

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse instituut

Sigrid Aljas

**BÖRSIEMITENDI KOHUSTUS AVALIKUSTADA SISETAEVET –
KOHUSTUSE OLEMUS JA SISETAEBE DEFINITSIOON**

Magistritöö

Juhendajad:
LL.M. Kristjan-Erik Suurväli
dr. iur. Urmas Volens

Tallinn
2014

SISUKORD

SISSEJUHATUS	3
1. TEABE ROLL VÄÄRTPABERITURUL.....	7
1.1 Investorite kaitse	8
1.1.1 Õiglase hinna kujunemine.....	9
1.1.2 Võimalus langetada ratsionaalseid otsuseid.....	13
1.2 Turukuritarvituste ärahoidmine.....	16
1.3 Vastuolu teabe rollide vahel.....	19
1.3.1 Argumendid siseringitehingute keelu eraldamiseks teabe avalikustamisest.....	19
1.3.1.1 Kaks erinevat siseteabe definitsiooni	21
1.3.1.2 Võimalus siseteabe avalikustamisega viivitamiseks	23
1.3.2 Argumendid kehtiva lahenduse säilitamise kaitseks.....	25
1.4 Emitendi huvi teabe saladuses hoidmise suhtes.....	27
2. AVALIKUSTAMISELE KUULUV TEAVE	30
2.1 Siseteabe üldtunnused	32
2.1.1 Avalikustamata teave	35
2.1.2 Teave emitendi või finantsinstrumendi kohta	39
2.2 Siseteabe täpsus.....	42
2.2.1 Asjaolu või sündmuse ilmumine või toimumine.....	43
2.2.1.1 Mõistlik eeldus	44
2.2.1.2 Teabe täpsus vaheetappidest koosneva protsessi puhul	48
2.2.2 Võimalus järeldada teabe mõju hinnale	51
2.3 Siseteabe hinnatundlikkus.....	55
2.3.1 Tõenäosus hinda märkimisväärselt mõjutada	57
2.3.1.1 Tõenäosus hinda mõjutada	57
2.3.1.2 Märkimisväärne hinnamõju.....	59
2.3.2 Mõistliku investori test.....	61
2.3.3 Asjaolu või sündmuse tõenäosuse ja hinnatundlikkuse vastastikuna sõltuvus	64
KOKKUVÕTE	68
ISSUER’S OBLIGATION TO DISCLOSE INSIDE INFORMATION – ESSENCE OF THE OBLIGATION AND NOTION OF INSIDE INFORMATION	72
LÜHENDID.....	77
KASUTATUD ALLIKAD	78

SISSEJUHATUS

Finantsturud omavad märkimisväärset tähtsust ressursside jaotamisel ühiskonnas ja kujutavad endast asendamatu majanduskasvu eestvedajat. Veel enam, tegemist on olulise mehhanismiga jõukuse jaotamiseks erinevate sotsiaalsete klasside ja riikide vahel. Finantsturud on muutunud omamoodi sotsiaalseks institutsiooniks. Iga sotsiaalse institutsiooni reeglipärane toimimine eeldab aga mitte ainult institutsiooni õiguspärasest toimimisest ja seda, et kõik osalised käituvad õiguspäraselt, vaid see eeldab ka, et tagatud on teatav legitiimsuse tase.¹

Teabe avalikustamise kohustus on siseriingitehingute ja turumanipulatsiooni takistamise kõrval üks keskseid küsimusi väärtpaberituruõiguses. Väärtpaberiturgudel saavad kokku erinevate osapoolte huvid. Õiguslik reguleerimine peab kindlustama nende huvide tagamise ja tasakaalustamise. Siseteabe avalikustamise eesmärgiks võikski pidada eeskätt nende erinevate huvide tasakaalustamist, läbipaistvuse ja vastastikuse usalduse tagamist.

Turukuritarvituste regulatsiooni loomisel nähti integreeritud, tõhusaid ja läbipaistvaid finantsturge kui olulist eeldust majanduskasvu, töökohtade loomise ja jõukuse tagamisele Euroopas. Leiti, et finantsturud tagavad ettevõtete ja valitsuste rahastamise ning võimaldavad eraisikutel saada kõrgemaid pensione, väiksemate kuludega laenu ning erinevaid finantsteenuseid.²

Investori seisukohalt on oluline, et väärtpaberiturgudel valitseks täielik läbipaistvus ja informatsiooni sümmeetria. See tähendab, et üks väärtpaberitehingu osapool ei tohiks saada parema informeerituse tõttu vastaspoole arvelt ebaõiglaselt kasu lõigata. Lisaks on oluline silmas pidada, et tehingute tegemisel võetakse väärtpaberiturul aluseks turuhind, seega on oluline teada, millised asjaolud seda hinda mõjutavad. Õiglane hind saab kujuneda vaid juhul, kui investorid ja potentsiaalsed investorid valdavad kogu olulist, ostu-müügi otsuseid mõjutavat teavet.

¹ E. Avgouleas. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis*. Oxford University Press 2005, pg. 4-5.

² F. G. H. Kristen. *Integrity on European Financial Markets: Background, Objectives, Reasons, Overall Contents and Implications of the Market Abuse Directive*. – *European Company Law 2005/13(1)*, pp. 13-21, pg. 15; *Final Report of the Committee of Wise Men On the Regulation of European Securities Markets*. Brussels, 15 February 2001, pg. 9-10. – Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf (03.05.2014).

Ehkki teabe avalikustamine on kokkuvõttes kasulik ka emitendile endale, toob teabe avalikustamise kohustus siiski kaasa täiendavaid kulutusi ning võib teatud juhtudel omada negatiivset mõju emitendi äritegevusele. Emitendi seisukohalt on oluline silmas pidada, et kohustus oleks proportsionaalne taotletava eesmärgiga. Kui börsil noteeritud ettevõtetele pandavad kohustused muutuvad ebamõistlikult koormavaks, võib see vähendada potentsiaalsete emitentide huvi enda aktsiate börsil noteerimise vastu ja viia olemasolevad investorid börsilt lahkumiseni.

Seega on ühiskonna, investorite ja emitentide huvid teabe avalikustamisel erimahulised, ning kohustuste täitmise ja infosümmeetria tagamiseks peab teabe avalikustamist reguleerima ja sätestama sanktsioonid teabe avalikustamise kohustuse rikkumise puhuks.

Euroopa Liidus kasutatakse väärtpaberituruõiguse reguleerimisel neljaastmelist, nn Lamfalussy menetlust. Lamfalussy menetluse kohaselt asetsevad esimesel tasandil Euroopa Liidu määrused ja direktiivid, mis sätestavad raampõhimõtted, teisel tasandil asetsevad Euroopa Komisjoni rakendusaktid, kolmandal tasandil töötavad liikmesriikide järelevalveasutustest koosnevad komiteed³ ning neljandal tasandil seirab Euroopa Komisjon, kas Euroopa Liidu liikmesriigid on Euroopa õigustiku üle võtnud.⁴ Raportis, millega Lamfalussy menetluse olemus esitati, ei paigutatud sõnaselgelt ühtegi tasandisse Euroopa Kohut, samas ei saa kindlasti eitada ka Euroopa Kohtu rolli nii kehtiva õigustiku rakendamise tagamisel kui edasiarendamisel.

Ehkki kehtiv regulatsioon, selle loomisest kuni rakendamise tagamiseni, paistab esmapilgul olevat läbimõeldud ja kõikehõlmav, tuleb siiski tõdeda, et see ei ole kaasa toonud soovitud selgust ning ühetaolist kohaldamist. Suurimaid probleeme on seejuures tekitanud siseteabe mõiste, mille sisustamisel tuleb arvesse võtta hulka keerulisi kriteeriumeid ja alakriteeriumeid. Siseteabe mõiste selgus ja üheseltmõistetavus on aga siseteabe avalikustamise režiimi eesmärgipärase toimimise üheks peamiseks eelduseks. Eelnevast tulenevalt on oluline tuvastada põhjused, mis on kohaldamisraskused kaasa toonud ja selgitada välja, kas regulatsioon võiks eesmärkide saavutamiseks vajada muutmist ja täpsustamist.

³ Käesoleval ajal Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Asutus ESMA (*European Securities and Markets Authority*), CESR järeltulija.

⁴ Final Report of the Committee of Wise Men, pg. 6.

Tulenevalt eelpool kirjeldatud asjaoludest, on käesoleva magistritöö eesmärgiks välja selgitada, mis põhjustab raskusi siseteabe mõiste sisustamisel ja miks ei suudeta tagada siseteabe avalikustamise kohustuse ühetaolist täitmist. Selleks selgitatakse teabe rolli väärtpaberiturul ja teabe avalikustamise eesmärke, ning avatakse siseteabe mõiste sisu ja tuvastatakse siseteabe avalikustamise kriteeriumid. Regulatsiooni eesmärkide selgitamise ja teabe avalikustamise kriteeriumite tuvastamisega antakse ülevaade regulatsiooni peamistest probleemkohtadest ja tõlgendamisküsimustest. Seejuures on eesmärgiks hinnata, kas kehtiv siseteabe käsitlus ja siseteabe avalikustamise regulatsioon on eesmärgipärane ja võimaldab kohustuse ühetaolist täitmist või vajab regulatsioon muutmist ja täiendamist.

Eelpool esitatu valguses otsitakse käesolevas magistritöös kinnitust hüpoteesile, et kehtiv siseteabe käsitlus on siseteabe avalikustamise kohustuse ühetaolise täitmise tagamiseks piisavalt selge ja üheselt mõistetav, ning mõiste kitsendamine ja ammendav määratlemine takistaks regulatsiooni eesmärkide saavutamist.

Eestikeelse erialakirjanduse puudumise tõttu tuginetakse magistritöös eelkõige asjakohastele normatiivaktidele, juhenditele, kohtupraktikale ja inglisekeelsele kirjandusele.

Normatiivaktidest käsitletakse eelkõige Eesti ja Euroopa Liidu regulatsiooni, tuues vajadusel näiteid teistest Euroopa Liidu liikmesriikidest. Et töö keskseks küsimuseks on regulatsiooni olemuse selgitamine ja mõistete sisu avamine, on regulatsiooni ettevalmistavad töödokumendid ja hilisemad juhendid väärtuslik materjal regulatsiooni eesmärgi ja seadusandja tahte mõistmiseks. Kohtupraktika aitab mõista nõudeid regulatsiooni rakendamisele ja sisustada lahtiseid õigusmõisteid. Kuna tegemist on üsna kitsa ja detailidesse laskuva teemaga, ei too mahukad õigusteooriat käsitlevad teosed teemasse palju selgust, seega on neid kasutatud vaid üldteoreetilise tausta avamiseks. Enam on pandud rõhku inglisekeelsetele teadusartiklitele, mis analüüsivad kehtivat regulatsiooni ja juhivad tähelepanu regulatsiooni probleemkohtadele.

Lisaks on oluline silmas pidada, et kehtiv Euroopa Liidu regulatsioon on hetkel muutmisel ning asendub peatselt uue direktiivi ja määrusega. Hoolimata põhjalikest muudatustest turukuritarvituste regulatsioonis üldiselt, jääb siseteabe mõiste ja olemus sisuliselt puutumata. Seetõttu tugineb käesolev magistritöö hetkel kehtivale regulatsioonile, viidates vajadusel ka planeeritud muudatustele.

Töös kasutatakse eelkõige kirjeldavat ja analüüsivat meetodit. Kuna töö keskseks küsimuseks on siseteavet puudutavate mõistete olemus, ning siseteabe regulatsioon on Euroopa Liidus ühtlustatud, on võrdleva meetodi roll töö koostamisel väiksem. Seda kasutatakse siiski nii riikide erineva praktika, kui õiguskirjanduses valitsevate seisukohtade kõrvutamiseks.

Käesolev magistritöö on jagatud kaheks peatükiks, alapeatükkideks ja täiendavateks alajaotusteks.

Esimene peatükk annab ülevaate teabe rollist väärtpäberiturul, luues pildi sellest, milleks on teabe avalikustamine vajalik, millise teabe avalikustamine vajalik on ja millistele tunnustele peaks siseteave sellest tulenevalt vastama. Mainitud küsimuste mõistmine on oluline eeldus siseteabe mõiste sisustamisele ja eesmärgipärasuse analüüsimisele. Mõistmata teabe rolli väärtpäberiturgudel, ei ole võimalik mõista ka siseteabe avalikustamise režiimi eripärasid ja probleemkohti.

Teine peatükk käsitleb avalikustamisele kuuluvat teavet. Peatükis avatakse siseteabe legaaldefiniitsioon ja üldtunnused. Lisaks keskendutakse põhjalikumalt kahele siseteabe kesksele elemendile – teabe täpsusele ja hinnatundlikkusele. Avatakse nii elementide ülddefiniitsioonid, kui nende täpsemad tunnused. Soovitakse välja selgitada, milline teave kujutab endast siseteavet ja kuulub seega avalikustamisele. Selleks analüüsitakse asjakohaseid õigusakte ja kohtupraktikat, ning käsitletakse antud juhendeid ja õiguskirjanduses tõstatatud probleemkohti. Avades siseteabe mõiste ja tuvastades siseteabe kriteeriumid ja nende täpsem sisu, püütakse välja selgitada, kas kehtiv siseteabe avalikustamise režiim on kooskõlas esimeses peatükis tuvastatud eesmärkidega ja kas regulatsiooni ühetaoline rakendamine ja eesmärkide saavutamine on kehtiva regulatsiooni alusel võimalik.

1. TEABE ROLL VÄÄRTPABERITURUL

Iga regulatsiooni loomisel peab arvesse võtma hulka eeltingimusi, mis tulenevad valdkonna eripäradest, kaasnevatest riskidest ja kehtivatest tavadest. Käesoleva töö esimeses peatükis antakse lugejale ülevaade sellest, millist rolli omab väärtpaberiturul teave. Eesmärgiks on selgitada väärtpaberituru ning seal valitsevate suhete eripärasid ja riske, põhjuseid miks teabe avalikustamise regulatsioon on vajalik ning asjaolusid, mida peaks arvesse võtma siseteabe mõiste sisustamisel ja regulatsiooni tõlgendamisel ja kohaldamisel. Teabe rolli mõistmine on eelduseks siseteabe mõiste käsitlemise ja teabe avalikustamise regulatsiooni eesmärgipärasuse hindamisele ja analüüsimisele.

Teatavasti on turumajanduse aluspõhimõtteks, et kõik isikud püüavad enda kasumit maksimeerida. Väärtpaberiturul teevad investorid kasumi maksimeerimise eesmärgil omavahel ostu-müügi tehinguid. Ideaalsel turul ei kahjusta need tehingud kumbagi osapoolt, ning on kasulikud vähemalt ühele osapooltest. Seega on turud suuresti isereguleerivad ning pealesurutud regulatsioon oleks pigem turgude toimimist takistav. Antud teooria kehtib aga vaid ideaalsetel turgudel, ning reaalsuse selliseid ideaalseid turge tavaliselt ei eksisteeri.⁵

Finantsturgude reguleerimine on majandusliku reguleerimise liik, mis hõlmab erinevaid õiguslikke ja halduslikke kontrollmeetmeid, mida majandustegevuses osalejate suhtes rakendatakse. On leitud, et majandusliku reguleerimise puhul loovad seadusandjad regulatsiooni vastusena avalikkuse vajadusele ning eesmärgiks on ebaefektiivsete ja ebaõiglaste turutavade parandamine.⁶ Väärtpaberiturgude reguleerimise eesmärgiks on seega eeskätt turumehhanismide toetamine, aga mitte nende asendamine.⁷

Seega peaks asuma seisukohale, et väärtpaberiturgude reguleerimisel peab seadusandja arvestama valdkonna eripäradega, püüdes väärtpaberiturgude tõrgeteda toimimist tagada ja toetada, kuid minemata regulatsiooniga liiga kaugele, püüdmata muuta juurdunud tavasid ja takistamata valdkonna edasist arengut. Eesmärgiks peaks olema pelgalt nende aspektide reguleerimine, mida iseregulatsioon ei taga, kuid mille kohane järgimine on väärtpaberiturgude tõhusaks toimimiseks ja turul osalejate huvide kaitseks hädavajalik.

⁵ C. H. Seibt, S. Schwartz. European financial market regulation in the wake of the financial crisis: a functional approach. – China-EU Law Journal 2011/1, pp. 95-118, pg. 98-99.

⁶ E. Avgouleas. The Mechanics and Regulation of Market Abuse, pg. 160.

⁷ C. H. Seibt, S. Schwartz, pg. 99.

Järgnevates alapeatükkides antaksegi ülevaade asjaoludest, mis tingivad vajaduse teabe avalikustamise regulatsiooni järele. Esmalt käsitletakse teabe rolli investorite kaitse ja turukuritarvituste ärahoidmise seisukohalt. Seejärel analüüsitakse vastuolusid, mis võivad tekkida teabe avalikustamise puhul ühetaolise regulatsiooni alusel kahe eelmainitud rolli täitmiseks, see tähendab sama siseteabe mõiste kasutamisel turukuritarvituste keelustamise ja teabe avalikustamise eesmärgil. Selgitatakse, milliseid argumente on nende eristamiseks esitatud ja miks on regulatsiooni eesmärgi saavutamiseks oluline neid eesmäärke võrdselt kohelda. Viimaks selgitatakse emitendi huvisid teabe saladuses hoidmiseks, mida peab samuti teabe avalikustamise reguleerimisel arvesse võtma.

1.1 Investorite kaitse

Käsitledes teabe avalikustamise eesmäärke ja teabe rolli väärtpaberiturgudel, on üks keskseid küsimusi kindlasti investorite kaitse. Käesolevas alapeatükis selgitataksegi, milleks on investorite kaitse väärtpaberiturgudel oluline ja millist rolli omab teave, ning sellest tulenevalt teabe avalikustamise kohustus, investorite kaitses.

Fakti, et väärtpaberiturud üleüldse eksisteerivad, on kirjeldatud kui midagi “maagilist” – investorid maksavad tohutuid rahasummasid võõrastele inimestele rahas praktiliselt mõõtmatu õiguste eest, mille väärtus sõltub täielikult investoritele kättesaadava teabe kvaliteedist ja müüja aususest.⁸

Investorite ja nende huvide kaitset on peetud üheks kapitaliturgude regulatsiooni keskseks küsimuseks, kuna investorite olemasolu on iga kapitalituru tekkimise eelduseks, ning tagamata investoreile kohast kaitset pakkuvat õiguskeskkonda, ei ole ükski ratsionaalne isik valmis kolmandale osapoolele kapitali võimaldama.⁹

Investorid lähtuvad turul tehingute tegemisel peamiselt kahest indikaatorist – turu hinnast ja neile kättesaadavast teabest, mille alusel hinnatakse oma investeeringute riski ja tasuvuse vahekorda. Järgnevalt käsitletaksegi lähemalt neid kahte olulist asjaolu investorite kaitses – esmalt avatakse õiglase hinna kujunemise küsimus väärtpaberiturgudel ning seejärel selgitatakse, miks on oluline, et investoritele oleks tagatud otsuste tegemiselt piisav teave ning millised eeldused peavad olema täidetud, et nad saaksid langetada ratsionaalseid otsuseid.

⁸ C. H. Seibt, S. Schwartz, pg. 101.

⁹ Ibid, pg. 104.

1.1.1 Õiglase hinna kujunemine

Nagu eelnevalt selgitatud, võtavad investorid ostu-müügi tehingute tegemisel ühe alusena arvesse väärtpaberite turuhinda. Seega on käesoleva magistritöö seisukohast oluline selgitada, kuidas kujuneb väärtpaberiturul hind, millist rolli omab hinnakujunemisel teave ja kuidas need asjaolud on seotud investorite kaitse ja teabe avalikustamise kohustusega.

Kõik turud sõltuvad teabest. Informatsioon on see faktor, mis määrab kaupade hinna. Hinnad ei kujune vaakumis. Iga asja väärtus sõltub sellest, kui paljud isikud tahavad osta ja kui paljud on nõus sel hetkel müüma. Teave on see, mis neid ostjaid ja müüjaid kauplema ärgitab, aidades otsustada, mis on kauba väärtus antud hetkel ja milline see võiks olla tulevikus.¹⁰

George Akerlof'i kirjeldatud "sidrunite probleemi" kohaselt peegeldub teabe asümmeetria tehingu hinnas. Akerlof lõi analoogia kasutatud autode ostu-müügi tehingute ja väärtpaberitehingute vahel. Antud teooria kohaselt ei ole ostja olukorras, kus on ilmne, et müüja valdab rohkem teavet, valmis maksma hinda, mida ta maksaks olles kindel, et ta omab kogu teavet ja see teave on korrektne¹¹ Isegi kui eelist andev teave realselt puudub, ei saa investor puuduliku teabe avalikustamise regulatsiooni korral selles kindel olla. Eelnevast tulenevalt on investor investeeringute tegemisel ettevaatlikum ja seeläbi väheneb nii investeeringute suurus kui alaneb väärtpaberite hind.

Investori jaoks on väärtpaberituru kvaliteet oluline, sest mida paremini turg opereerib, seda suurem võimalus on investoril omandada õiglase hinnaga väärtpaber.¹² Kvaliteetsed turud on läbipaistvad, tagatud on teabe kättesaadavus, mis omakorda tagab investorite kaitse ja vähendab tõenäosust, et ostu-müügi tehingute sõlmimisel kujuneb väärtpaberite hind puuduliku teabe hirmu tõttu tegelikust väärtusest väiksemaks või ka vastupidi, et teabe asümmeetria võimaldab ühel investoril teise arvelt või emitentidel investorite arvelt põhjendamatult suurt kasu teenida.

Ilma adekvaatse informatsioonita ei ole investorid suutelised eristama häid investeeringuid halbadest ja kuna heade väärtpaberite pakkujad ei ole suutelised ennast eristama, näevad investorid kõiki väärtpabereid keskpärasena. Seega, kõrgema kvaliteediga väärtpabereid müüakse madalama hinnaga kui neid müüdaks kui kogu asjakohane informatsioon oleks

¹⁰ S. Clarke. Insider Dealing. Law and Practice. Oxford University Press, Oxford 2013, pg 4-5.

¹¹ G. A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. – The Quarterly Journal of Economics 1970/ Vol. 84, No. 3.

¹² J.R. Macey. Insider trading: Economics, Politics and Policy. The AEI Press, Washington 1991, pg 7.

kättesaadav. Headesse ettevõtetesse investeeritakse liiga vähe ja madalama kvaliteediga ettevõtetesse liiga palju. Investorid kaotavad kuna nad investeerivad valedesse väärtpaberitesse ning ühiskond kaotab kuna kõrge kvaliteediga väärtpaberid on alahinnatud ning on oht, et pikas perspektiivis ei soovi investorid enam sellistel turgudel investeerida. Ettevõtete kohta teabe avalikustamine on viis nende probleemidega tegelemiseks.¹³

Kirjeldatud probleemi tähtsus investorite jaoks on selge – investorid on need, kes teabe alusel kauplevad. Investorid on need, kes puuduliku teabe tõttu investeerivad valedesse ettevõtetesse, teenivad sellest tulenevalt potentsiaalsest vähem kasu või kannavad koguni kahju. Alahinnata ei saa aga ka aktsiate turuväärtuse mõju emitentidele ja nende äritegevusele. Tõsi, emitendid teenivad emissioonist ning järelturul kauplemine neid otseselt ei mõjuta. Samas avaldab aktsiate turuhind mõju emitentide mainele ja on nende usaldusväarsuse indikaatoriks. Edukaks äritegevuseks ja tegevuse edasiarendamiseks ei piisa enamasti vaid ühekordsest emissioonist, emitent võib soovida emiteerida täiendavaid väärtpabereid või otsida muid finantseerimisvõimalusi. Madal aktsiate turuhind, ka siis kui hind on madal põhjendamatult, võib täiendaval finantseerimisel takistuseks saada. Seega on aktsiate õiglane turuhind lisaks investorite kaitsele oluline ka emitentide eduka äritegevuse kindlustamiseks ja seeläbi ka kogu ühiskonnale, aidates elavdada majandust ja luua uusi töökohti.

Teabe hinnamõju mõistmiseks ja selgitamiseks pakub abi majandusteooria, kus hinnakujunemise mehhanisme on ulatuslikult käsitletud ning pakutud välja mehhanisme, millest ka väärtpaberiturgude õiguslikul reguleerimisel mööda vaadata ei saa.

Majandusteoreetilistest mudelitest on õiguskultuuris enim kajastamist leidnud tõhusate kapitaliturgude hüpotees. Seda käsitletakse nii akadeemilises kirjanduses kui võetakse arvesse finantsturgude reguleerimist puudutavates küsimustes.¹⁴ Turu tõhususe teooria on kujutanud endast väärtuslikku vahendit finantsturgude ja seal toimuva hinnakujunemise mõistmisel.¹⁵

¹³L. Gullifer, J. Payne. Corporate Finance Law. Principles and Policy. Hart Publishing. Oxford and Portland, Oregon 2011, pg. 455-456.

¹⁴R. J. Gilson, R. H. Kraakman. The Mechanisms of Market Efficiency. – Virginia Law Review 1984/70(4), pp. 549-644, pg. 549-550.

¹⁵E. Avgouleas. The Mechanics and Regulation of Market Abuse, pg. 49.

Tõhusa kapitalituru teooria põhineb ideel, et hinnad turul peegeldavad igal valitud hetkel täielikult kogu kättesaadavat teavet.¹⁶ Turg on tõhus, kui see ei võimalda investoritel teenida keskmisest suuremat kasumit, võtmata keskmisest suuremaid riske.¹⁷ Turgu võib pidada tõhusaks mingi konkreetse teabe suhtes, kui selle teabe alusel kaubeldes ei ole võimalik teenida ebalproportsionaalset kasumit.¹⁸

Kokkuvõtvalt võiks seda selgitada nii, et investorid võtavad teavet ostu-müügi tehingutel arvesse, teave mõjutab pakkumust ja nõudlust, nõudlus ja pakkumus mõjutavad omakorda aktsiate turuhinda. Kui mingi teabe alusel kaubeldes on võimalik saada ebaloomulikku kasumit, ei ole turg selle teabe suhtes tõhus, see teave ei ole turuhindades täielikult peegeldunud, hind ei ole kooskõlas väärtpaberit puudutava teabega ja sellest tuleneva riski ja potentsiaalse kasumi vahekorraga.

Niisiis peegeldavad hinnad tõhusatel turgudel teavet, mida informeeritud investorid kasutavad turul positsioone võttes. Kuna teabe omandamine võib aga olla võrdlemisi kulukas, tuginevad vähem informeeritud investorid sisuliselt teiste investorite käsutuses olevale teabele, lähtudes hetkehindadest ja kujundades seeläbi enda ootused edasistele hinnaliikumistele.¹⁹ Seega, lisaks võimalusele teabe alusel kaubeldes ebalproportsionaalset kasumit teenida, ohustab puudulik teabe kättesaadavus ja turgude ebatõhusus enim just vähem informeeritud, kogenematuid investoreid, kelle investeerimisotsused tuginevad sageli just eeskätt aktsiate hinnale.

Turu tõhususe teooria on leidnud rakendust ka õiguspraktikas. Nii on näiteks Ameerika Ühendriikide Ülemkohus *Basic* lahendis rõhutanud, et hinnad tõhusal turul peegeldavad teavet, ning teabe moonutamine sellistel turgudel võib seega mõjutada hinda võrreldes sellega, millised need hinnad oleks olnud moonutuse puudumisel.²⁰

Kuna väärtpaberituruõiguse eesmärgiks on eeskätt turumehhanismide toetamine, ei ole imekspandav, et peaaegu kõikide õigusmeetmete puhul, mis on Euroopa Liidus võetud

¹⁶ E. Fama. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. - Journal of Finance 1970/25, pg. 383-417.

¹⁷ B. Malkiel. The Efficient Market Hypothesis and its Critics. – Journal of Economic Perspectives 2003/59, pg. 17.

¹⁸ M. Jensen. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. – Journal of Financial Economics 1978/6, pgs. 95–101, pg. 97.

¹⁹ R. Sappideen. Explaining securities markets efficiency. – Capital Markets Law Journal 2008/3(3), pp. 326-342, pg. 334.

²⁰ Decision of the Supreme Court of United States of America - *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), at 246.

kapitaliturgude reguleerimiseks, rõhutatakse ühe peamise eesmärgina väärtpaberiturgude tõhususe tagamist.²¹

Turu tõhususe teooria on saanud ulatuslikku kriitikat nii majandusteoreetikutelt kui õiguskirjanduses. Kaheldud on nii selles, kas turgude tõhusus on üleüldse võimalik, kui selles, kas sellele saab väärtpaberituruõiguses tugineda.

Nii on näiteks leitud, et turu tõhususe teooria ei ole iseenesest selgelt defineeritud ja empiirilisel tõestatav hüpotees. Et teooriat praktikas kasutada, tuleb sellele lisada täiendavaid elemente nagu investorite eelistused, teabe olemus, ettevõtluskeskkond ja muu. Sel juhul muutub aga turu tõhususe hüpotees mitmetest erinevatest asjaoludest koosnevaks liithüpoteesiks, mille tulemusena on keeruline määratleda, milline hüpoteesi osa põhjustas ebakorrapära. Sellest tulenevalt võiks järeldada, et majandusanalüütikud võivad jõuda küsimuses selle kohta, millised turud on efektiivsed ja millised mitte, väga erinevatele arvamustele.²²

Turu tõhususe teooria on väga mõjus teoreetiline lähtepunkt selgitamaks, kuidas teabe avalikustamine mõjutab väärtpaberite turuhinda. Hoolimata sellest, et iga taoline teooria tekitab küsimusi ja ei ole selge, kas teooria ka realselt tegelikkust peegeldab, on tegemist raamistikuga, millele teabe avalikustamise regulatsioonid tuginevad ja mille taustal nende toimimist hinnatakse.²³

Käesoleva magistritöö eesmärgiks ei ole hinnangute andmine konkreetsetele turgudele, veel enam sellele, kas turg on efektiivne konkreetse emitendi või väärtpaberi suhtes. Rääkides siseteabe avaldamise kohustusest, on oluline silmas pidada, et majandusteooria tunnistab, et teave mõjutab, kui mitte igal valitud hetkel, siis vähemalt üldjuhul, turuhinda. Ehkki iga teave ei pruugi igal valitud hetkel turuhinda samal viisil mõjutada ning turu tõhususe võtmine enda õiguslike põhjenduste aluseks ei pruugi seega olla põhjendatud, ei saa eitada, et turu tõhusus on eesmärk, mille poole peaks püüdlema.

²¹ C. H. Seibt, S. Schwartz, pg 99; vt ka 2003/71/EÜ preambula p. 10, 2003/6/EÜ preambula p. 2, 2004/39/EÜ preambula p. 5 ja 44.

²² L. A. Bebchuk, A. Ferrell. Rethinking Basic. – John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School, Discussion Paper No. 764, pg. 18.

²³ J. D. Cox, R. W. Hillmann, D. C. Langevoort. Securities Regulation. Cases and Materials. Wolter Kluwer Law & Business, New York 2013, pg. 91.

Turu tõhusus teabe suhtes on märkimisväärse tähtsusega mehhanism võitluses turukuritarvitustega. Mida täpsemalt vara väärtused peegeldavad väärtusega seotud teavet, seda keerulisemaks muutub kuritahtlike skeemide läbiviimine.²⁴

Seega on turu tõhususe ja teabe hinnamõju silmaspidamine väärtpaberiturgude tõrgeteta toimimise seisukohalt äärmiselt oluline, aidates tagada investorite usalduse, turgude jätkusuutliku toimimise ja ressursside juhtimise sinna, kus see suudab enim kasu teenida ja ühiskonna majandust elavdada. Ehkki ei saa kindlalt väita, et teave alati väärtpaberihinnas peegeldub, ei saa ka eitada, et see sageli nii on, ning et tegemist on eesmärgiga, mille poole peaks väärtpaberiturgude reguleerimisel püüdma. Vaid juhul kui kogu finantsinstrumenti puudutav teave peegeldub hinnas, on tagatud investorite piisav kaitse ning nende poolt võetava riski tasakaal saadava kasumiga. Teave saab aga hinnas peegelduda vaid juhul, kui emitendid asjakohast teavet avalikustavad ja see investoritele teatavaks saab.

1.1.2 Võimalus langetada ratsionaalseid otsuseid

Eelpool sai selgitatud, kuidas mõjutab investoreid turuhind ja millist rolli omab teave turuhinna kujunemisel. Investorid ei lähtu aga ainult turuhinnast ja ei ole mõjutatud vaid teabest, mis on hinnas peegeldunud. Investorid võtavad investeerimisotsuste tegemisel arvesse mitmesuguseid tegureid, mis kõik võivad omada nende otsustes erinevat kaalu. Järgnevalt selgitatakse, miks on oluline, et investoritele oleks tagatud otsuste tegemiselt piisav teave.

Teabe avalikustamise kohustus on vajalik informatsiooni asümmeetria vähendamiseks finantsturgudel ning investoritele kättesaadava informatsiooni hulga tõstmiseks. Üks siseteabe avalikustamise nõude põhjus on seega tagada investoritele informatsioon, mis võimaldab neil langetada otsuseid konkreetses ettevõttes väärtpaberite omandamise või võõrandamise kohta.²⁵

Tulenevalt finantsturgude arengust ja tuginedes kaasaegsele majandusteooriale, sealjuures suuresti just eelnevas alajaotuses kirjeldatud turu tõhususe teooriale, hakkasid seadusandjad ja järelevalveasutused vaatama finantsturgusid kui hulka ratsionaalseid investoreid kes, juhul kui neil on piisavalt teavet ja sobilikud majanduslikud stiimulid, teevad optimaalseid, vahendeid jaotavaid ning kasumit maksimeerivaid otsuseid. Lihtsalt öeldes eeldati, et turuosalisel

²⁴ E. Avgouleas. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, pg. 45.

²⁵ L. Gullifer, J. Payne, pg. 459.

kohandaksid enda investeerimisotsuseid, positsioone ja strateegiaid vastavalt kättesaadavale teabele.²⁶

Ratsionaalse valiku teooria kohaselt püüdlevad isikud enda kasumi maksimeerimise poole, omades kindlaid, selgepiirilisi eelistusi ja tuginedes sealjuures optimaalsele hulgale informatsioonile ning muudele asjakohastele teguritele.²⁷ Seega, olukorras, kus tulemus ei ole selge, teevad isikud otsuse või valivad tegevusviisi, mis maksimeerib oodatava kasumi, ehk lähtuvad nn oodatava kasumi hüpoteesist.²⁸

Kirjeldatud otsustamisprotsessis muutub teabe avalikustamine äärmiselt oluliseks. Kui isikud tegutsevad tingimustes, kus nende käitumisviisi tulemus on ebaselge, eeldatakse, et nad hindavad erinevate tulemuste saabumise tõenäosust vastavalt enda teadmiste tasemele. Kui on tagatud ligipääs uuele teabele ja isikutel on võimalik seda analüüsida, hindavad nad tõenäosust tuginedes uuele teabele ja enda eelnevale teadmisele.²⁹

Ratsionaalse valiku teooriale vastukaaluks võiks tuua Kahneman'i ja Tversky prospekti teooria (*Prospect Theory*), mis tugineb isikute valiku ja hinnangu psühholoogilistele aspektidele. Prospekti teooria kohaselt ei ole investorite eelistused püsivad. Selle teooria kohaselt võivad investorite valikud ja otsused muutuda sõltuvalt teabe esitusviisist ja rõhuasetusest.³⁰ Seega, eeldades, et prospekti teooria arutluskäik on tõene, muutes vaatenurka mingi konkreetse teabe suhtes muutuvad investorite hinnangud potentsiaalse kasumi ja võetava riski vahekorrale, ja isikute võime viia läbi adekvaatseid arvutuskäike on piiratud, vähendaks see just kui suure hulga teabe avalikustamise tähtsust ja muudaks ratsionaalse valiku teooria kasutuks. Seda eeskätt tavainvestorite suhtes, kelle võime teavet adekvaatselt hinnata on väiksem ja kes on seega igasugustest välistest faktoritest kergemini mõjutatavad.³¹

Tõsi, peab nõustuma, et seisukoht nagu inimesed käituksid igal üksikul juhul ratsionaalselt ja nende otsused oleksid samasisulise teabe puhul alati ühesuunalised, on liialt naiivne ja

²⁶ E. Avgouleas. The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm European Financial Regulation: The Case for Reform. – European Company and Financial Law Review 2009/4, pp. 440-475, pg. 442.

²⁷ G. S. Becker. The Economic Approach to Human Behavior. University of Chicago Press, 1976.

²⁸ J. von Neumann and O. Morgenstern, Theory of Games and Economic Behavior. Princeton University Press, 1944.

²⁹ E. Avgouleas. The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm European Financial Regulation, pg. 448.

³⁰ D. Kahneman, A. Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. – Econometrica 1979/47(2), pp. 263-292.

³¹ E. Avgouleas. The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm European Financial Regulation, pg. 450.

lihtsakoeline. Samas ei lükka prospekti teooria ratsionaalse valiku teooriat ümber. Fakt, et investorite valikud võivad sõltuda konkreetse teabe esitusviisist ja vaatenurgast, millest teabele lähenetakse ja seda hinnatakse, ei tähenda, et investorid ei käituks valdavalt ratsionaalselt, ei kaaluks teavet igakülgset ja ei püüdleks enda kasumi maksimeerimise poole. Pigem võiks väita vastupidist ja asuda seisukohale, et see hoopis suurendab vajadust selge ja ühetaolise teabe avalikustamise režiimi järele, mis võimaldaks investoritel saada adekvaatset ja kallutamata teavet, ning hinnata seda teavet kõigi ülejäänud asjakohaste faktorite valguses.

Niisiis, ehkki ka ratsionaalse investori mudelile on mitmeid vastuargumente, puudutavad need peamiselt seda, kas ratsionaalse investori mudel tagab piisava investorite kaitse ja turu tõrgeteta toimimise ning kas investorid on tõepoolest igal konkreetset hetkel suutelised teavet ratsionaalselt hindama. Andmata hinnanguid sellele, kas siseteabe avalikustamine üksi on piisav vahend seatud eesmärkide saavutamiseks, on oluline silmas pidada, et üldise seisukoha järgi tegutsevad investorid kasumi teenimise eesmärgil. Eeldusel, et nad tegutsevad otsuste langetamisel teadlikul ja omavad baasteadmisi finantsturgude toimimisest, viib teabe avalikustamine informeeritud investeerimisotsusteni, mis on kooskõlas investori poolt soovitud riski ja tulu vahekorraga. Eelnevast tulenevalt vajavad ratsionaalsed kasumit maksimeerivad investorid suures koguses teavet, et arvutada välja investeringu riski ja tulu eeldatav vahekord ning maksimeerida oodatav tulu, mis vastab nende soovitud riski ja kasumi eelistustele.

Turud sõltuvad kvaliteetsest ja õigeaegsest teabest. Investorid, kes tunnevad et neile on läbi kvaliteetse teabe tagatud kohane kaitse, on enda otsustes kindlamad ning osalevad julgemalt väärpaberiturgudel nii enda, emitentide kui kogu ühiskonna hüvanguks.³²

Informatsiooni asümmeetria vähendamine on seega vajalik mitmel põhjusel. Esmalt on see oluline tehinguosapoolte võrdsuse tagamiseks, et tehingud tehtaks õiglase hinnaga ja selgetel alustel, kahjustamata kumbagi osapoolt. Teisalt aitab see kaasa investorite kaasamisele ja kauplemisaktiivsuse kasvule. Juhul kui investoritel on piisavalt teavet ning selge ülevaade sellest, kuhu nad enda ressursse paigutavad ja mida nad selle eest vastu saavad, kasvab ka nende julgus investeerida, lisandub investoreid ja suureneb investeringute koguulatus.

³² L. Burn. Disclosure in the EEA securities markets—making sense of the puzzle. – Capital Markets Law Journal 2008/3(2), pp. 139-153, pg. 145.

1.2 Turukuritarvituste ärahoidmine

Nagu eelnevas alapeatükis selgitatud, on siseteabe avalikustamise üheks eesmärgiks aktsionäride ja investorite teavitamine, et tagada neile võimalus langetada põhjendatud otsuseid tehingute tegemisel. Siiski, siseteabe avalikustamise peamine põhjus paistab olevat hoopis teabe vabastamine siseteabe olemusest, see tähendab välistada insaiderite võimalus sellelt kasu teenida.³³ Järgnevalt selgitataksegi, kuidas aitab teabe avalikustamine kaasa turukuritarvituste tõkestamisele.

Ligipääs suuremale hulgale teabele võimaldab siseringil, kui tehingu sooritamisel tegutsetakse kooskõlas avalikustamata teabega, oodata sellest majanduslikku eelist ilma, et kantaks sama suurt riski kui teised turuosalised. Siseringitehingu peamised tunnused peituvad seega asjaolus, et teabest saadakse eelis nende kolmandate isikute ees, kes seda teavet ei valda, ning sellega kahjustatakse finantsturgude terviklikkust ja investorite usaldust.³⁴

Euroopa Liidu regulatsiooni kohaselt eeldab integreeritud ja tõhus finantsturg turu terviklikkust.³⁵ Majanduskasvu ja jõukuse suurendamise eeltingimuseks on väärtpaberiturgude tõrgeteta toimimine ja üldsuse usaldus turgude vastu. Turu kuritarvitamine kahjustab finantsturgude terviklikkust ning üldsuse usaldust väärtpaberite ja tuletisinstrumentide vastu.³⁶

Seega ei ole turukuritarvituste ärahoidmine eesmärk omaette. Regulatsioonil on sügavale ulatuvad eesmärgid, mis hõlmavad investorite ja nende majanduslike huvide kaitsmist, kuid nende usalduse tagamise kaudu peaks kasvatama investeringute hulka, ergutama turgusid ja seeläbi tooma kaasa majanduskasvu ja ühiskonna heaolu tõusu.

Turu kuritarvitamine hõlmab turukuritarvituste direktiivi kohaselt siseringitehinguid ja turuga manipuleerimist. Siseringitehinguid tõkestavatel õigusaktidel on sama eesmärk kui turuga manipuleerimist tõkestavatel õigusaktidel – tagada ühenduse finantsturgude terviklikkus ja suurendada investorite usaldust nende turgude vastu. Seepärast on Euroopa Liidu liikmesriikidel soovitatud siseringitehingute ja turuga manipuleerimisega võitlemiseks vastu

³³ L. Gullifer, J. Payne, pg. 484.

³⁴ EKo 23.12.200, 9 C-45/08 Spector Photo Group ja Van Raemdonck, p. 52.

³⁵ Termin "terviklikkus" on tõlgitud ingliskeelsest terminist "integrity". Seda peaks mõistma kui turgude ausust.

³⁶ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 28.01.2003. a. direktiiv 2003/6/EÜ siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta, preambula p. 2.

võtta ühtsed eeskirjad.³⁷

Väärtpaberituruseaduse (VPTS) tähenduses on turukuritarvituse siseteabe väärkasutamine ja turumanipulatsiooni sooritamine.³⁸ VPTS § 188⁶ kohaselt jaguneb siseteabe väärkasutamine siseteabe lubamatuks avaldamiseks ja siseteabe alusel kauplemiseks.

Hinnatundliku teabe avalikustamine ja siseteabe väärkasutamine on omavahel tihedalt seotud - mida kiiremini sellist informatsiooni avalikustatakse, seda raskem on siseteavet kuritarvitada. Informatsiooni avalikustamine toimub eesmärgil, et kõigil isikutel oleks võrdne lähtepositsioon investeerimisotsuste tegemiseks.

Ajalooliselt on olnud erinevaid argumente insaider tehingute reguleerimise vastu. On asunud näiteks seisukohale, et siseinfo on ettevõtte omand, ning selle avaldamist peaks reguleerima pelgalt lepinguõigus, mitte formaalsed reeglid. Sellise seisukoha põhjendusena on muu hulgas leitud, et siseinfo on sobiv viis ettevõtte personali, eriti juhtkonna, kompenseerimiseks.³⁹

Need seisukohad pärinevad ajast kui insaider tehinguid nähti äriühinguõiguse küsimusena kuna insaideriteks peeti peamiselt ühingu juhte. Üks selle seisukoha peamisi probleeme on, et insaiderid saavad lõigata kasu nii headest kui halvadest uudistest. Seega tekib *moral hazard* (moraalirisk), kus juhtkonna jaoks ei ole oluline, kas töötatakse ettevõtte edukuse või ettevõtte pankroti nimel.⁴⁰

Lähtudes kaasaegsest majandus- ja õigusteooriast, mille kohaselt investorid tuginevad otsuste tegemisel nii turuhindadele kui kogu kättesaadavale teabele, püüdes maksimeerida enda kasumit ning olles samas majandusarengu nurgakiviks, ei ole siseteabe alusel kauplemisele mingit õigust.

Investorite usaldus on turu terviklikkuse tagamise võtmelement. Probleeme ei tekitagi mitte niivõrd insaideriga kauplemine kui selline, vaid fakt, et insaiderid ärgitavad investoreid kaupleva vale hinnaga. Insaidertehingud iseenesest ei kahjusta investoreid. Kahjulik on materiaalse informatsiooni mitteavaldamine, st informatsiooni asümmeetria investorite ja

³⁷ 2003/6/EÜ, preambula p. 12.

³⁸ Väärtpaberituruseadus. – RT I 2001, 89, 531 ... RT I, 23.12.2013, 33, § 188².

³⁹ vt nt J. R. Macey op. cit. 5 ja H. G. Manne. In Defense of Insider Trading. – Harvard Business Review Nov.–Dec. 1966.

⁴⁰ L. Gullifer, J. Payne, pg. 459-460.

insaiderite vahel.⁴¹ See tähendab, et piirama ei peaks mitte insaiderite üldist võimalust kaubelda, vaid takistama peaks nende võimalust kaubelda ebavõrdsetel alustel.

Nagu eespool kirjeldatud, peaks siseteabe avalikustamise regulatsiooni kujundamisel muu hulgas arvesse võtma turgude tõhususe ja investorite ratsionaalsuse teooriaid. Tõhusal turul peegeldub hindades kogu kättesaadav teave, kui aga insaider kaupleb teabe alusel, mis tehingu vastaspoolele teada ei ole, ei peegeldu see teave hinnas. Sellest tulenevalt on kahjustatud turu tõhusus, investoril ei ole võimalik langetada ratsionaalseid otsuseid, kahjustatakse investorite usaldust, ressursid ei jaotu turul objektiivsetele alustele tuginedes, ning seeläbi kahjustatakse majandusarengut ja ühiskonda tervikuna.

Turuga manipuleerimiseks on sisuliselt kolm võimalust – tabel põhinev manipuleerimine, tehnilike tehingutega manipuleerimine ja hinnamanipuleerimine.⁴² Lisaks siseringitehingute takistamisele, võib siseteabe korrektne avaldamine kaudselt ka turumanipulatsioone vähendada. Olukorras, kus emitentide ja finantsinstrumentide kohta on kättesaadav täielik ja täpne teave, on investorid vähemtundlikud väära teabe ja kuulujuttude suhtes, samuti on selgemini järeldatav, kas hinnaliikumine oli põhjustatud tahtlikult või tulenes objektiivsetest asjaoludest.

Turukuritarvitused lähevad vastuollu üldise printsiibiga, et kõik investorid peaksid olema võrdses seisus. Läbipaistmatus ja võimalus ebaõiglaselt kahju kannatada võib põhjustada nii olemasolevate kui potentsiaalsete investorite eemaldumise väärtpaberiturgudest.⁴³

Seega, arvestades turukuritarvituste ulatuslikku mõju finantsturgudele ja majanduskeskkonnale, on turukuritarvituste vastu võitlemine üks finantsõiguse keskseid probleeme. Siseteabe avalikustamine vähendab võimalusi turukuritarvituste toimepanemiseks. Avalikustamisega kaotab teave siseteabe iseloomu, mis tähendab, et see ei anna enam ühele poolele võimalust teavet väärkasutada ja seeläbi vastaspoole arvel ebaproportsionaalset kasumit teenida.

⁴¹ L. Gullifer, J. Payne, pg. 462.

⁴² E. Avgouleas. The Mechanics and Regulation of Market Abuse, pg. 119.

⁴³ F. G. H. Kristen. Integrity on European Financial Markets: Background, Objectives, Reasons, Overall Contents and Implications of the Market Abuse Directive. – European Company Law 2005/13(1), pp. 13-21, pg. 16.

1.3 Vastuolu teabe rollide vahel

Eelnevalt sai selgitatud kahte peamist teabe funktsiooni väärtpaberiturul, täpsemalt infosümmeetria tagamist ja turukuritarvituste ärahoidmist. Järgnevalt on oluline märkida, et ehkki tegemist on kahe erineva funktsiooniga, on kehtivas regulatsioonis siseteabe mõiste nii infosümmeetria tagamise kui siseringitehingute ärahoidmise puhuks sama. See tähendab, et koheselt kui esineb teave, millest tõusetub kauplemise keeld, peab emitent selle teabe ka avalikustama.

Sama siseteabe mõiste kasutamist nii siseteabe avalikustamise kohustuse kui siseteabe alusel kauplemise kontekstis on saanud mitmesugust kriitikat. Muu hulgas on ühtse definitsiooni kasutamist nimetatud näiteks regulatsiooni fundamentaalseks veaks.⁴⁴

Samas on kriitikute kõrval ka kehtiva režiimi kaitsjaid. Nii ühtsel kui kahel erineval siseteabe definitsioonil on tugevusi ja nõrkusi. Järgnevalt selgitataksegi esmalt, milliseid puuduseid on nähtud ühtse definitsiooni kasutamisel ja milliseid muudatusi on soovitatud, ning seejärel tuuakse välja siseteabe mõiste duaalfunktsiooni eelised ja selgitatakse, miks ei tohiks eristada avalikustamisele kuuluvat siseteavet teabest, mille alusel ei ole insaideritel lubatud kaubelda.

1.3.1 Argumendid siseringitehingute keelu eraldamiseks teabe avalikustamisest

Nagu mainitud, esineb seisukohti nii siseteabe avalikustamise ja siseringitehingute reguleerimise poolt samadel alustel, kasutades sama siseteabe definitsiooni, kui ka selle seisukoha vastu. Järgnevalt selgitataksegi, milliseid argumente saab esitada siseteabe avalikustamise ja siseringitehingute regulatsioonide eraldamise poolt.

Kriitikud on leidnud, et definitsioon töötab siseringitehingute keelamise eesmärgil hästi, samas teabe avalikustamise nõude puhul kerkivad esile probleemid. Ühtse definitsiooni eesmärk on selge – tagada, et investoritel oleks ligipääs teabele nii vara kui vähegi võimalik. Samas, praktikas on emitendid, kes kardavad aktsia hinna kõikumist e. volatiilsust ja ebakindlust aktsiahinnas, leidnud siiski erinevaid lahendusi, kuidas teabe avalikustamist edasi lükata. Ka järelevalved on regulatsiooni rakendamisel võtnud erinevaid lähenemisi, tunnistades, et vahel tagab teabe avalikustamisega viivitamine suurema avaliku kasu ja kindluse. Tulemuseks on aga järjepidamatus ja suutmatus regulatsiooni täita.⁴⁵

⁴⁴ European Securities Markets Expert Group (ESME). Market Abuse EU Legal Framework and its Implementation by Member States: A First Evaluation, pg. 5. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf (4.04.2014).

⁴⁵ESME, pg. 5.

Esmalt on leitud, et ühtne definitsioon võib ärgitada emitenti liigsele ettevaatlikkusele, mis tõttu avaldatakse teavet liiga varases staadiumis. Sellisel juhul riskib emitent turul põhjendamatute ootuste põhjustamise või isegi turumanipulatsiooniga, juhul kui avalikustamine oli enneaegne ning sündmus reaalselt ei toimu või asjaolu ei saabu.⁴⁶

Kriitikute hinnangul võib liigne ettevaatlikkus ja teabe varases staadiumis avalikustamine kaasa tuua turu ülekoormamise teabega, mis on ebausaldusväärne ning mida tuleb hiljem täiendavate teabe avalikustamistega korrigeerida. Kokkuvõttes ei tagaks see hästi toimivaid ja informeeritud turgusid, mis peaks aga olema üks teabe avalikustamise põhieesmärke.⁴⁷

Alternatiivselt on leitud, et ühtse siseteabe käsitlemise tõttu võib hetk, millal siseteabe alusel kauplemise keeld tekib saabuda liiga hilja. Antud teooriat on põhjendatud asjaoluga, et kui kasutatakse ühtset siseteabe mõistet ning selle käsitlemise kohaselt tekib siseteave väga varajases staadiumis, võidakse praktikas hakata regulatsiooni kohaldama regulatsioonis sätestatust erinevalt, muutmaks avalikustamise kohustust vähem koormavaks. Kuna mõiste käsitlemine on aga üks, tähendab see, et piiratakse ka juhtusid, millal teabe alusel kauplemine on keelatud, või lükatakse keelu tekkimise momenti edasi.⁴⁸ See võib vastukaaluks eelnevatele stsenaariumitele kahjustada investorite huve, toob kaasa informatsiooni asümmeetria ja suurendab siseringitehingute riski.

Viimaks on võimalik, et järelevalve tõlgendab praktikas definitsioone erinevate kontekstide puhul erinevalt. See ei oleks aga omakorda kooskõlas siseteabe ühtse definitsiooniga.⁴⁹ Olukord, kus regulatsioon on küll ühtne, kuid praktikas kohaldatakse seda emitentidele erinevalt, kahjustab emitentide õiguskindlust ning on neile põhjendamatult koormav.

Kriitikud on leidnud, et probleemide lahendamiseks peaks siseteabe alusel kauplemise keelu ja siseteabe avalikustamise kohustuse ajaliselt lahku lööma. Antud eesmärgi saavutamiseks on välja pakutud peamiselt kaks lahendust – erinevus siseteabe mõistetes ning täiendavad võimalused teabe avalikustamise edasilükkamiseks.

⁴⁶ ESME, pg. 5.

⁴⁷ J. L. Hansen, D. Moalem. The MAD Disclosure Regime and the Twofold Notion of Inside Information: The Available Solution. – Capital Markets Law Journal 2009/4(3) pp. 323-340, pg. 325.

⁴⁸ J. Latui. Disclosure of inside information and troubled financial institutions: a critical analysis of Member State practice. – Law and Financial Markets Project, London School of Economics. Law and Financial Markets Review 2011, pg. 63.

⁴⁹ J. Latui, pg. 63.

1.3.1.1 Kaks erinevat siseteabe definitsiooni

Vähendamaks probleeme, mida ühtses siseteabe mõiste käsitluses nähakse, on kriitikud ühe lahendusena pakkunud kahe erineva regulatsiooni loomist, eristades siseteabe vahel, mis toob kaasa avalikustamise kohustuse ning siseteabe vahel, mille alusel ei tohi kaubelda ega ärgitada teist isikut kauplema.⁵⁰ Järgnevalt selgitataksegi, kuidas seda lahendust on ette kujutatud ning miks asjakohaseks peetud.

Antud seisukoha põhjenduseks on, et teave võib küll olla piisavalt täpne, et insaider saaks sellest õigusvastaselt kasu lõigata, samas ei pruugi turuosalistel pidada teavet piisavalt üksikasjalikuks, et sellest oleks võimalik järeldada mõju finantsinstrumendi hinnale. Insaideril on parem positsioon hindamaks kõiki teabega seonduvaid asjaolusid ning sündmuse realiseerumise tõenäosust.⁵¹

Siinkohal on oluline märkida, et praegusele turukuritarvituste režiimile eelnenud regulatsioon eristas siseteavet, mida peab avalikustama siseteabest, mille alusel ei tohi kaubelda.

Nimelt, kehtis hinnatundliku informatsiooni avalikustamise kohustus, täpsemalt ühing pidi teavitama avalikkust võimalikult kiiresti kõigist uutest olulistest arengutest enda tegevussfääris, mis ei olnud avalikult teada ja mis võiks, tulenevalt mõjust ühingu varadele, kohustustele, finantsolukorrale või või üldisele äritegevusele, tuua kaasa märkimisväärse muutuse aktsiate hinnas.⁵²

Siseteabe definitsioon siseringitehingute mõttes sätestas aga, et siseteave on teave, mida ei ole avalikustatud ja mis on täpse iseloomuga ning seonduv ühe või mitme vabalt võõrandatava väärtpaberi emitendi või ühe või mitme vabalt võõrandatava väärtpaberiga ning, millel avalikustamise korral oleks tõenäoliselt märkimisväärne mõju kõnealuste väärtpaberite hinnale.⁵³

Lisaks, direktiivi 2003/6/EÜ eelsel ajal kehtisid ka mitmes liikmesriigis erinevad regulatsioonid kauplemise keelu ja siseteabe avaldamise tarbeks, sätestades asjakohasele teabele erinevad nõuded. Näiteks Belgias ja Prantsusmaal oli siseteabe alusel kauplemine

⁵⁰ ESME, pg. 6.

⁵¹ Ibid.

⁵² Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing. Schedule C, art 5.

⁵³ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, art 1.

keelatud, kuid avaldada tuli vaid tundlik teave. Teave muutus tundlikuks kui see oli kindel, mitte pelgalt täpne. See välistas nii turu manipuleerimise juhul kui siseteave ei arenenud edasi tõeliseks sündmuseks, kui eraldas kronoloogiliselt teabe avaldamise kohustuse ja kauplemise keelu. Ka Ühendkuningriigi õiguses oli sarnane eristus, kuid seal on erinevus uue ja vana versiooni vahel väiksem, uus siseteabe definitsioon on pelgalt sõnastatud üldisemalt.⁵⁴

Seega, eelnevas regulatsioonis sarnanes siseringitehingutele kehtiv siseteabe definitsioon hetkel turukuritarvituste regulatsioonis sätestatud ühtse definitsiooniga. Avalikustamisele kuuluvale teabele kehtisid aga teistsugused nõuded. Antud asjaolu toob selgust küsimusse, miks siseringitehingute piiramise eesmärgil nähakse regulatsioonis vähem puudujääke, samas esineb tugev vastuseis definitsiooni kasutamisele teabe avalikustamise otstarbel.

On leitud, et eristus kahe siseteabe mõiste vahel võiks tuleneda sellest, millist teavet peetakse täpseks. Täpsemalt, peaks eristama selle, millist teavet peetakse täpseks insaideri jaoks, ning milline teave on piisavalt täpe kõigile turuosalistele.

Direktiivi 2003/124/EÜ artikli 2 näol on juba nähtud võimalust eristada kahte erinevat siseteabe käsitlust. Nimelt näeb antud artikkel ette, et “emitente käsitatakse direktiivi 2003/6/EÜ artikli 6 lõike 1 esimest lõiku järginuna, kui teatava asjaolu ilmnmisel või teatava sündmuse toimumisel on emitendid selle viivitamata avalikustanud, olgugi et seda ei ole veel ametlikult kinnitatud”.⁵⁵

Autorid, kes antud seisukohta toetavad, leiavad, et artikkel 2 p. 2 rakendusdirektiivis erineb artiklist 1 p. 1, mis sätestab siseteabe täpsuse definitsiooni. Need autorid väidavad, et artikkel 2 p. 2 käsitleb vaid teabe avalikustamise aega, seega see ei mõjuta see artikli 1 p. 1 üldist kehtivust. Samas, kuna sättest on välja jäetud sündmused ja asjaolud, mis “võivad mõistliku eelduse kohaselt ilmned”, peaks seisukoha toetajate sõnul tõlgendama artiklit 2 p. 2 selliselt, et direktiivi 2003/6/EÜ artikkel 6 p. 1 kohustus teavitada üldsust siseteabest “võimalikult kiiresti” ei tõusetu enne kui teave on muutunud kindlaks. Selle seisukoha järgi loob direktiiv 2003/6/EÜ ajalise eristuse sisetehingute keelu ja siseteabe avalikustamise kohustuse tekkimise vahel.⁵⁶

⁵⁴ J. Latui, pg. 64.

⁵⁵ ESME, pg. 7.

⁵⁶ J. Latui, pg. 63-64.

Niisiis, on leitud, et siseteabe mõiste eristamine teabe avalikustamise ja siseringitehingute keelustamise tarbeks oleks sisuliselt võimalik kahel moel – luues mõlemaks juhaks selgelt erineva definitsiooni või pakkudes võimaluse sama definitsiooni tulenevalt vajadusest erinevalt tõlgendada. Esimest neist lahendustest on seejuures ka varasemas Euroopa Liidu regulatsioonis kasutatud.

Kriitikutega võib nõustuda, et teave võib teatud juhtudel olla piisavalt täpne, et insaider saaks sellest õigusvastaselt kasu lõigata, samas ei pruugi turuosalised pidada teavet piisavalt üksikasjalikuks, et sellest oleks võimalik järeldada mõju finantsinstrumendi hinnale, seega oleks just kui õigustatud alus kahe erineva siseteabe definitsiooni loomiseks olemas. Samas ei tohiks unustada eespool selgitatud asjaolu, et teabe avalikustamine ja turukuritarvituste ennetamine on omavahel tugevalt seotud, ning teabe avalikustamine võimalikult varases staadiumis ja sisetehingute keelamisega samadel alustel aitab võidelda ka turukuritarvituste vastu. Seega ei ole teabe avalikustamise ja turukuritarvituste vastu võitlemise näol tegemist eraldiseisvate eesmärkidega, tegemist on sama eesmärgi erinevate tahkudega ja eesmärgi saavutamiseks on vajalik nende ühtne reguleerimine.

1.3.1.2 Võimalus siseteabe avalikustamisega viivitamiseks

Nagu juba mainitud, peetakse teiseks võimaluseks siseteabe avalikustamise ja siseteabe alusel kauplemise keelu kitsaskohtade likvideerimiseks siseteabe avalikustamisega viivitamise regulatsiooni täiendamist. Kehtiv regulatsioon näeb viivitamise võimaluse ette, samas näevad kriitikud kehtivas lahenduses mitmeid puuduseid.

Esmalt, on üks viivitamise eelduseid, et avalikustamata jätmine ei eksitaks tõenäoliselt üldsust.⁵⁷ Samas, siseteabe definitsiooni eelduseks iseenesest on, et mõistlik investor kasutaks seda enda enda investeerimisotsuste alusena. Seega, juba siseteabe definitsioon näeb ette, et igasugune viivitamine on investorit eksitav, ning sellele testile tuginedes on keeruline leida asjaolusid, millal avalikustamisega viivitamine oleks lubatav.⁵⁸

Tunnistades, et avalikkusel on võimalikult varajase avalikustamise suhtes huvi, on siiski tõdetud, et leidub ka hulgaliselt selliseid juhtumeid, kus ka avalikkus saaks kasu sellest, kui teabe avalikustamisega viivitataks. On leitud, et viivitamine võib teatud juhtudel tagada turu

⁵⁷ 2003/6/EÜ, art 6 p. 2.

⁵⁸ ESME, pg. 8.

parema toimimise, hästi toimiv turg on aga iseenesest parim kaitse olemasolevatele ja potentsiaalsetele investoritele.⁵⁹

Veel enam, direktiivi 2003/6/EÜ artikkel 6 p. 2 näeb ette, et avalikustamist võib edasi lükata vaid juhul kui emitent suudab tagada kõnealuse teabe konfidentsiaalsuse. Täiendava avalikustamisega viivitamise võimaluse toetajad on rõhutanud, et praktikas on mõnes liikmesriigis hoolimata Euroopa Liidu regulatsiooni täielikust ülevõtmisest, jäetud emitentidele võimalus kohese avalikustamise vältimiseks, kui see on vajalik olulise tehingu läbiviimiseks, tegemata sealjuures viidet avalikkuse eksitamise keelule.⁶⁰

Näiteks Prantsusmaa regulatsioon näeb tõepoolest ette, et kui valmistatakse ette tehingut, mis võib omada märkimisväärset mõju väärtpaberite turuhinnale või väärtpaberite omanike õigustele ja konfidentsiaalsus on ajutiselt vajalik sellise tehingu läbiviimiseks, ning kui suudetakse tagada sellise teabe konfidentsiaalsus, võib antud teabe avalikustamisega viivitada.⁶¹

Euroopa Liidu regulatsioon ei näe hetkel ette protseduuri, mis teabe avalikustamisega viivitamisel tuleb läbida. Sisuliselt on võimalik, et viivitamine on emitendi enda kaalutusotsus, et sellest peab teavitama järelevalvet või et järelevalvelt peab viivitamiseks luba küsima. Hetkel valitseb Euroopa Liidu liikmesriikides selles suhtes erinev lähenemine. Samas tuleb tõdeda, et uus turukuritarvituste määrus peaks antud vastuoludele lahenduse tooma.

Seega, siseteabe avalikustamisega viivitamise võimaluse laiendamisele võib leida mitmeid õigustusi. Samas ei saa eitada, et ettepanekul on ka mitmeid kitsaskohti. Siseteabe avalikustamise regulatsiooni eesmärgiks on infosümmeetria ja turuläbipaistvuse tagamine, siseteabe võimalikult varajane avalikustamine vähendab turukuritarvituste riski. Seega peaks viivitamise võimaluste laienemisel olema tagatud, et hoolimata teabe siseteabeks olemise perioodi pikenedamisest ei kasva võimalused teabe kuritarvitamiseks. Lisaks ei tohi unustada asjaolu, et infosümmeetria tagab investorite usalduse ning kasvatab nende julgust tehingute tegemisel ja tehingute väärtust. Seega ei saa välistada, et pidev risk, et emitent hoiab enda

⁵⁹ ESME, pg. 8.

⁶⁰ Ibid.

⁶¹ Autorité des Marchés Financiers. General Regulation (in force from 2013), 223-6. – Arvutivõrgus: http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Reglement-general-et-instructions/Reglement-general-en-vigueur/Reglement-general.html (03.05.2014).

käsituses siseteavet, mis mõjutaks investorite otsuseid ja väärtpaperite hinda, toob kaasa investorite valvsuse ja takistab turgude arengut.

1.3.2 Argumendid kehtiva lahenduse säilitamise kaitseks

Eelnevalt selgitati seisukohti, mida on esitatud kahe erineva siseteabe mõiste loomise kaitseks ning toodi välja ettepanekud, mida on kehtiva regulatsiooni muutmiseks tehtud. Eesmärgiks ei olnud aga mitte toetada erinevate siseteabe käsitluste loomist, vaid hoopis demonstreerida, miks kehtivast lähenemisest ei tohiks loobuda.

Euroopa Komisjon kinnitas juba 2009. aastal, et hetkel ei tundu muudatused siseteabe definitsioonis teabe avalikustamise eesmärgil õigustatud. Komisjoni hinnangul kaaluvad ühtse siseteabe definitsiooni eelised üles puudused. Täpsemalt, see pakub tugeva stiimuli emitenti ja finantsinstrumenti puudutava teabe avaliku kättesaadavuse parandamiseks. Seeläbi toetab see investorite usaldust ja on kasulik finantsturgude likviidsusele ja efektiivsusele. Lisaks on see efektiivne lahendus siseteabe alusel kauplemise võimaluste vähendamiseks⁶²

Seda, et Euroopa Liidu seisukoht selles valguses ei ole muutunud, kinnitab asjaolu, et hoolimata käimasolevatest ulatuslikest muudatustest ning peatselt uue turukuritarvituste regulatsiooni vastuvõtmisest, on uues regulatsioonis siseteabe mõiste jäetud puutumata.

Komisjonil paistis olevat tugev toetus liikmesriikidelt ja riikide ülestelt ekspertgruppidele. Samas oli ka neid, kes avaldasid toetust dualistlikule regulatsioonile.

Näiteks Saksamaa ja Soome on nõustunud Komisjoni seisukohaga sellest, et kehtiva süsteemi muutmine ei oleks õigustatud.⁶³ CESR on aga tõdenud, et nõustub turukuritarvituste direktiivis esitatud siseteabe mõistega, kuid liikmed on jäänud eriarvamusele

⁶² European Commission. Call for Evidence – Review of Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse Directive), 2009, pg. 9. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf (03.05.2014).

⁶³ Federal Ministry of Finance, Germany. Response to the European Commission's Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive). Arvutivõrgus: <https://circabc.europa.eu/sd/a/f48754f3-a55d-41d3-bfb1-8c65aa133e79/Federal%20Ministry%20of%20Finance.pdf> (04.04.2014); Ministry of Finance, Finland. Commission services call for evidence on Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation. Arvutivõrgus: <https://circabc.europa.eu/sd/a/ee678955-5d6b-4089-be5c-21f743fdcdb6/Ministry%20of%20Finance%20FINLAND.pdf> (04.04.2014).

rakendusdirektiivi puudutavas.⁶⁴ See seisukoht on väljaloetav ka riikide iseseisvatest vastustest.

Samas on aga oluline märkida, et näiteks Ühendkuningriigi, kes on üks suuremaid siseteabe mõistete eristamise toetajaid, hinnangul ei ole mitte siseteabe avaldamise kohustus liiga lai, vaid kehtiv regulatsioon on hoopis siseringitehingute keelamiseks liiga kitsas.⁶⁵

Tegelikkuses on ka Euroopa Komisjon läinud tänaseks enda tõlgendusega veelgi kaugemale. Nimelt on Komisjon tunnistanud, et siseteabe kuritarvitamise võimalus võib tekkida juba enne siseteabe avalikustamise kohustuse tekkimist. Sellest tulenevalt on tõdetud, et teatud liiki teave, mis võiks anda insaideritele eelise teiste investorite ees, kuid mis ei pruugi olla piisavalt täpne, et emitent peaks seda avalikustama, peaks siiski kvalifitseeruma siseteabena. Sellistel juhtudel peaks rakenduma siseteabe alusel kauplemise keeld, samas kui teabe avalikustamise kohustust veel ei tekiks.⁶⁶ Niisiis on ka Komisjon tunnistanud teatavat vajadust mõistete eristamiseks, tõsi küll erinevalt mõiste kitsendamisest teabe avalikustamise tarbeks, on tehtud hoopis ettepanek seda kauplemise keelu tarbeks veelgi laiendada.

Euroopa Komisjoni lähenemine tuleneb ilmselt Euroopa Liidu üldisest seisukohast, et korporatiivne teave omab olulist rolli siseringitehingute ärahoidmisel. Kui emitent kohustub avaldama igasuguse korporatiivse teabe, mis puudutab otseselt emitenti, ning millest emitendid võiks kasu lõigata, vähendab see oluliselt tõenäosust, et siseteavet valdavad isikud saavad informatsiooni asümmeetriat teiste investoritel arvel ära kasutada. Kasutades ühtset siseteabe definitsiooni nii siseteabe avalikustamise nõude kui siseteabe alusel kauplemise keelu tarbeks, on praktikas võimalik siseteabest kasu lõigata vaid juhul kui emitent pahatahtlikult siseteabe avaldamisega viivitab. Kui see erand välja arvata, saab ühtse siseteabe definitsiooni puhul infosümmeetria sisuliselt tekkida vaid teabe põhjal, mida investorid ise hangivad ja analüüsivad.⁶⁷

⁶⁴ CESR's response to the European Commission's call for evidence on the review of Directive 2003/6/EC (Market Abuse Directive). Arvutivõrgus: <https://circabc.europa.eu/sd/a/a704d8bc-3b34-4f0e-bfc5-fe7d4b3760cb/CESR.rtf> (04.04.2014).

⁶⁵ Joint FSA/HMT response to the call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse Directive), 2009. Arvutivõrgus: https://circabc.europa.eu/sd/a/a07dc4f1-cebc-4960-8783-55cd66f6db43/joint%20FSA%20and%20Her%20Majesty__s%20Treasury%20responce.pdf (04.04.2014).

⁶⁶ European Commission. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), 20.10.2011, pg. 9 para 3.4.2.1. – Arvutivõrgus: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:EN:PDF> (04.04.2014).

⁶⁷ ESME, pg. 6.

Tulenevalt esitatud argumentidest, nii regulatsiooni muutmise poolt kui vastu, on käesoleva töö autor seisukohal, et siseteabe definitsioon siseteabe avalikustamise ja siseteabe alusel kauplemise tarbeks peaks olema ühtne. Seisukoha peamine põhjus seisneb selles, et teave omab väärtpaperiturul kesket rolli ning turukuritarvituste ärahoidmine on infosümmeetria ja turu läbipaistvuse tagamise kõrval üks siseteabe avalikustamise peamisi eesmärke.

Turukuritarvituste ärahoidmine ja siseteabe avalikustamine ei ole eesmärgid omaette. Need kaks eesmärki on omavahel tugevas seoses ning vaid ühtse reguleerimisega tagatakse turgude usaldusväärsus ja investorite kaitse. Siseteabe avalikustamisega saab turukuritarvitusi ära hoida vaid juhul, kui teave vabastatakse võimalikult kiiresti siseteabe olemusest. Keelates küll teabe alusel kauplemise, kuid jättes selle samas avalikustamata, ei ole investorite kaitse ja turuläbipaistvus tagatud ning insaideritel säilib võimalus teabest õigusvastaselt kasu lõigata. Emitendi huvi teabe saladuses hoidmise suhtes

1.4 Emitendi huvi teabe saladuses hoidmise suhtes

Nagu eelnevates alapeatükkides demonstreeritud, on siseteabe avalikustamise regulatsiooni keskmes investorite kaitset ning väärtpaperiturgude tõhusat toimimist ja usaldusväärse tagamist käsitlevad küsimused. Samas ei saa regulatsiooni kujundamisel ja kohaldamisel tähelepanuta jätta ka emitentide huvisid. Käesolevas alapeatükis selgitataksegi, milliseid emitendi huvisid peaks siseteabe regulatsioon arvesse võtma.

Siseteabe avalikustamata jätmist seostatakse enamjaolt pahatahtlike motiividega. Emitendi poolt teabe avalikustamisest kõrvalehoidmist ja mittetäieliku teabe esitamist nähakse indikaatorina, et ühingus on toimunud negatiivsed arengud ning juhtkond püüab neid varjata. Mittetäielik läbipaistvus ei tähenda aga alati tahtlikku investorite huvide kahjustamist või negatiivsete uudiste avaldamisest hoidumist. Vastupidi, teabe saladuses hoidmine võib tihti tähendada hoopis investorite, ja ka ühiskonna laiemalt, huvide kaitsmist.⁶⁸

Ettevõtte positsioon turul saavutatakse sageli suurte investeeringutega. Asjaolu, et konkurendid saavad siseteabe avalikustamise kaudu nende investeeringute abil leitud uutest tehnoloogiatest ja lahendustest kergelt kasu lõigata, võib aga kaasa tuua selle, et ettevõtted investeerivad arengusse vähem ning innovatsioon aeglustub.⁶⁹ Sellest tulenevalt on oluline

⁶⁸ S. Gilotta. Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis. – European Business Organisation Law Review 2012/13, pp. 45-88, pg. 48.

⁶⁹ M. D. Guttentag. An Argument for Imposing Disclosure on Public Companies. – Florida State University Law Review 2004/32, pp. 124-196, pgs. 143-145.

hinnata, kas väga spetsiifilise ja tehnoloogilise teabe avalikustamine on avalikkuse ja investoride huvides vajalik või piisab teabe avalikustamisest väiksemas ulatuses, mis ühtlasi tagaks emitendi konkurentsieelise säilimise ja tooks ka investoritele ja ühiskonnale tervikuna kasu innovatsiooni, uute lahenduste ja sootsamate toodete näol.

Emitent on tavaliselt huvitatud sellise tehnilise teabe konfidentsiaalsusest, mis võimaldaks konkurentidel kopeerida uusi keerukaid tooteid või tootmisprotsesse. Vähem huvitab neid üldjuhul sellise teabe avalikustamine, mis puudutab uute toodete või tootmisvõtete mõju ettevõtte rahavoole, see on aga just selline teave, mis peaks olema oluline investoritele. Investoreid ei huvita uute toodete spetsiifiline molekulaarne mudel või tövõtete tehniline ülesehitus, küll aga mõjutab nende investeerimisotsuseid näiteks teave uue ravimi efektiivsusest võrreldes eelnevatega või uue tootmistehnoloogia mõju tootmiskuludele. Seega võiks asuda seisukohale, et investoreid huvitav informatsioon seondub üldjuhul teabega, mida investor soovib konfidentsiaalsena hoida, kuid ei pruugi sellega kattuda.⁷⁰

Eelnevast tulenevalt oleks kasulik igal konkreetsel juhul hinnata seda, kas teave on investorile oluline, ning millises ulatuses see teave investorile oluline on. Liigse teabe avalikustamise nõudmine, mis investori jaoks rolli ei mängi, kuid võiks võtta emitendilt konkurentsieelise, ei ole põhjendatud.

Lisaks eelpool kirjeldatud innovatsiooni ja ausat konkurentsi puudutavatele küsimustele on ka muid vastuväiteid, mida regulatsiooni kehtestamisel peab arvesse võtma. Nimelt, kapitaliturgude tõhusus ei eelda alati emitendi ja väärtpaberite kohta käiva teabe kasutamise keelamist insaiderite poolt. On selge, et emitendi juhtkonnal ja suuraktsionäridel on ligipääs suuremale hulgale teabele kui avalikkusel, samas ei omaks selle teabe avalikustamine alati mõju väärtpaberite hinnale. Kui insaideritel oleks keelatud igasugusele avalikustamata teabele tuginemine, oleks nende tehingud emitendi väärtpaberitega sisuliselt võimatud.⁷¹ Samas ei ole igasuguse teabe avalikustamise nõudmine kindlasti põhjendatud. Seega on ka insaiderite poolt tehingute tegemise võimalus emitendi aktsiatega üks kitsaskoht, mida regulatsioon peaks arvesse võtma.

⁷⁰ S. Gilotta, pg. 54.

⁷¹ G. A. Ferrani. The European Market Abuse Directive. – Common Market Law Review 2004/41, pp. 711-741, pg. 718-719.

Viimaks, siseteabe avalikustamine on emitendile äärmiselt koormav ja kulukas meede. Hoolimata sellest, kas tegemist on prospekti, majandusaastaruande, vahearuande või iga üksiku avalikustamisega, hõlmab protsess enamjuhul lisaks emitendi juhtkonnale ja töötajatele ka kulukaid juriidilisi nõustajaid ja audiitoreid.⁷²

Eelnevast tulenevalt on selge, et ka emitendil seonduvad väärtpaberiturul teabega olulised huvid, ning siseteabe avalikustamisel on ka hulgaliselt negatiivseid aspekte. Samas ei kaalu kirjeldatud negatiivsed küljed kindlasti üles siseteabe regulatsiooni positiivset mõju finantsturgudele. Tegemist on vaid asjaoludega, mida peaks regulatsiooni loomisel ja tõlgendamisel arvesse võtma. Ehkki investor on üldjuhul turul nõrgemaks pooleks, kelle kaitsmisele on suund võetud, ning lisaks on emitentidel kohustus austada enda tegevusega turu läbipaistvus ja tõhusust laiemalt, ei tohiks ka emitendile seada põhjendamatult koormavaid kohustusi. Seetõttu on oluline nii regulatsioonis üldiselt, kui regulatsiooni kohaldamisel igal üksikjuhul hinnata, kas lahendus on proportsionaalne ja eesmärgi saavutamiseks vajalik.

⁷² E. Avgouleas. The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm European Financial Regulation, pg. 448.

2. AVALIKUSTAMISELE KUULUV TEAVE

Nagu eelnevas peatükis selgitatud, tagab teabe avalikustamine väärtpaberiturgudel investorite kaitse, aitab kaasa turgude tõrgeteta toimimisele ning hõlbustab turukuritarvituste ennetamist ja ärahoidmist. Investorite usaldus ja hästi toimivad turud aitavad emitentidel hõlpsamalt täiendavaid vahendeid kaasata ja see omakorda aitab kaasa majanduse arengule ja töötab kogu ühiskonna hüvanguks.

Teabe avalikustamine on seega kasulik, kuid see on kasulik vaid juhul kui avalikustamine toimub õigel viisil. Kui teabe avalikustamise regulatsioon on liialt keeruline tekib oht, et isikud, kellel lasub avalikustamise kohustus, ei mõista enda õiguseid ja kohustusi ning pakuvad avalikkusele viletsa kvaliteediga teavet.⁷³

Saavutamaks regulatsiooni selgust ja üheselt mõistetavust, on oluline tagada kesksete mõistete ühtne definitsioon ja kohaldamine. Sestap käsitletaksegi käesolevas peatükis siseteabe regulatsiooni sõnastust erinevates õigusaktides ning analüüsitakse seda pretsedentide, juhiste ja õiguskirjanduse toel.

Käesoleva peatüki eesmärgiks on avada siseteabe definitsioon ja selgitada, millistele kriteeriumitele peab teave vastama, et kujutada endast siseteavet. Et avalikustamisele ei kuulu mitte igasugune teave, vaid ainult teave, mis täidab siseteabele esitatud tingimused, aitab siseteabe mõiste avamine ühtlasi selgitada, millist teavet on emitendid kohustatud avalikustama. Avades siseteabe mõiste ja selgitades siseteabe kriteeriumeid, püütakse hinnata, kas kehtiv regulatsioon võimaldab siseteabe ühetaolise avalikustamise tagamist ja regulatsiooni eesmärkide saavutamist.

Siseteabe mõistet ja teabe avalikustamise kohustust reguleerivad Eestis eeskätt Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ (edaspidi turukuritarvituste direktiiv), Komisjoni direktiiv 2003/124/EÜ (edaspidi rakendusdirektiiv), eelnevatele tuginev väärtpaberituru seadus ning Tallinna Börsi reglement. Ehkki mõiste sisustamine ja avalikustamise kohustus tuginevad kõigis regulatsioonides samadele alustele, ei ole definitsioonid siiski lihtsalt ja üheselt mõistetavad ning tekitavad praktikas rakendamisel sageli probleeme.

Euroopa Liidu turukuritarvituste regulatsioon on ühelt poolt põhjustanud raskusi siseriiklikele järelevalvetele, kes püüavad leida tasakaalu läbipaistvate turgude tagamise ja liigse sekkumise

⁷³ L. Burn, pg. 145.

vahel. Teiselt poolt on segaduses ka turuosalised, kes ei suuda mõista regulatsiooni ulatust, kuna piir õiguspärase ja õigusvastase tegevuse vahel on kohati hägune ja segadust tekitav.⁷⁴

Samas tuleb silmas pidada, et ehkki turuosalised on kurtnud, et turukuritarvituste regulatsioon ei taga piisavat selgust mõistmaks täielikult enda õiguseid ja kohustusi, on eeldus, et turukuritarvituste regulatsioonis saaks mitmeti mõistetavuse täielikult kõrvaldada naiivne.

Euroopa Komisjon rõhutas kaasaegsele Euroopa Liidu finantsõiguse regulatsioonile aluse pannud Stockholmi resolutsioonis, et väärtpaberiturgude regulatsioon peab olema piisavalt paindlik, et reageerida turuarengutele ja tagada, et Euroopa Liit on konkurentsivõimeline ning kohaneb vastavalt uutele turupraktikatele ja regulatiivsetele standarditele, pidades samas kinni läbipaistvuse ja õiguskindluse nõuetest.⁷⁵

Efektiivse turukuritarvituste režiimi tagamiseks on vajalik teatav stabiilsus. Regulatsioon peab tagama järelevalvele piisava paindlikkuse, et reageerida kiirelt ja efektiivselt kiiresti muutuvatel rahvusvahelistel finantsturgudel. Et taoline paindlikkus tagada, on ootamatute ja ettenägematute arengute katmiseks vajalik teatav avatus.⁷⁶

Ehkki kehtiv siseteabe definitsioon on saanud kriitikat ja tekitanud praktikas rakendamisel probleeme, on Euroopa Komisjon asunud seisukohale, et muutused siseteabe definitsioonis teabe avalikustamise seisukohalt ei oleks õigustatud. Komisjon leidis, et üldisel kohustusel avalikustada teavet, ka juhul kui see kohustus põhineb üsna laial siseteabe definitsioonil, on teatavad eelised. See suurendab emitente ja finantsinstrumente puudutava teabe kättesaadavust, tagades sellega investorite usalduse ning suurendades finantsturgude likviidsust ja efektiivsust. Lisaks vähendab see võimalusi siseteabe alusel kauplemiseks.⁷⁷

Just eelnevale argumentatsioonile tuginedes, ei too uus turukuritarvituste regulatsioon teabe avalikustamise seisukohalt siseteabe definitsiooni muutuseid. Seega on selge, et Euroopa

⁷⁴ P. K. Staikouras. Four Years of MADness? – The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis. – *European Business Law Review* 2008/19(4), pp. 775-809, pg. 776.

⁷⁵ Resolution of the European Council on More Effective Securities Market Regulation in the European Union. Stockholm, 23 March 2001. – Arvutivõrgus: <http://www.esma.europa.eu/system/files/ResolutionStockholm.pdf> (03.05.2014).

⁷⁶ E. J. Swan, J. Virgo. *Market Abuse Regulation*. Second Edition. Oxford University Press, 2010, pg. 32.

⁷⁷ European Commission. Call for Evidence – Review of Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse Directive), 2009, pg. 9. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf (03.05.2014).

Liidu liikmesriigid peavad kehtivat definitsiooni rakendama veel pikka aega, ning definitsiooni mõistmine ja avamine on seda olulisem. Järgnevad alapeatükid keskenduvadki siseteabe mõiste avamisele ja siseteabe kriteeriumite lahtimõtestamisele, võttes seejuures arvesse esimeses peatükis esitatud ja analüüsitud regulatsiooni eesmäärke.

2.1 Siseteabe üldtunnused

See, kuidas siseteave on defineeritud, omab ääretult olulist tähendust. Kui definitsioon on liiga kitsas, jäävad turul teabe asümmeetriaga kaasnevad negatiivsed mõjud alles. Kui definitsioon on liiga lai, kahjustatakse aga teabe hankimise ja töötlemise protsesside toimimist, mida kasutatakse turul eelise saavutamiseks, ning mis on samuti turgude tõhusa toimimise seisukohalt oluline.⁷⁸

Käesolevas alapeatükis esitatakse siseteabe definitsioon ja tuuakse välja siseteabe kriteeriumid. Lisaks siseteabe üldise definitsiooni avamisele ja kriteeriumite tutvustamisele käsitletakse käesolevas alapeatükis lähemalt ka avalikustamata teabe mõistet ning küsimust sellest, milline teave puudutab finantsinstrumenti või finantsinstrumendi emitenti. Siseteabe täpsusele ja hinnatundlikkusele, kui siseteabe mõiste kesksetele ja keerukamatele elementidele, on pühendatud eraldi alapeatükid.

VPTS § 188⁴ lg 1 kohaselt on siseteave avalikustamata täpne teave, mis otseselt või kaudselt puudutab finantsinstrumenti või finantsinstrumendi emitenti ja mis avalikustatuna võib tõenäoliselt oluliselt mõjutada finantsinstrumendi või finantsinstrumendiga seotud tuletisväärtpaberi hinda.

Turukuritarvituste direktiivi artikkel 1 lg 1 p. 1 kohasel on siseteave täpset laadi avaldamata teave, mis on otse või kaudselt seotud ühe või mitme finantsinstrumentide emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning millel on avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärne mõju nende finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.

Võrdluseks, näiteks Ühendkuningriigi regulatsiooni kohaselt on siseteave täpset laadi teave, mis:

- ei ole avalikult kättesaadav;

⁷⁸ J. L. Hansen. Mad in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive. – European Business Law Review 2004/15, pp. 183-221, pg. 193.

- seondub otseselt või kaudselt ühe või mitme finantsinstrumendi emitendi või finantsinstrumendiga;
- omaks avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärset mõju finantsinstrumendi või sellega seotud väärtpaberi hinnale.⁷⁹

Kokkuvõtlikult lähtutakse siseteabe määratlemisel neljast elemendist:

- teave on avalikustamata;
- puudutab emitenti või finantsinstrumenti;
- on täpse iseloomuga; ning
- avalikustamise korral omaks olulist mõju finantsinstrumendi hinnale.

Et regulatsioon põhineb turukuritarvituste direktiivil ja on seega Euroopa Liidus ühtlustatud, ei ole üllatav, et nii direktiiv, väärtpaberituru seadus kui võrdlusena esitatud Ühendkuningriigi regulatsioon on võrdlemisi ühtsed ja sisaldavad kõik nelja kesksel siseteabe komponenti.

Välja võiks tuua asjaolu, et VPTS kasutab terminit “avalikustamata”, kui direktiiv ütleb, et teave peab olema “avaldamata”. Võiks väita, et need kaks terminit on erimahulised ning kahe termini vahe seisneb selles, et avaldamine ei tähenda tingimata, et teave on ka avalikustatud. Teavet võib avaldada ka üksikule isikule või kitsale isikute ringile, samas kui avalikustamine tähendab teabe kättesaadavaks muutmist üldsusele. Selgust toob Ühendkuningriigi sõnastus, mille kohaselt siseteave on teave, mis ei ole avalikult kättesaadav. Siseteabe olemust ja regulatsiooni eesmärke arvestades on see ka ainuõige käsitlus.

Direktiivi inglisekeelne versioon kasutab mõistet “*has not been made public*”. See vastab selgelt Ühendkuningriigi tõlgendusele ja tähendab, et siseteave on selline teave, mis ei ole üldsusele kättesaadav. Ilmselt on turukuritarvituste direktiivi eestikeelses versioonis tegemist tõlkeveaga. Avaldamine ja avalikustamine kõlavad tõepoolest sarnaselt. Olukorda ei tee lihtsamaks ka asjaolu, et siseteabe puhul kasutatakse terminit “*disclosure*” kahes mõttes – siseteabe õigusvastase avaldamise kohta kolmandale isikule ning käsitledes kohustust avalikustada siseteave üldsusele. Eesti keeles oleks siiski asjakohasem nende olukordada kirjeldamiseks kasutada erinevaid termineid, kirjeldades sealjuures siseteavet kui “avalikustamata teavet”, nagu sätestab ka VPTS.

⁷⁹ Financial Services and Markets Act 2000 (United Kingdom), Section 118C (2).

Antud küsimus on muu hulgas esile kerkinud uue turukuritarvituste direktiivi ja määruse tõlgete koostamisel. Ilmselt ongi kehtiva turukuritarvituste direktiivi eesti keelse versiooni puhul tegemist vaid puuduliku tõlkega ning loodetavasti uues regulatsioonis antud ebaselgus parandatakse ning luuakse sellega veelgi ühtsem ja selgem õiguskord.

Siseteabe definitsiooni sätestab ka Tallinna Börsi reglemendi “Nõuded Emitendile“ p. 1.3.1, mille kohaselt siseteabeks loetakse “emitendi või tema väärtpaberitega otseselt või kaudselt seotud avalikustamata teavet, mille avalikustamine võib tõenäoliselt oluliselt mõjutada emitendi börsil noteeritud või lisanimekirjas kaubeldavate väärtpaberite või nendega seotud tuletisväärtpaberite hinda”.⁸⁰

Nagu näha, erineb börsi reglemendis sätestatud siseteabe mõiste sellega, et ei näe ette teabe täpsuse nõuet. See tähendaks just kui, et börs on seadnud enda liikmetele seadusest karmimad nõuded, mille kohaselt ei pea teave olema avalikustamise kohustuse tekkimiseks täpne. Silmas tuleb pidada, et reglemendi näol on tegemist Tallinna Börsi sisereeglitega, börsi ja emitentide vahelise lepingulise suhtega. Kõik turuosalised peavad täitma VPTS nõudeid, millele lisaks võib börs enda liikmetele panna täiendavaid kohustusi.

Lisaks, „Nõuded Emitentidele“ p. 1.2.1 kohaselt kuulub avalikustamisele korraldatud teave ja muu teave, mis on nõuetes nimetatud, ning p. 1.3.2 kohaselt kasutatakse nõuetes mõistet korraldatud teave VPTS sätestatud tähenduses. VPTS § 72 kohaselt on korraldatud teave kogu teave, mille emitent või muu isik, kes on emitendi nõusolekuta taotlenud väärtpaberite reguleeritud turul kauplemisele võtmist, on kohustatud avalikustama vastavalt VPTS 20. peatüki või §-de 188⁷ ja 188⁹ sätetele või nende alusel kehtestatud õigusaktide sätetele. Seega ei piira reglemendis sätestatud täiendavad nõuded ja juhised teabe avalikustamiseks, sealhulgas konkreetsed tingimused ja piirmäärad, VPTS nõuete kohaldumist.

Kui mõned keelelised erinevused kõrvale jätta, ei tekita siseteabe üldine legaaldefinitsioon suuremaid küsimusi. Definitsioon on Euroopa Liidus ühtlustatud, hõlmates igal juhul nelja keskset elementi, mida teabe hindamisel arvesse peab võtma - siseteave on avalikustamata täpne teave, mis puudutab otseselt või kaudselt finantsinstrumenti või finantsinstrumendi emitenti ja mis avalikustatuna võib tõenäoliselt märkimisväärselt mõjutada finantsinstrumendi või finantsinstrumendiga seotud tuletisväärtpaberi hinda. Igal elemendil on aga oma sisu,

⁸⁰ NASDAQ OMX Tallinna Börsi reglement. Nõuded emitentidele. – Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/NE-01-01-2011-est-clean.pdf> (03.05.2014).

tunnused ja omadused, muutes siseteabe definitsiooni praktikas rakendamise keeruliseks ja tuues kaasa laiaulatusliku diskussiooni.

Järgnevalt avatakse detailsemalt avalikustamata teabe mõiste, ning selgitatakse, millal on tegemist teabega, mis puudutab finantsinstrumenti või finantsinstrumendi emitenti. Tegemist on kahe siseteabe elemendiga ja seega siseteabe avalikustamise eeldusega. Sellest tulenevalt on nende mõistete selgus ja üheselt mõistetavus siseteabe avalikustamise kohustuse ühtse täitmise ja rakendamise tagamiseks mõõdapääsmatu.

2.1.1 Avalikustamata teave

Nagu juba eelnevalt selgitatud, on fakt, et teave on avalikustamata, üks siseteabe neljast elemendist. Esmapilgul tundub, et tegemist on üheselt mõistetava ja selge nõudega ning see ei tohiks praktikas probleeme tekitada. Kuna siseteabe kriteeriumite täitmine toob kaasa avalikustamise kohustuse, tähendab see enesest mõistetavalt, et tegemist peab olema teabega, mis on eelnevalt avalikustamata. Samas ei ole aga siiski tegemist nii selge mõistega kui esialgu paistab. Avalikustamine ja teabe avalikustatuse lugemine tähendavad siseteabe kontekstis kindlate kriteeriumite järgimist ja asjaolude arvesse võtmist. Seega on oluline siseteabe mõiste avamiseks muu hulgas selgitada, millist teavet peaks käsitlema avalikustamata teabena. Käesolevas alajaotuses selgitataksegi, millal on täidetud avalikustamatuse kriteerium siseteabe käsitluses.

Avalikustamata teavet võiks kirjeldada kui teavet, mis kuulub õigusaktidest või reguleeritud turu korraldaja reglemendist tulenevalt avalikustamisele, kuid mida ei ole veel üldsusele kättesaadavaks tehtud.

Avalikustamata teabena võiks käsitleda ka teavet, mis sisuliselt on küll avaldatud, kuid see ei ole toimunud õigusaktides või reglemendis sätestatud korras.⁸¹ See tähendaks olukorda, kus teave on kättesaadav vaid kitsale ringile isikutele ja ei taga seega investorite võrdset kohtlemist. Seega lasuks emitendil siiski kohustus avalikustada antud teave ka kooskõlas sätestatud nõuetega.

Avalikustamata teabe puhul ongi keskseks küsimuseks see, millal peetakse teavet üldsusele kättesaadavaks. Eesti ega Euroopa Liidu regulatsioonis ei ole nähtud vajadust avaldamata teabe definitsiooni lähemalt lahti kirjutada.

⁸¹ P. K. Staikouras, pg. 781.

Ühendkuningriigi regulatsiooni kohaselt peaks teavet, mida saab omandada uuringu või analüüsiga, mis on läbiviidud turuosaliste poolt või nende heaks, lugema avalikult kättesaadavaks.⁸² See tekitaks just kui olukorra, kus investoril on kõrgendatud kohustus järgida investeerimissoovitusi ja –analüüse, aga ka muid turuuuringuid ja üldist majanduslikku keskkonda puudutavat teavet. Investorkaitse seisukohalt ei oleks selline tõlgendus aga õigustatud.

Lisaks on Ühendkuningriigi *Financial Conduct Authority* andnud selgemad juhtnöörid, kuidas hinnata, kas teave on avalikkusele kättesaadav. Esitatud on järgnevad indikaatorid:

- kas teave on avalikustatud asjakohasele turule reguleeriva teabesüsteemi kaudu või muul viisil, mis on kooskõlas turul kehtivate reeglitega;
- kas teave sisaldub dokumentides, mis on avalikkusele kättesaadavas;
- kas teave on muul viisil kättesaadav, sealhulgas interneti või muu teabekanali vahendusel (ka juhul kui ligipääs on tasuline), või on tuletatav teabes, mis on avalikustatud;
- kas teavet on võimalik omandada vaatlusega avalikkuse poolt, ilma rikkumata privaatsusõigust, eraomandi puutumatust ja teabe saladust;
- milline on ulatus, milles teavet saab omandada uurides või analüüsides teavet, mis on avalikult kättesaadav.⁸³

Sealjuures ei oma tähtsust, kui teave on avalikult kättesaadav vaid väljaspool Ühendkuningriiki. Lisaks ei ole oluline, kui teave on vaatluse või analüüsi teel omandatav vaid isiku poolt, kes omab keskmisest suuremaid ressursse, kogemust või teadmiseid.⁸⁴

Näitena on selgitatud, et kui rongis istuv reisija sõidab mööda põlevast tehast ja helistab börsimaaklerile käsuga tehast omava emitendi aktsiaid müüa, kaupleb ta tuginedes teabele, mis on avalikult kättesaadav, kuna seda saab omandada õiguslike vahenditega, vaadeldes avalikult toimuvat sündmust.⁸⁵

⁸² Financial Services and Markets Act 2000, Section 118C (8).

⁸³ Financial Conduct Authority. The Code of Market Conduct, MAR 1.2.12 E. – Arvutivõrgus: <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/MAR> (03.05.2014).

⁸⁴ Ibid, MAR 1.2.13 E.

⁸⁵ Ibid, MAR 1.2.14 G.

Viimane näide toob selgust avaliku teabe väga laia tõlgendamise põhjustesse – antud juhtnöörides käsitletakse siseteavet vaid turukuritarvituste vaatenurgast. Siin tuleb selgelt välja vastuolu, mis tekib sama siseteabe mõiste kasutamisel turukuritarvituste tõkestamise ja teabe avaldamise kui investorite kaitse mehhanismi puhul.

Tõsi, näitena toodud rongireisijat ei saa käsitleda insaiderina ja tema käsutuses olevat teavet siseteabena. Samas ei saa eeldada, et iga investor oleks pidevalt teadlik protsessidest, mis emitendi varaga toimuvad. Seega ei tähenda see, et emitent ei oleks kohustatud avalikkust taolistest sündmustest teavitama.

Ka CESR on selgitanud, et ühingud, millel on siseteabe avalikustamise kohustus, peaksid avalikustamiseks kasutama järelevalveasutuse poolt määratletud kanalit. Seega, kui nõutakse, et teave oleks avalikustatud näiteks kindla elektroonilise uudistekanalit kaudu, ei ole tingimata piisav, kui teave on avalikustatud vaid mõnele kindlale ajalehele. Samas hinnates, kas tehingud tehti siseteabe alusel, võib teave olla avalikult kättesaadav ka juhul kui emitent ei avaldanud teavet ettenähtud viisil. Eelkirjeldatu kohaldub kui teave sai avalikult kättesaadavaks nõuetele mittevastava avalikustamise kaudu emitendi või kolmanda isiku poolt.⁸⁶

Seega on sarnaselt Ühendkuningriigi regulatsiooniga rõhutatud, et teave, mis on avalikustatud siseteabe alusel kauplemise tähenduses, ei ole seda tihti siseteabe avalikustamise kohustuse mõttes.

Ehkki CESR on andnud teatava indikatsiooni, millist teavet peaks käsitlema avalikustatuna, ei ole see siiski ammendav. Seisukoht, et teavet, mis ei ole avalikustatud järelevalveasutuse määratud kanali kaudu, ei peeta alati avalikustatuks tekitab küsimuse, millisel juhul rakendub erand ja seda siiski avalikustatuks peetakse. Seega on avalikustatuse kriteerium võrdlemisi avatud ja võib põhjustada erinevat tõlgendamist ja seega tuua kaasa ka erinevat kohaldamist.

Eestis ei ole määratud kindlat teabe avalikustamise kanalit. VPTS § 188⁷ lg 1 kohaselt on finantsinstrumendi emitent kohustatud viivitamata avalikustama otseselt emitenti puudutava siseteabe. Siseteave tuleb avalikustada viisil, mis võimaldab avalikkusel sellele kiire

⁸⁶ Committee of European Securities Regulators (CESR). Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, pg. 5 para. 1.9, Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/system/files/06_562b.pdf (03.05.2014).

juurdepääsu ning seda kiiresti, täielikult, täpselt ja õigesti hinnata. Emitent ei tohi avalikustamisel siseteavet eksimusse viia võival moel siduda oma tegevuse reklaamimisega.

VPTS § 188⁷ lg 5 kohaselt on finantsinstrumendi emitent kohustatud tagama, et teda otseselt puudutav siseteave avalikustatakse võimalikult üheaegselt Eestis ja teistes lepinguriikides, kus selle emitendi finantsinstrument on võetud turul kauplemisele või kus on esitatud turul kauplemisele võtmise taotlus.

Praktikas peetakse seaduse nõuetele vastavaks avalikustamise kanaliks börsiteate avaldamist Tallinna Börsi infosüsteemi kaudu. Samas ei ole välistatud, et emitendid võiksid eelistada mõnda muud kanalit, mille kaudu teabe avalikustamisel on täidetud seaduses sätestatud nõuete täitmine.

Kõikehõlmav ja ulatuslik avalikustamine, näiteks avalikustamine meedias, ei ole nõutav. Lisaks ei ole vajalik, et avalikkus oleks selle teabega realselt tutvunud. Piisab pelgalt võimalusest seda soovi korral teha.⁸⁷

Lisaks eelmainitule peab silmas pidama, et see kui mingi konkreetne teave on korrektselt avalikustatud, ei tähenda, et kohustus selle teabe osas oleks lõplikult täidetud. Ka kõik olulised muutused avalikustatud teabes tuleb võimalikult kiiresti avalikustada.⁸⁸ Ka VPTS § 188⁷ lg 4 sätestab, et iga oluline muudatus varem avalikustatud siseteabes tuleb viivitamata avalikustada varem avalikustatud siseteabe avalikustamiseks kasutatud kanali kaudu, järgides seejuures siseteabe avalikustamisele kehtestatud nõudeid. See nõue on oluline kuna juhul kui teave on korrektselt avalikustatud ja investoritele kättesaadavaks muutunud, on neil ootus teabe õigsuse suhtes.

Kokkuvõtlikult võiks öelda, et avalikustamata teabe puhul seisneb keskne küsimus selles, kas ja millal on teave, mis täidab siseteabe kriteeriumid ja kuulub seega avalikustamisele, tehtud regulatsiooni nõuetele vastaval viisil üldusele kättesaadavaks. Tulenevalt käesolevas alajaotuses esitatud asjaoludest võib öelda, et hetkel on küll olemas teatavad indikaatorid,

⁸⁷ Financial Market Authority. Circular Letter of the Financial Market Authority of 19 June 2012 on Reporting and Disclosure Requirements for Issuer (“Guidelines for Issuers”), pg. 59. – Arvutivõrgus: http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=11861&t=1395665289&hash=3910b4a7136d443fcbef1ef5877ba657 (03.05.2014).

⁸⁸ The Authority for the Financial Markets (AFM, the Netherlands), 2010. Inside Information, pg. 7. – Arvutivõrgus: <http://www.afm.nl/~media/files/brochures/2010/eng-market-manipulation/inside-information.ashx> (03.05.2014).

millal peetakse teavet nõuetekohaselt üldsusele kättesaadavaks tehtuks, kuid ühtne arusaam siiski puudub, ning avalikustatuse pidamise küsimus tuleb igal üksikul juhul lahendada konkreetsetest asjaoludest lähtuvalt. Oluline on sealjuures silmas pidada, et ehkki üldjuhul peaks siseteabe definitsiooni nii teabe avalikustamiseks kui ka selle alusel kauplemise keelustamiseks käsitlema ühetaoliselt, ei pruugi see siseteabe avalikustatuse käsitlemise puhul nii olla. Siseteabe avalikustamise kohustuse puhul rakendatakse kõrgemaid nõudeid kui siseteabe avalikult kättesaadavaks lugemisel siseringitehingute käsitlemisel.

Tuleb arvesse võtta, et seadusandja jätab teatud juhtudel meelega tõlgendamisruumi, et katta võimalikult lai juhtumite hulk, sealhulgas ka olukorrad, mis ei pruugi veel olla praktikas esinenud ning mille ettenägemine regulatsiooni loomise hetkel on võimatu. Et avalikustamata teabe küsimus ei ole kaugeltki nii keeruline kui mitme teise siseteabe elemendi puhul, tõlgendus on regulatsioonist võrdlemisi üheselt väljaloetav ning rakendamine ei tekita praktikas suuremaid probleeme, ei pea käesoleva töö autor antud küsimuses täiendavat reguleerimist vajalikuks.

2.1.2 Teave emitendi või finantsinstrumendi kohta

Üks siseteabe kriteeriumitest on, et tegemist peab olema teabega, mis puudutab finantsinstrumenti või finantsinstrumendi emitenti. Nagu avalikustatud teavet, ei ole ka seda, milline on teave, mis käib emitendi või finantsinstrumendi kohta õigusakti tasemel lahti kirjutatud. Seega puudub täielik õiguslik selgus, millal on antud eeldus täidetud. Antud küsimuses on olulisim määratleda, kui lähedalt peab teave emitenti või finantsinstrumenti puudutama. On oluline selgitada, kas see teave peab tulema konkreetse emitendi seest, emitendi enda tegevusest, või peaks tõlgendus olema laiem.

Kui siseteabe kuritarvitamise puhul võib siseteave puudutada emitenti ka kaudselt, siis teabe avalikustamise kohustuse tekkimiseks peab tegemist olema teabega, mis puudutab emitenti otse, see tähendab, et asjaolud tulenevad emitendi enda tegevussfääris. Seega ei pea emitent üldjuhul avalikustama teavet, mis võib küll emitendi tegevust mõjutada, kuid ei tulene emitendist või ei oma otsest mõju konkreetsele emitendile.⁸⁹

CESR on juhendis esitanud nimekirja sündmustest, mis võivad endast kujutada siseteavet, mis puudutab otseselt emitenti. Siiski on rõhutatud, et nimekiri ei ole ammendav, ning asjaolu, et

⁸⁹ C. Di Noia, M. Gargantini. Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime. – European Company and Financial Law Review 2012/4, pp. 484-529, pg. 493.

sündmust ei ole nimekirjas, ei tähenda, et tegemist ei saa olla siseteabega. Samuti ei tähenda asjaolu, et sündmus on nimekirjas loetletud, et tegemist on igal juhul siseteabega. Igal üksikul juhul peaks hindama konkreetse sündmuse olulisust. Konkreetne sündmus saab kujutada endast siseteavet vaid juhul kui see on piisavalt oluline. Veel enam, igal juhul peab hindama kõiki konkreetse sündmuse asjaolusid.⁹⁰

Nimekiri on avatud ning sisaldab 30 erinevat sündmust. Mõned näited sündmustest, mis puudutavad otseselt emitenti ja võivad olla käsitletavad siseteabena:

- muudatused juhatuse ja nõukogu liikmetes;
- otsused vähendada või suurendada aktsiakapitali;
- ühinemised ja jagunemised;
- kohtuvaidlused;
- olulise võlausaldaja maksejõuetus;
- inoovaatilised tooted või töövõtted;
- klientidelt saadud tellimused, nende tühistamine või oluline muutmine.⁹¹

Sündmused, mis puudutavad otseselt emitenti katavad seega laia hulka erinevaid juhtumeid. Juhtumid võivad hõlmata nii ühingu juhtimist, majandustegevust kui isegi olulisi kliente mõjutavaid protsesse.

Turukuritarvituste direktiivi kohaselt võib teavet, mis võib märkimisväärselt mõjutada reguleeritud turu hindade arengut ja kujunemist käsitada teabena, mis on kaudselt seotud ühe või mitme finantsinstrumentide emitendiga või ühe või mitme seotud tuletisinstrumendiga.⁹²

CESR on esitanud ka nimekirja sündmustest, mis puudutavad emitenti kaudselt ja võivad kujutada endast siseteavet, mis kuulub avalikustamisele. Ka see nimekiri ei ole ammendav. Lisaks, erinevalt emitenti otseselt puudutavast teabest, ei pea emitenti kaudselt puudutavat teavet avalikustama koheselt. Erinevuse põhjus seisneb selles, et emitent ei pruugi teda kaudselt puudutava teabe olemasolust teadlik olla või, juhul kui ta on teabest teadlik, ei pruugi tal olla selle avalikustamiseks õigust enne kui teine osapool on seda teinud. Siiski, kui sellistel sündmustel oleks juhul kui nad saavad avalikult teadaolevaks otsene mõju emitendile, mis

⁹⁰ CESR/06-562b, pg. 7 para. 1.15.

⁹¹ CESR/06-562b, pg. 7 para. 1.15.

⁹² Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 28.01.2003. a. direktiiv 2003/6/EÜ siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta, preambula p. 16.

täidab siseteabe nõuded, rakendub sel hetkel turukuritarvituste direktiivist tulenev teabe avalikustamise kohustus.⁹³

Antud avatud nimekiri katab 10 sündmust, näiteks:

- oodatav reitinguagentuuri raporti avalikustamine;
- keskpanga otsused intressimäära kohta;
- reguleeritud ja reguleerimata turu otsused, mis puudutavad turu reegleid;
- konkurentsiameti ja järelevalve asutuse otsused, mis puudutavad börsil noteeritud ettevõtteid.

Seega ei pea emitenti või finantsinstrumenti puudutav teave siiski alati tulenema emitendi seest. Emitenti kaudselt puudutavad sündmused hõlmavad peamiselt erinevate raportite ja analüüside avaldamist ning muudatusi regulatsioonis ja turu korralduses, mis võivad emitendi tegevust mõjutada. Nagu eelpool selgitatud, tekib vastava teabe avalikustamise kohustus kui see teave jõuab emitendi teadvusesse, see võib teda otseselt mõjutada, ning tal on õigus vastavat teavet avalikustada.

Kokkuvõtlikult võiks öelda, et tavaliselt peetakse emitenti või finantsinstrumenti puudutavaks teabeks sellist teavet, mis puudutab emitenti otse – asjaolud tulenevad emitendi tegevussfääris. Samas peab emitent teatud juhtudel avalikustama ka teavet, mis ei tulene emitendist endast, kuid võivad tema tegevust mõjutada. Emitenti ja finantsinstrumenti puudutava teabe defineerimisel jäetud üsna lai kaalutlusruum. Õigusaktides on jäetud sellise teabe olemus täielikult avamata, juhendis on esitatud vaid mitteamendav loetelu. Ehkki üldise definitsiooni või juhtnööri andmine aitaks kaasa õigusselguse tõstmisele, on nimekirja avatuks jätmine antud juhul mõistetav. Nimekiri annab indikatsiooni, milline sündmus või teave peaks äratama tähelepanu ja ärgitama analüüsima ülejäänud siseteabe elementide olemasolu. Samas võivad iga konkreetse sündmuse asjaolud olla väga erinevad ja omada emitendile suuremat või väiksemat mõju. Lisaks on majanduskeskkond pidevas muutumises ning ammendava definitsiooni või nimekirja esitamisel riskitaks võimalusega, et mõni uus ja oluline sündmus või teabeliik jääb katmata.

⁹³ CESR/06-562b, pg. 7 para. 1.16.

2.2 Siseteabe täpsus

Eelnevalt sai selgitatud siseteabe üldolemust ja avatud kaks siseteabe tunnust, nimelt teave, mis puudutab emitenti või finantsinstrumenti ja teave, mis on avalikustamata.

Siseteabe mõiste keskseteks elementideks peetakse aga käesolevas magistritöös veel avamata teabe täpsust ja hinnamõju. Nii sätestab näiteks direktiivi 2003/124/EÜ preambula p. 3, et turuosaliste õiguskindlust tuleks suurendada, määrates täpsemalt kindlaks kaks siseteabe määratluses sisalduvat tähtsat tegurit, selle teabe täpse laadi ja finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele avalduva võimaliku mõju olulisuse.

Siseteabe täpsus ja hinnatundlikkus on võrdlemisi abstraktsed tunnused, mis koosnevad omakorda erinevatest elementidest, mida peab analüüsima ja hindama. Seetõttu põhjustavad need praktikas rakendamisel hulgaliselt probleeme. Käesolev alapeatükk ongi pühendatud neist esimese, siseteabe täpsuse mõiste ja selle alakriteeriumite avamisele ja selgitamisele.

VPTS § 188⁴ lg 4 kohaselt on teave täpne, kui see käib sündmuse või asjaolu kohta, mis on toimunud või eksisteerib või mille saabumist võib mõistlikult eeldada, ja see teave on piisavalt täpne, et järeldada nimetatud sündmuse või asjaolu võimalikku mõju finantsinstrumendi või finantsinstrumendiga seotud tuletisväärtpaberi hinnale.

Direktiivi 2003/124/EÜ art 1 lg 1 p. 1 kohaselt on siseteave täpne, kui see viitab ilmnenule või mõistliku eelduse kohaselt ilmnevatele asjaoludele või toimunud või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivale sündmusele ja kui see on sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele.

Siinkohal võiks juhtida tähelepanu asjaolule, et VPTS kasutab terminit “täpne” kahes erinevas tähenduses. Terminit kasutatakse siseteabe täpsuse tähistamiseks, samas esitatakse selle kaudu viide ka hinnamõju nõudele öeldes, et olemaks täpne, peab teave olema “piisavalt täpne, et järeldada...”. Võrdluseks, direktiivi eestikeelne versioon tähistab teist nõuet terminiga “üksikasjalik”. Arvestades, et direktiiv kasutab siseteabe täpsuse tähistamiseks terminit “*precise*” ning üksikasjalikkuse tähistamiseks terminit “*specific*” ning ka direktiivi eestikeelses tõlkes on kasutatud erinevaid termineid, jääb arusaamatuks, miks ei ole sama lähenemist kasutatud VPTS-s.

Siiski, peab tõdema, et VPTS-ga on püütud üle võtta turukuritarvituste direktiivi ning rakendusdirektiivi sätteid. Ehkki VPTS-s esitatud siseteabe täpsuse definitsiooni lugemine võib esmalt tekitada segadust, ning sellist lahendust ei saa kindlasti pidada rahuldavaks, saab antud sätte sisustamisel appi võtta Euroopa Liidu regulatsiooni, mis toob sätte mõttesse selgust.

Kokkuvõtlikult võib siseteabe täpsuse definitsioonist välja lugeda kaks olulist elementi:

- tegemist peab olema sündmuse või asjaoluga, mis on toimunud või eksisteerib või mille saabumist võib mõistlikult eeldada, ning
- antud teave peab olema piisavalt üksikasjalik, et järeldada, selle teabe mõju finantsinstrumendi hinnale.

Järgnevalt keskendutaksegi antud elementide lahtimõtestamisele, analüüsides praktikas esinevaid probleeme ja püüdes leida rahuldav lahendus siseteabe täpsuse mõiste ühtseks kohaldamiseks.

Samas tuleb silmas pidada, et siseteabe täpsust saab hinnata küll ühtsetel alustel, kuid seda peab hindama kaasusepõhiselt ning iga lõplik hinnang sõltub konkreetsest käsitletavast teabest.⁹⁴ Eelnevast tulenevalt on käesoleva alapeatüki eesmärgiks tuua välja need indikaatorid, mida peaks siseteabe täpsuse hindamisel igal juhul arvesse võtma, jättes siiski võimaluse kaasusepõhiseks käsitlemiseks ja välistamata võimalust reguleerida uudseid juhtumeid, mida väärtpapieriturgude kiire areng võib kaasa tuua.

2.2.1 Asjaolu või sündmuse ilmnemine või toimumine

Nagu eelnevalt selgitatud, peetakse teavet täpseks, kui see viitab ilmnenule või mõistliku eelduse kohaselt ilmnevatele asjaoludele või toimunud või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivale sündmusele.

Kuna mõisteid „asjaolud” ja „sündmused” õigusaktides määratletud ei ole, tuleb lähtuda nende tähendusest tavakasutuses.⁹⁵ Tegemist võib seega olla mis iganes liiki asjaolude ja sündmustega tingimusel, et need vastavad kõigile siseteabele kehtestatud nõuetele.

⁹⁴ Committee of European Securities Regulators (CESR). CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, pg. 8, para 18. Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf (03.05.2014).

⁹⁵ EKO 28.06.2012, C-19/11, Marcus Geltri vs Daimler AG, p. 30.

Ka see, milline asjaolu on ilmnud või sündmus on toimunud, ei tohiks küsimusi tekitada. Hinnates, kas asjaolu eksisteerib või sündmus on aset leidnud, on võtmeküsimuseks, kas esineb kindlaid ja objektiivseid tõendeid, vastukaaluks kuulujuttudele ja spekulatsioonidele, see tähendab, kas asetleidmist või eksisteerimist saab tõendada.⁹⁶

Oluline on siiski silmas pidada, et asjaolu või sündmuse ilmnemine või toimumine ei tähenda, et need peavad olema formaalselt kinnitatud. Nii sätestab VPTS § 188⁷ lg 2, et siseteabe avalikustamisega ei tohi viivitada asjaolu või sündmuse ametlikuks muutumise ootamise ettekäändel. Antud sätte aluseks on rakendusdirektiivi artikkel 2 p. 2, mille kohaselt peavad liikmesriigid tagama, et emitente käsitatakse siseteavet vastavalt turukuritarvituste direktiivi artikkel 6 p.-le 2 võimalikult kiiresti avalikustanuna, kui teatava asjaolu ilmnemisel või teatava sündmuse toimumisel on emitendid selle viivitamata avalikustanud, olgugi et seda ei ole veel ametlikult kinnitatud.

Antud lähenemist on praktikas tunnustatud ja sellisele vajadusele on tähelepanu juhtinud ka liikmesriikide järelevalved. Nii on näiteks Austria finantsjärelevalve asutus juhtinud tähelepanu, et iga emitent peab avalikkust koheselt siseteabest teavitama. Ei ole oluline, kas sündmus on ametlikult kinnitatud, näiteks emitendi juhtorgani poolt.⁹⁷

Põhjalikumat analüüsi nõuab aga küsimus sellest, milliste asjaolude ilmnemist või sündmuste toimumist võib mõistlikult eeldada, täpsemalt küsimus sellest, kuidas defineerida mõistlikku eeldust. Lisaks tekitab praktikas suurt probleemi, et sündmuste toimumine või asjaolude ilmnemine ei ole sageli mitte üksikjuhtum, vaid protsess.

Eelnevast tulenevalt avataksegi järgnevates alajaotustes põhjalikumalt see, millal võib asjaolu saabumist või sündmuse toimumist võiks mõistliku eelduse kohaselt oodata, ning kuidas peaks hindama teabe täpsust vaheetappidest koosneva protsessi puhul. Kuna ka mainitud tingimustele vastav teave võib kujutada endast täpset teavet, ei ole siseteabe täpsuse mõiste avamine ja siseteabe mõiste käsitlemine ilma neid kriteeriumeid selgitamata võimalik.

2.2.1.1 Mõistlik eeldus

Hinnates, millise asjaolu saabumist või sündmuse toimumist võib mõistlikult eeldada, on

⁹⁶ CESR/06-562b, pg. 4-5 para. 1.5.

⁹⁷ Financial Market Authority, pg. 57.

võtmeküsimuseks, kas olemasoleva teabe põhjal on mõistlik sellist järeldust teha.⁹⁸

Euroopa Kohus on selgitanud, et tegemaks kindlaks, kas asjaolud võivad mõistliku eelduse kohaselt ilmnedagi või sündmused toimuda, tuleb hinnata üldiselt iga üksikjuhtumi teadaolevaid asjaolusid. Sealjuures sõnu „mõistliku eelduse kohaselt” ei tohiks tõlgendada nii, et selles nõutakse asjassepuutuvate asjaolude või sündmuste asetleidmise suure tõenäosuse tõendamist. Kohaldamisala piiramine niisuguse tõenäosuse määraga kahjustaks Euroopa Kohtu sõnul regulatsiooni eesmärke – tagada liidu finantsturgude terviklikkus ja suurendada investorite usaldust nende turgude vastu.⁹⁹

See seisukoht näitab hästi, et Euroopa Kohus ei poolda siseteabe mõiste ühegi elemendi kitsendamist. Tõlgendamisel peaks seega lähtuma regulatsiooni eesmärkidest, ning silmas peaks pidama investorite ja üldsuse huve. Euroopa Kohtu seisukoht tuleneb ilmselt asjaolust, et mõistliku eelduse piiramine suure tõenäosusega vähendaks turgude terviklikkust ja raskendaks investorite usalduse tagamist. Insaideritel oleks sellisel juhul võimalik lõigata kasu teabest sündmuste või asjaolude kohta, mille saabumise tõenäosus ei ole piisavalt suur, et tuua kaasa avalikustamise kohustus.¹⁰⁰

Euroopa Kohus on enda seisukohta täiendanud lisades, et direktiivi 2003/124 preambula p. 3 kohaselt tuleb tagada õiguskindlus turuosalistele, kelle hulka kuuluvad ka emitendid. Sellest tulenevalt ei saa täpseks teabeks pidada teavet asjaolude ja sündmuste kohta, mille asetleidmine ei ole tõenäoline. Vastupidisel juhul võiks emitendid arvata, et nad on kohustatud avalikustama teavet, mis ei ole konkreetne või mis ei saa mõjutada nende finantsinstrumentide hinda.¹⁰¹ Seega on siiski selge, et tõenäosuse kriteeriumi üheks eesmärgiks on piirata siseteabe mõistet ja avalikustamiskohustust ning pakkuda sellega kaitset ka emitendile.

Kohus võttis enda seisukoha kokku öeldes, et peab mõistega „mõistliku eelduse kohaselt” silmas eelseisvaid asjaolusid ja sündmusi, mille suhtes võib teadaolevatele asjaoludele antava üldise hinnangu põhjal väita, et nende ilmnemise või toimumise võimalus on realistlik.¹⁰² Seda seisukohta peaks tõlgendama nii, et toimumise tõenäosus on suurem kui mittetoimumise võimalus.

⁹⁸ Financial Market Authority, pg. 57.

⁹⁹ Daimler AG, p. 45-47.

¹⁰⁰ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 496.

¹⁰¹ Daimler AG, p. 48.

¹⁰² Ibid, p. 49.

Ka kohtujurist nõustus Daimler AG asjas, et Direktiiv 2003/124 sätestab kõigest miinimumtingimused, mille puudumisel ei saa teavet pidada täpseks, ega nõua väljendi „mõistliku eelduse kohaselt” tõlgendamisel asjaolu *de qua* ilmnemise suurt tõenäosust ega seda, et teave oleks nii täpne, et sellest saaks teha kindlaid või peaaegu kindlaid järeldusi võimaliku mõju kohta vaadeldavate finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile.¹⁰³

Ettevõtjad hindavad teavet igal üksikjuhul eraldi, seega on võimatu määrata kindlaks mõistliku investori ja mõistlikkuse kontseptsiooni, mis kehtiks igas võimalikus olukorras.¹⁰⁴

Tõenäosuse arvutamine statistiliste või muude meetoditega oleks liialt subjektiivne. Just seetõttu on aluseks võetud mõistlikkuse kriteerium, mis tähendab, et tuginetakse vaid ratsionaalsele alusele kogu teabe valguses, mis on sel hetkel kättesaadav, ning välditakse seega igasugust hiljem esile kerkivate faktide psühholoogilist mõju.¹⁰⁵

Euroopa Liidu õigusaktides on teadlikult kasutatud üldist mõistlikkuse kriteeriumit, mille kohaldamisel ei piisa pelgalt sündmuse toimumise statistilise tõenäosuse arvutamisest, vaid kasutama peab üksikasjalikumat ja keerulisemat hindamist. See hindamine peab põhinema sarnastel varasematel kogemustel ning selle eesmärk on kindlaks teha, kas sündmuse toimumine on üldiselt mõistlikult eeldatav ning kas mõistlik investor oleks seega selle toimumise võimalikkust kaalunud, pidades silmas teabe eeldatavat mõju, võttes arvesse asjassepuutuva emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväarsust ja muid turgu iseloomustavaid muutujaid, mis antud asjaoludel võiksid mõjutada seotud tuletisinstrumenti.¹⁰⁶

Siseteabe kuritarvitamine on keelatud. Keelu eesmärk on kaitsta finantsturgude terviklikkust ja suurendada investorite usaldust ning selle eesmärgi saavutamise huvides ei tohiks tõlgendada mõistet „mõistlikkus” kui suurt tõenäosust, mis lubaks jätta avalikustamata teabe, mis sageli puudutab edaspidiste sündmuste kujunemist, mis võivad mõjutada aktsiakursi, soodustades nii siseringitehinguid. Samuti ei saa arvesse võtta *information overload*’i ohtu, mis tekiks, kui kapitaliturg ujutataks siseteabe mõiste liiga laia tõlgenduse kasutuselevõtmise

¹⁰³ EK 21.03.2012, C-19/11 Markus Geltl vs Daimler AG, kohtujurist P. Mengozzi arvamus, p. 73.

¹⁰⁴ Ibid, p. 77.

¹⁰⁵ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 497.

¹⁰⁶ P. Mengozzi arvamus, p. 82-83.

tõttu üle nii suure koguse ebakindla teabega, et see eksitaks turul tegutsevaid ettevõtjaid. Direktiividega 2003/6 ja 2003/124 loodud süsteem püüab pigem just võimaldada kõigil investoritel teha oma otsuseid, võttes endale sellest tuleneva vastutuse ning võimalik, et isegi vigu tehes, olles eelnevalt saanud kogu asjassepuutuva ning börsil olevaid väärtpapereid mõjutada võiva teabe ja seda hinnanud. Sellest tulenevalt tuleb kahtluste korral eelistada niisugust tõlgendust, mis pigem laiendab kui kitsendab avalikustamisele kuuluva teabe hulka.¹⁰⁷

Ka juhul kui planeeritud sündmus ei toimu ettenägematute asjaolude tõttu, ei ole välistatud, et sama sündmuse saabumist oleks võinud varem kättesaadava teabe põhjal ratsionaalselt oodata.¹⁰⁸

Täpsemalt, see kui sündmus ei toimu või asjaolu ei saabu, ei tähenda, et juba toimunud sündmused või saabunud asjaolud, näiteks lepingueelsed läbirääkimised, ei oleks kujutanud endast täpset teavet.¹⁰⁹

Ka vastupidine on tõsi, mingi konkreetse sündmuse toimumine ei anna alust järeldada, et sellele eelnevad sammud kujutasid endast täpset teavet. Tõenäosuse arvutused on enamjaolt subjektiivsed ja kujutavad endast järjestikuste uurimiste puhul nõrka tõendit, teiste sõnadega, on risk, et emitendi ennustused selle kohta, kas sündmuse toimumine oli tõenäoline, on hinnatud tagantjärele. Just seetõttu piirab turukuritarvituste direktiiv täpsust mõistliku eeldusega. Prognoosiv hinnang tuleks anda ratsionaalsetel alustel, kogu teabe valguses, mis võiks emitendile antud hetkel kättesaadav olla, vältides sellega igasugust hilisemate faktide psühholoogilist mõju.¹¹⁰

CESR on turukuritarvituste direktiivi rakendusmeetmeteks ettepanekuid tehes pakkunud välja, kuidas siseteabe täpsust, eeskätt just mõistliku eelduse nõuet selgemaks muuta. Ettepanekuks oli lisada siseteabe täpsuse definitsiooni, et täpsus eeldab piisavalt defineeritud projekti olemasolu osapoolte vahel, millel on mõistlik võimalus vilja kanda tingimusel, et see projekt lõpule viiakse, ka juhul kui hetkel esineb veel ebakindluseid, mis on omased kõigile

¹⁰⁷ P. Mengozzi arvamus, p. 92-94.

¹⁰⁸ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 497.

¹⁰⁹ CESR/02-089d, pg. 8, para 20.

¹¹⁰ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 497.

seada liiki tehingutele.¹¹¹

Ehkki säte reaalselt direktiivi ei jõudnud, aitab see siiski mõista, mida on regulatsiooni loomisel peetud silmas mõistliku eelduse all, et sündmused võivad toimumida või asjaolud saabuda.

Nagu selgitatud, on asjaolu saabumise või sündmuse toimumise tõenäosuse hindamisel keskseks küsimuseks, kas olemasoleva teabe põhjal saaks seda järeldada. „Mõistliku eelduse kohaselt” ei tohiks kindlasti tõlgendada nii, et nõutav on asjassepuutuvate asjaolude või sündmuste asetleidmise suure tõenäosuse tõendamine. Ühest küljest peaks küll vältima emitentide liigset koormamist, kuid teisest küljest kahjustaks kindluse nõudmine turgude läbipaistvust ja raskendaks regulatsiooni eesmärkide saavutamist. Mõistliku eelduse nõude täidetavust peab hindama vaid kvalitatiivsetele alustele tuginedes võttes arvesse kogu teavet, mis on sel hetkel kättesaadav.

Peab tõdema, et mõistlikkuse kriteerium on äärmiselt hinnanguline, paneb emitentidele keerulise teabe pideva hindamise kohustuse ja ei taga neile suurt õiguskindlust. Samas ei ole tegemist küsimusega, mille saaks õigusaktides ammendavalt reguleerida. Ka ei ole võimalik seada kindlaid kvantitatiivseid hindamisaluseid. Emitentide õiguskindlust saab tagada näiteks tõlgendamisega Euroopa Kohtu lahendites. Võrdlemisi hiljutine Daimleri lahend on leidnud juba ulatuslikku käsitlemist õiguskirjanduses ja aktsepteerimist praktikas. Lisaks peaks ESMA jätkama juhendite andmist, sealjuures võiks abiks olla näidisinimekirjade esitamine olukordadest, kus sündmuse toimumist võib mõistlikult eeldada.. Oma roll lasub ka liikmesriikide järelevalvetel, kes võiksid samuti emitentide õiguskindluse ja seeläbi ka investorite usalduse tagamiseks selgitavaid juhendeid avaldada.

2.2.1.2 Teabe täpsus vaheetappidest koosneva protsessi puhul

Äritegevuses tuleb tihti ette olukordi, kus tehingud ja protsessid kestavad pikaajalisest, koosnedes erinevatest vaheetappidest. Teabe avalikustamise kohustus selliste etappide puhul on tõstatanud diskussiooni erialakirjanduses ning tekitanud probleeme praktikas.

Antud küsimuses saab eristada kahte erinevat probleemi – teabe täpsus vaheetappide puhul ning õigus siseteabe avaldamist teatud tingimuste täitmisel edasi lükata. Käesoleva töö

¹¹¹ Committee of European Securities Regulators (CESR). CESR's Advice on Possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, July 2002, pg. 10, para 32. – Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089b.pdf (03.05.2014).

eesmärgiks on käsitleda siseteabe avalikustamise kohustuse olemust ja eelduseid, seega hinnatakse siinkohal vaid teabe täpsuse nõude täidetust ehk küsimust, kas vaheetappidest tekkivat teavet peaks käsitlema siseteabena, andmata hinnangut sellele, kas ja millistel tingimustel on emitendil õigus sellise siseteabe avalikustamist edasi lükata.

Sisuliselt võib vaheetappidest koosneva protsessi puhul, ka juhul kui lõppsündmuse toimumise tõenäosus on väga väike, tõusetuda vaheetappidest tuleneva teabe avalikustamise kohustus. Täpsemalt, iga areng käimasolevas protsessis võib kujutada endast siseteavet, mis kuulub avalikustamisele enne kui protsessi lõpptulemus on saanud. Sellist lähenemist on muu hulgas kinnitanud nii Euroopa Kohus kui CESR.¹¹²

CESR-i hinnangul on oluline silmas pidada, et kui teave puudutab protsessi, mis koosneb vaheetappidest, võib nii iga etapp iseseisvalt, kui ka kogu protsess kujutada endast siseteavet. Näitena on toodud ülevõtmispakkumised, mis on ilmselt vaheetappide seisukohalt üks olulisemaid ja enim küsimusi tekitavaid protsesse. CESR selgitas et see, et ülevõtmist ei pruugi realselt toimuda, ei tähenda, et teave ülevõtmispakkumise kohta ei võiks endast iseenesest kujutada täpset teavet.¹¹³

Euroopa Kohus on selgitanud, et teatava aja kestva protsessi vaheetapp võib ise olla käsitatav asjaolude või sündmusena nendele sõnadele tavakasutuses antud tähenduses. Kohus lisas, et vaheetappe puudutava informatsiooni pidamist siseteabeks toetab asjaolu, et direktiivi 2003/124 artikkel 3 kooskõlas sama direktiivi preambula p.-ga 5 ja direktiivi 2003/6 artikli 6 lõikega 2 nimetab avalikustamise edasilükkamist õigustavate asjaolude seas muu hulgas käimasolevaid läbirääkimisi ja emitendi juhtimisorgani tehtud otsused või sõlmitud lepingud, mille jõustumine eeldab heakskiidu saamist emitendi mõnelt muult organilt, mis on järk-järgulise protsessi tüüpilised etapid.¹¹⁴

Nimetatud asjaolude näol on tegemist lepingu sõlmimise etappidega, millele emitent võiks tugineda argumenteerimaks, et lepingu sõlmimine ei olnud veel kindel ja teave seega täpne.

Ka asjaolu, et direktiiv 2003/124 lubab emitentidel jätta avalikustamata asjaolud, mis kujutavad endast vaheetappe protsessis, mis võib teoreetiliselt lõpule jõuda alles tulevikus,

¹¹² C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 497.

¹¹³ CESR/06-562b, 5 para. 1.6.

¹¹⁴ Daimler AG, p. 31-32.

näitab, et kui muud käsitletavates direktiivides nimetatud tingimused on täidetud, tuleb selline teave üldjuhul avalikustada.¹¹⁵

Siseteavet ei tohiks vaadata kui midagi püsivat ja muutumatut. Reaalsuses on näiteks tehingueelsed läbirääkimised orgaaniline protsess, millest tulenevalt ka teave, selle olemus ja mõju muutuvad ajas. Läbirääkimiste tulemus võib mõjutada hinda või mitte mõjutada, samuti võivad läbirääkimised hoopis läbi kukkuda ja tehing toimumata jääda, mis tähendab, et teabe avalikustamise kohustust just kui ei tekiks. Läbirääkimiste lõpptulemus ei oma aga tähtsust selle osas, et läbirääkimiste protsessi puudutav ei oleks võinud kujutada endast siseteavet.¹¹⁶

Ei ole nõutav, et teatavaks tehtav asjaolu oleks otsustav asjaolu, ning igatahes ei ole *a priori* välistatud, et tähtsaks võivad osutuda teatava aja jooksul mitme vaheetapi kaudu toimuva protsessi käigus ilmnevad asjaolud, vaid on lihtsalt sätestatud, et üldsusele tuleb avalikustada igasugune teave, mis on, ka teatava aja kestva protsessi puhul, täpne ning tal on avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärne mõju finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale. Teabe levitamiskohustuse seisukohalt ei ole oluline mitte see, mis hetkel teave sündmuse kujunemisprotsessi käigus tekkis, vaid teabe täpsus, asjaolu, et teave on avaldamata ning et see võib avaldada märkimisväärset mõju turukursile.¹¹⁷

Kokkuvõtlikult peaks iga asetleidnud vaheetappi vaatama kui saabunud asjaolu või toimunud sündmust, mis seega võib täita teabe täpsuse tingimuse. Seega, juhul kui tegemist on tõepoolest täpse teabega, ning ka ülejäänud siseteabele seatud tingimused on täidetud, kuulub vaheetappe puudutav teave avalikustamisele.¹¹⁸

Euroopa Kohus on läinud veel kaugemale ja selgitanud, et see tõlgendus ei kehti mitte ainult juba ilmnenu või toimunud etappide kohta, vaid vastavalt direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikele 1 ka mõistliku eelduse kohaselt ilmned või toimuda võivate etappide kohta.¹¹⁹ See tähendab, et kui asjaolu ei ole veel saabunud või sündmus toimunud, kuid seda võib mõistlikult oodata ja kõik eelmainitud tingimused vaheetappe puudutava teabe

¹¹⁵ P. Mengozzi arvamus, p. 44.

¹¹⁶ S. Clarke, pg. 56.

¹¹⁷ P. Mengozzi arvamus, p. 37-38.

¹¹⁸ H. Krause, M. Brellochs. Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler*—A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation. – *Capital Markets Law Journal*, 2013/8(3), pp. 283-299, pg. 289.

¹¹⁹ P. Mengozzi arvamus, p. 38.

avalikustamisele on täidetud, kuuluvad ka veel saabumata asjaolud ja toimumata vaheetapid avalikustamisele.

Kokkuvõtlikult, emitent peab pidevalt, ka iga lõppemata protsessi puhul hindama, kas tekkinud võiks olla teavet, mis täidab siseteabele esitatud nõuded. Iga lõppenud vaheetappi peab vaatama kui iseseisvat asjaolu või sündmust, samuti peab iga veel saabumata vaheetappi nägema kui mõisliku eelduse kohaselt saabuda võivat asjaolu või toimuda võivat sündmust. Iga infokillu puhul peab hindama, kas see teave iseenesest, sõltumata tervikprotsessi etapist ja lõpptulemuse selgusest, võiks olla piisavalt täpne, täita teised siseteabe tingimused ja kuuluda seega avalikustamisele.

2.2.2 Võimalus järelda teabe mõju hinnale

Nagu eespool selgitatud, on siseteabe täpsuse puhul oluline silmas pidada kahte elementi – sündmuse või asjaolu toimumist või ilmnemist või nende saabumise mõistlikku tõenäosust, ning võimalust järelda antud sündmuste või asjaolude mõju hinnale. Esimest neist küsimustest sai käsitletud eelnevas alajaotuses, käesoleva alajaotuse eesmärgiks on aga teise siseteabe täpsuse kriteeriumi avamine. Seega selgitatakse käesolevas alajaotuses, kuidas peaks mõistma võimalust järelda teabe mõju hinnale ja kui konkreetseid järeldusi peab teave võimaldama teha, et siseteabe täpsuse kriteerium oleks täidetud.

Direktiivi 2003/124/EÜ artikli 1 punkti 1 kohaselt on teave täpne kui see on sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele.

Esmalt on oluline märkida, et võimaliku hinnamõju kriteeriumit ei tohiks segamini ajada teise olulise siseteabe kriteeriumi ehk hinnatundlikuse ning selle alakriteeriumiga, milleks on mõistliku investori test. Kui viimane keskendub investorite ja seega turu reaktsioonile, siis siseteabe täpsuse kontekstis tuleb hinnata reaalseid sündmuseid. See tähendab, et hinnangu andmine on äärmiselt keeruline kuna emitent peab analüüsima, kas investorid üldjuhul ostaksid või müüksid aktsiaid, tuginedes seejuures enda hinnangule sellest, millised võiksid konkreetse uudise mõjud olla.¹²⁰

¹²⁰ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 499.

Üks huvitavamaid ja erialakirjanduses enim viidatud lahendeid seoses siseteabe täpsuse ja hinnamõju hindamisega on Ühendkuningriigi *Massey* lahend. Ühendkuningriigi *Upper Tribunal* leidis, et mõiste “piisavalt üksikasjalik, et järeldada” (“*specific enough to enable a conclusion to be drawn*”) omab tugevat ja konkreetset iseloomu, mida aga hägustab fraas “võimalikku mõju hinnale” (“*as to the possible effect [...] on the price*”). Nõutud ei ole mitte tegelik või tõenäoline, vaid pelgalt võimalik mõju hinnale. Lisaks puudub indikatsioon sellest, kui täpne antud järeldus peaks olema. Ei ole selge, kas piisab pelgalt järeldusest, et teave võib avaldamisel hinda muuta. Hinna muutuse risk on “võimalik mõju”, isegi kui ei ole selge, kas muutus on rohkem tõenäoline kui ebatõenäoline ja kas muutus kujutaks endast hinna tõusu või langust.¹²¹

Upper Tribunal avaldas otsuses kahtlust, kas antud elemendi niivõrd üldine tõlgendamine oleks õige ning tõdes, et see muudaks nõude “piisavalt üksikasjalik, et järeldada” (“*specific enough to enable a conclusion to be drawn*”) praktiliselt sisutühjaks. Otsuses jäeti see küsimus lõplikult lahendamata, kuid otsustati antud juhul tõlgendada mõistet süüdistatava kasuks selliselt, et võimalik mõju hinnale oleks pidanud antud juhul tähendama hinna liikumist konkreetses suunas.¹²²

Ehkki antud kaasused ei analüüsi hinnamõju suuna tähtsust, võiks selle kaudselt välja lugeda ka seotud lahenditest *Greenhouse* ja *Einhorn*. Ühendkuningriigi *Financial Services Authority* selgitas siseteabe täpsuse hindamisel, et ehkki emissiooni väljakuulutamisel võib erandjuhtudel hind ka tõusta, toob see üldjuhul kaasa hinna languse ning see oleks olnud ka tõenäoline mõju käsitletud juhul. Arvestades kaasuse asjaolusid oli ennustatav, et väärtpaberite hind langeks, seega oli teave piisavalt üksikasjalik, et järeldada selle mõju hinnale.¹²³

Massey otsuses esitatud seisukohad väärivad kindlasti analüüsimist. On asjakohane küsida, kas teavet saab käsitleda täpsena, kui sellele tuginev investor ei saa tehingut tehes eeldada, millises suunas hind liigub, ning ei saa sellest tulenevalt teha väikese riskiga või praktiliselt riskivaba tehingut. Igasugusel teabel on potentsiaalne hinnamõju. Samas võib üks investor näha informatsiooni positiivsena, teine negatiivsena. Seega võivad investorid, tulenevalt

¹²¹ Upper Tribunal decision FIN/2009/0024 between David Massey and the Financial Services Authority (United Kingdom), 2 February 2011, section 38.

¹²² *Massey*, section 39.

¹²³ Financial Services Authority Decision Notice to David Einhorn (United Kingdom), 12 January 2012, sections 4.13, 4.14, 4.15; Financial Services Authority Decision Notice to Greenlight Capital Inc. (United Kingdom), 12 January 2012, sections 4.13, 4.14, 4.16.

nende valduses olevast ülejäänud informatsioonist ja neile kooskõlas antavast hinnangust, anda sama teabe põhjal hinnamõju suunale erinevaid hinnanguid.

Hinnamõju suunda peaks nägema olulise siseteabe definitsiooni komponendina, kuid mitte möödapääsmatu elemendina. Nii võiks ka lahendites *Greenhouse* ja *Einhorn* esitatud argumenti vaadata mitte kui nõuet, et hinnamõju suund peab olema selge, vaid hoopis tõdemust, et hinnamõju suund oli selge, mis kinnitas, et teave oli täpne.

Õigusaktides puuduvad hinnamõju tõlgendamiseks ja rakendamiseks selged juhised, kuid CESR on esitanud kaks näidet olukordadest, mida võiks käsitleda piisavalt täpsena, et järeldada teabe võimalikku mõju hinnale. Esimene neist oleks olukord, kus teave on selline, mis võimaldaks mõistlikul investoril langetada investeerimisotsuse ilma või väga väikese finantsriskiga. See tähendab, et investor saaks kindlusega hinnata, kui see teave oleks avalik, kuidas see teave mõjutaks asjakohase finantsinstrumendi või tuletisinstrumendi hinda.¹²⁴

Antud juhtnõrile lisab omakorda selgust veel varasem dokument, kus taolise selgituse andmiseks ettepanek tehti. Esialgne ettepanek oli anda juhised, mille kohaselt peaks käsitleni piisavalt täpsena sellist teavet, mis võimaldab teha järelduse selle teabe mõju suuna kohta hinnale, võimaldades informeeritud investoril teha investeerimisotsuse riskivabalt või väga väikese riskiga, või kui seda teavet kasutatakse tõenäoliselt koheselt turul ära.¹²⁵

Seega on selge, et juhise andmisel käsitleti küll hinnamõju suunda, kuid samas ei ole ühtegi alust eeldada, et hinna liikumise suunda oleks peetud siseteabe täpsuse möödapääsmatuks elemendiks.

Teine olukord, mille CESR on toonud näiteks selle kohta, millal võib järeldada teabe mõju hinnale ongi juba mainitud asjaolu, et teavet kasutatakse koheselt turul ära. See tähendab, et nii pea kui teave avalikuks tuleb, kauplevad turuosalised selle alusel.¹²⁶

Kokkuvõtlikult võib seega öelda, et hinnamõju kriteeriumi täitmise näitena on esitatud kaks alternatiivi, millest esimene puudutab hinnamõju suunda, teine teabe alusel kauplemist. Ka sellest saab järeldada, et hinnamõju suund on üks teabe täpsuse hinnamõju määratlemise viise, aga mitte kohustuslik element.

¹²⁴ CESR/06-562b, pg. 5 para. 1.8.

¹²⁵ CESR/02.089b, pg 10 para 32.

¹²⁶ CESR/06-562b, pg. 5 para. 1.8.

Kirjeldatud lähenemist on kinnitanud ka Austria finantsjärelevalveasutus selgitades, et teavet peaks käsitlema täpsena, kui informeeritud investor saab teha usaldusväärseid järeldusi finantsinstrumendi hinnaliikumise trendi kohta ja teha seega väikese riskiga investeerimisotsuseid, või kui turuosalisel saavad teavet enda otsuste tegemisel otseselt kasutada.¹²⁷

Selleks, et teave oleks täpne, ei pea see olema täielik. Näiteks pöördumine ettevõtte poole ülevõtmispakkumisega võib kujutada endast täpset teavet ka siis, kui pakkumise tegija ei ole veel pakkumise hinda otsustanud. Samuti võib täpne teave puudutada teineteise suhtes alternatiivseid sündmuseid. Näiteks olukord, kus ettevõtte plaanib teha ülevõtmispakkumise ühe ettevõtte suhtes kahest, võib kujutada endast täpset teavet hoolimata sellest, et pakkumise sihtmärki ei ole veel valitud.¹²⁸ Antud teabest on juba võimalik insaideril kasu lõigata, ning seda teavet saaks investor avalikustamise korral kasutada, kaubeldes mõlema emitendi aktsiatega, keda see ebatäielik teave puudutab.¹²⁹

Kirjeldatud näite puhul võib tulemus sõltuvalt alternatiivsetest sündmustest mõjuda finantsinstrumendi hinnale, sealhulgas hinna suunale väga erinevalt. Antud seisukoht ei lähe kuidagi kokku eeldusega, et hinnamõju hindamisel peaks olema selge, millises suunas käsitletav teave finantsinstrumendi hinda mõjutab.

Antud lähenemine on leidnud rakendamist ka praktikas. Nii leidis näiteks Ühendkuningriigi *Financial Services and Markets Tribunal* asjas *Arif Mohammed*, et teave ettevõtte osakonna potentsiaalse müügi kohta oli piisavalt täpne, ehkki tehingu täpsemad detailid, nagu aeg ja finantstingimused, ei olnud tol hetkel teada.¹³⁰

Võttes arvesse, et teabe avalikustamise eesmärgiks on nii investoritele piisava hulga informatsiooni tagamine kui ka siseteabe alusel kauplemise ärahoidmine, peaks siseteavet mõistma kui teavet, mis on väärt kauplemisel aluseks võtmist, sõltumata sellega kaasnevatest ebakindlustest.¹³¹

¹²⁷ Financial Market Authority, pg. 59.

¹²⁸ CESR/06-562b, pg. 5 para. 1.7.

¹²⁹ CESR/02-089d, pg. 9, para 20.

¹³⁰ The Financial Services and Markets Tribunal. *Arif Mohammed v Financial Services Authority*, 29 March 2005, para 75-77.

¹³¹ A. Hellgardt. The notion of inside information in the Market Abuse Directive: *Geltl.* – Common Market Law Review 2013/50, pp. 861-874, pg. 868.

Tuginedes esitatud argumentidele, saab asuda seisukohale, et teave võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele, kui selle teabe alusel saaks teha madala riskiga tehinguid või kui seda kasutatakse muul moel turul koheselt ära. Sealjuures on oluline, et võimaldamaks teha järelduse hinnamõju kohta, ei pea teave võimaldama hinna liikumise suuna kindlaksmääramist. Investorid hindavad teavet kogumis ning ka teave, mis ei ole ammendav ega võimalda määrata kindlat hinnaliikumise suunda, võib olla investorite tehingute aluseks ja insaiderite poolt väärkasutamise objektiks. Seega ei tohiks emitendid piirata avalikustatavat teavet sellise teabega, mis võimaldab kindlalt määrata, kas finantsinstrumendi hind selle teabe mõjul tõuseks või langeks. Kindlus hinnamõju suunas on üks võimalik indikaator, samas on teabe täpsuse kriteeriumi täitmiseks piisav kui on alust arvata, et kõnealust teavet kasutatakse väärtpaberiturul koheselt ära.

2.3 Siseteabe hinnatundlikkus

Nagu eelneva alapeatüki alguses selgitatud, on siseteabe mõiste kesketeks elementideks, ning seega siseteabe avalikustamise kohustuse mõistmise möödapääsmaatuteks eeldusteks siseteabe täpsuse ja siseteabe hinnatundlikkuse kriteeriumid. Kui eelnev alapeatükk esitas siseteabe täpsuse kriteeriumi, siis käesolev peatükk ongi pühendatud siseteabe hinnatundlikkuse käsitlemisele. Esmalt käsitletakse hinnatundlikkuse üldist definitsiooni ning seejärel selgitatakse ja analüüsitakse lähemalt hinnamõju märkimisväärsuse kriteeriumit ja mõistliku investori testi ja selgitatakse nende omavahelist suhet ja rolli hinnatundlikkuse määratlemisel. Viimaks selgitatakse, kuidas suhestuvad omavahel siseteabe täpsuse nõudest tulenev tõenäosuse kriteerium ja siseteabe hinnatundlikkus.

Siseteave peaks vastama materiaalsuse kriteeriumile, see tähendab, et teave peaks avalikustamise korral omama märkimisväärsel mõju finantsinstrumentide või tuletisinstrumentide hinnale.¹³² Materiaalsuse nõude eesmärgiks on välistada, et igasugune asjaolu, mis põhjustaks väheolulise hinnamuutuse oleks käsitletav siseteabena.¹³³

VPTS § 188⁴ lg 5 kohaselt teave, mis avalikustatuna võib tõenäoliselt oluliselt mõjutada finantsinstrumendi või selle finantsinstrumendiga seotud tuletisväärtpaberi hinda, on

¹³² P. K. Staikouras, pg. 786.

¹³³ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Issuer Guide of the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), 14 May 2009, pg. 31. – Arvutivõrgus: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/dl_Emittentenleitfaden_2009_en.pdf?__blob=publicationFile (03.05.2014).

mõistliku finantsinstrumentidesse investeeriva isiku poolt investeerimisotsustuse tegemisel enne otsustuse teostamist tõenäoliselt otsustuse üheks aluseks võetav teave.

Direktiivi 2003/124/EÜ art 1 lg 1 p. 2 kohaselt tähendab teave, mis avalikustamisel avaldaks tõenäoliselt märkimisväärset mõju finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele teavet, mida mõistlik investor tõenäoliselt võtaks arvesse oma investeerimisotsuste tegemisel.

Antud definitsioonide põhjal võiks järeldada, et mõistliku investori test on ainuke tingimus olulise hinnamõju tuvastamiseks. Sellisel tõlgendusel oleks ka teatav loogika – turuhind kujuneb nõudluse ja pakkumise vahekorra. Seega, kui tegemist on teabega, mida mõistlikud investorid võtavad investeerimisotsuste tegemisel arvesse, omab see tõenäoliselt ka mõju hinnale. Tegelikuses on aga hinnatundlikkuse olemus keerulisem.

CESR on juhtinud tähelepanu, et turukuritarvituste direktiivi artikkel 17 punkti 2 kohaselt ei muuda rakendussätted esimese tasandi direktiivi olulisi sätteid.¹³⁴ Antud tähelepanujuhtimise mõtteks on ilmselt see, et mõistliku investor testi peaks nägema kui abimeedet mõistmaks, millisel teabel võiks olla märkimisväärne mõju hinnale, kuid hindamisel ei tohiks siiski kõrvale jätta siseteabe üldist definitsiooni.

Direktiivi 2003/124/EÜ rakendamisel tekib probleem siis, kui kõrvale jäetakse kvalitatiivne „märkimisväärseuse“ nõue, mis peaks olema hinnatundlikkuse nõude keskne element ning eristama seda siseteabe täpsuse nõudest. Täpsem oleks kirjeldada hinnatundlikku teavet kui teavet, mida mõistlik investor võtaks arvesse ja millel oleks tõenäosus avalikustamise korral hinda märkimisväärselt mõjutada.¹³⁵ See tähendab, et turukuritarvituste direktiivis sätestatud märkimisväärseuse nõuet ennast ei tohiks rakendusdirektiivi sätet lugedes ja kohaldades tähelepanuta jätta. Ei peaks asuma seisukohale, et juhul kui mõistlik investor teavet arvesse võtaks, on automaatselt märkimisväärseuse nõue täidetud. Neid nõudeid peaks käsitlema paralleelselt, samaaegselt.

Hinnatundlikkuse hindamisel peab seega analüüsima, kas on tõenäoline, et selline informatsioon võib märkimisväärselt mõjutada väärtpaberi hinda, ning kas “mõistlik investor”

¹³⁴ CESR/06-562b, pg. 6 para. 1.11.

¹³⁵ P. K. Staikouras, pg. 787.

arvestaks sellist informatsiooni investeerimisotsuse tegemisel. Järgnevates alajaotustes selgitataksegi lähemalt neid kahte hinnatundlikkuse kriteeriumit.

2.3.1 Tõenäosus hinda märkimisväärselt mõjutada

Nagu eelpool selgitatud, on üheks siseteabe oluliseks tingimuseks materiaalsus, mis tähendab, et teave avaldaks avalikustamisel tõenäoliselt märkimisväärselt mõju finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele. Antud definitsioon sisaldab seega kahte olulist elementi, täpsemalt tõenäosuse ja hinnamõju märkimisväärsuse kriteeriumeid. Järgnevalt selgitataksegi, millal peaks asuma seisukohale, et teabel on tõenäosus hinda mõjutada ning millal peaks tõdema märkimisväärselt hinnamõju võimalust.

2.3.1.1 Tõenäosus hinda mõjutada

Vastavalt direktiivi 2003/6 eesmärgile tuleb võimet hinda märkimisväärselt mõjutada hinnata eelkõige kõnealusest teabest ja selle kontekstist lähtudes. Selleks et tuvastada, kas teave on siseteave, ei ole seega vajalik kontrollida, kas teabe avalikustamine tõepoolest mõjutab oluliselt nende finantsinstrumentide hinda, mida see teave puudutab.¹³⁶

Tagantjärele kättesaadavat teavet võib kasutada selle eelduse õigsuse kindlakstegemiseks, et eelnevalt kättesaadav teave oli hinnatundlik, kuid seda ei tohiks kasutada selleks, et võtta meetmeid kellegi vastu, kes tegi talle eelnevalt kättesaadavast teabest mõistlikke järeldusi.¹³⁷

Emitendi aktsiahinda võivad mõjutada väga erinevad faktorid, mis võivad tuleneda nii emitendi seest kui näiteks muutustest sektoris, kus emitent tegutseb. Asjaolu, et mingi uudise teatavaks tegemise järel aktsiahind tõusis ei tähenda alati, et hinnamuutus tulenes teabe avalikustamisest.¹³⁸ Samamoodi ei tähenda hinnamuutuse puudumine, et teave ei olnud hinnatundlik. Hinnamuutuse toimumata jäämine või oodatust väiksem hinnamõju võib samuti tuleneda kõrvalistest faktoritest.¹³⁹

Seega, küsimus sellest, kas ja millises ulatuses hind teabe avalikustamisel tegelikult muutub, ei ole kriitiline faktor teabe hinnatundlikkuse hindamisel.¹⁴⁰ Arvesse tuleks võtta kõiki

¹³⁶ EKo 23.12.2009 C-45/08 Spector Photo Group ja Van Raemdonck, p. 69.

¹³⁷ Komisjoni 22.12.2003. a. direktiiv 2003/124/EÜ, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteabe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega, preambula p. 1.

¹³⁸ S. Clarke, pg. 56.

¹³⁹ Financial Market Authority, pg. 62.

¹⁴⁰ E. Avgouleas. The Mechanics and Regulation of Market Abuse, pg. 258.

võimalikke stsenaariumeid, ning tegelikke tulemusi tuleks arvestada vaid selles ulatuses, milles need olid ennustatavad.¹⁴¹

Potentsiaalse siseteabe valdajad peavad teadaolevate asjaolude põhjal hindama, kas teabel võiks olla märkimisväärne hinnamõju. Küsimus seisneb selles, millise tõenäosusega oleks antud ajahetkel võinud sellise mõju saabumist oodata. Direktiivi test on “tõenäoline”, seega ühest küljest pelgalt võimalus, et teave võib kaasa tuua olulise hinnamõju ei ole piisav, et tuua kaasa teabe avaldamise kohustus, samas ei pea aga tõenäosus olema ka kindluse lähedane.¹⁴²

CESR on välja pakkunud ka teatavad indikaatorid määratlemaks, kas teabel oleks tõenäoliselt märkimisväärne mõju hinnale:

- sellist liiki teabel on varem olnud märkimisväärne mõju hinnale;
- olemasolevat analüütikute uurimused ja arvamused viitavad, et sellist liiki teave on hinnatundlik;
- emitent on varem kohelnud sellist liiki teavet siseteabena.¹⁴³

Eelnevast tulenevalt peavad emitendid võtma arvesse kogu käesoleval hetkel kättesaadavat teavet hindamaks, kas teave võiks omada märkimisväärset mõju finantsinstrumendi hinnale. See tähendab, et asjaomast teavet võib pidada hinnatundlikuks ka juhul kui see avalikustamise järgselt oodatud mõju kaasa ei too.¹⁴⁴

Tõenäosuse kriteerium märkimisväärse hinnamõju testis tähendab seega, et hindamine peab toimuma teabe avalikustamise hetkele eelneva aja seisuga. Tõenäoline on miski, mis ületab pelga võimalikkuse, kuid ei pea olema lähedane kindlusele. Sõltuvalt asjaoludest võiks olla piisav ka väiksem kui 50 protsendiline tõenäosus.¹⁴⁵

Kokkuvõtlikult peab tõdema, et hinnamuutuse tõenäosus sõltub tugevalt iga üksiku kaasuse eripäradest. Hindamine peab toimuma igal juhul teabe avalikustamisele eelneva aja seisuga, võttes arvesse kõiki antud teavet puudutavaid asjaolusid, aga ka muid emitenti, emitendi tegevusvaldkonda ja turgu puudutavaid asjaolusid. Ehkki hinnamuutuse tõenäosuse hindamiseks saab esitada teatavad indikaatorid ja näidisjuhtumid, on ammendavate

¹⁴¹ I. Seredynska. Insider Dealing and Criminal Law. Dangerous Liaisons. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012, pg. 18.

¹⁴² CESR/06-562b, pg. 6 para. 1.11.

¹⁴³ CESR/06-562b, pg. 6 art 1.14.

¹⁴⁴ CESR/02-089d, pg. 9, para 22.

¹⁴⁵ J. L. Hansen, pg. 194.

kriteeriumite esitamine võimatu. Emitent, kes omab enda tegevusvaldkonnast ja majandustegevusest parimat ülevaadet peaks hinnamõju tõenäosust igal üksikul juhul kriitiliselt hindama. Olukorras, kus jõutakse järeldusele, et mõju saabumine on võimalik, kuid tõenäosuse suurust ei osata hinnata, oleks soovituslik lugeda nõue täidetuks.

2.3.1.2 Märkimisväärne hinnamõju

Kindlad hinna liikumise piirmäärad või kvantitatiivsed kriteeriumid üksi ei ole sobiv vahend hinna liikumise olulisuse määratlemiseks. Erinevatel väärtpaberitel on erinev volatiilsus. Suured protsendilised muutused suurte ettevõtete aktsiate hindades on ebatõenäolised, samas ei tähenda, et väiksemad muutused ei võiks olla märkimisväärsed. Määratlemaks, kas märkimisväärne mõju võiks kaasneda, on välja pakutud järgnevad faktorid:

- kõnealuse asjaolu või sündmuse oodatav ulatus kogu ettevõtte tegevuse valguses;
- teabe olulisus seoses põhiliste finantsinstrumendi hinna mõjutajatega;
- allika usaldusväärsus;
- turumuutujad, mis mõjutavad kõnealuse finantsinstrumendi hinda.¹⁴⁶

Emitendil lasub kohustus ise hinnata, kas teave võiks omada märkimisväärsset mõju hinnale ja kujutada seega endast siseteavet. Emitent teab kõige paremini, mis on tema äritegevuses oluline, ning mis võiks seega olla oluline emitendi investorite ja potentsiaalsete investorite jaoks. Hollandi finantsjärelevalve asutus on seejuures soovitanud, et kahtluse korral selles, kas emitendi valduses olev teave võiks märkimisväärsset hinnamõju omada ja seega siseteave olla, võiks emitent selle siiski avalikustada.¹⁴⁷

Näidisjuhtumite loetelu on heaks indikaatoriks hinnatundlikkuse hindamisel. Kvantitatiivsete kriteeriumite seadmine oleks andnud halvema tulemuse. Isegi sarnaste finantsinstrumentide puhul on liiga palju erinevusi ja isepärasusi, et määrata kindlat hinna muutumise määra. Suurte erinevuste tõttu oleks ka igasugused muud kvantitatiivsed meetodid hinna liikumise märkimisväärsuse kindlaksmääramiseks võimatud.¹⁴⁸

Ameerika Ühendriikides on näiteks üldise arvamuse kohaselt peetud materiaalseks, see tähendab märkimisväärseks, 5 protsendilist kõrvalekallet finantsaruandes.¹⁴⁹ Samas *U.S. Securities and Exchange Commission* on pidanud sellist lähenemist valeks leides, et ka

¹⁴⁶ CESR/06-562b, pg. 6 art 1.13.

¹⁴⁷ AFM, pg. 6.

¹⁴⁸ Avgouleas, E. – *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis*. Oxford University Press 2005, pg. 259.

¹⁴⁹ J. D. Cox, R. W. Hillmann, D. C. Langevoort, pg. 621.

väiksem muutus võib olla materiaalne, sõltuvalt sellest, millist asjaolu see kõrvalekalle puudutas.¹⁵⁰ Antud põhimõte on ülekantav ka hinnamõju kriteeriumile, kus materiaalsust peaks samuti hindama mitte kvantitatiivselt, vaid sõltuvalt teabe sisust ja mõjust emitendi tegevusele üldiselt.

Ka Austria finantsjärelevalve on rõhutanud, et hinnamõju märkimisväärsuse määratlemisel ei tohi kasutada kindlaid protsendilisi määrasid. Lähtuma peab kvalitatiivsest ja diferentseeritud hindamisest. Investor ei langeta otsuseid mitte protsendimäärade põhjal, vaid tugineb täiendavale teabele.¹⁵¹

Erinevatel finantsinstrumentidel, sama liiki erinevate emitentide finantsinstrumentidel, aga ka erinevaid investoreid omavate emitentide väärtpaberitel võib olla erineval ajahetkel erinev hinnaliikumine. Seega on mõistlik, et direktiivides, aga ka CESR-i juhendites on jäetud kindlad piirmäärad sätestamata.¹⁵²

Väärtpaberite hind sõltub mitte ainult konkreetset emitenti puudutavast teabest, vaid seda mõjutavad nii asjakohase turu olukord, sektori eripärad, kui paljud teised tegurid. Sellest tulenevalt ei saa teha usaldusväärseid järeldusi asjaolude mõjust hinnale, hindamata kogu käsitletavat kaasust.¹⁵³

Selge on see, et hinnamõju märkimisväärsuse kriteerium peaks seadma teabe avalikustamisele teatavad piirid. Nõuet ei tohiks täita emitendi tavapärasest äritegevust puudutavad asjaolud ja sündmused. Tegemist peaks olema märkimisväärsete sündmustega, mis omakorda omaksite märkimisväärset mõju hinnale.¹⁵⁴ Kui märkimisväärsuse kriteerium kõrvale jätta, muutuks hinnatundlikkuse nõue sisutühjaks. Samas peab silmas pidama, et sündmuste ja hinnamõju märkimisväärsus sõltub igal üksikul juhul konkreetsest emitendist, tema äritegevusest ja turu eripäradest.

Kasulikud indikaatorid hinnamõju märkimisväärsuse hindamiseks emitendile võiks olla näiteks see, kas olemaolevad finantsanalüüsid lubavad järeldada, et konkreetset teabel võiks olla märkimisväärne hinnamõju, ajalooline võrdlus sama liiki teabe varasemate mõjudega ja ka see, kas investor on ise teavet varem siseteabena käsitleanud. Arvesse peaks võtma

¹⁵⁰ U.S. Securities and Exchange Commission. SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99 – Materiality. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm> (03.05.2014).

¹⁵¹ Financial Market Authority, pg. 63.

¹⁵² I. Seredynska, pg. 19.

¹⁵³ BaFin, pg. 31.

¹⁵⁴ S. Clarke, pg. 83.

finantsinstrumendi liiki, asjakohase turu keskkonda, sektori eripärasid, emitendi suurust ning varasemaid arenguid.¹⁵⁵

Hinnamõju märkimisväärsuse hindamine on äärmiselt keerukas, sõltudes mitmetest muutujatest. On selge, et kindlaid kriteeriumeid ja piirmäärasid seada on võimatu. Antud nõude hindamiseks on oluline, et emitent oleks väga teadlik asjaoludest, mis tema äritegevust ja aktsiahinda mõjutavad ja peaks silmas seda, kuidas hind on eelnevalt sarnastel juhtudel reageerinud. Et kindlad kriteeriumid puuduvad, peab emitent olema avalikustamata jätmisel võimeline otsust selgitama ja põhjendama. Omamata piisavaid põhjendusi sellest, miks hinnamõju märkimisväärsust tõenäoliselt ei peetud, oleks soovituslik teave siiski avalikustada.

Märkimisväärse hinnamõju küsimus on üks praktikas enam probleeme tekitavaid, seega oleks selles küsimuses kindlasti kasulikud täiendavad juhtnöörid. Kui teabe täpsust on Euroopa Kohus Daimleri lahendis käsitlenud, siis hinnatundlikkus ei ole veel kohtupraktikas põhjalikku käsitlemist leidnud. Et tegemist on igal üksikjuhul hindamist vajava küsimusega, siis ei poolda käesoleva töö autor hinnamõju märkimisväärsuse täpsemat reguleerimist, mis võiks seada ohtu turgude läbipaistvuse ja regulatsiooni kohaldatavuse varem ettenägematutele olukordadele. Seega olekski parimaks lahenduseks mõiste põhjalik avamine Euroopa Kohtu poolt. Abiks oleks ka täiendavad selgitused, sealhulgas näidisloetelud nõuet täitvatest juhtumitest, ESMA juhiste näol.

2.3.2 Mõistliku investori test

Eelnevalt sai käsitletud hinnatundlikkuse üldist kriteeriumit – tõenäosust omada märkimisväärselt mõju hinnale. Hinnatundlikkuse kriteeriumit on aga täiendatud alakriteeriumiga, milleks on mõistliku investor test. Käesolevas alajaotuses avatakse mõistliku investor testi olemus ja selgitatakse, kuidas see suhtub hinnatundlikkuse üldnõudess.

Mõistliku investor test on hinnatundlikkuse nõude keskne element. Nii on näiteks Ühendkuningriigi *Upper Tribunal* öelnud, et käsitledes konkreetsetes kaasuses mõistet “omaks tõenäoliselt märkimisväärselt mõju hinnale” (“*likely to have a significant effect on the price*”), kaaluksid nad võimalust, et sellist mõju ei olnud. Kuna kohaldada tuleb aga mõiste laiendatud definitsiooni, mille kohaselt omab teave olulist hinnamõju kui mõistlik investor seda enda

¹⁵⁵ Financial Market Authority, pg. 63.

investeerimisotsustes kasutaks, tuleb asuda seisukohale, et olulise hinnamõju nõue on täidetud.¹⁵⁶ Seega tuleb tõdeda, et mõistliku investori test täpsustab ja täiendab hinnatundlikkuse nõuet ning võib teatud juhtudel viia koguni erineva õigusliku otsustuseni sellest, mille oleks kaasa tood pelgalt üldnõude kohaldamine.

CESR-i hinnangul on mõistlik investor isik, kes mõtleb ja käitub ratsionaalsel moel.¹⁵⁷

Mõistliku investori test keskendub isikutele kes, olgugi, et suutelised tegutsema finantsturgudel, võivad olla nii jaeinvestorid, kes saadavad korraldusi omal käel, või annavad haldurile juhiseid enda eelistatava investeerimisstrateegia kohta, aga ka põhjalike teadmistega kutselised investorid. Teabe puhul on oluline, kas mõistlik investor kasutaks või oleks tõenäoliselt seda teavet kasutanud, sealjuures ei ole oluline, et see teave oleks investeerimisotsuse tegemisel keskseks põhjuseks, see võib olla ka vaid osa investeerimisstrateegia alustest, juhul kui selle mõju oleks piisavalt suur, et tuua kaasa märkimisväärne hinnamõju.¹⁵⁸

Hindamaks, kas teave kuulub avalikustamisele, peab emitent hindama, kas mõistlik investor kasutaks sellist teavet. Teiste sõnadega, emitendid peavad ette kujutama protsessi, mida teine isik ilmselt järgiks, kui talle oleks antud uudis kättesaadav. Veel enam, emitent peaks arvesse võtma, et see teine isik võib käituda erinevatel viisidel, sõltuvalt sellest, kas ta on tava- või kutseline investor, eeldusel, et ta on mõlemal juhul mõistlik. Kui tavainvestorid tuginevad enda otsustes üldjuhul vaid väga materiaalsele teabele, siis kutselised investorid, kes muu hulgas on turul toimivate muutuste põhilisteks juhtijateks, võtavad suure tõenäosusega arvesse palju väiksema tähtsusega teavet. Ka fakti, mis võib väga vähe tõsta tulevase sündmuse toimumise tõenäosust, võetakse tõenäoliselt arvesse, kui muudetakse portfelli paigutust, ka juhul kui tõenäosus, et sündmus toimub jääb alla 50 protsendi.¹⁵⁹

Mõistlikud investorid tuginevad oma investeerimisotsustes teabele, mis on juba nende käsutuses, ehk eelnevalt kättesaadavale teabele. Seetõttu tuleks küsimust, kas investeerimisotsuse tegemisel võtaks mõistlik investor arvesse teatavat teavet, vaadelda eelnevalt kättesaadava teabe põhjal. Sellisel vaatlemisel tuleb arvesse võtta teabe eeldatavat mõju, pidades silmas asjakohase emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid

¹⁵⁶ *Massey*, section 41.

¹⁵⁷ CESR/02-089d, pg. 10, para 27.

¹⁵⁸ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 501.

¹⁵⁹ *Ibid*, pg. 502.

turgu iseloomustavaid muutujaid, mis tõenäoliselt mõjutavad teatavatel asjaoludel asjakohast finantsinstrumenti või sellega seotud tuletisinstrumenti.¹⁶⁰

Asjas *Massey* tõlgendas *Upper Tribunal* testi väga laialt: mõistlik investor võtab arvesse peaaegu igasugust teavet, hoolimata sellest, kas teabel oleks mõju emitendi väärtpaberite hinnale. See lai tõlgendus on viinud Ühendkuningriigis lahkarvamusteni, sest on ebaselge, kas mõistliku investori test on asendanud märkimisväärse hinnamõju testi või kasutatakse esimest siiski vaid teise tõlgendamiseks, mis paistab olevat direktiivi 2003/124/EÜ artikkel 1 p. 2 eelduseks. Otsustest, mis on tehtud pärast *Massey* lahendit¹⁶¹, paistab nagu märkimisväärse hinnamõju test oleks täielikult asendatud mõistliku investori testi laia tõlgendusega. Väites sisuliselt, et mõistlik investor kasutaks investeerimisotsuste tegemisel praktiliselt igasugust teavet. Sellise laia tõlgendamise puhul on selge, et mõistliku investori testil ei ole enam praktiliselt mingit piiravat funktsiooni.¹⁶²

On selge, et mõistliku investori test on mõeldud hinnatundlikkuse kriteeriumit täiendama, ning märkimisväärsuse nõuet tuleb hinnata läbi mõistliku investori testi. Probleem tõusetub siis, kui mõistliku investori testi kohaldamisel jäetakse üldkriteerium tähelepanuta ning ei võeta arvesse, et hinnamõju peab siiski olema märkimisväärne ning ei piisa pelgalt asjaolust, et mõni investor võiks antud teavet arvesse võtta.

On oluline silmas pidada, et mõistliku investori test kujutab endast piiravat meetet, mille eesmärgiks on välistada sellise teabe käsitlema siseteabena, mis ei ole piisavalt oluline. Selle eesmärgiks on, et mitte kogu teavet, mis on täpne ja millel võiks olla mõju emitendi väärtpaberitele, käsitletaks siseteabena. Lai käsitlus, nagu *Massey* otsuses, ei täida seda eesmärki.¹⁶³

Mõistliku investori testi ei tohiks mõista selliselt, et tingimus on täidetud kui ükskõik milline investor võiks antud teavet enda investeerimisotsuste tegemisel arvesse võtta. Ei tohi unustada mõistlikkuse kriteeriumit, mille eesmärgiks on eristada teavet, mis on konkreetse turu jaoks oluline ning teavet, mis on ebaoluline ning võiks turgu hoopis eksitada.¹⁶⁴

¹⁶⁰ Komisjoni 22.12.2003. a. direktiiv 2003/124/EÜ, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteabe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega, preambula p. 1.

¹⁶¹ nt FSA final notice to JJB Sports plc 25 January 2011, paras 52 and 56. – Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/jjbsports.pdf> (03.05.2014).

¹⁶² H. Krause, M. Brellochs, pg. 292.

¹⁶³ Ibid, pg. 293.

¹⁶⁴ European Securities Markets Expert Group, pg. 9.

Lisaks väärrib mainimist, et CESR selgitas rakendusdirektiivi loomisel ettepanekuid tehes, et teave omaks tõenäoliselt märkimisväärset mõju finantsinstrumendi hinnale, kui investor ei saaks antud teavet enda investeerimisstrateegia kujundamisel arvesse võtmata või kaalumata jätta.¹⁶⁵ Ka sellest saab järeldada, et silmas peeti niivõrd materiaalselt teavet, mida ratsionaalselt tegutsev investor enda otsustes igal juhul vähemalt hindaks, kui mitte selle alusel otseselt tegutseks.

Tuginedes eeltoodule, peaks mõistliku investori testi nägema kui abimeedet hinnatundlikkuse määratlemiseks, kuid mitte märkimisväärse hinnamõju testi asendajat. Hindamisel, kas teave kuulub avalikustamisele, peab emitent analüüsima, kas mõistlik investor kasutaks sellist teavet. Siinjuures on võtmesõnaks mõistlikkus, mis tähendab, et pelgalt võimalus, et mõni üksik investor võiks teavet arvesse võtta, ei ole oluline. Märkimisväärse hinnamõju toob kaasa kauplemine hulga investorite poolt. Et kehtib teoreetiline eeldus, mille kohaselt turul tegutsevad investorid käituvad ratsionaalselt ja püüavad enda kasumit maksimeerida, võiks just see olla põhjus, miks märkimisväärse hinnamõju kriteeriumit on seatud toetama mõistliku investori testi.

Tõsi, nagu hinnatundlikkuse puhul üldiselt, puudub ka mõistliku investori testi kohta kohtupraktika, mis tõlgendamisesse selgust tooks. Seega ei ole selge ei mõistliku investori testi täpne olemus ega selle seos märkimisväärsuse kriteeriumiga. Kui eelnevate kriteeriumite puhul ei ole käesoleva töö autor täiendavat reguleerimist pooldanud, siis antud küsimuses on küll tegemist asjaoluga, mille võiks rakendusdirektiivis täpsemalt avada. Seda enam, et uue turukuritarvituste regulatsiooni rakendamisel reguleeritakse nii hinnatundlikkust kui mõistliku investori testi samas määruuses. See võib omakorda, ilmselt ebaõigelt, põhjustada järelduste tegemist nagu mõistliku investori testi oleks tõepoolest hinnatundlikkuse ainuke kriteerium.

2.3.3 Asjaolu või sündmuse tõenäosuse ja hinnatundlikkuse vastastikuna sõltuvus

Lisaks hinnatundlikkuse enda definitsioonile, on äärmiselt oluline mõista selle seost teiste siseteabe elementidega ja nende vastastikust sõltuvust. Seda eeskätt seoses asjaolu saabumise või sündmuse toimumise tõenäosusega. Nagu eespool selgitatud, on sündmuse toimumise või asjaolu saabumise tõenäosus üks siseteabe täpsuse kriteeriumeid. Seega selgitataksegi käesolevas alajaotuses seda, kuidas suhestuvad teineteisesse kaks siseteabe keskset kriteeriumit – siseteabe täpsus ja siseteabe hinnatundlikkus.

¹⁶⁵ CESR/02.089b, pg. 13 para 40.

Mõned autorid on leidnud, et Euroopa Kohus tegi Markus Geltl kohtuasjas mittesiduva märkuse, millega toetas hinnatundlikkuse ja sündmuse tõenäosuse kooskõlalist hindamist.

Euroopa Kohus ütles antud lahendis, et: “Tõsi, nagu nähtub ka direktiivi 2003/124 põhjendusest 1, tuginevad mõistlikud investorid oma investeerimisotsustes teabele, mis on juba eelnevalt kättesaadav. Nad peavad seega arvestama mitte ainult seda, kuidas teatud sündmus emitendile „eeldatavalt mõjub”, vaid ka seda, mil määral on tõenäoline selle sündmuse toimumine. Nendest kaalutlustest lähtuvalt on aga võimalik kindlaks määrata, kas teave mõjutab tõenäoliselt märkimisväärselt emitendi finantsinstrumentide hinda.”¹⁶⁶

Esmapilgul võiks seda mõista selliselt, et mõistliku investor testi kohaldamisel peaks kaaluma seda sündmuse toimumise tõenäosusega. Selline tõlgendus läheb tõenäoliselt siiski liiga kaugemale. Euroopa Kohtu seisukoht on võrdlemisi lühike ja üldsõnaline. Kui Euroopa Kohus oleks soovinud ärgitada mõistliku investori testi puhul kasutama tõenäosuse magnituudi lähenemist, võiks oodata, et nad oleksid põhjendanud enda seisukohti, eriti seda, miks tõenäosuse magnituudi kasutamisest on loobunud siseteabe täpsuse puhul, aga kasutatud mõistliku investori testi puhul. Antud põhjendus oleks vajalik eelkõige, kuna tõenäosuse magnituudi kasutamisel oleks sisuliselt sama mõju nii siseteabe täpsuse kui mõistliku investori testi puhul. Mõlemal juhul tähendaks see, et juhul kui teabe oodatav mõju oleks märkimisväärne, tekiks siseteave juba väga varases vaheetappidest koosneva protsessi faasis.¹⁶⁷

Nimelt leidis Euroopa Kohus samas lahendis siseteabe täpsuse mõiste analüüsimisel, et küsimusele, kas asjaolude või sündmuse asetleidmise nõutav tõenäosuse määr võib varieeruda olenevalt nende mõju ulatusest asjassepuutuvate finantsinstrumentide hinnale, tuleks vastata eitavalt.¹⁶⁸

Veel enam, Euroopa Kohus ei ole hinnanud neid kaugemale ulatuvaid tagajärgi, mille tõenäosuse magnituud turukuritarvituste direktiivi praktilises rakendamises kaasa tooks. Võttes arvesse, et siseteave puudutab nii siseteabe väärkasutamise kui turukuritarvituste keeldu, tooks see kaasa siseteabe avaldamise kohustuse vaheetappidest koosneva protsessi väga varases staadiumis, juhul kui tuleviku sündmus, mis protsessi lõpule viib, on märkimisväärne. Lisaks

¹⁶⁶ Daimler AG, p. 55.

¹⁶⁷ H. Krause, M. Brellochs, pg. 290.

¹⁶⁸ Daimler AG, p. 50.

on Euroopa Kohtu antud seisukoha näol tegemist vastusega Ühendkuningriiki valitsuse arvamusele, et sündmus, mille toimumise tõenäosus on väike, võib siiski avaldada märkimisväärset mõju emitendi väärtpaberitele. Lugeses seda kontekstis, peaks olema selge, et Euroopa kohus selgitas vaid, et teabe täpsus ja märkimisväärne hinnamõju on eraldi testid ning, et tõenäosuse magnituudi testi ei tohiks kasutada teabe täpsuse nõude tõlgendamisel.¹⁶⁹

Seega peaks tõdema, et Euroopa Kohus eitas niinimetatud “tõenäosuse magnituudi” testi, millele viidatakse sageli Ameerika Ühendriikide eeskujul, ning mis leidis tunnustamist *Basic* lahendis. Antud seisukoha järgi on sündmuse toimumise tõenäosus ja oodatav hinnamõju vastastikusel seoses, see tähendab, et mida suurem on sündmuse toimumise tõenäosus, seda väiksem peab olema oodatav hinnamõju, ja vastupidi.¹⁷⁰

Euroopa Kohus selgitas, et tõlgendus, et mida suurem on eelseisva sündmuse võimaliku mõju ulatus asjassepuutuvate finantsinstrumentide hinnale, seda väiksem on tõenäosuse määr, mis on nõutav sellega seotud teabe kvalifitseerimisel täpseks teabeks tähendaks, et siseteabe mõlemad kaks tunnust, mis on kehtestatud direktiivi 2003/124 artikli 1 lõigetes 1 ja 2, see tähendab teabe täpsus ja selle võime märkimisväärselt mõjutada finantsinstrumentide hinda, on teineteisest sõltuvad. Kohus leidis, et antud kriteeriumid on miinimumtingimused, mis mõlemad peavad olema täidetud, et kvalifitseerida teave siseteabeks. Ei saa välistada, et teave vähetõenäoliselt asetleidva sündmuse kohta mõjutab märkimisväärselt emitendi väärtpaberite hinda, kui selle sündmuse tagajärjed on talle eriti olulised. Sellest ei saa siiski mõistlikult tuletada, et antud sündmus toimub.¹⁷¹

Vastukaaluks Euroopa Kohtu seisukohtadele, asus kohtujurist samas kaasuses seisukohale, et siseteabe täpsus ja hinnatundlikkus on niivõrd seotud, et neid peaks hindama tervikuna, mistõttu võib üks kahest nimetatud eeldusest konkreetsel juhul omandada suurema osakaalu kui teine, tingimusel, et teine nõue ei jääks üldse täitmata ning et teave oleks seega sellisel tasemel, et seda võib täpsuse ja potentsiaalse mõju tasakaalu hinnates pidada siseteabeks. Ta lisas, et direktiivid 2003/6 ja 2003/124 ei nõua tegelikult ei asjaolu *de qua* ilmnenemise suurt tõenäosust ega tegelikku mõju väärtpaberite kursile. Kohtujurist selgitas, et kohtuotsuse *Spector Photo Group Van Raemdonck* kohaselt tuleb direktiivi 2003/6 eesmärke silmas pidades hinnata võimet hinda märkimisväärselt mõjutada eelkõige kõnealuselt teabest ja selle kontekstist lähtudes ning seetõttu ei ole selleks, et tuvastada, kas teave on siseteave, vaja

¹⁶⁹ H. Krause, M. Brellochs, pg. 290-291.

¹⁷⁰ C. Di Noia, M. Gargantini, pg. 496.

¹⁷¹ Daimler AG, p. 52-54.

kontrollida, kas teabe avaldamine mõjutab konkreetsel juhul oluliselt finantsinstrumentide hinda.¹⁷² Seega sidus ta täpsuse ja hinnatundlikuse vastastikusesse sõltuvusse selliselt, et kui üks tingimus on kindlalt täidetud, kehtivad teise tingimuse täidetavuse kvaliteedile madalamad nõuded.

Käesoleva töö autor ei nõustu kohtujuristi arvamusega ning pooldab seisukohta, mille kohaselt peaks iga siseteabe kriteeriumit käsitlema iseseisvalt. Definitsiooni meelevaldne tõlgendamine selliselt, et ühe tingimuse kindel täidetud või mõju märkimisväärsus vähendaks teiste kriteeriumite tähtsust ei saa olla lubatav. Iga siseteabe kriteerium täidab iseseisvat ülesannet, seega saab tegemist olla siseteabega vaid juhul kui kõik eeldused on võrdselt täidetud. Eelnevast tulenevalt tohiks ühe kriteeriumi suurem kindlus vähendada teise kriteeriumi tähtsust. See tähendab, et muu hulgas ei peaks teabe hinnamõju märkimisväärsusele pöörama väiksemat tähelepanu tulenevalt sellest, et asjaolu saabumise või sündmuse toimumise tõenäosus on erakordselt suur.

¹⁷² P. Mengozzi aramus, p. 101-103.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö eesmärgiks oli välja selgitada, mis põhjustab raskusi siseteabe mõiste sisustamisel ja miks ei suudeta tagada siseteabe avalikustamise kohustuse ühetaolist täitmist. Selleks selgitati teabe rolli väärtpaberiturul ja teabe avalikustamise eesmärgid ning avati siseteabe kriteeriumid. Regulatsiooni eesmärkide selgitamise ja teabe avalikustamise kriteeriumite tuvastamisega püüti anda ülevaade regulatsiooni peamistest probleemkohtadest ja tõlgendamisküsimustest. Seejuures sooviti välja selgitada, kas kehtiv siseteabe käsitlus ja siseteabe avalikustamise regulatsioon on eesmärgipärane ja võimaldab kohustuse ühetaolist täitmist või vajab regulatsioon muutmist ja täiendamist.

Töö sissejuhatuses püstitati hüpotees, et kehtiv siseteabe käsitlus on siseteabe avalikustamise kohustuse ühtse täitmise ja rakendamise tagamiseks piisavalt selge ja üheselt mõistetav, ning mõiste kitsendamine ja ammendav määratlemine takistaks regulatsiooni eesmärkide saavutamist.

Töö esimeses peatükis selgitati, et finantsturgude reguleerimisega aitavad pädevad asutused kaasa üldise majandusliku stabiilsuse ja heaolu saavutamisele. Suures plaanis on väärtpaberituruõiguse eesmärgiks finantssüsteemi stabiilsuse, turvalisuse ning usaldusväarsuse tagamine. Usaldusväarsuse tekke tingimuseks on aga turu läbipaistvus ning teabe pidev avalikustamine ja kättesaadavus. Seega on turgude tõrgeteta toimiseks vajalik luua teatavad reeglid ja meetmed, mis aitaksid usaldust luua ja kindlustada. Samas juhiti tähelepanu, et seadusandjate ülesandeks peaks väärtpaberiturgudel olema pelgalt turuprotsesside toetamine, nende aspektide reguleerimine, mida iseregulatsioon ei taga. Liigne reguleerimine võiks saada takistuseks turgude arengule ning sellest peaks hoiduma.

Esimese peatüki eesmärgiks oli tuvastada väärtpaberiturgude regulatsiooni eesmärgid, mida peab arvesse võtma siseteabe mõiste sisustamisel ning siseteabe avalikustamise kohustuse täitmisel ja täitmise tagamisel. Jõuti järeldusele, et teabe peamiseks rolliks väärtpaberiturul on investorite kaitse ja turukuritarvituste ärahoidmine, millega saavutatakse usaldus turgude vastu, õiglane hind, turgude likviidsus ja tõhusus. Asuti seisukohale, et teabe õiguspärane avalikustamine ei täida mitte ainult investorite teavitamise ja infosümmeetria loomise funktsiooni, vaid aitab võidelda ka turukuritarvituste vastu, mis tõttu peaks siseteabe mõistet käsitlema ühetaoliselt nii siseteabe avalikustamise kontekstis kui siseringitehingute keelustamisel. Lisaks juhiti tähelepanu, et investorite kaitse ja turukuritarvituste ärahoidmise

kõrval tuleb regulatsiooni loomisel ja tõlgendamisel arvesse võtta ka emitentide ärihuvisid, mis tähendab, et seatavad kohustused ja piirangud peavad olema kooskõlas taotletava eesmärgiga. Samas asuti seisukohale, et ehkki emitendi huvisid tuleb silmas pidada, ei tohiks neid mingil juhul asetada kõrgemale avalikest huvidest.

Magistritöö teises peatükis avati põhjalikult siseteabe mõiste, selgitati kriteeriumeid, millele vastavat teavet peetakse siseteabeks ja anti seega ülevaade sellest, milline teave kuulub avalikustamisele vastavalt siseteabe avalikustamisele seatud nõuetele. Avades siseteabe mõiste ja selle kriteeriumid, prooviti välja selgitada, mis võiks olla praktikas esinevate probleemide põhjuseks – tuua kaasa regulatsiooni mitmeti mõistmist ja ebaühtlast kohaldamist.

Töös selgitati, et siseteabe käsitlus on Euroopa Liidus ühtlustatud, koosnedes neljast komponendist: teave on avalikustamata, puudutab emitenti või finantsinstrumenti, on täpse iseloomuga ning avalikustamise korral omaks märkimisväärset mõju finantsinstrumendi hinnale. Koosnedes neljast kriteeriumist, mis koosnevad omakorda alakriteeriumitest, võimaldab siseteabe mõiste mitmesugust käsitlemist, mis võib kaasa tuua siseteabe ebaühtlase avalikustamise. See tekitab aga küsimuse, kas regulatsiooni ebaühtlane kohaldamine tuleneb tõepoolest regulatsiooni ebaselgusest, mis tõttu oleks vaja kehtivat õigust muuta, või peaks lahendusi otsima mujalt.

Ehkki töös sai siseteabe kriteeriumite tuvastamisel välja toodud mitmeid lahkavusi ja probleemkohti, peab tõdema, et iga üksiku siseteabe mõiste elemendi avamine on võimalik – siseteabe käsitlemiseks on antud juhiseid ja siseteabe kriteeriumite täidetavust on selgitatud läbi näidisolukordade ja avatud loetelude. Olemas on mõningane kohtupraktika ja abi saab ka õiguskirjandusest. See tähendab, et regulatsiooni mõistmist ei pruugi küll võimaldada sätete mehaaniline lugemine, kuid võttes appi täiendavad tõlgendusvahendid, on võimalik saada võrdlemisi selge ülevaade sellest, kuidas peaks siseteavet käsitlema ja millise teabe avalikustamine on vajalik.

Siinjuures on olulisim silmas pidada, et ehkki regulatsiooni selguse ja üheselt mõistetavuse saavutamiseks on tõepoolest vajalik tagada kesksete mõistete ühtne definitsioon ja kohaldamine, ei ole ammendavate, igal üksikul juhul üheselt tõlgendatavate kriteeriumite seadmine siseteabe mõistele ja selle alakriteeriumitele võimalik.

Väärtpaberiturgude regulatsioon peab olema piisavalt paindlik, et reageerida turuarengutele ja tagada võimalus reguleerida ka selliseid juhtumeid, mille asjaolusid ja saabumist ei ole reguleerimise hetkel võimalik ette näha. Efektive turukuritarvituste režiimi tagamiseks on vajalik teatav stabiilsus. Regulatsioon peab tagama järelevalvele piisava paindlikkuse, et reageerida kiirelt ja efektiivselt kiiresti muutuvatel rahvusvahelistel finantsturgudel. Et taoline paindlikkus tagada, on ootamatute ja ettenägematute arengute katmiseks vajalik teatav avatus.

Siiski, siseteabe kriteeriumeid avades tuli tõdeda, et problemaatilisim on hetkel hinnatundlikkuse küsimus, mille hindamine on äärmiselt keeruline ja mille osas puudub ka asjakohane kohtupraktika. Sealjuures on üheks keskseks küsimuseks hinnatundlikkuse üldmõiste ja mõistliku investori kriteeriumi omavaheline seos. Ehkki töös jõuti järeldusele, et mõistliku investori kriteeriumit peaks nägema kui abimeedet, mitte aga märkimisväärse hinnamõju nõude asendajat, ei ole seda võimalik kehtivast õigusest ja praktikast üheselt järeldada. Antud küsimus vajaks veel selgemat avamist ja täiendavaid juhiseid. Tegemist on kriteeriumiga, mille täiendav avamine rakendusdirektiivis võiks õigusselguse loomiseks olla vajalik. Samas võiks õigusselguse tagamiseks olla piisav ka küsimuse käsitlemine Euroopa Kohtu poolt või juhendi andmine ESMA poolt.

Olles analüüsinud teabe rolli väärtpaberiturul ja lahanud siseteabe regulatsiooni ning asjakohast kohtupraktikat, juhendeid ja õiguskirjandust, võiks asuda seisukohale, et sissejuhatuses seatud hüpotees on leidnud kinnitust. Hoolimata mõnest väiksemast ebaselgusest, võib kehtivat siseteabe käsitlust pidada siseteabe avalikustamise kohustuse ühtse täitmise ja rakendamise tagamiseks piisavalt selgeks ja üheselt mõistetavaks, ning mõiste kitsendamine ja ammendav määratlemine takistaks regulatsiooni eesmärkide saavutamist.

Tõsi, siseteabe mõiste ei ole alati üheselt tõlgendatav ja lihtsalt rakendatav, kuid mõiste lai kohaldamisala ja avatus on ainuke võimalus regulatsiooni eesmärkide saavutamiseks. Seega on kehtiv regulatsioon parim lahendus investorite usalduse ja turgude aususe ning läbipaistvuse tagamiseks. Enda aktsiate börsil noteerimine paneb emitendile paratamatult täiendavaid kohustusi ja piiranguid, ning allutab nad rangemale regulatsioonile kui tavalised, noteerimata ettevõtted. Jättes regulatsiooni võrdlemisi avatuks, välditakse väärtpaberiturgude arengu takistamine ja olukordade esinemine, kus õigusvastase käitumise takistamine või selle eest karistamine võiks olla liialt ammendava regulatsiooni tõttu keeruline või koguni võimatu. Võttes arvesse väärtpaberituruõiguse rolli investorite kaitses, turgude usaldusväärsuse tagamisel ja turukuritarvituste ärahoidmisel, ning väärtpaberiturgude tähtsust majanduskasvu

ja ühiskonna arengu toetamisel, on emitentidele pandav kohustus kindlasti kooskõlas taotletava eesmärgiga. Emitentidel tuleks rakendada teabe käitlemisel kõrgendatud tähelepanu, hinnata teavet kogu enda tegevuse kontekstis ja analüüsida avalikustamise kohustust mitte ainult seaduse sõnastuses, vaid laiemalt, eesmärgipäraselt. Ehkki kehtiv regulatsioon ei ole täiuslik, aitab kehtiv avatud käsitus vastutustundliku ja mõtestatud rakendamise korral kõige efektiivsemalt regulatsiooni eesmäärke saavutada.

Oluline on, et nii emitendid, investorid kui järelevalve teostajad mõistaksid, et siseteabe avalikustamine ei ole eesmärk omaette. Teave omab väärtpaberiturgudel kesksel tähtsust ning piisava ja kvaliteetse teabe kättesaadavus on väärtpaberiturgude tõrgeteta toimimise oluliseks eelduseks. Seega ei saa lubada siseteabe mõiste ja teabe avalikustamise kohustuse mehaanilist, vaid seadusetähest lähtuvat tõlgendamist. Seejuures pannakse kõrgendatud kohustus eeskätt just emitentidele, kes enda äritegevust ja sektori eripärasid kõige paremini tunnevad ning oskavad sellest tulenevalt iga konkreetset teabekildu kõigi ülejäänud oluliste asjaolude valguses hinnata.

Siiski on äärmiselt oluline, et täiendav, õigusaktidest suurem õigusselgus tagataks selgituste ja juhenditega. Selgitused ja juhendid võimaldavad lahendada konkreetset hetkel päevakajalisi probleeme, minemata kehtiva õiguse kallale ja sekkumata liigselt väärtpaberiturgude arengusse ja iseregulatsiooni. Selgituste andmisel pakub suurt abi Euroopa Kohtu praktika. Nii on juba praegu näha, et siseteabe täpsuse hindamisel on näiteks Daimler AG kaasus omanud suurt mõju. Jääb vaid loota, et Euroopa Kohus saab lähiajal võimaluse avada ka siseteabe hinnatundlikkuse kriteeriumit. Lisaks on suureks abiks ESMA juhendid. Loodetavasti jätkab ESMA enda eelkäija CESR-i tänuväärset tööd ja selgitab täiendatavates juhendites siseteabe mõiste sisu ja teabe avalikustamise kohustuse olemust. Viimaks on ka liikmesriikide kohtud ja finantsjärelevalveasutused andnud suure panuse siseteabe mõiste avamisele. Käesoleva töö autori hinnangul võiks ka Finantsinspeksioon järgida teiste riikide eeskujuga ja anda välja juhendi, mis võimaldaks emitentidel siseteabe avalikustamise kohustuse olemust ja siseteabe käsitlust paremini mõista ja enda kohustusi eesmärgipäraselt täita. Emitendid ei pruugi läbi viia põhjalikke kohtupraktika analüüse ja tutvuda enne teabe avalikustamist õiguskirjanduses avaldatud seisukohtadega, kuid üldjuhul ei jäeta tähelepanuta kohaliku järelevalve antud juhendeid. Ehkki siinkohal võiks emitendi ja järelevalve vastavate kohustuste üle vaielda, on käesoleva magistr töö autor seisukohal, et usaldusväärsed ja hästi toimivad väärtpaberiturud saavad sündida vaid investorite, emitentide ja järelevalve vastastikusest mõistmisest ja aktiivsest koostööst.

ISSUER'S OBLIGATION TO DISCLOSE INSIDE INFORMATION – ESSENCE OF THE OBLIGATION AND NOTION OF INSIDE INFORMATION

This thesis discusses the obligation of stock listed companies to disclose information. In particular, the essence of the obligation and the definition of inside information.

The main purpose of this thesis is to identify the causes for difficulties of addressing the concept of inside information, and reasons why the current disclosure regime has not succeeded in ensuring a homogeneous application and uniform disclosure of inside information. By explaining the importance of information in the securities markets, and explicating and analysing the notion of inside information, this thesis aims to identify the major issues related to the current regulation. By doing that, the thesis seeks to ascertain, whether the regulation in force and the current approach to the notion of inside information are purposeful and enable a uniform performance of the obligation to disclose inside information, or is the regulation too vague and incomprehensible, thus requiring further regulating and concretising.

The first part of the paper discusses the role of information in the securities markets. By doing that, the thesis aims to demonstrate, that the disclosure of inside information is not a purpose in itself. Information plays a crucial role in the stock markets, necessitating a need to regulate the handling of information, and requiring the role of information to be taken into account when drafting, interpreting and applying the relevant legislation.

In the first part of the thesis, it is concluded that the two crucial purposes of information in the securities markets are protection of investors and prevention of market abuse.

For the protection of investors, it is important to acknowledge that investors may base their decision on market price, therefore, it is important to assure that the price is formed on the basis of rightful grounds and projects all information related to the financial instruments. It is also important to take into account the fact that investors are seen as rational persons who wish to maximise their earnings and thus need a substantial amount of information to adjust their risk and earnings prospects.

The purpose of legislation against insider dealing is to ensure the integrity of financial markets and to enhance investor confidence in those markets. Insider dealing is regarded as unfair, because an insider would have an information advantage over the other market participants. By possessing a larger amount of information, the insider would be able to induce other investors to trade with unfair prices. The sooner inside information is disclosed, the less likely it is to be abused on the market. Therefore, it is important to impose the same mechanisms for both deterrence of market abuse and disclosure of inside information, to make sure that as soon as the prohibition to trade applies, the information must also be disclosed.

The second part of the paper analyses the information, which falls under the obligation to be disclosed, that is inside information. By analysing the notion of inside information, the thesis aims to determine, whether it is possible to identify the meaning behind every criteria of inside information, and thus ensure a uniform, appropriate performance of the disclosure obligation of inside information. The purpose is to determine, whether the inconsistent application of the regulation arises from a poor regulation, or is the regulation in fact sufficient and purposeful, and the reasons for inconsistencies should be found elsewhere.

Based on the aforementioned, and with the support of the purposes of information identified in the first part of the thesis, it is explained that, despite raising several issues and being questioned and opposed by market participants, the current, open and rather abstract regulation is the best way to achieve the goals of securities market regulation. It is explained, that the regulation of securities markets needs to be sufficiently flexible to be able to respond to market developments and to ensure that the regime can adapt to new market practices and regulatory standards. Therefore, a comprehensive regulation and exhaustive definition of relevant terms, might hinder the development of stock markets, and raise difficulties in regulating situations, which cannot be foreseen at the time of the drafting of the relevant regulation.

Inside information is information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments. The two crucial elements of inside information are its precise nature and significant price effect.

In deciding whether a piece of information is precise, the following criteria must be met: the event that the information refers to is true or could reasonably be expected to become true in the future, and the information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about the direction of its impact on prices.

The precise nature of information must be assessed on a case-by-case basis and depends on the information in question. An event is true when it is based on firm and objective evidence, which can be communicated accurately. The event could become true in the future if contingencies relating to the actual occurrence of the referred event do not mitigate the precise nature of the information, i.e. if it can be proven to have happened or to exist. It is important to note, that information deriving from a stage process can also constitute inside information. In such cases, every fact to do with the process, as well as the totality of the process itself, may constitute inside information, if it fulfills all other criteria of inside information. A piece of information allows a conclusion to be drawn about the direction of its impact on prices, either when it would enable an informed investor to take an investment decision without or at very low risk or when it is likely to be exploited immediately on the market. Therefore, it is not relevant for the direction of the price movement to appear, for the information to be considered precise.

A piece of information is likely to have a significant effect on the price of a financial instrument when it is information, which a reasonable investor would take into account or into consideration for his investment strategy. Market participants need to be able to assess beforehand whether the information is price sensitive, in order to be able to act accordingly. It means that the assessment of price sensitivity has to take into consideration the market impact, which would be foreseeable at the moment when the information has not yet been disclosed and the market impact is not yet measurable. Therefore *ex-ante* factors have to be found in order to guide investors in their decisions. In order to perform this analysis, any information available at the time has to be taken into account. A piece of information could be considered as likely to have a significant effect on prices of financial instruments even though, when the piece of information is published, this doesn't actually produce any effect. Taking into consideration the various factors that need to be assessed, it becomes quite clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not a suitable means of determining the significance of a price movement. The assessment needs to be done on a

case-by-case basis, therefore requiring a far more substantial effort than the mere reading of the wording of the regulation in force or creating specific quantitative thresholds.

Despite both precise nature and significant price effect being extremely complex concepts, precise nature has been more thoroughly analysed and explained. European Court of Justice played an important role in explaining the meaning of precise in its judgment C-19/11 Daimler AG. The approaches offered there have received a wide acceptance on the market and therefore brought a greater degree of clarity. The notion of significant price effect is yet to be analysed. A central question for this concept is the relation between the significance of the effect and the reasonable investor test. It is currently not clear, whether the reasonable investor test should merely support or completely substitute the test. However, in this paper it was concluded that these two requirements must be assessed together and the reasonable investor test cannot overrule the significant price effect requirement.

In conclusion, due to the open formulation of the definition of inside information, it can occasionally raise difficulties in terms of interpretation. Extensive and comprehensive regulation cannot, however, be a purpose to be pursued in the securities markets. The regulation should only support the operation of the markets, bringing about sufficient clarity and legal certainty, but leaving enough flexibility for the markets to develop and the legal regime to adjust to new market trends. Only then will market integrity and transparency be ensured, sufficient protection of investors achieved and development of financial markets and economy in general be guaranteed. Therefore, it was concluded, that the open, incomprehensive regulation in force, is the best solution for achieving the objectives of regulating securities markets. Further regulation and exhaustive definitions cannot be seen as a solution to the inconsistencies in the performance of disclosure obligation. Rather, it should be stressed, that the issuers are subject to a higher degree of duty and responsibility. The issuers themselves, being the best informed and aware of their activities and state of their market segment, should pay more attention to the aims of the regulation and the role of information on the markets. True, a mere wording of the regulation is not always sufficient for fulfilling issuers' responsibilities, however, taking into account the importance of well-functioning stock markets, of ensuring trust and transparency, simplicity cannot be a purpose in itself.

Nevertheless, as a result of developing jurisprudence in the area, market participants will hopefully have better understanding of how the notion of inside information should be interpreted. In addition, it may be expected that ESMA will continue CESR's work and

publish further guidelines. Lastly, local regulators also carry an important role in developing the regulation. Despite the issuers having the obligations to carry out research, interpret legislation in force, and undertake to appropriately perform their obligations, further guidance from local regulators, including the Estonian Financial Supervision Authority, would be greatly useful and appreciated. Just, well-functioning and transparent stock markets can only be ensured with mutual understanding and a sufficient degree of co-operation between investors, issuers and regulators

LÜHENDID

AFM	The Authority for the Financial Markets (Hollandi finantsjärelevalve asutus)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Saksamaa finantsjärelevalve asutus)
CESR	Committee of European Securities Regulators (ESMA eelkäija)
EK	Euroopa Kohus
Eko	Euroopa Kohtu otsus
ESMA	European Securities and Markets Authority (Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Asutus)
ESME	European Securities and Markets Expert Group (aastatel 2006-2009 Euroopa Komisjoni juures tegutsenud ekspertgrupp)
VPTS	Väärtpaberituru seadus

KASUTATUD ALLIKAD

Kasutatud kirjandus

1. Akerlof, G.A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 1970/ Vol. 84, No. 3.
2. Avgouleas, E. The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm European Financial Regulation: The Case for Reform. – *European Company and Financial Law Review* 2009/4.
3. Avgouleas, E. *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis.* Oxford University Press 2005.
4. Bebchuk, L. A., Ferrell, A. Rethinking *Basic*. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper No. 756 12/2013, Revised 01/2013.
5. Becker, G. S. *The Economic Approach to Human Behavior.* University of Chicago Press 1976.
6. Brellochs, M., Krause, H. Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler*—A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation. – *Capital Markets Law Journal*, 2013/8(3).
7. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Issuer Guide of the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), 14 May 2009. – Arvutivõrgus: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Leitfaden/dl_Emittentenleitfaden_2009_en.pdf?__blob=publicationFile (03.05.2014).
8. Burn, L. Disclosure in the EEA securities markets—making sense of the puzzle. – *Capital Markets Law Journal* 2008/3(2), pp 139-153.
9. Clarke, S. *Insider Dealing. Law and Practice.* Oxford University Press, Oxford 2013.
10. Committee of European Securities Regulators (CESR). CESR's Advice on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, July 2002. – Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089b.pdf (03.05.2014).
11. Committee of European Securities Regulators (CESR). CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002. – Arvutivõrgus: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf (03.05.2014).
12. Committee of European Securities Regulators (CESR). CESR's response to the European Commission's call for evidence on the review of Directive 2003/6/EC (Market Abuse Directive). – Arvutivõrgus: <https://circabc.europa.eu/sd/a/a704d8bc-3b34-4f0e-bfc5-fe7d4b3760cb/CESR.rtf> (03.05.2014).

13. Committee of European Securities Regulators (CESR). Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007. – Arvutivõrgus: https://www.esma.europa.eu/system/files/06_562b.pdf (03.05.2014).
14. Cox, J. D., Hillmann, R. W., Langevoort, D. C. Securities Regulation. Cases and Materials. Wolter Kluwer Law & Business, New York 2013.
15. Di Noia, C., Gargantini, M., Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime. – European Company and Financial Law Review 2012/4.
16. European Commission, “Call for Evidence – Review of Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse Directive)” (2009), 9. – Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf (03.05.2014).
17. European Commission. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), 20.10.2011 – Arvutivõrgus: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:EN:PDF> (04.04.2014).
18. European Securities Markets Expert Group (ESME). Market Abuse EU Legal Framework and its Implementation by Member States: A First Evaluation. Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf (4.04.2014).
19. Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. – Journal of Finance 1970/25.
20. Federal Ministry of Finance, Germany. Response to the European Commission’s Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive). – Arvutivõrgus: <https://circabc.europa.eu/sd/a/f48754f3-a55d-41d3-bfb1-8c65aa133e79/Federal%20Ministry%20of%20Finance.pdf> (04.04.2014).
21. Ferrani, G.A. The European Market Abuse Directive. – Common Market Law Review 2004/41.
22. Final Report of the Committee of Wise Men On the Regulation of European Securities Markets. Brussels, 15 February 2001, pg 9-10. – Arvutivõrgus:

- http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf (03.05.2014).
23. Financial Conduct Authority – The Code of Market Conduct (MAR). – Arvutivõrgus: <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/MAR> (03.05.2014).
 24. Financial Market Authority. Circular Letter of the Financial Market Authority of 19 June 2012 on Reporting and Disclosure Requirements for Issuer (“Guidelines for Issuers”). – Arvutivõrgus: http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=11861&t=1395665289&hash=3910b4a7136d443fcbef1ef5877ba657 (03.05.2014).
 25. Gilotta, S. Disclosure in Securities Markets and the Firm’s Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis. *European Business Organisation Law Review* 2012/13.
 26. Gilson, R. J., Kraakman, R. H. The Mechanisms of Market Efficiency. – *Virginia Law Review* 1984/70(4), pp. 549-644.
 27. Gullifer, L., Payne, J. *Corporate Finance Law. Principles and Policy.* Oxford and Portland, Oregon: Hart Publishing 2011.
 28. Guttentag, M. D.. An Argument for Imposing Disclosure on Public Companies. – *Florida State University Law Review* 2004/32, pp. 124-196.
 29. Hansen, J. L. Mad in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive. – *European Business Law Review* 2004/15.
 30. Hansen, J. L., Moalem, D. The MAD Disclosure Regime and the Twofold Notion of Inside Information: The Available Solution. – *Capital Markets Law Journal* 2009/4(3).
 31. Hellgardt, A. The notion of inside information in the Market Abuse Directive: *Geltl.* – *Common Market Law Review* 2013/50, pp. 861-874.
 32. Jensen, M. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. – *Journal of Financial Economics* 1978/6.
 33. Joint FSA/HMT response to the call for evidence, “Review of Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse Directive)” (2009). – Arvutivõrgus: https://circabc.europa.eu/sd/a/a07dc4f1-cebc-4960-8783-55cd66f6db43/joint%20FSA%20and%20Her%20Majesty__s%20Treasury%20response.pdf (04.04.2014).
 34. Kahneman, D. Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. – *Econometrica* 1979/47(2), pp. 263-292.

35. Kristen, F. G. H. Integrity on European Financial Markets: Background, Objectives, Reasons, Overall Contents and Implications of the Market Abuse Directive. – European Company Law 2005/13(1), pp. 13-21.
36. Latui, J. Disclosure of inside information and troubled financial institutions: a critical analysis of Member State practice. – Law and Financial Markets Project, London School of Economics. Law and Financial Markets Review 2011.
37. Macey, R. J. Insider trading: Economics, Politics and Policy. – Washington: the AEI Press, 1991.
38. Malkiel, B. The Efficient Market Hypothesis and its Critics. – Journal of Economic Perspectives 2003/59.
39. Manne, H. G. In Defense of Insider Trading. – Harvard Business Review Nov.–Dec. 1966.
40. Ministry of Finance, Finland. Commission services call for evidence on “Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation. – <https://circabc.europa.eu/sd/a/ee678955-5d6b-4089-be5c-21f743fdcdb6/Ministry%20of%20Finance%20FINLAND.pdf> (04.04.2014).
41. Resolution of the European Council on More Effective Securities Market Regulation in the European Union. Stockholm, 23 March 2001. – Arvutivõrgus: <http://www.esma.europa.eu/system/files/ResolutionStockholm.pdf> (03.05.2014).
42. Sappideen, R. Explaining securities markets efficiency. – Capital Markets Law Journal 2008/3(3), pp. 326-342.
43. Seibt, C. H., S. Schwartz. European financial market regulation in the wake of the financial crisis: a functional approach. – China-EU Law Journal 2011/1, pp. 95-118.
44. Seredynska, I. Insider Dealing and Criminal Law. Dangerous Liaisons. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012.
45. Swan, E. J., Virgo, J. Market Abuse Regulation. Second Edition. Oxford University Press, 2010.
46. The Authority for the Financial Markets (AFM, the Netherlands), 2010. Inside Information. – Arvutivõrgus: <http://www.afm.nl/~media/files/brochures/2010/eng-market-manipulation/inside-information.ashx> (03.05.2014).
47. U.S. Securities and Exchange Commission. SEC Staff Accounting Bulletin: No. 99 – Materiality. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm> (03.05.2014).
48. Von Neumann, J., Morgenstern, O. Theory of Games and Economic Behavior. Princeton University Press 1944.

Õigusaktid

49. Autorité des Marchés Financiers. General Regulation (in force from 2013). – Arvutivõrgus: http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Reglement-general-et-instructions/Reglement-general-en-vigueur/Reglement-general.html (03.05.2014).
50. Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing.
51. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.
52. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 21.04.2004 direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta, millega muudetakse nõukogu direktiive 85/611/EMÜ ja 93/6/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2000/12/EÜ ja tunnistatakse kehtetuks nõukogu direktiiv 93/22/EMÜ.
53. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 28.01.2003. a. direktiiv 2003/6/EÜ siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta .
54. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 4.11.2003. a. direktiiv 2003/71/EÜ väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta.
55. Financial Services and Markets Act 2000 (United Kingdom).
56. Komisjoni 22.12.2003. a. direktiiv 2003/124/EÜ, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteabe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega.
57. NASDAQ OMX Tallinna Börsi reglement. Nõuded emitendile. – Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/NE-01-01-2011-est-clean.pdf> (03.05.2014).
58. Väärtpaberituruseadus. – RT I 2001, 89, 531 ... RT I, 23.12.2013, 33.

Kohtulahendid, otsused ja arvamused

59. Decision of the Supreme Court of United States of America - *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).
60. The Financial Services and Markets Tribunal. Arif Mohammed v Financial Services Authority, 29 March 2005.
61. EKo 23.12.2009, C-45/08, *Spector Photo Group ja Van Raemdonck*.
62. FSA final notice to JJB Sports plc 25 January 2011. – Arvutivõrgus: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/jjbsports.pdf> (03.05.2014).

63. Upper Tribunal decision FIN/2009/0024 between David Massey and the Financial Services Authority, 2 February 2011.
64. Financial Services Authority Decision Notice to David Einhorn, 12 January 2012.
65. Financial Services Authority Decision Notice to Greenlight Capital Inc., 12 January 2012.
66. EK 21.03.2012, C-19/11 Markus Gelll vs Daimler AG, kohtujurist P. Mengozzi arvamus.
67. EKo 28.06.2012, C-19/11, *Marcus Gelll vs Daimler AG*.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, **Sigrid Aljas** (sünnikuupäev: 24.06.1990),

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

**Börsiemitendi kohustus avalikustada siseteavet – kohustuse olemus ja siseteabe
definitsioon,**

mille juhendaja on **Kristjan-Erik Suurväli ja Urmas Volens,**

- 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 lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tallinnas, 5. mai 2014.a.