et aktsiate omandiõigus ei kuulu aktsionärile, aga samas tekitaks see olukorra, kus ühingu jaoks ei ole teada, kes on tema aktsionär. Kuna ühingul on kohustus edastada aktsionärile informatsiooni, näiteks üldkoosoleku kokkukutsumise kutseid, siis ei oleks võimalik taolist informatsiooni edastada. Õiguskirjanduses on väidetud, et ühinguõigus ilmutab üldiselt sisu asemel eelistust vormile ja protsessile, mida nimetatakse ühinguõiguse formalismiks.¹⁶² Formalismist lähtudes on ühingu seisukohalt kõige tähtsam see, et oleks lihtne aktsionäre üles leida. Jennifer Payne on leidnud, et ühinguõiguse formalismi arvesse võttes on mõistlik regulatsioon selline, kus ühingul on suhe registreeritud omanikega. Kui aktsionäriks oleks mingi muu isik, siis eksisteeriks oht, et kui aktsiate üleminekul ei oleks mingil põhjusel õiguslikke tagajärgi, siis sellesse vaidlusesse oleks ostja ja müüja kõrval kistud ka ühing ning on võimalik, et ostjad esitaksid ühingute vastu hagiid seoses kohustuste rikkumisega aktsiate üleminekul.¹⁶³

Teiselt poolt tänu võimalikule ÄS § 226 lg 3 kuuluksid kõik aktsionäri õigused ja kohustused isikule, kellele kuuluvad ka aktsiad. Õiguskirjanduses on nähtud ühe võimalusena parandada vastuolu, et majanduslik kasu tekib tegelikule kasusaajale, aga õigusi on õigustatud teostama vahendaja, seda, kui siduda omavahel hääletamise õigus ja lõpliku kasu saamise õigus ning parandada selle kaudu kaudse investori positsiooni. See on imetlusväärne eesmärk just teatud sorti investorite puhul, kes suure tõenäosusega on huvitatud nende poolt investeeritud ühingu juhtimisest ja ainus takistus on see, et nad hoiavad aktsiaid kaudselt.¹⁶⁴ Võttes arvesse eeldust, mille kohaselt vahendaja kaudu hoitud väärtpaberite omaja positsioon ei tohiks olla halvem kui otsesel investoril, on Legal Certainty Group jõudnud arvamusel, et lõppinvestorile tuleks anda kõik aktsiatest tulenevad õigused, kaasa arvatud õigus hääletada ja muud sellega seotud õigused. Samuti eksisteerib suundumus luua otsene kommunikatsioonikanal emitendi ja aktsionäri vahele, et ühing saaks edastada informatsiooni, aktsionär saaks teiselt poolt esitada

¹⁶¹ Saksa ühinguõiguses on selle jaoks vahendajale sätestatud kohustus edastada emitendile oma klientide nimed, sest emitent koostab selle informatsiooni pinnalt aktsionäride nimekirja. Vt selle kohta C. Chun (2012), pp 181-182.

¹⁶² J. Velasco (2006), p 428.

¹⁶³ J. Payne (2010), p 217.

¹⁶⁴ J. Payne (2010), p 216.

näiteks teabenõudeid.¹⁶⁵ Kuigi algselt tundus, et sellel käsitlusel on ületamatu takistus, sest aktsiaselts ei tea, kes on tema aktsionärid, siis sellest on võimalik üle saada.

Esindajakonto omajale tuleks seaduse kohaselt omistada esindaja staatus, see tähendab, et ta esindaks enda klienti ehk aktsionäri viimase suhetes ühinguga. Esindajakonto omaja peaks edasi olema vahendaja rollis ning edastama emitendilt tulenevat informatsiooni ja väljamakseid esindatavale ja aktsionärit tulenevaid hääli ühingule, kuid seaduse tasandil peaks oleks selge, et aktsiatest tulenevad õigused ja kohustused kuuluvad siiski esindatavale. Õiguskirjanduses on öeldud, et emitendid peaksid aktsepteerima, et õiguseid, mis tulenevad ühinguõigusest, võib edasi kanda, kui see tuleb ühingule kasuks.¹⁶⁶ Kui aktsionär ei tahaks enam oma õigusi esindaja kaudu teostada, siis saaks ta seda teha otse, kuid selleks, et ühing oleks kindel, et aktsionärina esinev isik on tegelik aktsionär, peaks esindajakonto omaja väljastama aktsionärile vastava tõendi. D. C. Donald on USA kontekstis öelnud, et kuigi kaudne süsteem läheb vastuollu registrisse kantavate aktsiate süsteemiga, siis USA-s ei suuda regulaator situatsiooni muuta, sest muutmise vastu on suur hulk finantsasutusi, kes teenivad oma kasumi emitendi ja investori suhtluse vahendamisest. See on takistuseks, miks ei saa kaudset süsteemi otsese süsteemi vastu vahetada.¹⁶⁷ Eestis ei ole taolist takistust ning seetõttu tuleks kõrvaldada vastuolu, mis tekib sellest, et ühinguõigus lähtub registrisse kantud aktsiate hoidja isikust, aga esindajakonto puhul ei näita see tegeliku kasusaaja identiteeti. Järgmises peatükis võetakse vaatluse alla lahendus, mille kohaselt saab emitent nõuda ise esindajakonto omaja käest, et viimane avaldaks, kelle esindajana ta tegutseb.

2.4. Avalikustamise ja läbipaistvuse suurendamine vahendatud hoidmisahelas

EVKS-i vastuvõtmisel Riigikogus leidis majanduskomisjon, et Eesti ei saa lubada endale esitajaaktsiaid, sest esitajaaktsiate puhul ei teata, kes on realselt nende omanikud, ja sellise olukorraga ei saa rahul olla. Samuti avaldati arvamust, et väärtpaberiturul läbipaistvus on üks

¹⁶⁵ A. Waclawik. Company law and Securities Clearing and Settlement: the Possible Impact of a Shareholder Rights Directive on the Legal Certainty Project. September 2005. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/5_9_5_waclawik_en.pdf (01.05.2015).

¹⁶⁶ I. G-S. Trueba (2007), p 57.

¹⁶⁷ D. C. Donald (2010), p 31.

demokraatliku riigi tunnustest.¹⁶⁸ Erinevate riikide tasemel eristatakse läbipaistvaid väärtpaberite hoidmise süsteeme, kus kõik üleandmised kajastuvad keskregistris, ja läbipaistmatuid, kus ülekanded kajastuvad ainult madalama taseme vahendaja arvepidamises.¹⁶⁹ Esindajakonto vähendab Eesti väärtpaberiturul ja keskregistris läbipaistvust ega võimalda huvitatud isikutel, näiteks ühingul ja teistel aktsionäridel, teada saada, kes on ühingu ülejäänud aktsionärid. EVKS § 6 lg 8 kohaselt esindajakonto puhul ei kanta registrisse andmeid esindajakonto omaja klientide kohta, kelle jaoks ja arvel esindajakontol olevaid väärtpabereid hoitakse, vaid registrisse kantakse üksnes andmed esindajakonto omaja kohta ja muud EVKS-is nõutud andmed. Krediidiasutuste seaduse¹⁷⁰ (edaspidi KAS) § 88 lg 1 kohaselt on esindajakonto omaja kliendi andmed kaitstud pangasaladusega, kuna nimetatud sätte kohaselt käsitatakse pangasaladusena kõiki andmeid ja hinnanguid, mis on krediidiasutusele teatavaks saanud tema või teise krediidiasutuse kliendi kohta. Seega toob esindajakonto kaasa läbipaistvuse puudumise, mis tekitab ebaselgust omandisuhetes ühingu aktsiate suhtes.

Ühinguõiguse eesmärk on üldiselt luua ja hoida otsest sidet emitendi ja selle aktsionäride vahel. Juhtorganid on väga huvitatud aktsionäride struktuuri ja koosseisu teadasaamisest ning see info muutub teatud olukordades eriti kriitiliseks, näiteks ülevõtmispakkumise situatsioonis või kui teatud aktsionärid hakkavad sõlmima hääletuskokkuleppeid ühingujuhtimise muutmiseks (*proxy fights*).¹⁷¹ Aktsiate hoidmisel vahendajate kaudu jääb aga lõppinvestor emitendi jaoks varjatuks. Riigid on lõppinvestorite identiteedi avalikustamisse suhtunud erinevalt: 20% IOSCO poolt uuritud jurisdiktsioonidest on emitendil otsene juurdepääs informatsioonile lõppinvestori kohta, samas kui 80% puhul on juurdepääs kaudne, ainult läbi keskregistri. Üle pooltes IOSCO poolt uuritud jurisdiktsioonides ei kohusta väärtpaberituru korraldaja vahendajaid jagama emitentidele informatsiooni lõppinvestori kohta.¹⁷² Õiguskirjanduses on avaldatud arvamust, et kapitaliturgude efektiivse toimimise võtmelemendiks on aga just läbipaistvus.¹⁷³

¹⁶⁸ Riigikogu. 221 SE II-3 Eesti Väärtpaberite Keskregistri seadus. IX Riigikogu stenogramm, III istungijärk, 14.06.2000. Arvutivõrgus kättesaadav:

<http://www.riigikogu.ee/?op=steno&stcommand=stenogramm&date=960980400#pk2000006820> (01.05.2015).

¹⁶⁹ L. Gullifer (2010), p 7.

¹⁷⁰ Krediidiasutuste seadus. - RT I 1999, 23, 349; RT I, 19.03.2015, 4.

¹⁷¹ L. Thévenoz (2010), p 845.

¹⁷² IOSCO report (2011), p 28.

¹⁷³ G. P. Kouretas, C. I. Tarnanidou (2014), p 16.

USA nn väärtpaperite vahetuse akti (*Securities Exchange Act*)¹⁷⁴ reeglite 14a-13, 14b-1 ja 14b-2 kohaselt eksisteerivad aktsionäri identiteedi avalikustamise jaoks nn NOBO-OBO reeglid, mis määravad, millal emitent võib saada vahendajalt informatsiooni aktsiate kasusaava omaniku kohta. NOBO on aktsionär, kes ei ole vastu vaielnud tema nime, aadressi ja aktsiapositsiooni avaldamisele. OBO on aktsionär, kes on sellisele avaldamisele vastu vaielnud. Vaikimisi on haldurid kohustatud kvalifitseerima oma kliente kui NOBO-sid. NOBO-OBO süsteemi eesmärk on tasakaalustada emitendi, halduri, nii jaeinvestorite kui ka kutseliste investorite huvisid.¹⁷⁵ Suurbritannia äriühingute seadus lubab ühingul peatada hääleõiguse ja dividendi saamise õiguse, kui registreeritud aktsionär ei avalda ühingule, kes on kasusaav omanik.¹⁷⁶ Seega on nii USA-s kui Suurbritannias reeglid selle kohta, millal emitent võib vahendajalt nõuda informatsiooni tegeliku investori kohta.

Läbipaistvuse puudumine ei ole jäänud märkamata ka EL-i tasandil ning 9. aprillil 2014 avaldas Euroopa Komisjon ettepaneku Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi, millega muudetakse direktiivi 2007/36/EÜ seoses aktsionäride pikaajalise kaasamise soodustamisega ja direktiivi 2013/34/EL seoses ühingujuhtimise aruande teatavate elementidega, vastu võtmise kohta (edaspidi ettepanek).^{177, 178} Ettepanekutest tulenevad nõuded hakkavad puudutama ainult börsil noteeritud Euroopa äriühinguid ja ettepanek on suunatud kahele eesmärgile – läbipaistvuse suurendamine ja aktsionäride kaasamine.¹⁷⁹ Kui uus direktiiv peaks jõustuma, siis on Eesti kohustatud selle üle võtma ning järelkult hakkavad börsiühingute

¹⁷⁴ Securities Exchange Act of 1934. Available: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (01.05.2015).

¹⁷⁵ Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) proxy Working Group. Report on the shareholder communication process with street name holders, and the NOBO-OBO mechanism. June 2010, p 2. Available: http://www.sifma.org/uploadedfiles/newsroom/2010/sifma%20white%20paper_nobo_obo_june%2010%202010.pdf (01.05.15).

¹⁷⁶ D. C. Donald (2010), p 2.

¹⁷⁷ Ettepanek: Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv, millega muudetakse direktiivi 2007/36/EÜ seoses aktsionäride pikaajalise kaasamise soodustamisega ja direktiivi 2013/34/EL seoses ühingujuhtimise aruande teatavate elementidega. Brüssel, 09.04.2014. COM (2014) 0213 final. 2014/0121 (COD).

¹⁷⁸ 2015.a. kevadel peab ettepanek läbima arutelu erinevates komisjonides ning kuupäev 08.09.2015 on määratud kui soovitatav täiskogu istungipäev ettepaneku esimeseks lugemiseks. Vt selle kohta European Parliament. Legislative Observatory. Available: [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2014/0121\(OLP\)](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2014/0121(OLP)) (01.05.2015).

¹⁷⁹ Ettepaneku seletuskiri, lk 2.

suhtes kehtima nõuded suurema läbipaistvuse saavutamiseks, k.a. lõplike investorite identiteedi avalikustamise osas. Läbipaistvuse suurendamine ei ole vajalik ainult direktiivi nõuetekohaseks ülevõtmiseks, vaid see on Eestis vajalik ka selleks, et vähendada esindajakontost tulenevaid riske. Juba aktsionäriõiguste direktiivi väljatöötamise ajal räägiti sellest, et vahendajatele tuleks direktiivis sätestada kohustus edastada informatsiooni hääleõiguse kohta kuni jõutakse lõppinvestorini ning avalikustada ühingule lõppinvestori identiteet.¹⁸⁰

Komisjoni talituste teostatud mõju hindamise käigus tehti muuhulgas kindlaks, et aktsiatest tulenevate investorite õiguste kasutamine on keerukas ja kulukas. Vahendatud hoidmisahelate puhul, eriti juhul, kui need hõlmavad palju vahendajaid, ei edasta äriühingud teavet aktsionäridele või lähevad aktsionäride hääled kaotsi. Samuti on suurem tõenäosus, et vahendajad kuritarvitavad hääleõigust. Süsteeme mõjutavad kolm peamist põhjust: investorite isiku tuvastamise puudumine, teabe ja õiguste õigeaegse edastamise puudumine investeerimisahelas ning hinnadiskrimineerimine piiriüleste osaluste puhul.¹⁸¹

Ettepaneku artikli 3a kohaselt peavad liikmesriigid tagama, et vahendajad pakuvad börsil noteeritud äriühingutele võimalust aktsionäride isiku tuvastamiseks. Vahendajad peaksid sellise äriühingu taotlusel edastama põhjendamatu viivitusega aktsionäride nimed ja kontaktandmed. Kui hoidmisahelasse kuulub mitu vahendajat, edastatakse äriühingu taotlus ning aktsionäride isiku- ja kontaktandmed vahendajate vahel põhjendamatu viivitusega. Selleks et võimalikult palju kaitsta aktsionäride isikuandmeid, teatavad vahendajad neile, et nende nime ja kontaktandmeid võib edastada isiku tuvastamise eesmärgil, kusjuures kõnealust teavet ei või kasutada muul eesmärgil kui aktsionäride õiguste kasutamise hõlbustamiseks. Lisaks saavad aktsionärid mis tahes ebatäielikke või ebaõigeid andmeid parandada või kustutada ning teavet ei tohiks säilitada kauem kui 24 kuud.

Artikliga 3b nähakse ette, et juhul, kui börsil noteeritud äriühing otsustab oma aktsionäridega mitte otse suhelda, edastab aktsiatega seotud teabe aktsionäridele või aktsionäri juhiste kohaselt kolmandale isikule vahendaja. Börsil noteeritud äriühingud peavad esitama ja edastama vahendajale teabe seoses aktsiatest tulenevate õiguste kasutamisega ühtsel viisil ja

¹⁸⁰ A. Hainsworth. The Shareholder Rights Directive and the challenge of re-enfranchising beneficial shareholders. – Law and Financial Markets Review January 2007, p 18.

¹⁸¹ Ettepaneku seletuskiri, lk 5.

õigeaegselt. Lisaks peavad vahendajad artikli 3c kohaselt hõlbustama aktsionäride õiguste (sealhulgas õigus osaleda ja hääletada üldkoosolekul) kasutamist ja äriühingud peavad kinnitama üldkoosolekul aktsionäride poolt või nende nimel antud hääled. Vahendaja kas teeb vajalikud korraldused, et aktsionär või aktsionäri poolt nimetatud kolmas isik saaks ise õigusi kasutada, või kasutab aktsiatest tulenevaid õigusi aktsionäri selgesõnalisel loal, tema juhiste kohaselt ja tema huvides. Kui hääletab vahendaja, edastab ta hääletamise kinnituse aktsionäriale.¹⁸²

Seega on ettepaneku eesmärgiks hõlbustada aktsionäride õiguste kasutamist ning börsil noteeritud äriühingute ja nende aktsionäride vahelist suhtlust, ning teha seda selle kaudu, et anda äriühingutele võimalus tuvastada oma aktsionärid ja kaasata neid ühingu juhtimisse. Ettepaneku preambula punkti 8 kohaselt on aktsionäride tulemuslik ja jätkusuutlik kaasamine börsil noteeritud äriühingute puhul äriühingu üldjuhtimise mudeli üks tähtsamaid osasid. Ettepanekuga pannakse vahendajatele mitmeid uusi kohustusi, mis on põhjendatav, sest vahendajateahela tõhususest sõltub suurel määral aktsionäriõiguste tegelik kasutamine, eelkõige tuleb see esile piiriüleste suhete puhul. Lisaks eelnevale püüab ettepanek arvesse võtta ka isikuandmete kaitset, mis EL-i tasandil on reguleeritud 24. oktoobri 1995. aasta direktiivis 95/46/EÜ¹⁸³. Preambula punkti 20 kohaselt peaks aktsionäride isiku tuvastamise teave olema piiratud vastavate aktsionäride nime ja kontaktandmetega ja seda teavet ei tohiks kasutada muul eesmärgil kui aktsionäride õiguste kasutamise hõlbustamiseks.

Aktsionäriõiguste direktiivi muutmise ettepanek toob lõppinvestorite identiteedi avalikustamise osas kaasa olulisi muutusi, kuid seda ainult börsil noteeritud äriühingute puhul. Samas võib eeldada, et just börsil kaubeldavate ühingute puhul on enim investoreid väärtpaberiomaniikeks esindajakonto kaudu, sest börsilt on üksikinvestori jaoks kõige lihtsam väärtpabereid osta ning ka välismaa finantsasutuste jaoks on see atraktiivseim võimalus. Eelkõige parandatakse ettepanekuga emitendi, mitte investori positsiooni ning esindajakontol väärtpabereid hoidva isiku õiguste kaitsmise seisukohalt on oluline, et riigisisene õigus sätestaks vahendajatele piisavalt kohustusi, et tagada tema klientide varade kaitsmine ja huvide teostamise.

¹⁸² Ettepaneku seletuskiri, lk 9.

¹⁸³ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 95/46/EÜ, 24. oktoober 1995, üksikisikute kaitse kohta isikuandmete töötlemisel ja selliste andmete vaba liikumise kohta. - ELT L 281, 23/11/1995 Lk 0031 – 0050.

III. ESINDAJAKONTO OMAJA KOHUSTUSED KLIENDI HUVIDE JA VARA KAITSMISEL

3.1. Esindajakontol väärtpabereid hoidva isiku kaitse vajalikkus

Õiguskirjanduses on välja pakutud, et väärtpaberite vahendamise tegevus peaks keskenduma mitte sellele, kes on lõplik väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks õigustatud isik, vaid selle asemel peaks see küsima, kuidas investor saab hääletada teiste kanalite kaudu, näiteks täpsustades vahendajate kohustusi investori suhtes, omistades ühetaolise hääleõiguse kõigile isikutele, kes hoiavad vastavat deponooriumi väljavõtet.¹⁸⁴ Seega sobilik suhe, millele tuleks keskenduda, et parandada lõppinvestori positsiooni, on suhe tegeliku kasusaaja ja vahendaja vahel.¹⁸⁵ Kuigi käesoleva magistriröö I ja II peatükis jõuti järeldusele, et Eestis tuleks anda esindajakontol väärtpabereid hoidvale isikule võimalus teostada iseseisvalt väärtpaberitest tulenevaid õigusi ning ÄS peaks aktsionäri staatusesse tõstma esindajakontol aktsiaid hoidva isiku, ei tähenda see, et vahendaja kohustustest oleks võimalik mööda vaadata. Esindajakontoga seotud riske ei ole võimalik elimineerida ainult emitendi ja väärtpaberite omaniku suhet reguleerides ja aktsionäri staatuse muutmise kaudu. Ka viimaste lahenduste kasuks otsustades ei kao esindajakonto omaja emitendi ja aktsionäri vahelisest suhtest ära. Seetõttu on esiteks vaja kooskõlla viia EVKS ja ÄS ja teiseks on tarvis jälgida, et seadus sätestaks esindajakonto omajale kohustused, mis täiendaksid seda mehhanismi, mille kaudu EVKS-i ja ÄS-i vastuolu kõrvaldatakse.

Eelnevast tulenevalt tekib küsimus, kas Eesti õigus sätestab esindajakonto omajale piisavad kohustused, et kliendi vara ja huvid oleksid esindajakontol väärtpabereid hoides kaitstud. Kuna Eesti õiguse kohaselt kuuluvad esindajakontol hoitud väärtpaberid kliendile, mitte vahendajale, kuid samal ajal on hetkel nende käsutamise ja kasutamise õigus ainult esindajakonto omajal, siis kliendi õiguste tagamiseks peab vahendaja tegevus olema piisavalt põhjalikult reguleeritud. Kuna ilma esindajakonto omaja poolse vahendamiseta ei ole investor võimeline emitendi suhtes oma õigusi teostama, siis peab vahendajal lasuma kommunikatsiooni vahendamise kohustus, et huvitatud osapoolle oleks võimaldatud ühingu juhtimises kaasa rääkimine. Õigusteadlased on arvamisel, et pea kõikides õigussüsteemides ja finantsturgudel toob vahendamise fenomen paratamatult kaasa riske kontoomanikele.

¹⁸⁴ A. Waclawik (2005), p 2.

¹⁸⁵ J. Payne (2010), p 217.

Esindajakontol väärtpaberite hoidmine suurendab võrreldes otsese hoidmise süsteemiga investori jaoks riske, sest emitendi ja investori vahelisesse suhtesse tekib veel üks iseseisev osapool - vahendaja. Väärtpaberite vahendamise kaasnab investorile lisaks emitendiga seotud riskile (näiteks, et emitendi äritegevus ebaõnnestub ja ta läheb pankrotti või aktsiate väärtus väheneb) ka vahendajaga seotud risk, näiteks, et vahendajal tekivad majandusraskused, tal ei ole piisavalt väärtpabereid, et rahuldada kõikide kontoomanike nõuded, vahendaja teeb vigu, mis tekitavad kahju kontoomanikele.¹⁸⁶ Kui vahendaja ei edasta tegelikule kasusaajale väljamakseid, näiteks sest ta tahab vältida sellega kaasnevaid lisakulusid, ega vahenda suhtlust emitendiga, siis jätab see tegeliku kasusaaja ilma aktsiatest tulenevatest õigustest. Esindajakonto kuritarvitamine vahendaja poolt on investorite kaitsmise vaatevinklist ohtlik.¹⁸⁷

IOSCO raportis on välja toodud potentsiaalsed probleemid, mis esindajakontoga võivad kaasneda: lühikeseks müük, väärtpaberite ilma loata laenamine, vale varade jaotus, kommunikatsiooniprobleemid, rahapesule kaasa aitamine, aktsionäriõiguste tegelikule kasusaajale edasi andmata jätmise või nende kasutamise mittevõimaldamine. Näiteks võib vahendaja laenata välja kliendi nõusolekuta tema väärtpabereid, mida hoitakse esindajakontol, et nn katta lühikesi positsioone (*cover short positions*), eriti kus katteta lühikeseks müük on keelatud. Esindajakonto omaja võib kasutada selliseid väärtpabereid, et luua turul ebaõige mulje mingi aktsia pakkumisest, müües kliendi nimel hoitavaid väärtpabereid edasi.¹⁸⁸ Eelnimetatud põhjustel ning seetõttu, et investor ei suhtle ise emitendi ja keskregistriga, vaid seda teeb tema eest vahendaja, on oluline, et eksisteeriks adekvaatsed vahendid ja kontrollimehhanismid, et kaitsta investorite kontosid ja nende vara potentsiaalsete kuritarvituste ja rikkumiste eest vahendajate poolt. Samuti on efektiivsete mehhanismide ja piisavate õigusnormide olemasolu vajalik selleks, et investor saaks kaudse valduse süsteemis kasu kõikidest õigustest, mis aktsiatest talle tulenevad.

Eesti kohtupraktikas on olnud kaasus, mis ilmestab seda, miks esindajakontol väärtpabereid hoidev investor vajab kaitset. Hageja VG, kes on Leedu resident, ostis 2007. aastal Leedus registreeritud finantsvahenduse ettevõtte F AB vahendusel Eesti ühingu võlakirju. 2010. aastal kuulutati välja selle Eesti ühingu pankrot ja võlausaldajatele anti tähtaeg oma nõuete

¹⁸⁶ C. W. Mooney Jr, H. Kanda (2010), p 72.

¹⁸⁷ IOSCO report (2011), p 6.

¹⁸⁸ IOSCO report (2011), p 22.

esitamiseks. Hagejat ega tema väärtpaberikontot haldavat Leedu Vabariigi pankka võlgniku pankroti väljakuulutamisesest ega vajadusest esitada oma nõudeavaldus ei teavitatud, hageja kasutatud finantsvahenduse ettevõtte väitis, et tema omakorda ei saanud vastavat informatsiooni oma koostööpartner Seb Bankas AB-lt.¹⁸⁹ Kui Leedu investor oleks olnud otse Eesti ühingu aktsionär, siis oleks pankrotihaldur teda pankrotist teavitanud ning investor oleks saanud pankrotimenetluses oma nõude esitada.

Antud kaasus peegeldab seda, kuidas vahendajate ahel suurendab investeringuga seotud riske, sest investor peab arvestama, et ta võib oma rahast ilma jääda mitte ainult emitendi ärilise ebaõnnestumise tõttu, vaid ka vahendajate hooletuse tõttu. Delaware'i kohus on nentinud, et mitmeastmeline vahendajate süsteem lõppinvestori ja emitendi vahel muudab ühingu hääletamise väga keeruliseks.¹⁹⁰ McFarlane ja Stevens on leidnud, et tänapäevane mõtlemine väärtpaberite vahendamisesest lähtub põhimõttest, et kliendil on otsesed nõuded ainult enda vahetu vahendaja vastu, mitte ahelas olevate teiste vahendajate vastu, nn mitte läbivaatamise põhimõte (*no-look-through principle*).¹⁹¹ Kirjanduses on väidetud, et kliendi varade kaitse on vajalik, et tugevdada avalikkuse kindlustunnet, mis on turgude efektiivse toimimise eelduseks.¹⁹² Sellest tulenevalt on kliendi õigused enda vahetu vahendaja suhtes kliendi jaoks väga olulised. Kui vahendamisesest tulenevad riskid on liiga suured, siis isikud pigem hoiduvad investeerimast. Selle vältimiseks peab seadus riske võimalikult suurel määral maandama, et ka esindajakontol aktsiaid hoides oleksid lõppinvestori huvid kaitstud.

3.2. Üldised nõuded esindajakonto omajale kliendi varade hoidmisel ja huvide kaitsmisel

Rangete nõuete sätestamine vahendajatele ja nende tegevusele on üks võimalus vähendada vahendatud väärtpaberitest tulenevaid riske. Käesolevas peatükis käsitletakse esindajakonto pidajale tulenevaid nõudeid EVKS-ist. Samuti võrreldakse antud peatükis erinevatele väärtpaberituru kutselistele osalistele kohalduvaid norme ning tehakse järeldus selle kohta, kas erinevat liiki kutselistele osalistele esitatavad nõuded esindajakonto omajana tegutsedes

¹⁸⁹ HMKo 12.09.11 nr 2-11-6999, lk 3.

¹⁹⁰ *Blasius Industries v. Atlas Corp.*, 25.07.1988, 564 A.2d 651, Delaware Court of Chancery.

¹⁹¹ B. McFarlane, R. Steven (2010), p 46.

¹⁹² IOSCO Technical Committee. Client Asset Protection. August 1996, p 7. – Available: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf> (01.05.2015).

on samasugused.

Esiteks, EVKS piirab isikute ringi, kes võivad olla esindajakonto omajad. See meede oli kõne all juba 2000. aastal EVKS-i vastu võtmisel, nimelt kas õigus esindajakontot omada peaks olema ainult välismaistel isikutel või see peaks olema lubatud laiemale isikute ringile.¹⁹³ EVKS § 6 lg 1 sätestab, et lisaks välismaistele isikutele saavad esindajakontot omada Eesti väärtpaberituru kutselised osalised. Ka teistes riikides, näiteks Saksamaal on olemas sarnane nõue.¹⁹⁴ See piirang kaitseb investoreid, kuna tagab, et esindajakonto omaja on oma ala professionaal ja tal on piisav kompetents, et järgida seadusest tulenevaid nõudeid ja kaitsta kliendi vara. VPTS § 7 kohaselt on väärtpaberituru kutselised osalised investeerimisühing, krediitiasutus, fondivalitseja, reguleeritud turu korraldaja, väärtpaberiarveldussüsteemi korraldaja ja muu seadusega sätestatud isik. Kõik nimetatud isikud võivad tegutseda ainult tegevusloa alusel¹⁹⁵, seega tegevusluba väljastav organ on nende pädevust enne tegevuse alustamist kontrollitud.

Teiseks, EVKS § 6 lg 2 sätestab esindajakonto omajale minimaalse aktsia- ja osakapitali nõude. Selle nõude põhjuseid võib näha selles, et pankroti korral oleks vara, mida jagada isikutele, kes oma väärtpabereid selle esindajakonto omaja juures hoiavad. See on omakorda seotud EVKS § 6 lg 6, mille kohaselt väärtpaberitele ega rahale ei saa pöörata sissenõuet täitemenetluses esindajakonto omaja vastu ning need ei kuulu esindajakonto omaja pankrotivarasse. Kliendi varade eristamist esindajakonto omaja enda varadest ning tagamist, et esindajakonto omaja pankroti korral ei saaks tema võlausaldajad õigust rahuldada oma nõudeid klientide varadest, on peetud esindajakonto kohta käivate normide väga oluliseks tingimuseks.¹⁹⁶

¹⁹³ Riigikogu. 221 SE II-3 Eesti Väärtpaberite Kesksregistri seadus. Riigikogu majanduskomisjoni istungi protokoll nr 45. Kättesaadav: http://www.riigikogu.ee/?op=emsplain2&content_type=text/html&page=mgetdoc&itemid=003672732 (01.05.2015).

¹⁹⁴ Saksamaal võivad vahendajateks olla krediitiasutused ja finantsteenuse osutamise asutused. Vt selle kohta lähemalt C. Chun (2012), p 160.

¹⁹⁵ Selline kohustus on sätestatud investeerimisühingule VPTS § 43 lg 1, krediitiasutusele KAS § 13 lg 1, fondivalitsejale IFS § 12 lg 1, reguleeritud turu korraldajale VPTS § 120 lg 1 ja väärtpaberiarveldussüsteemi korraldajale VPTS § 212 lg 2 p 2.

¹⁹⁶ Genfi konventsiooni välja töötamisel nimetati seda eesmärki kui ühte konventsiooni võtmeküsimustest. Vt selle kohta H. Kanda *et al* (2012), sec. int-24, int-27.

Lisaks EVKS-ist tulenevatele reeglitele kohalduvad erinevatele väärtpaberituru kutselistele osalistele nende kohta sätestatud aktidest tulenevad nõuded. Investeeringisühingute puhul on selleks VPTS, krediidasutuse puhul KAS, fondivalitsejate puhul investeerimisfondide seadus¹⁹⁷ (edaspidi IFS), reguleeritud turu korraldaja ja väärtpaberiarveldussüsteemi korraldaja jaoks VPTS. Nimetatud õigusakte uurides võib jõuda järeldusele, et suurem osa esindajakonto omaja tegevusele sätestatud nõuetest tuleneb VPTS-ist, mis otse kohaldub küll ainult investeerimisühingutele, reguleeritud turu korraldajale ja väärtpaberiarveldussüsteemi korraldajale, kuid viitenormide kaudu kohaldub suures osas ka krediidasutustele ja fondivalitsejatele. VPTS on üle võtnud EL-i finantsinstrumentide turgude direktiivi¹⁹⁸ (edaspidi MiFID) ning see käsitleb investeerimisühingu tegevust põhjalikult.

Investeeringisühingu poolt esindajakonto omamine on käsitletav investeerimisteenuse või investeerimisteenuse kõrvalteenuse osutamisenä, sest see hõlmab väärtpaberiga seotud korralduse täitmist kliendi nimel või arvel, väärtpaberiportfelli valitsemist ja väärtpaberite hoidmist ja haldamist kliendi jaoks ning nendega seotud tegevusi (VPTS § 43 lg 1 p 2, 4, § 44 p 1). Investeeringisühingu tegevus esindajakonto omajana on piisaval määral reguleeritud, sest sellele kohalduvad üldised investeerimisteenuste kohta käivad sätted ja kuna nimetatud tegevust peetakse kõrge riskimarginaaliga tegevuseks, siis on seadus piisavalt detailne. Krediidasutuse kohta sätestab KAS § 2 lg 4, et investeerimis- ja investeerimiskõrvalteenust osutavale krediidasutusele kohaldatakse konkreetseid VPTS sätteid¹⁹⁹, mis hõlmavad muuhulgas investeerimisühingu üldisi organisatsioonilisi nõudeid, sise-eeskirjade ja riskide juhtimise sätteid, investeerimisühinguga seotud isikuga tehingu tegemise korda, huvide konflikti maandamise ja vältimise norme, investeerimisteenusega seotud tegevuse edasiandmise korda, klientidele teabe esitamise norme, sisekontrolli süsteemi, vastavuskontrolli ja siseauditi kohta sätestatud ja investeerimisühingule esitatavate nõuete peatüki norme. Seega klient, kes hoiab oma väärtpabereid krediidasutuse esindajakontol, võib

¹⁹⁷ Investeerimisfondide seadus. - RT I 2004, 36, 251; RT I, 19.03.2015, 4.

¹⁹⁸ Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21.04.2004 direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta. - ELT L 145, 30.4.2004, lk 1-44 (eestikeelne eriväljaanne: ptk 6, kd 7, lk 263 - 306).

¹⁹⁹ KAS § 2 lg 4 viitab VPTS § 69 lõikes 6, §-des 81¹-82¹, 82³-82⁶, 82⁸ ning 83-83², peatükkides 10., 13¹. ja 18¹. ja VI osas ning nende rakendamiseks kehtestatud õigusaktides sätestatule. Krediidasutusele ei kohaldata väärtpaberituru seaduse § 88³ lõikes 1 sätestatud juhul, kui ta hoiustab ise kliendi raha, ning § 88¹ punktis 5 sätestatud. KAS § 89 p 11 kohaselt krediidasutus, kes tegeleb investeerimis- ja investeerimiskõrvalteenuste osutamisega, on kohustatud lisaks järgima väärtpaberituru seaduse §-s 82⁷ sätestatud.

arvestada, et krediidasutusele kui esindajakonto omajale kehtivad suures osas samad VPTS-ist tulenevad nõuded nagu investeerimisühingule.

Ka fondivalitseja tegevust reguleeriv IFS viitab §-s 71 lg 2 investeerimisteenusega seoses VPTS-ile.²⁰⁰ Sellest tulenevalt kohaldatakse fondivalitsejale, kes tegutseb esindajakonto omajana, investeerimisühingu üldisi organisatsioonilisi nõudeid, riskide juhtimise reegleid, investeerimisühinguga seotud isikuga tehingu tegemise norme, huvide konflikti maandamise ja vältimise norme, investeerimisteenusega seotud tegevuse üleandmise reegleid, kliendi kaebuse lahendamise ja kliendile teabe esitamise norme, investeerimisühingu üldisi kohustusi, investeerimisteenuse eest tasumise ja tavakliendiga sõlmitava põhilepingu kohta käivaid norme, kliendi teavitamise ja investeerimisteenuse sobivuse ja asjakohasuse hindamise norme, kliendi korralduse parima täitmise reegleid, kliendi varade hoidmise ja kaitse üldnõudeid, nõudeid isikliku soovitusel koosta, kliendile teenuse osutamise kohta esitatavate aruannete reegleid ning registreerimis- ja säilitamiskohustuse kohta käivaid norme. Seega on fondivalitseja kui esindajakonto omaja tegevus põhilises osas reguleeritud samamoodi nagu investeerimisühingu ja krediidasutuse tegevus.

VPTS § 124⁴ lg 3 kohaselt reguleeritud turu korraldajale kohaldatakse VPTS § 82 lõikes 3, §-des 82³, 82⁴, 82⁶, 83–83² ja 88 ning nimetatud sätete alusel kehtestatud õigusaktides investeerimisühingu suhtes sätestatud. Selle viitenormi kaudu kohaldatakse reguleeritud turu korraldajale sise-eeskirjade koostamise nõudeid, investeerimisühinguga seotud isikuga tehingu tegemise korda, huvide konflikti maandamise ja vältimise nõudeid, investeerimisteenusega seotud tegevuse edasiandmist, sisekontrolli süsteemi, vastavuskontrolli funktsiooni ja siseauditi üksuse kohta käivaid norme ning kliendi varade hoidmise ja kaitse üldnõudeid. Võrreldes krediidasutuse ja fondivalitsejaga ei ole VPTS § 124⁴ lg 3 viitenormina hõlmanud kliendi teavitamise kohustuse sisu, mis on sätestatud VPTS § 86-87. Seega on reguleeritud turu korraldaja kui esindajakonto omanik kohustatud kliendi suhtes vähem teavet avaldama, samas huvide konflikti ja vara kuritarvituse vältimise kohustus on reguleeritud turu korraldaja puhul sätestatud samamoodi nagu eelnevate väärtpaberituru kutseliste osaliste puhul.

²⁰⁰ IFS § 71 lg 2 kohaselt fondivalitsejale, kes osutab investeerimis- ja investeerimiskõrvalteenuseid, kohaldatakse VPTS §-des 81¹, 82¹, 82³, 82⁴, 82⁶, 82⁷ ja 82⁸, § 85 punktides 1–12, §-des 85², 85³, 86, 87, 87¹, 87³–87⁶, 88, 88¹³, 89¹ ja 90 ning väärtpaberituru seaduse VI osas sätestatud ning nende sätete täpsustamiseks kehtestatud õigusakte.

Ka väärtpaberiarveldussüsteemi korraldajal (edaspidi süsteemi korraldaja) on EVKS § 6 lg 1 tulenevalt õigus omada esindajakontot ning Eestis on selleks AS Eesti Väärtpaberikeskus.²⁰¹ VPTS § 216 kohaselt süsteemi korraldajale antud tegevusluba annab õiguse üksnes konkreetsetele sättes nimetatud tegevustele, kuid nende õiguste hulka ei kuulu investeerimisteenuse osutamine. Seega kuigi EVKS § 6 lg 1 kohaselt võib väärtpaberiarveldussüsteemi korraldaja olla esindajakonto omaja, siis erinevalt teistest väärtpaberituru kutselistest osalistest ei kohaldu temale investeerimisteenusele sätestatud nõuded.

Seega on EVKS § 6 sätestatud kõikidele esindajakontot omada õigustatud isikutele üldised nõuded. Ülejäänud nõuded tulenevad iga väärtpaberituru kutselise osalise kohta käivatest seadustest, kuid viitenormide tõttu tulenevad peamised nõuded erinevat liiki esindajakonto omajatele VPTS-ist. Erinevalt teistest kutselistest osalistest ei ole seaduse tasandil piisavalt reguleeritud süsteemi korraldaja kohustusi, kui ta tegutseb esindajakonto omajana.

3.3. Esindajakonto omajale seadustest tulenevad tähtsaimad kohustused ning nende kooskõla rahvusvahelise praktikaga

3.3.1. Rahvusvahelised standardid

Eesti õigus sätestab esindajakonto omajale mitmeid kohustusi tema kliendi suhtes ning selleks, et teada saada, kas sätestatud normid on piisavad, et kliendi huvisid kaitsta, tuleb esindajakonto omaja kohustusi võrrelda rahvusvaheliste standarditega. Õiguskirjanduses on leitud, et investori jaoks on praktiliselt võimatu lepingutingimuste üle läbi rääkida kõikide hoidmisahelas olevate vahendajatega.²⁰² Esindajakonto omajale sätestatud kohustused ei ole ainult iga riigi enda riigisisese õiguse probleem, vaid soovitatav on erinevate riikide lõikes sätestada võimalikult ühetaolised kohustused ja vastutus vahendajatele. Seeläbi on võimalik vältida olukorda, kus vahendajate ahelas iga üksiku vahendaja kohustused lõppinvestori

²⁰¹ Finantsinspektsioon. Turuosaliste nimekirjad. Kättesaadav arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=2753> (01.05.2015).

²⁰² D. Zetsche. Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive. – Journal of Corporate Law Studies October 2008, p 333.

suhtes kardinaalselt erineksid. Edaspidi vaadeldakse tähtsamaid esindajakonto omaja kohustusi, mis on välja pakutud IOSCO poolt ning mis tulenevad Genfi konventsioonist. Rahvusvahelised soovitused esindajakontode efektiivsemaks reguleerimiseks võiksid olla Eesti väärtpaberituru osalistele eeskujuks õigusliku raamistiku väljatöötamiseks vastavalt Eestis juba kehtivale praktikale.

IOSCO läbi viidud uuringute põhjal võib väita, et riikide lõikes on kõige tüüpilisem kaitsemehhanism nõue, et esindajakonto omajad kohtleksid kõiki kliente ehk tegelikke kasusaajaid võrdselt, et selle kaudu viia miinimumi võõra vara omandamise oht mitmete vahendajate tasandite lõikes. Teised levinud mehhanismid sisaldavad lühikeseks müügi keelamist ja esindajakonto omaja poolt kliendi väärtpaberite laenamise keeldu.²⁰³ Kuigi erinevates jurisdiktsioonides vahendamise kohta käivad reeglid erinevad, siis kahes aspektis on konsensus: esiteks, et kontoomanikule peavad kuuluma teatud õigused vahendaja vastu, ja teiseks, et kontoomanik peab olema kaitstud vahendaja pankroti korral.²⁰⁴ Nimetatud kohustused on sätestatud ka Eesti õiguses.

Lisaks sellele on vahendajate tegevus ka aktsionäriõiguste direktiivi muutmise ettepaneku huviorbiidis seoses institutsionaalsete investorite ja varahalduritele suunatud kohustusega sätestada kaasamispoliitika. Ettepaneku preambula punkti 10 kohaselt peetakse praegusel hetkel probleemiks seda, et institutsionaalsed investorid ja varahaldurid ei taga sageli investeerimisstrateegiate ning kaasamispoliitika ja selle rakendamise läbipaistvust. Samas võiks sellise teabe avalikustamine mõjuda positiivselt investorite teadlikkusele, võimaldada lõplikel kasusaajatel optimeerida investeerimisotsuseid, hõlbustada äriühingute ja aktsionäride vahelist dialoogi, soodustada aktsionäride kaasamist ja suurendada äriühingute vastutust kodanikuühiskonna ees. Preambula punkti 11 kohaselt peaksid institutsionaalsed investorid ja varahaldurid seepärast välja töötama aktsionäride kaasamise poliitika, millega määratakse muu hulgas kindlaks, kuidas integreerida aktsionäride kaasamine investeerimisstrateegiasse, jälgida investeerimisobjektiks olevaid äriühinguid, suhelda investeerimisobjektiks olevate äriühingutega ja kasutada hääleõigust (ettepaneku Art 3f p a-d). Selline kaasamispoliitika peaks hõlmama tegelike või võimalike huvide konfliktide (nt finantsteenuste pakkumine investeerimisobjektiks olevale äriühingule institutsionaalsete investorite või varahaldurite või nendega seotud äriühingute poolt) juhtimise põhimõtteid. Kõnealused põhimõtted ning nende

²⁰³ IOSCO report (2011), p 22.

²⁰⁴ L. Gullifer (2010), p 16.

rakendamine ja tulemused tuleks avalikustada kord aastas. Kui institutsionaalne investor või varahaldur otsustab kaasamispoliitikat mitte välja töötada ja/või selle rakendamist ja tulemusi mitte avalikustada, esitab ta selle kohta selge ja põhjendatud selgituse.

Erinevate riikide praktika ja kohustuste harmoniseerimine on vahendajate tegevuse ja eriti piiriülese tegevuse puhul oluline. Eelnevast nähtub, et üha rohkem on hakatud tähelepanu pöörama vahendajatele mitte ainult kliendi varade kuritarvitamise vältimise aspektist, vaid ka sellele, et oleks saavutatud lõplike kasusaajate suurem kaasatus. Järgevalt analüüsitakse esindajakonto omajale sätestatud kohustusi, mis määravad kõige suuremat rolli kliendi varade ja väärtpaberitest tulenevate huvide kaitsmisel.

3.3.2. Väärtpaberite eraldamise, nende üle arvestuse pidamise, andmete säilitamise ning sisekontrolli omamise kohustus

Kooskõlas IOSCO printsiipide ja *trust*'ide õigusega, on oluline ära hoida esindajakonto omaja poolne kuritarvitamine ning seda on võimalik saavutada selle kaudu, et kohustada esindajakonto omanikku eraldama oma klientide vara enda varast. Enamikes situatsioonides täidetakse eraldamise nõue kontostruktuuri vormis läbi erineva koodi või konto. Juhtudel, kui seadusandja lubab esindajakonto omajal hoida enda väärtpabereid koos klientide väärtpaberitega, peab olema tagatud omandiõiguste nõuetekohane identifitseerimine ja dokumenteerimine.²⁰⁵ Lisaks sätestab Genfi konventsiooni Art 10(2), et vahendaja peab kaitsma väärtpabereid, mis on kontole krediteeritud ning eraldama väärtpaberid kontoomaniku õiguste jaoks, et teha nad kättesaamatuks vahendaja võlausaldajatele.²⁰⁶ Kui vahendaja hoiab väärtpabereid kontrol, siis tähendab eraldamine tavaliselt seda, et kõrgema konto tasemel toimub identifitseerimine, et oleks võimalik eristada kahte gruppi: väärtpabereid, mis on määratud kontoomanikele, ning väärtpabereid, mis kuuluvad vahendajale endale.²⁰⁷ Genfi konventsioonile on ette heidetud, et ta ei sätesta midagi radikaalselt ega pane vahendajatele piisavalt sisulisi kohustusi, vaid see tugineb liialt mitte-konventsiooni õigusele.²⁰⁸ Eesti õiguses ei ole sätestatud väärtpaberite eraldamise nõuet, küll

²⁰⁵ IOSCO report (2011), p 23.

²⁰⁶ Õiguskirjanduses on Genfi konventsiooni kohta öeldud, et Art 10(1) nimetab ainult tulemust, mille vahendaja peab saavutama, aga ei kirjelda meetmeid, kuidas seda teha. Samas selline käsitlus on kooskõlas konventsiooni funktsionaalse lähenemismetodiga. Vt selle kohta C. W. Mooney Jr, H. Kanda (2010), p 87.

²⁰⁷ H. Kanda *et al* (2012), Art 25, sec. 25-16.

²⁰⁸ C. W. Mooney Jr, H. Kanda (2010), p 91.

aga sätestab EVKS § 6 lg 9, et esindajakonto omaja on kohustatud pidama esindajakontol hoitavate väärtpaberite üle arvestust, mis võimaldab tal iga kliendi isikusamasuse tuvastamist ning iga kliendi jaoks hoitavate väärtpaberite ja nende arvu kindlaksmääramist.²⁰⁹

Õiguskirjanduses on väidetud, et kaudse hoidmise süsteemiga jurisdiktsioonide jaoks on oluline, et esindajakonto omaja säilitaks piisavad andmed, mis sisaldaksid detaile iga kliendi ja aktsionäri osaluse kohta, sest see informatsioon moodustab avaliku börsiettevõtte aktsionäride struktuuri. Kehtib õiguslik nõue, et esindajakonto omanik säilitaks baasinformatsiooni väärtpaberite hoidjate kohta, kaasa arvatud osaluse detaile ja tehingudokumente. Lisaks sellele peaksid olema rakendatud küllaldased ja efektiivsed tagavarasüsteemid, et oleks tagatud andmete ohutus nii keskregistri kui ka vahendaja tasemel.²¹⁰ EVKS § 6 lg 9 ja § 5 lg 4 kohaselt peab esindajakonto omaja oma arvestuses ära näitama väärtpaberikonto omaja nime, tema aadressi, füüsilise isiku isikukoodi, selle puudumisel sünniaja, juriidilise isiku puhul viite registrile, kus ta on registreeritud, ja registrikoodi, väärtpaberikontol olevate väärtpaberite koguse ja tähistuse, väärtpaberite omandamise aja ja muude kannete tegemise ajad.

IOSCO on välja toonud, et esindajakonto omajal peaks olema kohane sisekontrollisüsteem, et kaitsta tegeliku kasusaaja kohta käivat informatsiooni: nime, aadressi, väärtpaberipositsioone. Sisekontrolli meetmeid on vaja ka selleks, et ühe kliendi vara saaks eristada teise kliendi varast ning et ei toimuks ühegi kliendi vara väärkasutamist. IOSCO uuringu tulemused näitasid, et kõikides jurisdiktsioonides on mingis vormis olemas regulatsioonid, mis loovad sisekontrolli süsteemid, et ära hoida esindajakonto omajate ebaõiget käitumist.²¹¹ Ka Eesti ei ole selles mõttes erand ning sisekontrolli süsteemi loomise kohustus tuleneb investeerimisühingule VPTS § 83. Viitenormide kaudu kehtib see ka krediitiasutuse ja reguleeritud turu korraldaja suhtes. Fondivalitseja suhtes kehtestab sisekontrolli meetmete rakendamise kohustuse IFS § 58. Seega on Eesti seadused piisaval määral reguleerinud esindajakonto omaniku kohustust pidada arvestust kliendi väärtpaberite üle, säilitada piisaval hulgal andmeid ning seadnud sisse sisekontrolli süsteemi omamise kohustuse.

²⁰⁹ VPTS § 88 lg 5 sätestab samuti, et investeerimisühing, kes hoiab klientide vara esindajakontol või ühingu enda nimel avatud väärtpaberi- või pangakontol, on kohustatud pidama arvestust eraldi iga kliendi vara suhtes. See norm kehtib nii investeerimisühingu, krediitiasutuse, investeerimisühingu ja reguleeritud turu korraldaja kohta.

²¹⁰ IOSCO report (2011), p 33.

²¹¹ IOSCO report (2011), p 22, p 34.

3.3.3. Huvide konflikti vältimise kohustus

IOSCO raporti kohaselt ei ole harvad juhtumid, kus esindajakonto omanik ei järgi kliendi juhiseid ja teeb toiminguid, mis pole kliendi parimates huvides. Oma seisundi kuritarvitamiseks loetakse seda, kui turuvahendaja kasutab ära kliendi juhiste endale kasu teenimiseks, tehes enne kliendi juhiste täitmist sarnase korralduse enda jaoks, mis kokkuvõttes võib olla kahjulik kliendile, nn *front-running*. Sellised tehingud on kliendile kahjulikud aja prioriteetsuse ja seejärel täitmise hinna mõttes. Seega tõusetub huvide konflikti küsimus, mis nõuab rangete huvide konflikti reeglite järgimist vahendajate poolt, et ära hoida kliendi juhiste täitmisel kuritarvitusi. Ka kuritarvituste avastamise jaoks on sisekontrollisüsteemid väga olulised ning igasugune rike süsteemis võib tekitada kriitilisi olukordasid, mis lõpuks toovad kahju kõikidele osapooltele.²¹² Genfi konventsiooni Art 10(2) kohaselt on vahendajal keelatud võõrandada ilma nõusolekuta kontoomaniku väärtvabereid.

VPTS § 82⁴ sätestab huvide konflikti maandamise ja vältimise põhimõtted ja selle lg 1 kohustab investeerimisühingut kehtestama ja rakendama õiguslikud, tehnilised ja organisatsioonilised meetmed, et määrata, maandada või vältida investeerimis- ja investeerimiskõrvalteenuse osutamisel investeerimisühingu sisest huvide konflikti, investeerimisühinguga kontrollsuhet omava isiku huvide konflikti, investeerimisühingu ja kliendi ning klientide omavaheliste huvide konflikte ja nende kahjulikku mõju klientide huvidele. See kehtib investeerimisühingu, krediidasutuse ja reguleeritud turu korraldaja kohta. IFS § 70 sätestab, et fondivalitseja on kohustatud vältima tehinguid, millest tulenevad fondivalitseja huvid on vastuolus tema valitsetava fondi ja kliendi huvidega ning vältimatu huvide konflikti puhul tegutsema fondi ja kliendi huvidest lähtuvalt. Järelikult on Eesti õiguses esindajakonto omanikul tekkida võiv huvide konflikt ja selle vältimine piisaval määral reguleeritud.

3.3.4. Järelevalveasutusele informatsiooni avaldamise kohustus

Ühelt poolt võimaldavad esindajakontod anonüümsust, teiselt poolt takistavad esindajakontod pädeval asutusel järelevalvefunktsiooni täitmist, eriti selles osas, mis puudutab informatsiooni saamist tegeliku kasusaaja kohta. IOSCO raporti kohaselt on keeruline leida tasakaalu

²¹² IOSCO report (2011), p 24.

investori anonüümsuse kaitse ja piisava infohulga tagamise vahel emitentidele või järelevalveasutusele. See informatsioon on aga kriitiline, näiteks turumanipulatsioonide uurimisel, siseteabega kauplemise uurimisel ja rahapesureeglite täitmise kontrollimisel. IOSCO on jõudnud järeldusele, et erinevad jurisdiktsioonid reguleerivad seda küsimust erinevalt. Mõned järelevalveasutused nõuavad klientide täielikku avalikustamist igal ajal, teised nõuavad info avalikustamist ainult neile ja vaid siis, kui nad nõuavad seda seoses mingi käimasoleva uurimisega. Tänapäeval on vahendajad enamikes jurisdiktsioonides kohustatud kindlaks tegema nende kliendi identiteedi rahapesuvastaste reeglite täitmiseks. Soovitav on süsteem, kus esindajakonto omanik on kohustatud avalikustama informatsiooni tegeliku kasusaaja kohta järelevalveasutusele või emitendile viimaste nõudel, aga mitte kohustama täielikku avalikustamist igal ajal, millega võetakse ära esindajakonto anonüümsuse aspekt.²¹³ Reeglid, mis sätestavad turvalisuse nõuded, käitumiskoodeksi, kontode vastavusse viimise kohustuse aitavad märkmisväärselt kaasa vahendajast tuleneva riski vähendamisele siis, kui nende reeglite täitmise üle käib adekvaatne järelevalve ja toimub reeglite jõustamine.²¹⁴

Eestis teostab VPTS § 8 kohaselt VPTS-i nõuete täitmise üle järelevalvet Finantsinspektsioon. EVKS § 6 lg 9 kohaselt võib Finantsinspektsioon kui järelevalvet teostav isik seega nõuda esindajakonto omaniku kliendi andmetega tutvumist ja neist väljavõtete saamist seadustest tulenevate ülesannete täitmise eesmärgil ja õigustatud huvi korral. Lisaks sellele sätestab rahandusministri määruse “Eesti väärtpaberite keskregistri pidamise kord”²¹⁵ § 20, et esindajakonto omaja avaldab EVKS § 6 lg 7 nimetatud andmed oma kliendi kohta järelevalve teostajale, samuti registripidajale kirjaliku või kirjalikku taasesitamist ja isiku identifitseerimist võimaldava nõude alusel. Seega võimaldab Eesti õigus järelevalve teostajal ja registripidajal saada andmeid isikute kohta, kes oma väärtpabereid esindajakontol hoiavad ja seega on leitud tasakaal investori anonüümsuse soovi ja järelevalve teostamise efektiivsuse vahel. Lisaks nimetatud isikutele võimaldaks aktsionäriõiguste direktiivi muutmise ettepaneku vastuvõtmine lõppinvestori kohta andmeid saada ka emitendil.

²¹³ IOSCO report (2011), p 26, p 28, p 33.

²¹⁴ L. Thévenoz (2007-2008), p 426.

²¹⁵ Rahandusministri määrus “Eesti väärtpaberite keskregistri pidamise kord”. – RTL 2000, 139, 2210; RT I, 09.11.2010, 1.

3.3.5. Esindajakonto omaja kohustus vahendada kommunikatsiooni emitendi ja lõppinvestori vahel

Kuna vahendaja seisab emitendi ja lõppinvestori vahel, siis ühelt poolt tekib tal kohustus edastada emitendilt tulenevat informatsiooni, majanduslikke hüvesid, näiteks dividende, lõppinvestorile ja teiselt poolt on ta kohustatud lõppinvestorilt tulenevaid hääletamise eelistusi, rahalisi sissemakseid ja muud edastama emitendile. Vahendajapoolne kommunikatsiooni vahendamine emitendi ja investori vahel on eriti oluline emitendi hääleõiguse osas. Hääleõiguse kohta on õiguskirjanduses öeldud, et see on aktsionäri jaoks peamine kanal, et teostada sisemist kontrolli ühingu üle, kuhu ta on otsustanud investeerida oma säästude: hääleõigus on ühinguõiguse jaoks hädavajalik.²¹⁶ Paul Myners on öelnud, et hääletamine on ühingujuhtimise aluskaljuks. Hääletamise kaudu teostab investor kontrolli küsimustes, mis võivad mõjutada tema investeeringu väärtust.²¹⁷ Näiteks valivad aktsionärid juhtorgani liikmed ja see on üks tähtsamaid otsuseid, sest see on ainus viis juhtorganite tegevust kontrollida ning võimaldab täita ühingujuhtimise järelevalvefunktsiooni. Kui valimiste süsteem tekitab ebatäpseid tulemusi või ei taga piisaval määral läbipaistvust, usaldusväarsust ja kontrollitavust, siis lõpuks õõnestab see süsteem iseenda legitiimsust.²¹⁸

Õiguskirjanduses on leitud, et vahendajate kaudu hoitud väärtpaberite puhul sõltub hääleõiguse teostamine õiguste ja kohustuste jaotusest investori, vahendaja ehk kontopakkuja ja emitendi vahel.²¹⁹ Lisaks hääle andmisele on lõppinvestori jaoks oluline saada ka muud informatsiooni emitendi ja tema korporatiivsete sündmuste kohta. Õiguskirjanduses on leitud, et näiteks seoses dividendide ja hääleõigusega on kõige efektiivsem lahendus kehtestada selged õigusnormid just esindajakonto omajatele, mis tagavad, et nende kliendid ei jää ilma ühinguõigusest või väärtpaberituruõigusest tulenevatest eelistest.²²⁰ Samas on leitud, et tegelikkuses ei ole selgete reeglite, mis käsitlevad aktsionäri poolt saadavaid kasusid, olemasolu maailmas tavapärane. Pigem on levinud, et siseriiklik õigus keelab vahendajal küll kliendi vara kuritarvitamise ning kohustab hoidma seda enda varast eraldi, kuid sama tähtsaks

²¹⁶ D. C. Donald (2010), p 1.

²¹⁷ P. Myners (2004), pp 2-3.

²¹⁸ M. Kahan, E. Rock (2007-2008), p 1280.

²¹⁹ A. Waclawik (2005), p 3.

²²⁰ IOSCO report (2011), p 20.

pole peetud seda, et lõppinvestor saaks tänu vahendajale informatsiooni ja teostada hääleõigust samal tasemel nagu väärtpabereid otse hoidev isik.

Genfi konventsiooni Art 10(2) kohaselt on vahendaja kohustatud jõustama kontoomaniku juhiseid nagu sätestab mitte-konventsiooni õigus või kontoleping, regulaarselt edastama kontoomanikele informatsiooni seoses väärtpaberitega, muuhulgas informatsiooni, mis on vajalik väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks ning regulaarselt edastama kontoomanikule dividende ja muid väljamakseid. Informatsioon seoses väärtpaberitega võib olla väga mitmekesine, alates ennetähtaegsest lunastamisest ja ennetähtaegsest võla tagasinõudmisest võlakirjade puhul kuni üldkoosoleku kutseteni, nn väärtpaberite jagamiseni (*securities splitting*) ja muude korporatiivsete sündmusteni.²²¹

Jennifer Payne on leidnud, et ühingujuhtimist saab vahendatud väärtpaberite puhul mitmel viisil efektiivsemaks muuta: vahendajat saab kohustada hääletama ühingu aktsionäride üldkoosolekul oma klientide nimel ning vastavalt klientide juhistele või vahendajale saab anda võimaluse delegeerida hääleõigus kliendile.²²² Vahendaja kohustamine hääletama annab parema tulemuse näiteks pensionifondide puhul, mida hoiavad institutsionaalsed investorid. Hääleõiguse delegeerimine on suure tõenäosusega efektiivsem aga juhul kui investor soovib Crest kaudu vahendatult väärtpabereid hoida. See peaks olema tavaline praktika, et vahendajad pakuvad oma klientidele volituse teel hääletamise ja informatsiooni saamise õigusi.²²³ Võrreldes kaudse süsteemiga riikidega, ei ole Eesti õiguses välja töötatud selgeid kanaleid ja reegleid, kuidas aktsiate omanikud saaksid oma õigusi teostada (näiteks *proxy-voting*). Selle järgi pole olnud vajadust, sest aktsionärid on olnud ühinguale alati teada ja kättesaadavad. Kuigi Inglise õiguses kuulub õigus hääletada aktsiate registreeritud omanikule, siis on kehtestatud detailsed õiguslikud instituudid – õigus anda häääl üle *proxy* kaudu -, et kindlustada hääletamise võimalus investoritele.²²⁴ David C. Donald on USA kontekstis öelnud, et seal on kaudse süsteemi omapärade maandamiseks ja aktsionäridega suhtlemise lihtsustamiseks tekkinud terve tegevusharu – finantsasutused, kes edastavad

²²¹ H. Kanda *et al* (2012), Art 10, sec.10-15.

²²² Samadele viisidele on tähelepanu pööranud ka R. C. Nolan (2006), p 572.

²²³ J. Payne (2010), p 217.

²²⁴ R. C. Nolan (2006), p 552.

hääletamismaterjale. See on näide sellest, kuidas finantssüsteem on teeninud kasumit omaenda puuduste pealt.²²⁵

EVKS § 6 lg 7 sätestab, et väärtpaberist tuleneva hääleõiguse ja muude õiguste teostamisel peab esindajakonto omaja järgima kliendi juhiseid. Samas ei tulene sellest normist esindajakonto omajale kohustust edastada kliendile infot selle kohta, millal toimub näiteks emitendi üldkoosolek. Teine võimalus, mille Eesti õigus kliendile tema hääleõiguse teostamiseks sätestab, on see, et kliendi nõudel peab esindajakonto omanik andma kliendile nõutavas vormis volituse esindajakonto omaniku esindamiseks väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks. Volituse esindajakonto omaniku esindamiseks aktsionäride üldkoosolekul võib esindajakonto omanik anda klientidele ka ühtse nimekirjana (EVKS § 6 lg 7). Rahandusministri määruse “Aktsionäride üldkoosolekul esindajakonto omaja esindamiseks ühtse nimekirjana volituse andmise kord”²²⁶ § 2 kohaselt esitab esindajakonto omaja klient, kes soovib teostada aktsionäride üldkoosolekul aktsiast tulenevaid õigusi esindajakonto omaja nimel, esindajakonto omajale käsundi täitmiseks või muu sarnase õigussuhte alusel ja kokkulepitud tähtajaks sellekohase nõude, näidates nõudes ära kliendi enda või selle isiku nime, kes klienti aktsionäride üldkoosolekul esindab. Määruse § 3 kohaselt esitab esindajakonto omaja kirjalikus vormis volituse aktsionäride üldkoosoleku kokku kutsunud emitendile hiljemalt üldkoosoleku toimumise ajaks. Määrus ei sisalda aga seda, mis saab siis, kui esindajakonto omanik ei tee seda. Sellisel juhul saavad väärtpaberi omaniku nõuded tuleneda ainult lepingust, mis on sõlmitud tema ja esindajakonto omaniku vahel. Õiguskirjanduses on öeldud, et kui investori ja emitendi vahel on mitu vahendajat, nagu on tavaline välismaiste investorite puhul, siis volitus tuleb vahendajate ahelat pidi edasi anda.²²⁷ See suurendab veelgi enam riski, et kliendil ei ole võimalik edukalt oma hääleõigust teostada.

Lisaks eelnevale ei sätesta Eesti õigus esindajakonto omajale sõnaselgelt kohustust edastada oma kliendile informatsiooni emitendi majandustegevuse ja korporatiivsete sündmuste kohta. Samuti ei jõua see informatsioon kliendile muude kanalite kaudu. Kuigi VPTS § 86-87 käsitlevad kliendi teavitamise kohustust, siis need sätted hõlmavad põhiliselt teabe esitamist

²²⁵ D. C. Donald (2010), p 20.

²²⁶ Rahandusministri määrus “Aktsionäride üldkoosolekul esindajakonto omaja esindamiseks ühtse nimekirjana volituse andmise kord”. – RTL 2003, 43, 625; RT I, 16.09.2011, 1.

²²⁷ L. Gullifer (2010), p 17.

investeerimisteenuse ja sellega seotud väärtpaberi olemuse ning riskide kohta, mis võimaldaks kliendil ja potentsiaalsel kliendil teha igakülselt kaalutud investeerimisotsuse investeerimisühingu ja selle juhtide kohta. Õiguskirjanduses on leitud, et tänapäeval on levinud, et professionaalsed hoidmise teenuse osutajad võtavad küll kohustuse pakkuda väärtpaberite hoidmise teenust, aga mitte kohustuse abistada ühingu juhtimisega seotud õiguste teostamise ja hääletamisega, välja arvatud, kui sedaviisi lepitakse eraldi kokku.²²⁸ Teiselt poolt tuleks vahendajaid seaduse tasandil kohustada vahendama suhtlust lõppinvestori ja emitendi vahel, eriti arvestades, et seoses elektroonse kommunikatsiooni viiside ulatuse ja funktsionaalsuse kasvuga²²⁹ ei tekita see vahendajale liialt suuri kulusid.

3.4. Esindajakonto omaja ja tema kliendi vaheline leping

Esindajakonto omaja ja tema kliendi vaheline suhe on lisaks seadusest tulenevatele nõuetele reguleeritud ka nendevahelise lepinguga. Lepinguõiguses kehtib üldiselt dispositiivsuse põhimõte, mille kohaselt võivad pooled kokku leppida just neile sobivates tingimustes. Sellest tulenevalt võib tekkida oht, et esindajakonto omaja kui läbirääkimiste tugevam osapool surub kliendile peale temale sobilikud tingimused ning välistab seadusest tulenevad kohustused, mille eesmärgiks on kliendi õiguste kaitsmine.

Professor Louise Gullifer on leidnud, et riikide tasandil on lepinguvabadus investori ja tema vahendaja vahel erineval tasemel reguleeritud, samuti on lepinguvabaduse ulatus erinev sõltuvalt investorite klassist.²³⁰ Sarnasele järeldusele on jõutud ka IOSCO raportis, kus on öeldud, et investori õigused turuvahendaja vastu kaudse valduse süsteemis erinevad jurisdiktsioonide lõikes vastavalt kehtivale õiguslikule infrastruktuurile. Esindajakonto omajaga sõlmitud leping katab üldjuhul mitmeid teemasid, näiteks investori juhiste täideviimine ja informatsiooni jagamine ettevõtte juhtimise ja aktsionäriõiguste kohta.²³¹ Gullifer on seevastu arvamusel, et mitmed vahendajad välistavad kliendiga sõlmitavas lepingus kohustuse saada kliendilt instruktsioone hääletamise kohta ja edastada kliendi

²²⁸ J. Payne (2010), p 208.

²²⁹ IOSCO raportis on välja pakutud, et aktsionäri kuuluvad eelised peaksid olema väärtpaberite tegelikule omanikule antud otse või kaudselt, arendades aktsionäride suhtlemise süsteemi kulu-efektiivse elektroonilise edastamise tehnoloogia abil. Vt selle kohta IOSCO report (2011), p 33.

²³⁰ L. Gullifer (2010), p 21.

²³¹ IOSCO report (2011), p 15.

hääli.²³² Legal Certainty Group on välja pakkunud, et teatud juhtudel peaks seadusega olema piiratud vahendaja poolt vastutuse välistamise võimalus.²³³

Eesti õiguse kohaselt ei või esindajakonto omaja, kellele kohalduvad VPTS-ist tulenevad nõuded, lepingus loobuda oma kohustustest kliendi ees, kuivõrd VPTS sätestab vastutuse erinevate VPTS-is sätestatud kohustuste täitmata jätmise eest. VPTS § 237⁹ sätestab vastutuse kliendi varade hoidmise ja kaitse nõude rikkumine eest, mis kehtib nii investeerimisühingu, krediidasutuse kui ka muu investeerimisteenuse osutaja suhtes. Lisaks sellele kehtestab VPTS § 237⁵¹ üldise vastutuse normi, mille kohaselt karistatakse isikut VPTS-ist tulenevate piirangute rikkumise eest vara investeerimisel. Kuna nii investeerimisühing, krediidasutus, fondivalitseja kui ka reguleeritud turu korraldaja on kohustatud järgima VPTS-is sätestatud piiranguid, siis kehtib nimetatud norm ka nende suhtes. Õiguskirjanduses on MiFID-i kontekstis väidetud, et direktiiv toob kaasa selle, et kliendi ja finantsasutuse vahelises suhtes jääb dispositiivsust väga vähe alles.²³⁴ Seega on kliendi huvisid peetud piisavalt tähtsaks, et välistada võimalus, et esindajakonto omaja hakkab lepingu sõlmimisel oma positsiooni ära kasutama ning loobub kohustusest kliendi varade kaitse suhtes.

²³² L. Gullifer (2010), p 17.

²³³ Legal Certainty Group. Major examples of legal barriers to a single efficient and less costly post trading market in EU. June 2006, p 6. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/20060629-draft_annex_en.pdf (01.05.2015).

²³⁴ P. O. Mülberr. The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm – Client-Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective. – G. Ferrarini, E. Wymeersch (eds.). Investor Protection in Europe. New York: Oxford University Press 2006, p 320.

KOKKUVÕTE

Käesolevas töös käsitleti esindajakonto olemusega kaasnevaid ja esindajakonto ning ühinguõiguse koostoimes tekkivaid õiguslikke probleeme emitendi, investori ja esindajakonto omaja poolt õiguste ning kohustuste teostamisel. Töös püstitati hüpotees, et esindajakonto põhimõtted tekitavad vastuolude tõttu ühinguõigusega probleeme ühingutes, kus aktsiaid hoitakse esindajakonto kaudu, sest aktsionäri staatus ei ole omistatud õigele isikule ning vahendajal puudub kohustus parandada investori positsiooni emitendi suhtes.

Eesti väärtpaberite hoidmise süsteem on otsene süsteem, millele on omane, et investorid hoiavad väärtpabereid enda isiklikul väärtpaberikontol ning emitent näeb keskregistrist, kes on lõplik isik, kes tema väärtpabereid hoiab. Selle poolest erineb Eesti süsteem kaudse süsteemiga riikidest, kus investorid hoiavad oma väärtpabereid muu isiku, st vahendaja, nime all ja emitendid näevad väärtpaberite hoidjana ainult tema nime. Eestis kehtiv otsene süsteem seisab muuhulgas läbipaistvuse suurendamise eest, sest keskregister on avalik ja kõik omandisuhted on avalikkusele nähtavad. Sellegipoolest ei ole Eesti süsteem täielikult samadest eesmärkidest ja põhimõtetest kantud, vaid eksisteerib esindajakonto instituut, mis on sätestatud EVKS § 6. Esindajakonto näol on tegemist erilise väärtpaberikontoga, mis ei ole investori enda nimel, vaid esindajakonto omaja nimel, kes hoiab seal väärtpabereid oma klientide jaoks ja arvel. Tegemist on kaudse väärtpaberite hoidmise süsteemi elemendiga, sest keskregistris on kirjas ainult esindajakonto omaja nimi ning emitent näeb enda vastaspoolena ainult esindajakonto omajat.

Esindajakonto olemuse avamiseks uuriti käesolevas töös esindajakontol hoitud väärtpaberite kuuluvust ja väärtpaberitest tulenevate õiguste ja kohustuste teostamiseks õigustatud isikut. Vahendatud väärtpaberite kuuluvus on erinevates riikides lahendatud erinevalt, sest õigussüsteemid tunnustavad erinevaid kontseptsioone. Eestis kohalduvad väärtpaberitele kui õigustele asjade kohta käivad sätted võttes arvesse väärtpaberite erisusi. Väärtpaberite üleminek ei toimu asjade kohta käivate sätete, vaid nõuete loovutamisele kohalduvate sätete alusel (VÕS § 174) ning selleks on lisaks loovutamislepingu sõlmimisele ja käsutusõiguse olemasolule vajalik kanne registris. Eesti õiguses loetakse, et isikule kuuluvad tema väärtpaberikontol hoitud väärtpaberid. Sama selge ei ole aga esindajakontol hoitud väärtpaberite kuuluvus. EVKS § 6 lg 4 kohaselt loetakse esindajakontol hoitud väärtpaberid esindajakonto omaja ja tema võlausaldajate suhtes kliendi väärtpaberiteks. Eesti kohtud on

nimetatud sättest järeldanud, et vahendatud väärtpaberid kuuluvad kliendile, samas ei ole väärtpaberite ülemineku kohta sätestatud normid selle järelduse toetuseks piisavalt selged ning taoline ebaselgus seaduse tasandil tuleks likvideerida, kuivõrd see tekitab õiguslikku ebakindlust. Vahendatud väärtpaberitest tulenevate õiguste teostamiseks on EVKS § 6 lg 7 kohaselt õigustatud esindajakonto omanja ning madalama astme kohtud on sellest sättest tulenevalt keeldunud menetlusse võtmast väärtpaberite tegeliku omaniku hagsid.

Käesolevas töös on jõutud järeldusele, et vahendatud väärtpaberite tegeliku omaniku ilmajätmine võimalusest väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostada ei ole soovitatav olukord. Kuna Eesti kohtupraktika tunnustab esindajakonto omanja klienti väärtpaberite omanikuna, siis sellest tulenevalt peaks seadus lubama lõppinvestoril emitendi suhtes oma õigusi teostada. Kuna üldiselt on Eestis otsene süsteem ja väärtpaberid kuuluvad lõppinvestorile, siis tuleks esindajakonto regulatsioon muuta võimalikult sarnaseks otsese süsteemiga. Seega ei ole põhjendatud, et esindajakontol väärtpabereid hoidval isikul ei ole lubatud väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostada. Kohtud peaksid vahendatud väärtpaberite omaniku hagi TsMS § 368 lg 1 alusel menetlusse võtma, kui ta nõuab mingi väärtpaberitega seotud asjaolu tuvastamist, sest olles väärtpaberite omanik, on tal olemas õiguslik huvi väärtpaberitega seotud asjaolude kohtulikuks tuvastamiseks.

Kaudse süsteemiga riikidele on iseloomulik see, et investorid saavad väärtpaberitele ligi ainult vahendajate kaudu. Samal ajal on selle süsteemi eeliseks kulude kokkuhoid, mis saavutatakse tänu sellele, et väärtpaberiülekanded toimuvad vahendaja tasandil ühel ja samal kontol. See viis on muutunud tänapäevase väärtpaberituru funktsioneerimise asendamatuks elemendiks. Kuna Eesti süsteem on oma olemuselt siiski otsene ja kulude kokkuhoiu asemel eelistati ülekannete läbipaistvuse saavutamist, siis ei põhjenda kulude kokkuhoiu argument Eesti süsteemis esindajakonto olemasolu. Viimase vajalikkus selgub välismaiseid isikuid silmas pidades. Nemad saavad tänu esindajakonto olemasolule Eesti õiguses hoida oma klientide Eesti väärtpabereid ühel kontol, avamata igale kliendile eraldi Eesti väärtpaberikontot ning seetõttu ei ole põhjendatud esindajakonto instituudi ära kaotamine.

Esindajakonto ja ühinguõiguse põhimõtete koostoimimist analüüsid võib jõuda järeldusele, et kui aktsiaid hoitakse esindajakontol, siis see tekitab ühingu õiguslikke vastuolusid. Arvestades, et klient on esindajakontol hoitud väärtpaberite omanik, siis ta on ka esindajakontol hoitud aktsiate omanik, kuid samal ajal toob ÄS § 228 lg 2 kaasa selle, et

ühingu jaoks on aktsionäriks esindajakonto omaja, sest tema on kantud aktsiaraamatusse. Esindajakonto regulatsiooni tõttu jõutakse olukorrani, et tegelikku kasusaajat ei tunnustata aktsionärina, aga registrisse kantud esindajakonto omaja ei ole huvitatud aktsionäri staatusega kaasnevate õiguste ja kohustuste kandmisest, sest kogu kasu, mis tekib tänu sellele, et aktsionär võtab ühingu juhtimisest aktiivselt osa, tekib lõplikule investorile, mitte esindajakonto omajale. Kuna ÄS seob aktsionäri staatusega sellised õigused, mis annavad võimaluse ühingu juhtida, siis järelkult ÄS eeldab, et aktsionär on isik, kes omab aktsiatest tulenevat majanduslikku huvi ühingu suhtes. Käesolevas töös on jõutud järeldusele, et esiteks, esindajakonto ja selle olemasolev regulatsioon ja tõlgendus võimaldavad pahatahtlikul aktsionäril ostueesõigusest möödahiilimist ning seeläbi on takistatud teiste aktsionäride poolt ostueesõiguse teostamine kui oma investeringu kaitsmise meetod. Teiseks, kuna ÄS-i kohaselt on organite otsuseid õigustatud vaidlustama aktsionär, siis lõppinvestoril ei ole võimalik kohtusse pöörduda. Selline olukord on vastuolus ÄS-iga, kui võrd viimane peab silmas, et isikul, kes on huvitatud ühingu käekäigust, on võimalik näiteks nõukogu või üldkoosoleku otsuseid kohtus vaidlustada. Kolmandaks, kui aktsionäri vastutust ÄS 289 lg 1 mõttes kannab esindajakonto omaja, siis ei ole täidetud eesmärgid, mida selle sätte all silmas peeti. Esindajakonto omajal kui investeerimisteenuse osutajal on kohustused eeskätt oma kliendi ees, mitte ühingu ees, mille väärtvabereid esindajakonto omaja kliendi jaoks hoiab. Neljandaks, kohtupraktikas on peetud oluliseks aktsionäri õigust teada, kes on teised aktsionärid, sest see võimaldab vähemusaktsionäridel koos tegutseda. Esindajakontol aktsiate hoidmine toob kaasa selle, et ühingutes, kus aktsionärideks on ka esindajakonto omajad, ei võimaldata teiste aktsionäride identiteedi teada saamist.

Nimetatud vastuoludest esindajakontot reguleerivate normide ja ÄS-i normide vahel on võimalik üle saada, kui lisada ÄS-i sätte, mille kohaselt esindajakontol aktsiaid hoidev isik loetakse aktsionäriks ja esindajakonto omaja loetakse selle aktsionäri esindajaks. Tänu sellele normile kuuluksid kõik aktsionäri õigused ja kohustused isikule, kellele kuuluvad aktsiad. Arvestada tuleb sellega, et emitendi jaoks tekitaks see probleemi, sest ta ei teaks, kes on tema aktsionär, kuid see puudus on lahendatav. Aktsionäriõiguste direktiivi muutmise ettepanekus on antud emitentidele õigus küsida vahendajalt, kelle jaoks nad aktsiaid hoiavad ning seeläbi suurendada läbipaistvust ja võimaldada aktsionäride kaasamist ühingu juhtimisse. Asjaolu, et antud eesmärgid on tähtsaks peetud EL-i tasandil, näitab muuhulgas, et esindajakonto poolt lubatud anonüümsus ja ebakindlus peab kaduma. Ilma ÄS-i muutmata saavad ühingud sellegipoolest maandada riske seoses esindajakontodega selle kaudu, et sätestada põhikirjas

reeglid juhtudeks, kui aktsiaraamatust tulenevalt on aktsionäriks esindajakonto omaja. Käesolevas töös on välja pakutud, et põhikirjas võib näiteks sätestada, et kui aktsionäriks on esindajakonto omaja, siis ta on kohustatud ühingu teatama, kes tema klient on, kelle jaoks ta ühingu aktsiaid hoiab.

Vahendatud väärtpaberite hoidmine suurendab investorite ebakindlust ja võib vähendada nende soovi raha väärtpaberitesse paigutada, sest nad peavad arvestama, et lisaks emitendiga seotud riskile, näiteks, et emitent läheb pankrotti, võivad isikud oma investeringu kaotada ka siis, kui vahendaja ei ole piisavalt hoolas või kuritarvitab investori vara. Kuna investorite julgus on vajalik finantsturu funktsionaalseks toimimiseks, siis tuleb seaduse tasandil sätestada esindajakonto omajale piisavad kohustused, et investorite huvid oleksid kaitstud. Kuna kehtiva õiguse ja kohtupraktika tõttu on tekkinud olukord, kus väärtpaberite omanik ei ole õigustatud väärtpaberitest tulenevaid õigusi teostama, siis seda enam peavad esindajakonto omaja kohustused olema seaduses põhjalikult reguleeritud.

Eesti õiguses tulenevad esindajakonto omajale kohustused ja piirangud nii EVKS-ist kui ka iga väärtpaberituru kutselise osalise kohta sätestatud eriseadustest. Töös jõuti järeldusele, et suures osas kohustused erinevatele väärtpaberituru kutselistele osalistele kattuvad ning viitenormide kaudu tulenevad nad põhiliselt VPTS-ist. Riigisisene õigus on puudulik väärtpaberiarveldussüsteemi korraldaja osas, kellel on EVKS § 6 lg 1 tulenevalt õigus omada esindajakontot, kuid kelle tegevust esindajakonto omajana seaduse tasandil reguleeritud ei ole. Kui võrrelda Eesti seadustes sätestatud kohustusi Genfi konventsiooni ja IOSCO poolt välja pakutud standarditega, siis võib jõuda järeldusele, et Eesti seadused on piisaval määral reguleerinud esindajakonto omaja olulisemaid kohustusi kliendi ees. Küll aga ei tulene seadusest esindajakonto omajale kohustust edastada kliendile informatsiooni emitendi korporatiivsete sündmuste ja muu majandustegevuse kohta, et investor saaks aktiivselt osaleda selle ühingu juhtimises, mille väärtpabereid ta on omandanud. See on taunitav, kuna ei võimalda kaudselt väärtpabereid hoidval isikul olla samal määral ühingu tegevusega kursis nagu isikul, kes hoiab ühingu väärtpabereid isiklikul väärtpaberikontol.

Esindajakonto olemasolu Eesti õiguses on küll põhjendatud, kuid analüüsidest selle kokkupuuteid muude õiguse valdkondadega, eelkõige ühinguõigusega, on võimalik jõuda järeldusele, et esindajakontol väärtpabereid hoidva isiku rolli tuleks senisest rohkem austada ning anda sellele isikule rohkem õigusi. Töös püstitatud hüpotees leidis kinnitust ning EVKS

§ 6 tulenevad põhimõtted esindajakonto kohta tekitavad vastuolude tõttu ühinguõigusega probleeme sellistes ühingutes, mille aktsiad on investorid omandanud ja hoiavad neid esindajakontol. Töös toodud soovitusi võib rakendada EVKS-i ja ÄS-i sätete täiendamisel või kasutada töös toodud põhimõtteid kohtupraktika suunamiseks ÄS-i ja EVKS-i vahel olevate vastuolude kõrvaldamiseks.

**RIGHTS AND DUTIES OF ISSUER, INVESTOR AND HOLDER OF A NOMINEE
ACCOUNT ARISING FROM THE HOLDING OF SECURITIES ON A NOMINEE
ACCOUNT (Summary)**

This thesis discusses the nature and meaning of a nominee account in the Estonian legal system as provided in sec. 6 of the Estonian Central Register of Securities Act (ECRSA). The central problem of this thesis is the situation where an investor holds shares of a company through a nominee account and thus causes two sets of rules to interact with each other: those regarding the nominee account and those of company law. Such circumstances provoke a question whether provisions regarding the nominee account are incompatible with the provisions of the Estonian Commercial Code (CC). The hypothesis is that principles regarding the nominee account are not in conformity with the principles set out in the CC and this undermines effective corporate governance.

In order to identify discrepancies between the nominee account and the norms of the CC the thesis applies an analytical method. Moreover, Estonian law is compared with the relevant rules in the laws of the United Kingdom, the USA, Germany and Spain. The legal regime regarding intermediated securities in the aforementioned countries is not examined thoroughly, the analysis is limited to a particular extent, which is necessary in order to detect deficiencies of the Estonian system or justify the need for improvement of the Estonian system. In order to elaborate on the research problem, a report by IOSCO, a collection of articles edited by L. Gullifer and J. Payne titled “Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues” as well as articles prepared by the Legal Certainty Group of the EU have mostly been used. Since the research question is Estonia-centered, Estonian substantive law and jurisprudence have been interpreted for an exhaustive analysis of sec. 6 of the ECRSA and the provisions of the CC.

The thesis consists of three chapters, the first of which examines the nature of the nominee account. The first chapter starts with a description of different securities holding systems and specifies the characteristics of the Estonian system. Subsequently, the nature of the nominee account is discussed by analysing who is the owner of the intermediated securities and who is entitled to exercise rights arising from intermediated securities. In addition, the first chapter asks whether a nominee account is a necessary part of the Estonian holding system of securities. The chapter ends with a reasoned proposal that the law should recognize that the

client of the nominee account holder is the person entitled to exercise rights arising from the securities held on the nominee account.

The second chapter extends the conclusions of the first chapter in the context of an Estonian public limited company and tackles the problems that a nominee account causes in relation to company law. A question is raised whether the status and position of a shareholder change when an investor holds shares via a nominee account and a proposal is made to clarify the status of the shareholder in Estonian legal acts. Moreover, the thesis then examines whether nominee accounts reduce the level of market transparency and whether transparency needs to be increased.

The third chapter follows with a discussion of the role of the nominee account holder in protecting the client's interests and assets and enabling the client to participate in the corporate governance of the issuer. The thesis discusses whether the various parties who are authorized by the law to hold a nominee account are subject to the same obligations under Estonian law. Subsequently, the third chapter states whether the obligations arising from Estonian legal acts are sufficient to protect the interests and assets of the person holding securities on a nominee account.

Estonian holding system of securities is a direct holding system, as investors hold securities on accounts in their own name and issuers have the ability to see from the central register who is the ultimate holder and issuer's counterparty. At the same time the direct holding system in Estonia has an exception, which is provided in sec. 6 of the ECRSA, which states that professional participants of the Estonian securities market have the right to hold a nominee account as a special type of securities account, where securities are held for and on behalf of another person (client). Estonian law considers that securities belong to the person, who holds them on their account. However, the law is unclear on who is the owner of securities that are credited on a nominee account.

According to sec. 6(4) of the ECRSA securities acquired by the holder of a nominee account for the performance of a mandate of a client are deemed to be the securities of the client. Estonian courts have inferred from that provision that intermediated securities belong to the customer, while that conclusion does not stem from the rules regarding the transfer of securities. Such a lack of clarity in the law should be eliminated, as it creates legal

uncertainty, which hampers effective functioning of the securities market. The second important issue concerning the nature of the nominee account is, that sec. 6(7) of the ECRSA states that the holder of a nominee account is entitled to exercise the rights arising from securities in the nominee account and is liable for performance of the obligations arising from such securities. Courts of the lower instances have inferred from that provision that the person on whose behalf the securities are held is not entitled to file actions in court in relation to such securities. Therefore, case law and insufficient legal regulation have caused a situation where the actual owner of securities is not entitled to exercise the rights that arise from the securities, which is inconsistent with the notion of property.

From the analysis of the interference of the principles of company law and the principles regarding the nominee account, a conclusion can be reached that when the shares of a company are held on a nominee account, it creates legal controversy. According to sec. 228(2) of the CC the nominee account holder is considered to be the shareholder of a company, because his name appears in the share register of the issuer. This brings about a situation where the actual investors are not registered in the official registries, because registrations are made in the name of intermediaries acting on their behalf. At the same time, the nominee account holder is not interested in the shareholder status, rights and obligations, because all of the benefits that accrue from the shareholder status belong to the owner of securities. Since shareholder status in the CC entails the right to decide on corporate governance, it follows that the CC assumes that a shareholder is a person who has economic interests regarding the company. This thesis proposes that it is possible to overcome the controversies between the CC and the regulation on the nominee account by adding a clause into the CC under which a person holding shares on a nominee account shall be considered to be a shareholder, while the nominee account holder is his representative in the communication with the issuer. Under the proposed provision all of the shareholders' rights and obligations would belong to the person owning the shares. Moreover, the proposal to amend the Shareholder Rights Directive gives the issuer a right to ask an intermediary for whom they hold shares, thereby increasing transparency and enabling the involvement of shareholders in corporate governance. The fact that these objectives are considered to be important at the EU level indicates that the rights of a person holding their securities on a nominee account should be also respected under Estonian law.

Intermediated holding of securities increases investors' uncertainty and may reduce their willingness to place money in securities. Investors are not motivated, since they are aware that in addition to the risks associated with the issuer, for example, that the issuer will face bankruptcy, they may also lose their investment if the nominee account holder does not exercise sufficient care or misuses the investor's property. As investors' courage is necessary for the functional operation of the financial market, the law must place sufficient obligations on the nominee account holder to protect the rights and property of the investor. This thesis concluded that Estonian laws adequately regulate the obligations of the nominee account holder towards the customer. However, there is no clear obligation of the nominee account holder to pass on to the customer information regarding the issuer's corporate events and other economic activities in order to enable the investor to participate actively in the management of the firm. Therefore, this thesis calls for a legal intervention, since current regulation does not enable the holder of intermediated securities to exercise the same level of rights as the person who holds securities of a company on a personal securities account.

_____ . _____ . _____

_____/signature/

Kristina Promet

KASUTATUD MATERJALID

Kasutatud kirjandus

1. Alferez, F. J. G. The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems. – InDret 1/2006, pp 1-21.
2. Benjamin, J. Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets. Oxford: Oxford University Press 2000.
3. Chun, C. Cross-Border Transactions of Intermediated Securities. Berlin – Heidelberg: Springer 2012.
4. Davies, P. L. Gower's Principles of Modern Company Law. London: Sweet & Maxwell 1997.
5. Donald, D. C. Heart of Darkness: The Problem at the Core of the US Proxy System and Its Solutions. Centre for Financial Regulation and Economic Development, The Chinese University of Hong Kong 2010.
6. Drummond, F. Intermediated Securities: reflections on a new concept in French financial markets law. – Law and Financial Markets Review September 2007, pp 435-442.
7. Einsele, D. Modernising German Law: Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance? – Uniform Law Review 1/2 2005, pp 251 – 262.
8. Enriques, L. *et al.* The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies. – R. Kraakman *et al.* The Anatomy of Corporate Law. New York: Oxford University Press 2009, pp 89-114.
9. Goode, R. Are Intangible Assets Fungible? – Lloyd's Maritime and Commercial Law Quaterly 3/2003, pp 379-388.
10. Gullifer, L. Ownership of Securities. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues. Oxford: Hart Publishing 2010, pp 1-32.
11. Gustavus, E. Äriühinguõigus. Tallinn – Berliin 2000.
12. Hainsworth, A. The Shareholder Rights Directive and the challenge of re-enfranchising beneficial shareholders. – Law and Financial Markets Review January 2007, pp 11-20.
13. Hayton, D. J. The Law of Trusts. London: Sweet & Maxwell 1993.
14. Hopt, K. J. The German Two-Tier Board: Experiences, Theories, Reforms. – K. J. Hopt *et al* (eds.). Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research. New York: Oxford University Press 1998, pp 227-258.
15. IOSCO Technical Committee. Client Asset Protection. August 1996. – Available: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf> (01.05.2015).

16. IOSCO. Regulation of Nominee Accounts in Emerging Markets. Final Report 2011. Available: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD362.pdf> (01.05.2015).
17. Johansson, E. Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity. Berlin: Springer 2009.
18. Kahan, M., Rock, E. The Hanging Chads of Corporate Voting. - The Georgetown Law Journal 2007-2008, Volume 97, pp 1227-1281.
19. Kanda, H. *et al.* Official Commentary on the UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities. Oxford: Oxford University Press 2012.
20. Kinkki, S. Minority Protection and Dividend Policy in Finland. – European Financial Management June 2008, Volume 14, Issue 3, pp 470-502.
21. Kokkola, T (ed.). Payment systems. Payments, Securities, Derivatives, and the role of the Eurosystem. Frankfurt am Main: European Central Bank 2010. Available: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/paymentsystem201009en.pdf> (01.05.2015).
22. Kouretas, G. P., Tarnanidou, C. I. Shareholding in EU: Is “indirect holding” approach appropriate in achieving financial integration? – Journal of Financial Regulation and Compliance February 2014, Volume 22, Issue 1, pp 15-25.
23. Legal Certainty Group. Major examples of legal barriers to a single efficient and less costly post trading market in EU. June 2006. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/20060629-draft_annex_en.pdf (01.05.2015).
24. Legal Certainty Group. Report on Core issues, Part 3 – Corporate Actions and Voting Rights. March 2006. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/28_3_6_waclawik_en.pdf (01.05.2015).
25. Legal Certainty Group. Solutions to Legal barriers related to Post-Trading within EU. August 2008. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/2ndadvice_final_en.pdf (01.05.2015).
26. Liang, W. Title and Title Conflicts in Respect of Intermediated Securities under English Law. Cambridge: Cambridge Scholars Publishing 2013.
27. McFarlane, B., Stevens, R. Interests in Securities. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues. Oxford: Hart Publishing 2010, pp 33-60.
28. Micheler, E. Intermediated Securities and Legal Certainty. LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2014. Available: http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2014-03_Micheler.pdf (01.05.2015).

29. Micheler, E. The Legal Nature of Securities: Inspirations from Comparative Law. – L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, pp 131-150.
30. Mooney Jr, C. W., Kanda, H. Core Issues under the UNIDROIT (Geneva) Convention on Intermediated Securities. - L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, pp 69-130.
31. Moss, G. *Intermediated Securities: Issues Arising from Insolvency*. - L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, pp 61-68.
32. Mülbart, P. O. The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm – Client-Relationship: The Impact of the MiFID on the Law of Contract from a German Perspective. – G. Ferrarini, E. Wymeersch (eds.). *Investor Protection in Europe*. New York: Oxford University Press 2006, pp 296-320.
33. Myners, P. Review of the impediments to voting UK shares. January 2004. Available: <http://www.shareholdercoalition.com/MynersReport104.pdf> (01.05.2015).
34. Nolan, R. C. Shareholder rights in Britain. – *European Business Organization Law Review* June 2006, Issue 2, pp 549-588.
35. Oxford Economic Research Associates (OXERA). *Corporate Action Processing: What are the Risks?* May 2004. Available: <http://www.oxera.com/Latest-Thinking/Publications/Reports/2004/Corporate-action-processing-what-are-the-risks.aspx> (01.05.2015).
36. Paech, P. Explanatory notes to the preliminary draft UNIDROIT convention on harmonised substantive rules regarding securities held with an intermediary. *Uniform Law Review* 1/2 2005, pp 36-114.
37. Paech, P. Market Needs as Paradigm: Breaking Up the Thinking on EU Securities Law. LSE Law, Society and Economy Working Papers 11/2012. Available: http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2012-11_Paech.pdf (01.05.2015).
38. Payne, J. *Intermediated Securities and the Right to Vote in the UK*. - L. Gullifer, J. Payne (eds.). *Intermediated Securities. Legal Problems and Practical Issues*. Oxford: Hart Publishing 2010, pp 187-218.
39. Ringe, W-G. *Deviations from Ownership-Control Proportionality*. – U. Bernitz, W-G. Ringe (eds.). *Company Law and Economic Protectionism*. Oxford: Oxford University Press 2010, pp 209-240.

40. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) proxy Working Group. Report on the shareholder communication process with street name holders, and the NOBO-OBO mechanism. June 2010. Available: http://www.sifma.org/uploadedfiles/newsroom/2010/sifma%20white%20paper_nobo-obo_june%2010%202010.pdf (01.05.15).
41. Sepp, K. Kasulik teada - usaldusfondid. – Juridica IV/2011, lk 443-451.
42. Smethurst, J., Benjamin, J. Restatement of the law relating to client securities. – Capital Markets Law Review 2009, Volume 4, No. 3, pp 311-322.
43. Zetsche, D. Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive. – Journal of Corporate Law Studies October 2008, pp 289 – 336.
44. Takahashi, E. Der Gleichbehandlungsgrundsatz im japanischen Aktienrecht als Aufgabe der Rechtswissenschaft. – Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft. Archiv für Internationales Wirtschaftsrecht Mai 2009, 108. Band, ss 105-117.
45. Than, J. The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany. – Uniform Law Review 1/2 2005, pp 263-270.
46. Thévenoz, L. Intermediated Securities, Legal Risk and the International Harmonisation of Commercial Law. – 13 Stanford Journal of Law, Business & Finance 2007-2008, pp 384-452.
47. Thévenoz, L. Who Holds (Intermediated) Securities? Shareholders, Account Holders, and Nominees. - Uniform Law Review 15/2010, pp 845- 859.
48. Trueba, I. G-S. Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective). – Capital Markets Law Journal December 2007, Volume 3, No. 1, pp 32-57.
49. Waclawik, A. Company law and Securities Clearing and Settlement: the Possible Impact of a Shareholder Rights Directive on the Legal Certainty Project. September 2005. Available: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/5_9_5_waclawik_en.pdf (01.05.2015).
50. Wagner, G. Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht. – Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 4/2008, ss 495–531.
51. Varul, P. jt (koost). Asjaõigusseadus I. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2014.
52. Varul, P. jt (koost). Tsiviilseadustiku üldosa seadus. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2010.
53. Varul, P. jt (koost). Võlaõigusseadus I. Kommenteeritud vlj. Tallinn: Juura 2006.
54. Velasco, J. The Fundamental Rights of the Shareholder. Scholarly Works 2006, Paper 311. Available: http://scholarship.law.nd.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1314&context=law_faculty_scholarship (01.05.2015).

55. Vutt, M. Systematics of Shareholder Remedies – Origins and Developments. – Juridica International XVII/2010, pp 188-196.

Kasutatud normatiivlikad

A) Rahvusvahelised lepingud

56. Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary. Hague Conference on Private International Law. Available: http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72 (01.05.2015).
57. UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities. UNIDROIT 9 October 2009. Available: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention> (01.05.2015).

B) Euroopa Liidu teisene õigus

58. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 95/46/EÜ, 24. oktoober 1995, üksikisikute kaitse kohta isikuandmete töötlemisel ja selliste andmete vaba liikumise kohta. - ELT L 281 , 23/11/1995 Lk 0031 – 0050.
59. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21.04.2004 direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta. - ELT L 145, 30.4.2004, lk 1-44 (eestikeelne eriväljaanne: ptk 6, kd 7, lk 263 - 306).
60. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2007/36/EÜ, 11. juuli 2007, noteeritud äriühingute aktsionäride teatavate õiguste kasutamise kohta. - ELT L 184, 14.7.2007, lk 17—24 (ET).
61. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 909/2014, 23. juuli 2014, mis käsitleb väärtpaberiarvelduse parandamist Euroopa Liidus ja väärtpaberite keskdepositooriume ning millega muudetakse direktiive 98/26/EÜ ja 2014/65/EL ning määrust (EL) nr 236/2012. - ELT L 19, 24.1.2015, lk 14—16 (ET).
62. Ettepanek: Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv, millega muudetakse direktiivi 2007/36/EÜ seoses aktsionäride pikaajalise kaasamise soodustamisega ja direktiivi 2013/34/EL seoses ühingujuhtimise aruande teatavate elementidega. Brüssel, 09.04.2014. COM (2014) 0213 final. 2014/0121 (COD).

C) Eesti Vabariigi riigisised õigusaktid

63. Asjaõigusseadus. – RT I 1993, 39, 590; RT I, 29.06.2014, 109.
64. Eesti väärtpaberite keskregistri seadus. - RT I 2000, 57, 373; RT I, 23.12.2014, 15.
65. Investeeringufondide seadus. – RT I 2004, 36, 251; RT I, 19.03.2015, 4.
66. Krediidiasutuste seadus. – RT I 1999, 23, 349; RT I, 19.03.2015, 4.
67. Rahandusministri määrus “Aksionäride üldkoosolekul esindajakonto omaja esindamiseks ühtse nimekirjana volituse andmise kord”. - RTL 2003, 43, 625; RT I, 16.09.2011, 1.
68. Rahandusministri määrus “Eesti väärtpaberite keskregistri pidamise kord”. - RTL 2000, 139, 2210; RT I, 09.11.2010, 1.
69. Tsiviilkohtumenetluse seadustik. – RT I 2005, 26, 197; RT I, 19.03.2015, 3.
70. Tsiviilseadustiku üldosa seadus. - RT I 2002, 35, 216; RT I, 29.06.2014, 109.
71. Võlaõigusseadus. – RT I 2001, 81, 487; RT I, 29.06.2014, 109.
72. Väärtpaberituru seadus. – RT I 2001, 89, 532; RT I, 23.12.2014, 2.
73. Äriseadustik. - RT I 1995, 26, 355; RT I, 29.06.2014, 109.

D) Välisriikide õigus

74. Companies Act 2006 (c 46). Available: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf (01.05.2015).
75. Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz). Neugefasst durch Bek. v. 11.1.1995 I 34; zuletzt geändert durch Art. 14 G v. 4.7.2013 I 1981. – (Online) verfügbar unter: <http://www.gesetze-im-internet.de/wpapg/BJNR001710937.html> (01.05.2015).
76. Securities Exchange Act of 1934. Available: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (01.05.2015).
77. Uniform Commercial Code Art 8. Available: <https://www.law.cornell.edu/ucc/8> (01.05.2015).

Kasutatud kohtulahendid

A) Eesti kohtulahendid

78. Riigikohtu põhiseaduslikkuse järelevalve kolleegiumi 06.07.2012.a. otsus nr 3-4-1-3-12.

79. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 26.04.2005.a. määrus nr 3-2-1-39-05.
80. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 14.03.2006.a. otsus nr 3-2-1-6-06.
81. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 31.03.2010.a. otsus nr 3-2-1-7-10.
82. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 11.06.2014.a. otsus nr 3-2-1-55-14.
83. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 14.10.2014.a. otsus nr 3-2-1-76-14.
84. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 08.04.2015.a. otsus nr 3-2-1-6-15.
85. Tallinna Ringkonnakohtu 05.03.2013.a. otsus nr 2-11-50736/44.
86. Harju Maakohtu 12.09.2011.a. otsus nr 2-11-6999.
87. Harju Maakohtu 09.10.2012.a. otsus nr 2-11-50736.
88. Harju Maakohtu 28.03.2014.a. otsus nr 2-13-52773.

B) Välisriikide kohtulahendid

89. *Blasius Industries v. Atlas Corp.*, 25.07.1988, 564 A.2d 651, Delaware Court of Chancery.
90. *Eckerle v. Wickeder Westfalenstahl*. Chancery Division, 23.01.2013, [2013] EWHC 68 (Ch).

Kasutatud muud allikad

91. Eesti Väärtpaberikeskus. Eesti Väärtpaberikeskuse ajalugu. Arvutivõrgus kättesaadav: <https://www.e-register.ee/et/evk/ettevottest> (01.05.2015).
92. Eesti Väärtpaberikeskus. Esindajakonto. Arvutivõrgus kättesaadav: <https://www.e-register.ee/et/ariuhingule/heateada/esindajakonto/> (01.05.2015).
93. Ettepaneku seletuskiri: Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv, millega muudetakse direktiivi 2007/36/EÜ seoses aktsionäride pikaajalise kaasamise soodustamisega ja direktiivi 2013/34/EL seoses ühingujuhtimise aruande teatavate elementidega. Brüssel, 09.04.2014. COM (2014) 0213 final. 2014/0121 (COD).
94. European Parliament. Legislative Observatory. Available: [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2014/0121\(OLP\)](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2014/0121(OLP)) (01.05.2015).
95. Finantsinspektsioon. Turuosaliste nimekirjad. Kättesaadav arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/index.php?id=2753> (01.05.2015).
96. Oja, T. Kolmandik omanikest peidus. – Postimees 2.03.2015.
97. Rahandusministeerium. Seletuskiri rahandusministri määruse “Aktsionäride üldkoosolekul esindajakonto omaniku esindamiseks ühtse nimekirjana volituse andmise kord” muutmise

määruse eelnõu juurde. August 2011. Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://www.koda.ee/index.php?op=search&x=0&y=0&query=esindajakonto> (01.05.2015).

98. Riigikogu. 221 SE II-3 Eesti Väärtpaberite Keskregistri seadus. IX Riigikogu stenogramm, III istungjärk, 14.06.2000. Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://www.riigikogu.ee/?op=steno&stcommand=stenogramm&date=960980400#pk2000006820> (01.05.2015).

99. Riigikogu. 221 SE II-3 Eesti Väärtpaberite Keskregistri seadus. Riigikogu majanduskomisjoni istungi protokoll nr 45. Kättesaadav:
http://www.riigikogu.ee/?op=emsplain2&content_type=text/html&page=mgetdoc&itemid=003672732 (01.01.2015).

KASUTATUD LÜHENDID

AÕS	Asjaõigusseadus
ÄS	Äriseadustik
Ch	Chancery Division
ELT	Euroopa Liidu Teataja
EVK	Eesti Väärtpaberikeskus
EVKS	Eesti väärtpaberite keskregistri seadus
EWHC	England and Wales High Court
Genfi konventsioon	UNIDROIT konventsioon vahendatud väärtpaberite sisuliste reeglite kohta
HMK	Harju Maakohus
IFS	Investeeringufondide seadus
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KAS	Krediitiasutuste seadus
MifID	Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21.04.2004 direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta
m	määrus
o	otsus
RKPSJK	Riigikohtu põhiseaduslikkuse järelevalve kolleegium
RKTK	Riigikohtu tsiviilkolleegium
TlnRnK	Tallinna Ringkonnakohus
TsMS	Tsiviilkohtumenetluse seadustik
TsÜS	Tsiviilseadustiku üldosa seadus
USA	Ameerika Ühendriigid
VÕS	Võlaõigusseadus
VPTS	Väärtpaberituru seadus

Lihlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, **Kristina Promet**,

(autori nimi)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihlitsentsi) enda loodud teose

Väärtpaberite esindajakontol hoidmisega seotud emitendi, investori ja esindajakonto omaja õigused ja kohustused,

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on **dr. iur. Andres Vutt**,

(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 kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
 3. kinnitan, et lihlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **04.05.2015**.