

TARTU ÜLIKOOL  
ÕIGUSTEADUSKOND  
Eraõiguse osakond

Triin Dampf  
**TURUMANIPULATSIOONIGA TEKITATUD KAHJU HÜVITAMINE EESTI  
ÕIGUSES**  
Magistritöö

Juhendajad:  
MA Ants Soone  
*prof.* Irene Kull

Tartu  
2022

## SISUKORD

SISSEJUHATUS .....	4
1. Investorite kaitse vajalikkus turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral.....	9
1.1. Turumanipulatsiooniga tekitatav kahju .....	9
1.1.1. Hinnapõhine manipulatsioon.....	9
1.1.2. Infopõhine manipulatsioon.....	12
1.1.3. Tehingupõhine manipulatsioon .....	16
1.1.4. Võrdlusalustega manipuleerimine .....	18
1.2. Investorite kaitse vajalikkus.....	20
1.2.1. Investorite kaitse turukuritarvituste määruses .....	20
1.2.2. Liikmesriikide diskretsioon investorite tsiviilõigusliku kaitse tagamisel .....	28
2. Võimalikud kahju hüvitamise nõude alused turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral Eesti õiguses .....	32
2.1. Turuga manipuleerimine kui seadusest tuleneva kohustuse rikkumine.....	32
2.2. Turumanipulatsioon kui tahtlik heade kommete vastane tegu.....	42
2.3. Infomanipulatsioon kui asjatundja ebaõige arvamuse avaldamine.....	45
3. Investorite võimalus kahjunõude maksmapanekuks kooskõlas tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega .....	50
3.1. Kaitse kooskõla tõhususe põhimõttega.....	50
3.1.1. Nõudealus .....	50
3.1.2. Turumanipulatsioon kui objektiivne koosseis ja teo õigusvastasust välistavad asjaolud 52	
3.1.3. Põhjuslik seos .....	57
3.1.4. Süü.....	63
3.2. Kaitse kooskõla võrdväarsuse põhimõttega.....	66
Kokkuvõte .....	69
CLAIM FOR DAMAGES FOR MARKET MANIPULATION ACCORDING TO ESTONIAN LAW .....	74
KASUTATUD MATERJALID.....	79
Kasutatud kirjandus .....	79
Kasutatud normatiivallikad.....	82
<i>Eesti Vabariigi riigisisised õigusaktid</i> .....	82
<i>Euroopa Liidu õigus</i> .....	82
Kasutatud kohtulahendid .....	84
<i>Eesti kohtulahendid</i> .....	84
<i>Euroopa Kohtu lahendid ja kohtujuristide ettepanekud</i> .....	85

<i>Välisriikide kohtulahendid</i> .....	87
Kasutatud muud allikad .....	87

## SISSEJUHATUS

Viimase ligikaudu saja aasta jooksul toimunud suuremad börsikrahhid on näidanud kui oluliselt ja laiaulatuslikult võivad väärtpaberiturgudel asetleidvad probleemid mõjutada maailma majandust.<sup>1</sup> Ebaaus kauplemine on üks nendest tegevustest, mis on ka ajaloos suutnud jätta endast maha märkimisväärseid jälgi.<sup>2</sup> Seepärast on paljud riigid ühel või teisel kujul otsustanud reguleerida väärtpaberiturgudel tegutsemist, sh keelustanud teatud tegevused, millega kas pannakse teised turuosalised ebavõrdsesse olukorda või püütakse neid viia mingil moel eksitusse. Euroopa Liit (Liit) on keelustanud turgude kuritarvitamise ning sanktsioneerinud sellised keelatud tegevused Liidu üleselt. Sellise sammu tegi Liit 2003. aastal, kui võttis vastu turukuritarvituste direktiivi<sup>3</sup> (MAD). Turukuritarvitused hõlmavad siseteabe väärkasutust ning turumanipulatsiooni, mis MADi jõustumisega keelustati kõigis liikmesriikides. Finantsturgude kiire areng ning ebaühtlane karistuspraktika liikmesriikides viitasid MADi ajale jalgujäämisele, mistõttu otsustati olemasolevat regulatsiooni uuendada ning 2016. aastal jõustuski turukuritarvituste määrus<sup>4</sup> (MAR), mis erinevalt selle eelkäijast on Euroopa Liidu toimise lepingu<sup>5</sup> (ELTL) art 288 lg 2 kohaselt liikmesriikides otsekohalduv.

Liidus toimunud regulatiivsete arengukäikude pinnalt on nii MADi kui ka MARi puhul enim silma paistnud avalik-õiguslikud meetmed võimalike toimepanijate karistamiseks. Kui MAD rõhus vajadusele rakendada haldusmeetmeid, siis MARiga samaaegselt jõustunud turukuritarvituste sanktsioonide direktiiv<sup>6</sup> (CSMAD) nägi liikmesriikidele ette kohustuse teatud teod ka kriminaliseerida. Sellega on Liit peegeldanud üsna üheselt, kui oluliseks peavad nad turukuritarvituste võimalikku mõju Liidu finantsturgudele. Küll aga ei ole üheselt selge, millist kaitsevajadust näeb Liit investorite osas – tsiviilõigusliku kaitse küsimused on nii MADist kui

---

<sup>1</sup> 1929 Wall Street Crash (inimesed kaotasid oma säästud, mõjutas tugevalt Euroopa turge, tõi kaasa Suure Depressiooni Euroopas); 09.10.1987 Black Monday (Dow Jones Industrial Average (DJIA) langes 22,61%, mõjutatud turud: Hong Kong, Austraalia, Hispaania, Suurbritannia, USA, Kanada); 1995 – 2001 Dot Com Bubble (selle tagajärjel kaotas Nasdaq 78% oma väärtusest, taastumine võttis aega ca 15 aastat); 2007 – 2009 Housing Bubble (tõi kaasa ülemaailmse majanduskriisi). – Kindleberger, C. P., Aliber, R. Z. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises (6th ed). Houndmills: Palgrave Macmillan 2011, lk 1 – 8, 11.

<sup>2</sup> 2010 Flash Crash (DJIA kaotas 5% oma väärtusest, karmimad regulatsioonid välk- ja algoritmkaupemisele); 2008 LIBOR Scandal (mõjutas tugevalt usaldust võrdlusaluste, finantsturgude kui ka pankade vastu, 2013. aasta seisuga küündisid trahvid Barclays, RBS ja UBS vastu üle 2,5 miljardi USD). – Angstadt, J. M. What will be the legacy of the 'Flash Crash'? Developments in US equities market regulation. – Capital Markets Law Journal 2011, Volume 6, No. 1, lk 80.; Tabb,R., Grundfest, J. Alternatives to LIBOR. – Capital Markets Law Journal 2013, Volume 8, No. 3, lk 229 – 230.

<sup>3</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EU, 28. jaanuar 2003, siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta. – ELT L 096, 12.04.2003, lk 16—25.

<sup>4</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 596/2014, 16. aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/. – ELT L 173, 12.6.2014, lk 1—61.

<sup>5</sup> Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioon. – ELT C 326, lk 47–200.

<sup>6</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/57/EL, 16. aprill 2014, turukuritarvituste korral kohaldatavate kriminaalkaristuste kohta (turukuritarvituste direktiiv). – ELT L 173, 12.06.2014, lk 179—189.

ka MARist kõrvale jäänud. Liit on varasemalt teatud finantsturge puudutavates õigusaktides, näiteks direktiivis 2003/71/EÜ<sup>7</sup> (prospektidirektiiv) ja direktiivis 2004/109/EÜ<sup>8</sup> (läbipaistvusdirektiiv), liikmesriikidele ette näinud tsiviilõigusliku kaitse rakendamise ja tagamise kohustuse. Samuti on EL näinud vajadust tagada selge tsiviilõiguslik kaitse konkurentsialaste süütegudega tekitatud kahju korral eraldiseisva direktiiviga<sup>9</sup>. Kui Liidu õigusakt ei sisalda tsiviilõiguslike meetmete rakendamise kohustust, ei tähenda see aga automaatselt seda, et liikmesriikidele ei võiks selline kaitse tagamise kohustus tuleneda Liidu õiguse põhimõtetest. Euroopa Kohtu praktikas kujundatud seisukohtade järgi võib liikmesriikidel tekkida kohustus tagada tsiviilõiguslik kaitse ka siis, kui Liidu õigus ei ole vastavat kohustust konkreetses õigusaktis sätestanud. Selline kohustus tuleneb vajadusest tagada Liidu õiguse tõhus mõju ning Liidu õigusega soovitud eesmärkide tõhus saavutamine.<sup>10</sup>

Eesti kohtupraktikas on võetud aga seisukoht, mille kohaselt turumanipulatsiooni keelunorm ei ole kaitsenorm võlaõigusseaduse<sup>11</sup> (VÕS) § 1045 lg 1 p 7 alusel, kuna turumanipulatsiooni keelu eesmärgiks oli kaitsta turgude toimimist ning mitte konkreetseid investoreid, mistõttu on kohus välistanud sellel alusel kahjunõude esitamise.<sup>12</sup> Turumanipulatsiooni keelunorm pärineb Euroopa Liidu õigusaktist ning kahjunõude välistamine VÕS § 1043 ja VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel võib aga minna vastuollu Liidu õiguse tõhususe põhimõttega. Üksnes asjaolu, et kohus on välistanud turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõude esitamise VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel, ei tähenda aga, et Eesti õigus objektiivselt ei võimaldaks kaitse tagamist kooskõlas Liidu õiguse põhimõtetega. Seda näiteks olukorras, kus kohus on eksinud VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel kaitsenormi hindamisel ehk võimalik probleem ei ole tingitud normist, vaid normi tõlgendamisest. Selline kohtu poolt kujundatud seisukoht võib aga siiski heidutada kahjustatud investoreid esitamast kahjunõudeid ning võib seeläbi takistada Liidu õiguse tõhusat mõju.

Eeltoodud probleemist lähtuvalt on käesoleva magistritöö peamiseks eesmärgiks hinnata, kas Eesti õiguses pakutav kaitse turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel on kooskõlas

---

<sup>7</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. – ELT L 345, 31.12.2003, lk 64—89, art. 6 (2).

<sup>8</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/109/EÜ, 15. detsember 2004, läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, ning millega muudetakse direktiivi 2001/34/EÜ. – ELT L 390, 31.12.2004, lk 38—57, art. 28 (1).

<sup>9</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/104/EL, 26. november 2014, teatavate eeskirjade kohta, millega reguleeritakse liikmesriikide õiguse kohaseid kahju hüvitamise hagisid liikmesriikide ja Euroopa Liidu konkurentsioiguse rikkumise korral. – ELT L 349, 5.12.2014, lk 1—19.

<sup>10</sup> EKo C-453/99, *Courage Ltd versus Bernard Crehan*, ECLI:EU:C:2001:465, p 19, 22; EKo C-295/04-C-298/04, *Manfredi jt versus Lloyd Adriatico Assicurazioni SpA jt*, ECLI:EU:C:2006:461, p 63, 72.

<sup>11</sup> Võlaõigusseadus. – RT I 2001, 81, 487; RT I, 15.03.2022, 14.

<sup>12</sup> TlnRnK 07.01.2016, 2-14-18162.

Liidu õiguse tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega ning võimaldab tagada Liidu õiguse tõhusat mõju.

Magistritöö eesmärgi saavutamiseks uurib käesoleva töö autor, millise kaitse peavad liikmesriigid tagama MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keelu rikkumisega tekitatud kahju korral. Täiendavalt uuritakse, milline on liikmesriikide diskretsioon kaitse tagamisel turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral. Selleks selgitatakse töö esimeses peatükis, kellele, kuidas ja mis kahju saab erinevate turumanipulatsiooni vormidega tekkida ning ühtlasi piiritletakse potentsiaalset kaitsevajadust. Seejärel antakse hinnang Liidu õiguse tõhusa mõju tagamisest tulenevale tsiviilõigusliku kaitse tagamise kohustusele ning selle kohaldamisele MAR turumanipulatsiooni keelu kontekstis. Eraldi hinnatakse liikmesriikide kaalutusõiguse ulatust kahjuhüvitise võimaldamisel turumanipulatsiooni keelu kui Liidu õiguse rikkumisel.

Järgnevalt uuritakse, kas ja millist kaitset võimaldab potentsiaalselt Eesti õigus turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel. Selleks analüüsitakse töö teises peatükis kahjunõude maksma panemise võimalust lepinguvälistel alustel. Kuigi VÕS § 1044 välistab lepinguvälisel alusel kahju hüvitamise, kui nõuet on võimalik esitada lepingulisel alusel, ei analüüsita töös võimalikke lepingulisi või lepingueelsetest läbirääkimistest tulenevaid nõudeid, kuna turumanipulatsiooni sisu ja konteksti arvestades ei ole nende nõuete lepinguline maksmapanek käesoleva töö autori hinnangul tõenäoline. Lepinguvälistest alustest hinnatakse turumanipulatsiooni erinevaid vorme ja sisu arvestades kõige tõenäolisemaid nõudealuseid: turumanipulatsiooni kui seadusest tuleneva keelu rikkumisega tekitatud kahju VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel; turumanipulatsiooni kui heade kommete vastase teoga tekitatud kahju VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 8 alusel ning infopõhise manipulatsiooni kui asjatundja ebaõige arvamuse avaldamisega tekitatud kahju VÕS § 1048 alusel.

Seejärel uuritakse, kas Eesti õiguses tagatud kaitse ja sellise kaitse maksma panemise tingimused on kooskõlas Liidu õiguse tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega ning võimaldavad Liidu õiguse tõhusat rakendamist. Selleks hinnatakse töö kolmandas peatükis nii Eesti õiguses nõude esitamise võimaluse, kui ka nõude eeldustele kehtestatud tingimuste kooskõla Liidu õiguse tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega. Nõude eeldused, mida kolmandas peatükis hinnatakse, on valitud muuhulgas ka selle järgi, mis on Euroopa Kohtu praktikas tõhususe põhimõttega kooskõla puhul küsimusi ja vastuolusid tekitanud, samuti on arvesse võetud turumanipulatsiooni koosseisu omapära ning võimalikke keerdkohti tõendamisel.

Käesolevas töös kasutatakse uurimismeetoditest analüütilist ja võrdlevat meetodit. Analüütilist meetodit kasutatakse töös läbivalt Liidu õiguse põhimõtete kohaldamisel Eesti riigisisese

õiguse kontekstis. Eesti õiguse tõlgendusvõimaluste väljaselgitamiseks on töös võrdleva meetodina analüüsitud Saksa õigust. Saksa tsiviilõigus on olnud suuresti aluseks ja eeskujuks Eesti tsiviilõiguse väljakujunemisel ning tõlgendamisel.<sup>13</sup> Samuti on Saksa kohtupraktikas lahendatud küsimusi seoses turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamise nõuetega, mis aitavad anda hinnanguid ka Eesti kohtute võimalikule lähenemisele turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamise küsimustes.<sup>14</sup>

Käesoleva töö koostamisel on peamisteks allikateks Euroopa Kohtu praktika ning Eesti ja Saksa kohtupraktika. Viidatud allikad on kesksel kohal käesolevas töös püstitatud uurimisküsimuste lahendamisel. Seda nii Liidu õiguse mõju, sellise mõju ulatuse kui ka Eesti õiguses sätestatud nõudealuste sisustamise seisukohalt. Teisesteks allikateks on nii Eesti kui välismaine õiguskirjandus, mis on vajalikud nii Eesti kui võrdlusaluste riikide õiguse tõlgendamisel kui ka Liidu õiguse tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtete analüüsimisel. Allikate valikul on lähtutud nii nende allikate asjakohasusest käesoleva töö seisukohalt kui ka autorite kvalifitseeritusest.

Käesoleva töö autorile teadaolevalt ei ole varasemalt uuritud turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamist Eesti õiguses ega sellise kaitse koostõla Euroopa Liidu õiguse üldpõhimõtetega. Sellist teemat on aga uuritud näiteks Saksa õiguse kontekstis, mis on ka käesoleva töö kirjutamisel olnud üheks allikaks nii Liidu õiguse mõju hindamisel kui ka Eesti õiguse koostõla hindamisel Liidu õiguse põhimõtetega.<sup>15</sup> Eestis on käesoleva tööga sarnastest teemadest kirjutatud näiteks prospektivastutusest Eesti õiguses<sup>16</sup> ning investori kahju hüvitamise nõudest ebaõige teabe avaldamisel<sup>17</sup>. Prospektivastutus on Liidu õiguses sätestatud kahju hüvitamise erirežiim ning puudutab üksnes esmaseid turge ning emissioonide korraldamisel avaldatavat kohustuslikku teavet.<sup>18</sup> Käesoleva töö skoobis ei ole prospektivastutust ega käsitleta ka emitentide avaldamiskohustuse täitmist MAR art 17 kohaselt ega vastutust MAR artiklites 8 ja 10 sätestatud siseteabe väärkasutuse eest.

Töö teema aktuaalsus väljendub ühest küljest selles, et seda teemat ei ole Eesti õiguse kontekstis uuritud ning teisalt olemasoleva Ringkonnakohtu otsuse võimalikus heidutavas mõjus

---

<sup>13</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1045/2. – Võlaõigusseadus. Komm vlj. 4. vlj. Tallinn: Juura 2020.

<sup>14</sup> BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011.

<sup>15</sup> Schütt, J.-S. Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz. Band 135. Berlin: Duncker & Humblot 2019; Poelzig, D. Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. – ZGR 2015, Vol. 44/6.

<sup>16</sup> Kairjak, M. Prospectus Liability v. Criminal Punishment: The Case of Public v. Private (But without Enforcement). – Juridica International 2012, nr XIX, lk 145 – 153; Puskar, C. – E. Kahju tekitanud juhtumi ja kahju tekkimise koha määramine tegelikkusest erineva või mittetäieliku teabe esitamisel väärtpaberi emissiooniprospetsis. Magistritöö: Tartu 2017.

<sup>17</sup> Pajuviidik, E. Väärtpaberiturul antav teave ning investori kahju hüvitamise nõue ebaõige teabe avaldamisel. Magistritöö: Tartu 2019.

<sup>18</sup> Pajuviidik, lk 32.

turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuete esitamisel. Kaitse võimaldamata jätmisel turumanipulatsiooni keelu kui Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahju korral võib Eesti õigus takistada Liidu õigusega soovitud eesmärkide tõhusat saavutamist ning ei ole tagatud Liidu õiguse tõhus mõju.

Magistritööd iseloomustavad märksõnad: väärtpaberiturg, deliktiõigus, kahju hüvitamine, Euroopa Liidu õigus.

# 1. Investorite kaitse vajalikkus turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral

## 1.1. Turumanipulatsiooniga tekitatav kahju

### 1.1.1. Hinnapõhine manipulatsioon

Turumanipulatsiooni üheks vormiks on hinnapõhine manipulatsioon, mis vastavalt MAR artikkel 12 lõige 1 punktile a (ii) puudutab tehinguid ja tehingukorraldusi ning muud tegevust, mis vähemalt tõenäoliselt hoiab finantsinstrumendi hinda ebaharilikul või kunstlikul tasemel. Hinnamanipulatsiooni näidetena on MAR art 12 (2), Lisas 1 (A) ning Komisjoni delegeeritud määruse 2016/522<sup>19</sup> (MAR tunnuste määrus) Lisa 2 jaos 1 välja toodud sulgemishinna mõjutamine<sup>20</sup>, kooskõlastatud kauplemine pärast avalikku pakkumist<sup>21</sup>, hinnasurve tekitamine<sup>22</sup>, hinnapiiri loomine<sup>23</sup> ning ostu-müügi hinnavahe kunstlik suurendamine<sup>24</sup>.

Nii viidatud MAR näidete kui autori enda tööalase kogemuse põhjal avaldub hinnamanipulatsioon kõige sagedamini päeva lõpu kauplemisel, kus püütakse mõjutada instrumendi sulgemishinda. Samuti võib hinnamanipulatsioon olla atraktiivne teatud olulistel kuupäevadel, nt kvartali, kuu või aasta lõpp ning nõ optsoonireeded<sup>25</sup>. Sellised kuupäevad omavad tähtsust eeskätt seepärast, et vastava päeva teatud instrumentide sulgemishinna alusel arvutatakse nt fondide ning portfelli tootlust, millest omakorda võib sõltuda ka fondi- või portfelli juhi edukustasu, samuti määrab optsoonireedel optiooni alusvara hind optiooni väärtuse.<sup>26</sup>

Madala likviidsusega väärtpaperite puhul ei ole sulgemishinna mõjutamiseks investoritel üldiselt vaja suurt turujõudu. Autori enda tööalase kogemuse põhjal on näha, et Balti turgudel tehakse sulgemishinda mõjutavad tehingud reeglina ebatavaliselt kõrge või madala

---

<sup>19</sup> Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 2016/522, 17. detsember 2015, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses eranditega teatud kolmandate riikide avalik-õiguslikele asutustele ja keskpankadele, turuga manipuleerimise tunnustega, avalikustamise määradega, pädevate asutustega, kellele teatada viivitustest, kauplemisloaga keeluajal ja juhtide teatamiskohustuslike tehingute liikidega. – ELT L 88, 5.4.2016, lk 1–18.

<sup>20</sup> MAR art 12(2)(b), MAR Lisa 1 A(g), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (5)(d), (7)(a).

<sup>21</sup> MAR Lisa 1 A(b), A(g), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (2)(a), (7)(b).

<sup>22</sup> MAR Lisa 1 A(b), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (2)(b).

<sup>23</sup> MAR Lisa 1 A(a), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (1)(b).

<sup>24</sup> MAR Lisa 1 A(f), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (6)(c).

<sup>25</sup> Optsoonireedeks nimetatakse optsoonide tähtaega ehk täitmispäeva, millal optiooni omanik saab optioonist tulenevat ostu- või müügiõigust realiseerida, üldiselt langeb see iga kuu kolmandale reedele. – Zirnask, V. (toimet.). Väärtpaperite teejuht. Tallinn: Eesti Päevaleht 2008, lk 96. – Arvutivõrgus: [https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Vaartpaperite\\_teejuht.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Vaartpaperite_teejuht.pdf) (25.04.2022).

<sup>26</sup> Huang, Y. C., Chan, S. H. Trading Behavior on Expiration Days and Quarter-End Days: The Effect of a New Closing Method – Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 46, No 4, 2010, lk 105 – 121.

limiithinnaga korraldusi kasutades ning korraldused ise on mahult pigem väiksed. Sulgemishind määratakse Balti turgudel börsipäeva sulgemisoksjoni käigus viimase sobitatud tehingu hinna alusel, sõltumata tehingu mahust.<sup>27</sup>

Samuti võib kunstlik hinnaliigutamine ajendada teisi turuosalisi tegema tehinguid, mida nad tavapärasel olukorras poleks kas teinud või poleks teinud sellistel tingimustel (nt sellises koguses või selliselt hinnatasemelt). Kuigi hinnamanipulatsioon on võimalik läbi viia kauplemispäeval läbivalt, on kõige tundlikumad ajad turul turu avanemine ja sulgemine, mis on seetõttu ka hinnamanipulatsiooni läbiviimisel kõige tavapärasemaks ajastuseks. Hinna mõjutamine turu avanemisel võib määrata terve kauplemispäeva atmosfääri ning kujundada kauplemise suunda ülejäänud päeval. Turu sulgemisel hinna mõjutamine võib jällegi mõjutada järgneva päeva kauplemise suunda.<sup>28</sup> Samuti on sulgemishind üks olulisi markereid turuosaliste jaoks – seda võidakse arvesse võtta investeerimisstrateegiate koostamisel<sup>29</sup>, portfelli väärtuse arvutamisel, investeerimisfondide väärtuse arvutamisel jne. Portfelli ja fondide väärtuse arvutamisel on kriitilise tähtsusega just sulgemishinnad kvartali või aasta lõpu seisuga.<sup>30</sup> Manipulatsiooni mõju võib seeläbi avalduda palju laiemas kahjus kui mõjus konkreetse investori portfelliga. Sulgemishinna mõjutamisel kvartali või aasta lõpus vaadatakse aga reeglina just portfelli haldurite ja fondijuhtide poole, kelle huvides selline manipulatsioon võib toimuda.<sup>31</sup>

Praktikas võidakse hinna kunstlikul tasemel hoidmiseks või kunstlikule tasemele viimiseks teha ka koostööd. Tavapäraselt paneb üks osapool turule üles ostu- või müügi korralduse, millele teine osapool vastab vastassuunas korraldusega. Korraldused ise pannakse üles ajaliselt üsna lähestikku ning korralduste kogumaht on väga sarnane või sama<sup>32</sup>, praktikas kasutatakse

---

<sup>27</sup> Sulgemisoksjon toimub börsipäeval ajavahemikus 15:59:30 – 16:00. Nasdaq Baltic Turuinfo. – Arvutivõrgus: <https://nasdaqbaltic.com/et/turuinfo/kauplemispaeval/> (25.04.2022).

<sup>28</sup> Comerton-Forde, C., Putninš, T.J. Measuring closing price manipulation. – Journal of Financial Intermediation 2011, Volume 20, No. 2, lk 137 – 137.

<sup>29</sup> Nt tugineb tehniline analüüs mh väärtpaberi mineviku hinnaliikumistel, püüdes leida mustreid väärtpaberi eeldatava hinnaliikumise suuna kohta. – Alexander, G.J., Bailey, J.V., Sharpe, W.F. Fundamentals of Investments. 2. tr. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall 2004, lk 353.

<sup>30</sup> Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. CESR/04-505b, p. 4.12 (a). – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04\\_505b.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf) (25.04.2022); Alexakis, C., Pappas, V., Skarneas, E. Market abuse under different close price determination mechanisms: A European case. – International Review of Financial Analysis 2021, Volume 74, lk 2.

<sup>31</sup> Näiteks ühe uuringu kohaselt tuvastati, et suuremate fondivalitsejate portfellis olevate aktsiate osas kasvas ostusurve viimase 2 tunni jooksul kvartali viimasel päeval ning suurenes müügisurve järgmise kvartali esimesel päeval. – Itzhak B.-D. jt. Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices? – The Journal of Finance, Vol. LXVIII, No 6, 2013, lk 2407, 2409.

<sup>32</sup> Vastassuunalised korraldused ei pea alati oma hinnalt ja mahult samad olema, nt võib üks pool panna üles 10 korraldust kogumahuks 1000, ning teisel poolel võib olla üleval üks korraldus mahus 1000. Ehk siis arvestuslik kogumaht on reeglina sama või väga sarnane.

rohkem limiithinnaga ordereid, kuid manipulatsiooni on võimalik läbi viia ka turuhinnaga korraldusi kasutades.<sup>33</sup>

Väiksema turujõuga investoritel on hinnapõhise manipulatsiooni puhul tihti raske hoida hinda kunstlikul tasemel või viia hind kunstlikule tasemele pikema perioodi vältel, kuna see eeldab suurema ressursi olemasolu. Turuosalised, kes omavad turul aga suuremat jõudu ehk kes on suuremad investorid, sh investeerimisühingud, turutegijad, fondijuhid või portfelliinvaldajad, omavad pikemaajaliseks mõjutamiseks rohkem eelduseid. Suurema portfelli omamisel on isikul võimalik ka dikteerida hinda ja ostu-müügi hinnavahet, muutes seda kunstlikult kitsamaks või laiemaks.<sup>34</sup>

Mõju investoritele avaldub eeskätt siis, kui juhitudakse turul toimuvast hinnasurvest. Selline juhendumine võib toimuda näiteks siis, kui hinnataseme hoidjaks või hinna kunstlikult mõjutajaks on suure turujõuga turuosaline, kes hoiab enda käes suurt portfelli. Sellises olukorras võivad investorid olla seisus, kus ostetakse instrumenti kunstlikult kõrge hinnaga või müüakse kunstlikult madala hinnaga. Hinna kunstliku alandamise korral, sh sulgemishinna mõjutamisel, võivad kahju saada ka need, kellel on võimenduslaen või kelle muu laenu tagatisena kasutatakse portfellis olevaid väärtipabereid. Hinna alandamisega võivad mõjutatud saada ka fondijuhid, kelle fondi tootlus arvutatakse kuu või kvartali lõpu seisuga. Hinna kõrgele viimisel võivad aga kahju saada need fondiosakute omanikud, kelle fondiosakute alusvara osteti kunstlikult kõrge hinnaga. Analoogne mõju võib avalduda portfelliinvaldusteenuse kontekstis ka portfelliinvalduse klientidele ning portfelliinvaldajatele.

Ülevõtmispakkumiste puhul võib mõju avalduda mh üle võtvale ettevõttele, kui ülevõetava ettevõtte aktsiahind on viidud kunstlikult kõrgele või madalale tasemele. Emitendid ja emitendiga seotud isikud võivad läbi aktsiahinna hoidmise saada ettevõttele parema krediidireitingu või vältida krediidireitingu muutmist.<sup>35</sup>

Hinnataseme kunstlikkust või ebatavalisust võib olla üsna raske määratleda, kuna nõ õiglase hinnataseme määratlemine ei pruugi alati olla lihtne. Euroopa Kohus leidis lahendis *IMC Securities*, et hinna kunstlikul tasemel hoidmisel ei oma tähtsust, kui kaua hind kunstlikul

---

<sup>33</sup> Hinnamanipulatsiooni koostöö kaasus on Eesti praktikast läbi käinud nt 2016. aastal, kui Ringkonnakohus mõistis kaks isikut süüdi SKN1T sulgemishinna manipuleerimises. – TlnRnK 15.02.2016, 1-15-2860.

<sup>34</sup> Allen, F., Litov, L., Mei, J. Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners. – Review of Finance 2006, Volume 10, No. 4, lk 678; Aggarwal, R. K., Wu, G. Stock Market Manipulations. – The Journal of Business 2006, Volume 79, No. 4, lk 1920.

<sup>35</sup> Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. CESR/04-505b, p. 4.12 (d). – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04\\_505b.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf) (25.04.2022). Parema krediidireiting võib avaldada omakorda mõju aktsiahinnale, samuti võib emitent saada finantseeringuid, sh laenu, parematel tingimustel.

tasemel oli. Kõnealusel lahendis oli ka näha, kus väga lühikese ajaperioodi jooksul hinna mõjutamine ja kunstlikul tasemel hoidmine võib kahjustada teisi turuosalisi.<sup>36</sup> Instrumendi hind peaks igal ajahetkel olema kujunenud nõudluse ja pakkumise tagajärjel ning väljendama seega instrumendi õiglast hinda. Hinnataseme kunstlikkuse kindlakstegemisel saab lähtuda üldiselt turuosaliste tegevuse hindamisest, kus korraldus(t)e või tehingu(te) muster viitab sellele, et turuosalise tegevusel puudub majanduslik sisu ning eesmärgiks on hoopis hinna hoidmine või mõjutamine. Keerulisem on hinna kunstlikku ja õiglast taset kindlaks teha volatiilsetel ja vähelikviidsetel turgudel või kus instrumendiga ei ole pikema perioodi jooksul kaubeldud<sup>37</sup> ning kus ka väiksed tehingud võivad oluliselt mõjutada instrumendi kauplemissahtu ja hinda – see on omane ka paljudele Balti väärtpaberiturgudel kaubeldavatele instrumentidele

### 1.1.2. Infopõhine manipulatsioon

Teine põhiline manipulatsiooni liik on infopõhine manipulatsioon, mille sisu on avatud MAR artikkel 12 lõike 1 punktis c. Sellise manipulatsiooni korral levitab isik teavet, millega antakse finantsinstrumendi hinna, nõudluse või pakkumise kohta valesid või eksitavaid märguandeid või hoitakse instrumendi hinda ebaharilikul tasemel. Selline tegu on etteheidetav siis, kui teo toimepanija teadis või oleks pidanud teadma, et tema poolt levitatud teave oli vale või eksitav. Praktikas kombineeritakse infomanipulatsiooni või muid pettuslikke võtteid ka hinna- ja tehingupõhise manipulatsiooniga – sellist manipulatsiooni käsitletakse ka eraldiseisva manipulatsioonivormina MAR artikkel 12 lõike 1 punktis b.

Infopõhine manipulatsioon eeldab teabe avaldamist, mis ühest küljest on eksitav või väär ning teisalt omab potentsiaali anda märku sellest, et turul olev hind, pakkumine või nõudlus ei vasta tegelikkusele. Infopõhise manipulatsiooni koosseis ei eelda, et mõni turuosaline ka päriselt selle väär info najal investeerimisotsuse oleks teinud, vaid avaldatud info peab omama potentsiaali, mis annaks emitendi või instrumendi hinna, pakkumise või nõudluse kohta eksitava või väär mulje. Ehk praktikas on koosseis täidetud juba enne kui keegi sellisele infole tugineda jõuab.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> EKO C-445/09, *IMC Securities BV versus Stichting Autoriteit Financiële Markten*, ECLI:EU:C:2011:459.

<sup>37</sup> Sellele viitab ka EFTA (Euroopa Vabakaubanduse Assotsiatsiooni) kohus. – E-5/19, *F and G*, p 65. <https://eftacourt.int/download/5-19-judgment/?wpdmdl=6449> (25.04.2022). EFTA kohtu otsused ei ole Euroopa Kohtule ega ka Eestile siduvad, kuid praktikas võtab ka Euroopa Kohus EFTA tõlgendusi arvesse. Samuti juhindub EFTA oma lahendites ECJ praktikast ja tõlgendustest. – Baudenbacher, C. How the EFTA Court works – and why it is an option for post-Brexit Britain. – London School of Economics blog, August 25<sup>th</sup>, 2017. – Arvutivõrgus: <https://blogs.lse.ac.uk/brexit/2017/08/25/how-the-efta-court-works-and-why-it-is-an-option-for-post-brexit-britain/> (14.04.2022).

<sup>38</sup> Näiteks 2019. aasta Taani Pharma Group kaasuses avaldati Pharma Group kohta investeerimisfoorumis kunstlikult koostatud börsiteade. Teade avaldati anonüümselt kell 23:28 ehk väljaspool Taani börsi lahtiolekuaega ning isik, kes teate üles pani, kustutas selle 24 minutit pärast avalikustamist. Finanstilsynet (Taani

Teabe levitamise mõiste on MAR-is jäetud üpris lahtiseks, kanalitest on välja toodud meedia, sh internet, kuid hõlmatud on ka kõik muud teabe levitamise viisid. Euroopa Vabakaubanduse Assotsiatsiooni loodud kohus (EFTA) kohus on näiteks leidnud, et muude teabe levitamise viiside all tuleks mõista muid kanaleid, mis on oma loomult meediaga sarnased või samaväärsed (nt foorumid ja platvormid).<sup>39</sup> Üksnes ostu- ja müügihuvi või potentsiaalsete korralduste kohta info edastamine maaklerilt institutsionaalsetele investoritele ei peaks seetõttu kujutama endast teabe levitamist MAR art 12 (1)(c) tähenduses.<sup>40</sup> Teave peaks olema vähemalt mingile isikute grupile kättesaadav ehk ei tohiks olla privaatne ning sellel peaks olema ka tõenäoline mõju instrumendi hinnale, nõudlusele või pakkumisele. Kui teavet ei edastata avalikkusele või laiemale hulgale isikutele meedia kaudu, siis võib tegu aga vastata nt MAR art 12 (1)(b) tunnustele, kui tegu hõlmab näilikke või pettuslikke võtteid. Kuigi ka MAR art 12 (1)(b) osas viitavad MAR Lisa 1 (B) ja MAR tunnuste määruse Lisa 1 jagu 2 näited siiski pigem eksitava teabe levitamisele suuremale isikute ringile, kuid tingimata ei pea see hõlmama aga meediakasutust.<sup>41</sup>

Levitatava teabe mõju hindamisel tuleks arvesse võtta eeskätt teabe enda sisu, kuid teatud juhtudel võib hindamisel oluliseks olla ka avaldaja isik. Teabe avaldaja isiku vaatest võib määrata, kas isik oma positsiooni arvestades teadis või oleks pidanud teadma, et teave oli vale või eksitav.<sup>42</sup> Samas võib see praktikas omada mõju ka sellele, kas teised investorid sellisele avaldatud infole tuginevad, sh võib teave olla avaldatud ka läbi fiktiivse isiku.<sup>43</sup>

Konkreetne manipulatsioonivorm on peaaegjalikult suunatud mõjutama just teiste investorite käitumist. Tavapäraselt on teabe levitajal huvi enda tehingute jaoks positsiooni parandada – mõjutada hinda sobivas suunas, saada turule täiendavaid ostjaid või müüjaid. See, milliseid investoreid see teave konkreetselt mõjutab, ei oma teavet levitanud isiku jaoks üldiselt tähtsust, kuna eesmärgiks ei ole pigem mingi konkreetse investori kahjustamine, vaid enda positsioonide parandamine.<sup>44</sup> Erilist mõju omab infopõhine manipulatsioon olukordades, kus emitendi kohta

---

Finantsinspektsioon). – Arvutivõrgus: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Domme-og-boeder/2019/Dom-markedsmanipulation-010219> (25.04.2022).

<sup>39</sup> E-5/19, *F and G*, p 95.

<sup>40</sup> E-5/19, *F and G*, p 95 – 95, 26. Sealhulgas on hõlmatud maaklerite poolne infovahetus nt Bloombergi chattide kaudu.

<sup>41</sup> Näiteks MAR tunnuste määruse Lisa 1 jaos 2 (1)(f) ja (g) on sellise manipulatsioonivormi kohta toodud välja näide, kus liigutatakse tühja kaubalaeva, ladustatakse või liigutatakse kaupasad, mis võib luua väära või eksitava mulje kauba või tarnitava objekti pakkumisest, nõudlusest, hinnast või väärtusest finantsinstrumendi raames.

<sup>42</sup> Nt investeerimissoovituste koostajad, fondijuhid, portfelli haldurid, emitent ja emitendiga seotud isikud, sh emitendi töötajad, tuntud investorid.

<sup>43</sup> Nt Investor Toomas ja Investor Mari. Nimetatud fiktiivseid isikuid ei saa küll vastutusele võtta ning nende vastu kahjunõuet esitada, kuid isikud, kes nende nimel teavet avaldavad, saavad fiktiivseid tegelasi nende jälgijaskonna tõttu ära kasutada.

<sup>44</sup> Kyle, A.S., Viswanathan, S. How to Define Illegal Price Manipulation. – *The American Economic Review*, Vol. 98, No 2, 2008, lk 276.

liigub infot vähe ning kus tehingute maht on väike. Seetõttu on infopõhine manipulatsioon ning turumanipulatsioon laiemalt domineeriv mikromahtudega väärtpaberite ja nõ *penny-stock* ide osas.<sup>45</sup>

Kõige klassikaliseks infopõhise turumanipulatsiooni vormiks on nn „kiida ja jäta“ skeem (ingl. k. „*pump and dump*“), kus turuga manipuleerijal on instrumendis positsioon ning soovib oma positsiooni kasumlikult sulgeda.<sup>46</sup> Sellistel juhtudel võidakse levitada kas foorumites, blogides või muudes analoogsetes kanalites positiivset infot ettevõtte või instrumendi kohta, mille tagajärjel loodetakse ostupoolelt turul suurendada ning seeläbi hinda tõsta. Pärast hinnatõusu sulgeb manipuleerija reeglina üsna kiirelt positsiooni, enne kui turg saab teadlikuks, et info ei vastanud tõele ning hind stabiliseerub.<sup>47</sup> Võimalik negatiivne mõju avaldub investoritele, kes positiivse uudise valguses olid valmis kõrgema hinnaga aktsiaid ostma. Müügipoolel tegutsenud investorid sellises olukorras tõenäoliselt kahjustatute hulgas ei ole, kuna turgu on kunstlikult liigutatud ostupoolele kaldu ning nõudluse kasv võimaldab pigem hinda müügi poolel tõsta.

Praktikas püütakse ära kasutada avalikkuse seisukohalt tundlikke ja aktuaalseid olukordi ja teemasid. Näiteks USAs kasutas investor 2020. aastal Covid-19 pandeemiat infomanipulatsiooni läbiviimiseks. Investor avaldas sadu eksitava sisuga postitusi biotehnoloogia ettevõtte Arrayit Corporation kohta investeerimisfoorumis, kus muuhulgas väitis, et ettevõtte on arendanud heakskiidetud Covid-19 testi. Samal ajal omas investor suurt positsiooni ettevõtte aktsiates.<sup>48</sup> Praktikas võidakse jätkata ka nt tehingupõhise manipulatsiooniga peale infomanipulatsiooni läbiviimist, selleks, et turuosalistele anda märku, et turul on kauplejaid, kes esitatud infole tuginedes juba tegutsevad. Ka Covid-19 kaasuses ei piirdunud turuga manipuleerija pelgalt valeteadete avaldamisega investeerimisfoorumis, vaid pärast teadete avaldamist ta ka täiendavalt sisestas ja tühistas mitmeid suuri ostukorraldusi, selleks, et näidata nõudlust aktsia ostuhuvi suhtes.<sup>49</sup> Covid-19 kriisi ajal jälgisid paljud investorid muuhulgas meditsiini ja biotehnoloogia sektorit, mis muutis selle sektori avaldatava

---

<sup>45</sup> Ühe uuringu kohaselt oli USA turgudel vahemikus 1990 - 2001 manipuleeritud väärtpaberitest ligi 50% penny stock'id ehk vähelikviidsed väärtpaberid. – Aggarwal, lk 1936.

<sup>46</sup> Kuna infomanipulatsiooni kombineeritakse reeglina ka teiste manipulatsioonivormidega, siis ka *pump and dump* ei ole nõ puhtal kujul infomanipulatsioon, mistõttu vastab see MAR artikkel 12(1)(b), MAR Lisa 1 A(c), B(a) ja MAR tunnuste määruse II Lisa 1. jao (2)(b) ning 2. jao (1)(c) tunnustele.

<sup>47</sup> Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. CESR/04-505b, p. 4.1.3 (c). – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04\\_505b.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf) (25.04.2022).

<sup>48</sup> SEC v. Jason C. Nielsen. Complaint. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2020/comp24832.pdf> (25.04.2022).

<sup>49</sup> SEC v. Jason C. Nielsen. Complaint, p 29jj.

teabe osas haavatavamaks ning infopõhist manipulatsiooni oli investorite tähelepanu tõttu ka lihtsam läbi viia.<sup>50</sup>

„Kiida ja jäta“ skeemiga sarnast skeemi on kasutatud ka vastupidises võtmes (nn „laida ja võida“ skeem, ingl. k „*short and distort*“ või „*trash and cash*“) ehk turule on suunatud negatiivseid uudiseid, mille najal on tekitatud endale kunstlikult võimalus odavalt aktsiaid osta.<sup>51</sup> Sellises olukorras on kahjustatud investoriteks need, kes odavama hinnaga on info valguses aktsiaid müünud. Kui teo toimepanijal on enne negatiivse teabe avaldamist võetud instrumendis lühike positsioon, siis hinna langus võimaldab teo toimepanijal lühikese positsiooni likvideerimisel tulu teenida.<sup>52</sup>

Kui levitatud teabel on olnud hinnale piisavalt suur negatiivne surve, siis võivad kaudselt kahju saada ka investorid, kes on konkreetseid instrumente kasutanud tagatisena, eeskätt läbi selle, et neilt võidakse nõuda täiendavat lisatagatist või võimenduslaenu olemasolul tuleb neil lisatagatise nõude<sup>53</sup> vältimiseks oma portfelli müüa. Samuti võivad kaudselt kahju saada investorid, kellel on üleval *stop-loss* korraldused<sup>54</sup>. Nii tagatiste kui *stop-loss* korralduste puhul ei teki investoritele sellise manipulatsiooni puhul aga kahju teadliku eksitavale infole tuginemise tõttu, vaid sellega kaasneva müügisurve tagajärjena. *Stop-loss* korraldustega investorid saavad mõjutada, kui hind viiakse tasemele, mille tagajärjel *stop-loss* korraldus realiseeritakse ehk suunatakse turule.

MAR ei ole sätestanud, kas isik, kes infot levitab, peab omama investorite seisukohast kaalu ehk kas ta peab olema keegi, kelle arvamusele või allikale teised investorid võiksid tugineda. Tõenäoline mõju hinnale, pakkumusele või nõudmisele on MAR-is seotud pigem info endaga, mida levitatakse. Info, mida avaldatakse või levitatakse peaks MAR sätete järgi olema selline, mis võiks omada mõju MAR kohaldamisalas olevale instrumendile, mõju omakorda avaldub

---

<sup>50</sup> Suuremat tähelepanu näitlikustab ka nt Nasdaq Biotechnology Indexi kiire kasv (nt 26,9% tõus 2020. aasta teises kvartalis). Nasdaq Biotechnology Index Fact Sheet, Nasdaq OMX veebileht, 03.03.2021. – Arvutivõrgus: [https://indexes.nasdaqomx.com/docs/FS\\_XNBI.pdf](https://indexes.nasdaqomx.com/docs/FS_XNBI.pdf) (25.04.2022).

<sup>51</sup> MAR Lisa 1 A(d), B(a), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (4)(d), 2. jagu (1)(d).

<sup>52</sup> Kuna Balti turgudel, eeskätt siis Tallinna börsil kaubeldavate instrumentide puhul lühikeseks müüki ei võimaldata, siis sellele oma töös liigselt ei keskendu, kuigi tulevikukontekstis pole välistatud, et lühikeseks müüki ka Eesti turgudel võimaldatakse.

<sup>53</sup> Võimenduslaenu puhul on lepinguliselt ette nähtud omavahendite osakaalu nõue, mis reeglina peab olema vähemalt 50%. Järsud langused börsil ning instrumendi hinnas, kui instrument moodustab suure osakaalu portfelist, mõjutavad ka omavahendite osakaalu. *Margin call* rakendub reeglina siis, kui omavahendite osakaal langeb alla 40%, millisel juhul on teenusepakkujal õigus müüa kliendi portfelli mahus, mis taastaks 50% omavahendite osakaalu. Osakaalude määra hinnatakse jooksvalt, mistõttu võivad mõjutada ka päevasisesed langused, mitte üksnes sulgemishind. AS LHV Pank näitel nt: Mis on võimenduslaen ja mida sellega teha saab? – LHV: 2019. – Arvutivõrgus: <https://fp.lhv.ee/news/5355437> (25.04.2022).

<sup>54</sup> Eesti k. stoppkaoatuse korraldus. Tegemist on korraldusega maaklerile müüa väärtpabereid, kui hind langeb määratud tasemeni. Sellise korralduse kasutamise eesmärgiks on limiteerida võimalikke kahjusid. – Minu raha sõnaraamat. – Arvutivõrgus: <https://www.minuraha.ee/sonaraamat/> (25.04.2022).

läbi selle, et teised turuosalised sellele infole tõenäoliselt tuginevad. Tagantjärele hinnangute andmine, kas tegemist oli mõju avaldava teabega MAR art 12 (1) (c) kohaselt, ei pruugi tingimata olla korrektne, vaid lähtuda tuleks teabe olemusest. Tagantjärele on võimalik saada aga vajadusel kinnitust antud hinnangutele.<sup>55</sup>

Kuigi turuga manipuleerija seisukohalt on infomanipulatsiooni läbiviimisel reeglina vajalik see, et teised investorid tema avaldatud infole tugineksid, on küsitav, millal saab mõistlikult eeldada, et teised investorid ka tegelikkuses valele infole tugineksid. MAR-is on investoreid kirjeldatud üksnes siseteabe defineerimisel MAR art 7 lõikes 4. Siseteabe puhul on vastavalt MAR art 7 lõikele 1 oluline see, et avaldatud teave omaks tõenäoliselt märkimisväärset mõju finantsinstrumendi hinnale, mis vastavalt MAR art 7 lõikele 4 tähendab teavet, mida mõistlik investor tõenäoliselt enda investeerimisotsuse tegemisel arvesse võtaks. MAR art 12 (1) (c) infopõhise manipulatsiooni koosseis on aga oma ulatuselt laiem ehk avaldatud teave ei pea oma sisult vastama siseteabe kriteeriumitele. Sellele viitab mh see, et mõju hinnale ei pea olema märkimisväärne ning mõju ei pea olema üksnes hinnale, vaid mõju võib avalduda ka nt nõudlusele või pakkumisele. Siseteabe definitsioon sellisel kujul omab rohkem tähtsust emitentidele siseteabe avalikustamise kohustuse täitmisel kooskõlas MAR artikliga 17.

### **1.1.3. Tehingupõhine manipulatsioon**

Turumanipulatsiooni kolmandaks vormiks on tehingupõhine manipulatsioon, mille sisu on kirjeldatud MAR artikkel 12 (1) punktis (a) (i). Tehingupõhine manipulatsioon on sarnaselt infopõhisele manipulatsioonile suunatud teiste turuosaliste eksitamisele, eesmärgiga suunata nad ühel või teisel viisil käituma. Sellise manipulatsiooni liigi puhul antakse läbi tehingute, korralduste või muu tegevuse kaudu vähemalt tõenäoliselt valesid või eksitavaid märguandeid finantsinstrumendi hinna, pakkumise või nõudluse kohta.

Tehingupõhise manipulatsiooni puhul püütakse sarnaselt infopõhisele manipulatsioonile tekitada või võimendada läbi eksitavate märguannete trendi, ajendada teisi turuosalisi tehinguid tegema. Eksitavate tehingute ja tehingukorraldustega püütakse tehingupõhise manipulatsiooni puhul anda teistele turuosalistele indikaatoreid, eesmärgiga ajendada neid tegema investeerimisotsuseid. Tehingud ja tehingukorraldused on sarnaselt infopõhisele manipulatsioonile teave, mis peaks motiveerima investoreid ühel või teisel viisil käituma. Kontseptsiooniliselt on küsitav, kas ja millal peaksid turuosalised sellist teavet võtma aluseks

---

<sup>55</sup> Nt on ka Euroopa Kohtu kohtujurist P. Mengozzi siseteabe puhul leidnud, et tagantjärele kättesaadavat teavet saab teabe klassifitseerimisel siseteabeks kasutada üksnes kontrolliks. – EKo C-19/11, *Markus Geltl versus Daimler AG*, ECLI:EU:C:2012:153, kohtujurist P. Mengozzi ettepanek, p 75 – 76.

enda investeerimisotsuse tegemisel ehk kas ja millal saab eeldada, et nad võiksid seda teha. Arvestades, et investorid võtavad turul toimuvat arvesse enda investeerimisotsuste tegemisel, sh seda, kui palju on turul nõudlust ja pakkumist, eriti kui tegemist on vähelikviidse instrumendiga, mille kohta ei liigu palju teavet, võimaldab selline manipulatsioon tõenäoliselt ära kasutada turuosaliste reaktsioone turul toimuva osas.<sup>56</sup>

Tehingupõhise manipulatsiooni kõige levinumateks strateegiaks on näilik kauplemine turu ava- või sulgemisoksjonil (nn *spoofing*, *layering*). Sellise strateegia puhul püüab turuga manipuleerija läbi näilike tehingukorralduste saada enda tegelikule kauplemissoovile paremat positsiooni või hinda. Näilik tehingukorraldus on tegeliku kauplemissooviga võrreldes alati vastassuunas. Turuga manipuleerija sisestab suure ostu- või müügikorralduse, kus limiithind peaks jääma parima ostu- või müügikorralduse hinna lähedale<sup>57</sup>. Sellega soovitakse meelitada teisi turuosalisi vastavalt ostma (kui sisestatud korraldus oli ostu suunaga) või müüma kui korraldus oli müügisuunaline. Seejärel kustutatakse või oluliselt muudetakse sisestatud korraldus ning sisestatakse vastassuunas korraldus.<sup>58</sup> Nüüd kus turul on läbi näiliku korralduse tulnud soovitud suunas rohkem kauplejaid, on turuga manipuleerijal võimalik oma tegelik tehingusoov parematel tingimustel täita. *Spoofing* ja *layering* on oma sisult sarnased strateegiad, *layeringi* eripäraks on mitmete järjestikuste näilike korralduste sisestamine järjest kasvavate või kahanevate limiithindadega.<sup>59</sup>

Mida likviidsem on instrument, seda keerulisem on näilike tehingukorraldustega manipuleerida, arvestades turu reageerimisaega. Kunstlikele korraldustele peavad turuosalisel suutma reageerida ning manipuleerija peab jõudma oma kunstlikud korraldused enne tühistada kui need täidetakse. Seepärast võidakse likviidsematel turgudel kasutada sellise strateegia jaoks algoritmkauplemist või välkkauplemist, kus algoritm suudab piisavalt suure kiirusega korraldusi turule sisestada ning need ka õigeaegselt ära kustutada.<sup>60</sup> 2010. aasta nn *Flash Crash* kaasuse tagajärjel hakati algoritm- ja välkkauplemist ka rohkem reguleerima<sup>61</sup>, sh sätestas ka MAR nõuded sellisele kauplemisele. Algoritm- ja välkkauplemine iseenesest turuga manipuleerimist endast ei kujuta, vaid on kasutusel üldiselt efektiivsema arbitraaži

---

<sup>56</sup> Aggarwal, lk 1919 – 1920.

<sup>57</sup> Balti turgudel oli autori kogemuse põhjal levinumaks ajaks aeg vahetult enne turu avanemist.

<sup>58</sup> MAR Lisa 1 A(e), A(f), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (5)(e), (6)(g). Kui näiliku korraldused edastatakse turule enne turu avanemist, siis kas vahetult enne turu avanemist – minut kuni sekundid – või vahetult pärast turu avanemist näiliku korraldused kustutatakse või muudetakse.

<sup>59</sup> Kirilenko, A. A., Lo, A. W. Moore's Law versus Murphy's Law: Algorithmic Trading and Its Discontents. – The Journal of Economic Perspectives, Volume 27, No. 2, 2013, lk 66.

<sup>60</sup> Kirilenko, lk 67.

<sup>61</sup> SEC; U.S. Commodity Futures Trading Commission. Finding Regarding the Market Events of May 6, 2010, 30.09.2019. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> (25.04.2022).

teostamiseks. Küll aga võib neid ära kasutada turumanipulatsiooniks ning ka vigaste algoritmide puhul võivad need avaldada olulist mõju turgudele.<sup>62</sup>

Kauplemisaktiivsuse moonutamiseks kasutatakse ka majandusliku sisuta tehingute tegemist (nn *wash trade*), mille tulemusel instrumendi tegelik kasusaaja ei muutu. Praktikast võib seda teha kas üks investor või mitu investorit koostöös, sisestades samaaegselt samasisulisi vastassuunas ordineid.<sup>63</sup> Käesoleva töö autori tööalase kogemuse põhjal kasutatakse Balti turgudel sellist strateegiat üksi läbi viies erisuunaliste orderite sisestamiseks üldiselt erinevaid investeerimiskontosid, mis eelistatuna on avatud erinevates pankades või investeerimisteenuste pakkujate juures, kuid korraldused võidakse sisestada ka investori samalt kontolt.<sup>64</sup> Samuti võidakse vastassuunas orderi sisestamiseks kasutada nt endaga seotud ettevõtte või laste investeerimiskontosid. Sellise tegevuse tulemusena püütakse näidata instrumendis kauplemisaktiivsust ja kunstlikult likviidsust tekitada, selleks, et meelitada turuosalisi kaupleva. Riigikohtu hinnangul ei piisa aga tegevuse kvalifitseerumiseks turumanipulatsiooniks üksnes iseendaga tehingute tegemisest, vaid sellel tegevusel peab olema ka vähemalt tõenäoline mõju finantsturgudele.<sup>65</sup>

Tehingupõhise manipulatsiooni strateegia mõju on võrreldav infomanipulatsiooniga, kuna mõlemad on suunatud teiste turuosaliste käitumise mõjutamisele. Puhtal kujul infomanipulatsiooni nähakse traditsiooniliselt läbi verbaalse või kirjaliku väljenduse, tehingupõhise manipulatsiooni puhul püütakse eksitavat infot anda edasi läbi käitumise – tehingute, tehingukorralduste. Manipulatsiooni eesmärk on suuresti tekitada teistes turuosalistes valearusaam nõudlusest ja pakkumisest, püüdes neid ühel või teisel moel turul tegutsema meelitada, selleks, et realiseerida enda kauplemishuvi. Selle tagajärjel võivad investorid teha tehinguid, mida nad õiget infot teades ei oleks teinud või ei oleks teinud sellistel tingimustel – otsustades kaubelda, uskudes, et instrumendi osas on tekkinud likviidsus või nt otsustatakse kaubelda teatud suunas või hinnaga.

#### **1.1.4. Võrdlusalustega manipuleerimine**

Turumanipulatsiooni uueks vormiks, mida MAD-is ei sätestatud, on võrdlusaluste manipulatsioon. MAR artikkel 12 (1)(d) kohaselt on tegemist võrdlusalustega seotud väära või

---

<sup>62</sup> Castura, J., Gorelick, R., Litzenberg, R. The Impacts of Automation and High Frequency Trading on Market Quality. Annual Review of Financial Economics, Vol. 4, 2012, lk 60.

<sup>63</sup> MAR Lisa 1 A(c), MAR tunnuste määrus II Lisa 1. jagu (3)(a).

<sup>64</sup> Kui erisuunalisi korraldusi soovitakse sisestada samalt kontolt, siis võib aga teenusepakkuja sellist tegevust juba eos takistada.

<sup>65</sup> RKKKo 4-20-2732 p 20.

eksitava teabe edastamisega või valede või eksitavate sisendandmete esitamisega, kui teo toimepannud isik teadis või oleks pidanud teadma, et teave on väär ning täiendavalt hõlmab see kõiki muid tegevusi, millega manipuleeritakse võrdlusaluste arvutamist. Võrdlusaluste definitsioon on MAR-is sätestatud artikkel 3 lõike 1 punktis 29. Selle definitsiooni alla kuuluvad kõikvõimalikud määrad, indeksid või arvud, mis on avalikud ning mida perioodiliselt või korrapäraselt valemi alusel või teatud alusvara väärtuse või hinna alusel arvutatakse. Võrdlusalused võivad baseeruda lisaks finantsinstrumentide väärtusele või intressimääradele ka nt ilmal või tuulekiirusel. Näiteks CME European CAT Index baseerub päevastel keskmistel temperatuuridel Londonis ja Amsterdams ühe kuu lõikes suvekuudel ning sellist indeksit kasutatakse teatud optioonide ja futuuride väärtuste arvutamisel (nt CME European CAT Index futuurid).<sup>66</sup>

Võrdlusaluste manipulatsiooni reguleerimisega taotleti eeskätt suurema läbipaistvuse tekitamist võrdlusaluste koostamise osas ning huvide konfliktide vältimist. Seetõttu kehtestati Liidu tasandil ka ühtne raamistik koostatavate ja kasutatavate võrdlusaluste kohta.<sup>67</sup>

Võrdlusaluste manipulatsioon on teistest manipulatsiooni vormidest veidi erinev, kuna isikute ring, kes sellist manipulatsiooni objektiivselt toime saavad panna, on piiratud. MAR-i täiendamine sellise turumanipulatsiooni liigiga oli tingitud ühest suuremast intsidendist (nn LIBORi<sup>68</sup> skandaal), kus 2008. aastal avastati, et LIBORi arvutamiseks andsid mitmed suurpangad kokkuleppeliselt valesid sisendeid, milleks olid intressimäärad, millega pangad teineteisele tagatiseta laene väljastavad.<sup>69</sup> Samuti olid paljud tuletislepingud seotud LIBORiga, mistõttu mõjutasid muutused LIBORis ka tuletislepingute väärtust.<sup>70</sup>

Võrdlusaluste manipulatsioon võib praktikas mõjutada väga erinevaid osapooli. Näiteks võivad investorid ja turuosalised kujundada teatud suuremate aktsiaindeksite alusel oma investeerimisotsuseid (nt S&P 500). Teatud instrumendid (nt ETF-id) võivad jälgendada võrdlusaluseid<sup>71</sup>. Tuletislepingud võivad olla sõltuvuses või põhineda võrdlusalustel (nt Nasdaq

---

<sup>66</sup> CME Group. Temperature Based Indexes. – Arvutivõrgus: <https://www.cmegroup.com/trading/weather/temperature-based-indexes.html> (25.04.2022).

<sup>67</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 2016/1011, 8. juuni 2016, mis käsitleb indekseid, mida kasutatakse võrdlusalustena finantsinstrumentide ja -lepingute puhul või investeerimisfondide tootluse mõõtmiseks, ning millega muudetakse direktiive 2008/48/EÜ ja 2014/17/EL ning määrust (EL) nr 596/2014. – ELT L 171, 29.6.2016, lk 1–65.

<sup>68</sup> *London Inter-Bank Offered Rate*.

<sup>69</sup> Duffie, D., Stein, J.C. Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks. – *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29, No 2, 2015, lk 191. LIBORit kasutatakse pankade poolt äri- ja tarbijalaenu intresside määramisel (nn liikuv intressimäär).

<sup>70</sup> Duffie, lk 199.

<sup>71</sup> Nt SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY), iShares Russell 2000 ETF (IWM), Vanguard Total Stock Market Index Fund ETF Shares (VTI) jne. Index ETF-s, CNBC. – Arvutivõrgus: <https://www.cnbc.com/index-etfs/> (25.04.2022).

100 indeksfutuur). Samuti on laialt levinud krediidilepingutes võrdlusaluste kasutamine seoses intressimäära arvestamisega (nt Euribor, EONIA, ESTER). Sõltuvalt võrdlusalusest võivad seetõttu mõjutatud saada paljud investorid, investeerimisühingud, fondivalitsejad, portfellihaldurid, krediidasutused, võttes eeskätt arvesse eelpool toodud näiteid, kus võrdlusaluseid võidakse kasutada. Manipulatsioon võib aga mõjutada ka tarbijaid, kui tarbijakrediidilepingutes kasutatakse intressi arvestamisel mõnda võrdlusalust (nt Euribor, EONIA, ESTER).

Seoses Euroopa Liidu jätkusuutliku panganduse ja ESG poliitikaga<sup>72</sup> on turule tulnud ka nõ rohelisi indekseid ja võrdlusaluseid.<sup>73</sup> Sellised tooted võivad olla populaarseks ka erinevate fondijuhtide, sh pensionifondijuhtide ja portfellihaldurite vaatest ning selliste võrdlusaluste mõju on kindlasti käesoleval ajal olulise tähtsusega ning selliste võrdlusaluste manipulatsiooni korral võib kahjustatud isikute ring olla potentsiaalselt väga lai.

## **1.2. Investorite kaitse vajalikkus**

### **1.2.1. Investorite kaitse turukuritarvituste määrukses**

Liidu tasandil on küll teatud valdkondades<sup>74</sup> tsiviilõigust eeskätt direktiivide ja määrustega reguleeritud ning seeläbi ka ühtlustatud, kuid ühtset nõ universaalset tsiviilkoodeksit tänaseks kehtestatud ei ole. Ühise tsiviilõigusliku raamistiku puudumine ei tähenda aga, et Liidu õigusest ei võiks tulla liikmesriikidele muuhulgas kohustus tagada tsiviilõiguslik kaitse Liidu õiguse rikkumise korral. Vastavad kohustused võivad olla sätestatud muuhulgas otse konkreetset valdkonda puudutavates Liidu õigusaktides.<sup>75</sup>

Meetmed, mille rakendamise kohustuse on MAR ning CSMAD liikmesriikidele ette näinud, hõlmavad peamiselt haldus- ja karistusmeetmeid. Eesti õiguses on turumanipulatsioon karistatav väärtena vastavalt karistusseadustiku<sup>76</sup> (KarS) § 398<sup>1</sup> lõikele 1 ning teatud

---

<sup>72</sup> Komisjoni teatis. Tegevuskava: jätkusuutliku majanduse rahastamine, 8.3.2018. – Arvutivõrgus: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097> (25.04.2022).

<sup>73</sup> Nt Société Générale S.A.-le kuuluv SGI European Green Deal Index. – Arvutivõrgus: <https://sgi.sgmarkets.com/en/index-details/TICKER:SGITEGD/> (25.04.2022).

<sup>74</sup> Lepinguvälistes võlasuhetes nt tootevastutus. – Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 1999/34/EÜ, 10. mai 1999, millega muudetakse nõukogu direktiivi 85/374/EMÜ liikmesriikide tootevastutust käsitlevate õigus- ja haldusnormide ühtlustamise kohta. – ELT L 141, 04.06.1999, lk 0020—0021.

<sup>75</sup> Näiteks on prospektimääruse artiklis 11 sätestatud liikmesriikidele tsiviilõigusliku vastutuse tagamise kohustus prospektis avaldatud teabe eest. – Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtepaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ. – ELT L 168, 30.6.2017, lk 12—82. Analoogne kahju hüvitamise kohustus on sätestatud ka näiteks PRIIP määruse artiklis 11. – Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 1286/2014, 26. november 2014, mis käsitleb kombineeritud jae- ja kindlustuspõhiste investeerimistoodete (PRIIPid) põhiteabedokumente. – ELT L 352, 9.12.2014, lk 1—23.

<sup>76</sup> Karistusseadustik. – RT I 2001, 61, 364; RT I, 21.05.2021, 9.

kvalifitseeritud tingimuste<sup>77</sup> täitmisel kuriteona vastavalt KarS § 398<sup>1</sup> lõikele 2. Haldusmeetmena võib Finantsinspeksioon rakendada sunniraha vastavalt väärtpaberituruseaduse (VPTS)<sup>78</sup> §-s 234<sup>1</sup> sätestatule. MAR-is ja CSMAD-is sätestatud meetmed, mille rakendamist liikmesriigid pidid tagama, ei hõlma tsiviilõiguslikke meetmeid. Õiguskirjanduses on ka leitud, et avalik-õiguslikke meetmeid võidakse sellistel juhtudel pidada nõo Liidu õiguse poolt soovitud tõhususe piiiriks.<sup>79</sup> Sellist seisukohta on kritiseerinud aga nii teised õigusteadlased, näiteks Dr. J.-S. Schütt<sup>80</sup> ja Prof. D. Poelzig<sup>81</sup> ning samuti ei toeta sellist lähenemist Euroopa Kohtu kohtujuristi seisukoht, mille kohaselt Liidu õigus ei välista tsiviilõiguslike meetmete rakendamist olukorras, kus Liidu õigus viitab üksnes avalik-õiguslike meetmete rakendamisele ehk Liidu õigusakt ei kehtesta sellega teatud kaitsemeetmetele monopoolset seisundit.<sup>82</sup>

Kui tsiviilõiguslike meetmete rakendamist ei ole Liidu õiguses reguleeritud, siis võib vastav kohustus tuleneda Liidu õiguse põhimõtetest. Euroopa Kohus on mitmetes konkurentsisisüütegusid puudutavates otsustes avardanud varasemaid arusaamu, millal on Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamise mittevõimaldamine Liidu õigusega vastuolus.<sup>83</sup> Lahendid on keskendunud Euroopa Liidu Toimimise Lepingu<sup>84</sup> artiklitele 101 ja 102 (varasemates lahendites Euroopa Ühenduse Asutamislepingu<sup>85</sup> artiklid 81 ja 82), kus on sätestatud üksnes keeld panna toime erinevaid konkurentsi kahjustavaid tegusid ja sõlmida konkurentsi kahjustavaid kokkuleppeid. Need seisukohad on kohtu poolt väljendatud veel enne kui Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/104/EL kahju hüvitamise hagide kohta

---

<sup>77</sup> KarS § 398<sup>1</sup> lg 2 näeb kvalifitseeritud tingimustena turumanipulatsiooni toimepanemist emitendi või selle konsolideerimisgrupi juhi või tema lähedase või töötaja, väärtpaberituru kutselise osalise või selle konsolideerimisgrupi töötaja, investeerimissoovituse koostaja või levitaja poolt, kui see tõi kaasa olulise kasu või tekitas olulise kahju, samuti see kui turumanipulatsioon pannakse toime grupi poolt.

<sup>78</sup> Väärtpaberituru seadus. – RT I 2001, 89, 532; RT I, 29.03.2022, 13.

<sup>79</sup> Grigoleit, von H. C. Anlegerschutz - Produktinformationen und Produktverbote. ZHR 2013, Vol. 177, lk 264, 275.

<sup>80</sup> Schütt, J.-S. Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz. Band 135. Berlin: Duncker & Humblot 2019, lk 58 jj.

<sup>81</sup> Poelzig, D. Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. – ZGR 2015, Vol. 44/6, lk 813 – 815.

<sup>82</sup> EKO C-253/00, *Antonio Muñoz y Cia SA versus Frumar Limited*, ECLI:EU:C:2001:697, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 55. Kohtujuristi arvamus ei ole kohtule siduv, kuid õiguskirjanduse kohaselt juhitud Euroopa Kohtu kohtunikud kohtujuristide arvamustest praktikas tihti ning kohtujuristi arvamus kajastab sageli põhjalikumalt hinnangut ja analüüsi ning on seeläbi abiks ka kohtu kujundatud seisukohtade tõlgendamisel. – Craig, P., de Burca, G. EU Law Text, Cases and Materials. 5. ed, Oxford University Press: 2011, lk 62. Ka antud lahendit lugedes on arusaadav, et kohtu järeldused on baseerunud kohtujuristi põhjalikumal analüüsil.

<sup>83</sup> Nt EKO C-453/99, *Courage Ltd versus Bernard Crehan*, ECLI:EU:C:2001:465; EKO C-724/17, *Vantaan kaupunki versus Skanska Industrial Solutions Oy jt*, ECLI:EU:C:2019:204; EKO C-295/04-C-298/04, *Manfredi jt versus Lloyd Adriatico Assicurazioni SpA jt*, ECLI:EU:C:2006:461; EKO C-557/12, *Kone AG jt versus ÖBB-Infrastruktur AG*, ECLI:EU:C:2014:1317; EKO C-435/18, *Otis GmbH jt versus Land Oberösterreich jt*, ECLI:EU:C:2019:1069.

<sup>84</sup> Euroopa Liidu Toimimise Lepingu Konsolideeritud versioon. – ELT C 202, 7.6.2016, lk 1 – 388.

<sup>85</sup> Euroopa Ühenduse asutamislepingu konsolideeritud versioon – ELT C 321E, 29.12.2006.

konkurentsioiguse rikkumisega tekitatud kahjude hüvitamise kohta vastu võeti. Euroopa Kohtu praktika taustal oli näha, et liikmesriikides puudus ühtne arusaam, kas neil on kohustus selliste tegude osas rakendada ka tsiviilõigusliku kaitse meetmeid, eeskätt võimaldades kahju hüvitamist. Euroopa Kohus on viidatud lahendites võtnud seisukoha, mille järgi kahju hüvitamise mittevõimaldamine konkurentsieeskirjade rikkumise korral on vastuolus Euroopa Liidu õigusega, kuna selliste meetmete rakendamata jätmisel saaks kahjustada Liidu õiguse tõhus toimimine.<sup>86</sup> See näitab, et Euroopa Liidu õigusest võib tuleneda tsiviilõigusliku kaitse kohustus ka siis, kui selline kaitse või konkreetsed kaitsemeetmed ei ole Liidu õigusaktis sõnaselgelt sätestatud.

Euroopa Kohtu lahendid, eeskätt *Manfredi*<sup>87</sup> ja *Courage*<sup>88</sup>, andsid küll väga palju juurde konkurentsialaste rikkumistega tekitatud kahju hüvitamise nõuete tõlgendamisele, kuid jätsid samas õhku küsimuse, kas ja mil määral on võimalik kahju hüvitamise kohustuse osas sarnast põhimõtet laiendada ka teistele Liidu õiguse rikkumisi puudutavatele vaidlustele, sh turumanipulatsiooni keelu rikkumise korral. Ühest küljest on Euroopa Kohus viidatud lahendites toonitanud seda, et tegemist on just konkurentsioiguse eeskirjadele ja nende eesmärkidele antava hinnanguga,<sup>89</sup> kuid samas tuleb mõista, et Euroopa Kohus lahendas küsimusi konkreetsete kaasuste kontekstis ning andis hinnanguid konkreetset kaasust puudutavatele õigusaktidele ning ei pidanudki andma hinnangut Liidu õigusele laiemalt.<sup>90</sup> Analoogia kohaldamise võimaluse hindamisel tuleks pöörata tähelepanu Euroopa Kohtu argumentatsioonile, mille tõttu peeti vajalikuks tagada selline tsiviilõiguslik kaitse konkurentsialaste rikkumiste puhul, ning hinnata, kas need põhjused võivad olla asjakohased ka muude valdkondadega seotud rikkumiste, sh turukuritarvituste osas või on need väga kitsalt omased konkurentsioigusele.

Analoogia kohaldamise võimalus ei omaks pelgalt õigusteoreetilist tähendust, vaid mõjutaks kahjunõuete esitamist sisuliselt, arvestades, et liikmesriik peaks tagama riigisiseses õiguses sobiva korra kahjunõuete maksmapanekuks ning vajadusel ka täiendama oma riigisisest õigust.<sup>91</sup>

---

<sup>86</sup> Nt C-453/99, *Courage*, p 25 – 26; C-435/18, *Otis*, p 23 – 24.

<sup>87</sup> C-295/04, *Manfredi*.

<sup>88</sup> C-453/99, *Courage*.

<sup>89</sup> C-453/99, *Courage*, p 27 ja 28.

<sup>90</sup> „/.../ Euroopa Kohtu roll eelotsusemenetluses on panustada tegelikku õigusemõistmisse liikmesriikides, mitte esitada nõuandvaid arvamusi üldistes või hüpoteetilistes küsimustes.“ – Soovitused liikmesriikide kohtutele eelotsuse taotlemiseks (2018/C 257/01), ELT C 257, 20.7.2018, lk 1, punkt 24.

<sup>91</sup> C-724/17, *Skanska*, p 27; C-557/12 *Kone*, p 24; C-295/04, *Manfredi*, p 64.

Kohtu selgituste kohaselt, miks kahju hüvitamine konkurentsieeskirjade rikkumise korral peab liikmesriikides olema tagatud, ei ole Liidu õigus kavandatud andma üksnes kohustusi, vaid nende kohustavate normidega antakse ka Liidu kodanikele õiguseid.<sup>92</sup> Sellise hinnangu andis kohus ELTL taustal, viidates sellele, et õigussubjektideks võivad olla ka Liidu kodanikud otse. Liikmesriikide kohtute ülesandena on siinkohal nähtud Liidu õiguse kohaldamist, tagades seeläbi Liidu õiguse täielik õigusmõju, mille hulka kuulub ka Liidu õigusega üksikisikutele tekkinud õiguste kaitse.<sup>93</sup>

Prof. D. Poelzig on konkurentsieeskirju puudutavate Euroopa Kohtu lahendite põhjal samuti uurinud analoogia kohaldamise võimalikkust MAR-ist tulenevate kohustuste rikkumisel.<sup>94</sup> Poelzig on oma artiklis leidnud, et tõhususe põhimõttest tulenev tsiviilõigusliku kaitse tagamise kohustus ei peaks piirduma kitsalt konkurentsieeskirjade rikkumisega tekitatud kahjuga, vaid on kohaldatav Liidu õigusele laiemalt. Tõhususe põhimõtte laiema kohaldamise võimalusele avas tee eeskätt Euroopa Kohus *Muñoz* lahendiga, kus tuginedes *Courage*'i lahendile nähti ettevõttel õigust esitada konkurendi vastu tsiviilhagi ning nõuda määruses sätestatud nõuete järgimist.<sup>95</sup>

*Muñoz* lahend puudutas Euroopa Liidu määrustes 1035/72 ning 2200/96 sätestatud teatud toodete kvaliteedistandardite rikkumisega tekitatud kahju hüvitamist. Kohus hindas, kas määrustes kirjeldatud kvaliteedinõuete eesmärgiks oli muuhulgas kaitsta konkurente neile tekkiva kahju eest ning leidis tulenevalt määruste preambulites kirjeldatust, et selline kaitse on olnud määruste eesmärgiks ning ilma tsiviilõigusliku kaitseta ei oleks võimalik nende määrustega seatud eesmärgi efektiivselt täita.<sup>96</sup> Kuigi kaudselt puudutas see lahend konkurentsioigust, ei olnud siiski tegemist konkurentsieeskirjade rikkumisega tekitatud kahjuga ning ei puudutanud Euroopa Liidu aluslepingu tõlgendamist, vaid Liidu teisese õiguse tõlgendamist. Kuigi *Muñoz* lahend ei puudutanud otseselt kahju hüvitamise küsimust, vaid tsiviilhagi esitamise õigust EL õigusaktis sätestatud nõude täitmiseks, põhineb ta oma sisult *Courage*'i argumentatsioonil, mille kohaselt peab riigisisene kohus tagama Liidu õigusnormide täieliku õigusmõju ja kaitsma seeläbi isikutele tekkivaid õigusi.<sup>97</sup> Samuti oli *Muñoz* lahendis kohtujuristi hinnangul konkreetsete nõuete eesmärgiks mh tarbijate ja konkureerivate ettevõtete

---

<sup>92</sup> C-453/99, *Courage*, p 19; EKo C-34/73, *Fratelli Variola S.p.A versus Amministrazione italiana delle Finanze*, ECLI:EU:C:1973:101, p 8.

<sup>93</sup> C-453/99, *Courage*, p 25 ja 26.

<sup>94</sup> Poelzig, D. Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. – ZGR 2015, Vol. 44/6.

<sup>95</sup> Poelzig, lk 815.

<sup>96</sup> EKo C-253/00, *Antonio Muñoz y Cia SA versus Frumar Limited*, ECLI:EU:C:2002:497, p 30 – 31.

<sup>97</sup> C-453/99, *Courage*, p 27; C-253/00, *Muñoz*, p 28, 31. Ka Schütt on leidnud, et kohus oleks tõenäoliselt ka kahjunõude esitamisel jõudnud samale järeldusele, arvestades eeskätt kohtu argumentatsiooni ja viiteid *Courage*'i lahendile. – Schütt, lk 157 – 158.

kaitse kahju tekkimise eest.<sup>98</sup> Seetõttu on ka õiguskirjanduses leitud, et *Muñoz*e kaasuses väljendatud seisukoha piiramine üksnes normi järgimise nõudega, välistades kahju hüvitamise õiguse, on Liidu õiguse tõhususe põhimõtet ning ka analoogse argumentatsiooniga konkurentsieeskirju puudutavaid lahendeid arvestades ebamõistlikult kitsendav.<sup>99</sup> *Muñoz*e lahendiga näitas Euroopa Kohus, et lisaks Euroopa Liidu aluslepingutele võidakse üksikisikutele anda õiguseid ka Liidu teisese õigusega, eeskätt otsekohalduvate määrustega, millise kaitse peavad liikmesriigid ka tagama. Samuti on 2007. aastal Lissaboni lepinguga ELL artiklisse 19 sisse viidud muudatus<sup>100</sup> toetanud Liidu õiguse laiemat mõju liikmesriikide tsiviilõigusele.

Kriteeriumid, mida Euroopa Kohus on võtnud aluseks hinnangu andmisel, kas tsiviilõigusliku kaitse tagamine aitab kaasa normi tõhusale rakendamisele, jagunevad kohtupraktika põhjal sisuliselt kaheks. Ühest küljest on hinnatud, kas normi eesmärki silmas pidades aitab tsiviilõiguslik kaitse kaasa soovitud eesmärgi saavutamisele, eeskätt võimalike normi rikkumiste tuvastamisele ning teisest küljest on hinnatud, kas tsiviilõiguslik kaitse aitab heidutada ja ära hoida normi rikkumisi. Õiguskirjanduses on nende kriteeriumite hindamisel kohati liigselt keskendutud sellele, kui efektiivselt on järelevalveasutused suutelised rakendama avalik-õiguslikke meetmeid ning teostama järelevalvet ning selle põhjal hinnatud, kas tsiviilõiguslikud meetmed saaksid sellist võimalikku puudujääki parandada.<sup>101</sup> Võimalikud puudused avalik-õiguslikes meetmetes ei tohiks Euroopa Kohtu lahendite põhjal olla praktikas siiski aluseks, mille järgi hinnata, kas normi tõhusaks rakendamiseks peaks tsiviilõigusliku kaitse tagamine olema kohustuslik. Seda toetab ka näiteks asjaolu, et Euroopa Kohus ei ole ei konkurentsieeskirju puudutavates lahendites ega ka *Muñoz*e lahendis andnud hinnanguid konkreetsete liikmesriikide avalik-õiguslikele meetmetele kui tsiviilõigusliku kaitse vajalikkuse osas seisukohta kujundas.<sup>102</sup> Avalik-õiguslike meetmete rakendamise efektiivsus võib näitlikustada seda, et selliste meetmetega ei ole praktikas võimalik 100%-liselt soovitud eesmärgi saavutada ning kaitsta investoreid ka kahjude eest, kuid see ei määra ära, kas tsiviilõiguslik kaitse peaks olema tagatud või mitte. Euroopa Kohtu kohtujurist on näiteks *Whiteland*'i kaasuses näinud avalik-õiguslikku ja tsiviilõiguslikku kaitset kahe meetodina sama tulemuse saavutamiseks ning toonitanud, et tegemist ei ole Liidu õiguse vaatest konkureerivate

---

<sup>98</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 28.

<sup>99</sup> Schütt, lk 157 – 158.

<sup>100</sup> ELL artikkel 19 lg 1 lõik 2: „Liikmesriigid näevad ette tulemusliku õiguskaitse tagamiseks vajaliku kaebeõiguse liidu õigusega hõlmatud valdkondades.“ – Euroopa Liidu Lepingu ja Euroopa Liidu Toimimise Lepingu konsolideeritud versioonid. – ELT C 83, 30.03.2010, lk 1.

<sup>101</sup> Nt Poelzig, lk 823 – 824.

<sup>102</sup> Sama seisukohta on väljendanud ka J.-S. Schütt ja J.-U. Franck. – Schütt, lk 198; Franck, J.-U. Marktordnung durch Haftung. Tübingen: Mohr Siebeck 2016, lk 208.

süsteemidega, vaid ühe terviku süsteemi eri osadega, mis aitavad saavutada Liidu õiguse efektiivse kohaldamise ühist eesmärki.<sup>103</sup>

Normi tõhusa toime ja tõhusa rakendamise ulatus on määratletud läbi normi kaitse-eesmärgi. Normi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel tuleb arvesse võtta nii normi kui selle konteksti, sh Liidu õigusakti, milles norm sisaldub kui ka vajadusel Liidu aluslepinguid, mis on vastava valdkonna reguleerimise aluseks.<sup>104</sup> *Muñoz* lahendis eristas kohtujurist oma arvamuses kvaliteedistandardite nõuetel kolme eesmärki: aus kaubandus, mitterahuldavate toodete turult kõrvaldamine ning turu läbipaistvus. Sealhulgas leidis kohtujurist, et aus kaubandus on mõeldud kaitsma ettevõtjaid ja kaupmehi, mitterahuldavate toodete turult kõrvaldamine tarbijaid ning turgude läbipaistvus nii kaupmehi kui tarbijaid.<sup>105</sup> Samuti on kohtujurist oma arvamuses toonitanud, et kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel ei tohiks kaitse ulatust ja kaitsetahet liigselt kitsendada.<sup>106</sup> Hageja huvide hindamisel on arvesse võetud ka seda, kas ja milline on hageja huvi selle osas, et normi järgitakse ja normi ei rikuta, arvestades mh, kuidas võib normi rikkumine mõjutada hagejat.<sup>107</sup>

Hinnangu andmisel, kas tsiviilõigusliku kaitse tagamine aitab kaasa MAR artiklite 15 ja 12 tõhusale rakendamisele, tuleks Euroopa Kohtu praktika valguses määratleda MAR artiklite 15 ja 12 kaitse-eesmärgid. Selliste eesmärkide määratlemisel tuleks *Muñoz* otsust ning ka kohtujuristi arvamust arvestades hinnata, kelle ja milliseid huve soovitakse normi eesmärgiga kaitsta ehk millised huvid saaksid normi rikkumisega kahjustada; kellel ja milliste huvide kaitse seisukohast peaks olema huvi, et normi järgitakse. Selliste huvide kaitse peaks aitama kaasa normi kehtestamisega soovitud eesmärkide saavutamisele ning heidutama ka normi rikkumisi.

MAR-i üldine eesmärk on vastavalt MAR preambuli punktile 86 hoida ära turukuritarvitust siseteabe alusel kauplemise, siseteabe õigusvastase avaldamise ja turuga manipuleerimise kujul. Põhjus ning ühtlasi ka MAR-i eesmärk selliste tegude keelustamisel on vastavalt MAR artiklile 1 Liidu finantsturgude terviklikkuse tagamine, investorite kaitse tugevdamine finantsturgudel ning investorite usalduse suurendamine finantsturgude vastu. Sealjuures on Euroopa Kohtu praktikas välja toodud, et investorite usaldus põhineb eeskätt nende võrdsel kohtlemisel ja kaitstes siseteabe väärkasutamise ja turumanipulatsiooni eest.<sup>108</sup>

---

<sup>103</sup> EKo C-308/19, *Consiliul Concurenței versus Whiteland Import Export SRL*, ECLI:EU:C:2020:639, kohtujurist G. Pitruzzella ettepanek, p 60.

<sup>104</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 32.

<sup>105</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 30.

<sup>106</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 47.

<sup>107</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 48.

<sup>108</sup> Sellist seisukohta väljendas Euroopa Kohus näiteks lahendis *Spector Photo Group*, viidates aga üksnes võrdsele kohtlemisele ja kaitsele siseteabe väärkasutuse eest. Hilisem lahend *IMC Securities* puudutas aga

MAR-i preambul täpsustab erinevate MAR-i normide kontekstis, sh erinevate keelatud teovormide kontekstis, miks ja mis eesmärgil üks või teine keeld on sätestatud. Näiteks on MAR preambuli punktis 44 toodud võrdluselustega manipuleerimise ning manipuleerimiskatse puhul välja, et sellised teod võivad mõjutada tõsiselt turu usaldust, põhjustada investoritele märkimisväärset kahju ning mõjutada reaalmajandust. Ka indeksite määrus 2016/1011 näeb sätete kehtestamisel ühe eesmärgina vajadust kaitsta nii investoreid kui tarbijaid.<sup>109</sup> Indeksite määruse preambulis on viidatud võrdluseluste manipulatsiooni kahjulikule mõjule nii investorite kui tarbijate kontekstis.<sup>110</sup> Spetsiifilisemalt on indeksite määruse preambuli punktis 11 näiteks välja toodud selliste võrdluseluste manipuleerimise kahjulik mõju investoritele, mida kasutatakse investeerimisfondide tootluse mõõtmiseks. MAR preambuli punktis 47 on infomanipulatsiooni puhul leitud, et selline manipulatsiooni vorm võib kahjustada eelkõige investoreid, kuid ka emitente. Mõju investoritele on selgitatud läbi selle et, infomanipulatsiooni tõttu tuginevad nad investeerimisotsuse tegemisel väärale või moonutatud teabele. Mõju emitentidele on nähtud läbi usalduse vähenemise nende kohta kättesaadava teabe vastu, mille tagajärjel ei pruugi emitent näiteks suuta emitereida uusi finantsinstrumente või saada muudelt turuosalistelt laenu oma tegevuse rahastamiseks.

Viidatud MAR sätteid arvesse võttes, hõlmab MAR endas vähemalt investorite ja emitentide kaitset. Võrdluseluste manipulatsiooni eesmärk hõlmab oma mõjult ka tarbijate kaitset ning tõenäoliselt ei ole välistatud ka võrdluseluste kasutajate kaitse (nt investeerimisfondid, krediitiasutused jne). Võttes aluseks *Muñoz*e kaasuse kohtujuristi arvamuses väljatoodud hinnanguid, siis ei tohiks liigselt piirata ka MAR kaitse-eesmärkide hindamisel kaitsetaht ja kaitse ulatust. Selline liigne piiramine võiks selle valguses väljenduda nt kaitse-eesmärkide piiritlemises üksnes turgude ja avalikkuse huvide kaitsega. Tuginedes nii viidatud MAR sätetele kui Euroopa Kohtu lahendile *IMC Securities*,<sup>111</sup> väljendub investorite huvi eeskätt nende kaitset turumanipulatsiooni eest. See hõlmab nii nende investeerimisotsuste kujunemise kaitset mõjutamise eest kui ka kaitset nende portfelli väärtuse ebaausa mõjutamise eest nt läbi hinnamanipulatsiooni. Kuna turumanipulatsioon võib negatiivselt mõjutada nii investoreid,

---

hinnamanipulatsiooni kaasust, kus kohus, mh viidates *Spector Photo Group* lahendile, tõi välja, et „see usaldus põhineb eelkõige asjaolul, et neid koheldakse võrdväärseina ning kaitstakse siseteabe õigusvastase kasutamise ja hinnamanipulatsioonide eest.“ – EKo C-45/08, *Spector Photo Group NV versus CBFA*, ECLI:EU:C:2009:806, p 47; C-445/09, *IMC Securities*, p 27.

<sup>109</sup> Indeksite määruse artikkel 1 ls 2: „Määrus aitab seeläbi kaasa siseturu nõuetekohasele toimimisele ning aitab parandada tarbijate ja investorite kaitset.“

<sup>110</sup> Indeksite määruse preambuli punkt 22 ls 1: „Võrdluselustega manipuleerimine ja nende ebausaldusvärsus võivad kahjustada investoreid ja tarbijaid.“

<sup>111</sup> C-445/09, *IMC Securities*, p 27.

emitente, võrdlusaluste kasutajaid kui tarbijaid, siis on neil kõigil ka selge huvi, et turumanipulatsiooni keelunormist kinni peetakse.

Sarnaselt konkurentsieeskirjade rikkumisele on ka turumanipulatsiooni puhul õiguskirjanduses leitud, et tsiviilõigusliku kaitse tagamine aitab tuvastada võimalikke rikkumisi ning aitab heidutada turuga manipuleerimist.<sup>112</sup> Infomanipulatsiooni puhul, nii eksitava teabe avaldamise korral erinevates investeerimisfoorumites või sotsiaalmeedias, saavad investorid aidata kaasa selliste keelatud tegude avastamisele.<sup>113</sup> Kuigi turgudel kaubeldes ei ole teised turul kauplejad reeglina teada, võivad aga olla nähtavad ja tajutavad anomaalsed hinnaliikumised, ning kahtlased tehingud ja tehingumustrid, mis võivad viidata võimalikule hinna- või tehingupõhisele manipulatsioonile. Praktikas on hinna- ja tehingupõhise manipulatsiooni tuvastamisel tõenäoliselt efektiivsemaks siiski investeerimisteenuste osutajate ja turukorraldajate poolne tehingute monitoorimiskohustus turukuritarvitustele viitavate tunnuste osas ning ka sellele vastav raporteerimiskohustus.<sup>114</sup> Küll aga võivad investorid selles osas omada täiendavat infot näiteks kahtlaste tehingute motiivide ja tegevuste kohta ka muude allikate kaudu, sh sotsiaalmeedia, kuid ka otseste vahetute kontaktide kaudu.

Investorite ja ka laiemalt avalikkuse poolse sisendi võimalikku kasulikkust turukuritarvituste tuvastamisel näitab ka MAR artikkel 32, mille lõike 1 kohaselt peavad liikmesriigid kehtestama korra, millega võimaldatakse teavitada potentsiaalsetest MAR rikkumistest.<sup>115</sup> MAR artikkel 32 lõikes 4 on jäetud liikmesriikidele õigus soovi korral võimaldada selliste teavituste tegijatele rahaliste hüvede pakkumist.<sup>116</sup> Eestis on võimalik selliseid teateid esitada Finantsinspektsiooni veebilehe vahendusel, kuid Eesti on otsustanud rahalisi hüvesid teadete esitamise eest mitte pakkuda. Kui liikmesriik otsustab ka teavitajatele hüvesid pakkuda, ei tohiks see välistada kahju hüvitamise vajadust, arvestades, et hüve suurus ei pruugi katta tekkinud kahju ning ka kahjustatud isikute ring võib olla laiem, kui konkreetne teavitaja. Samuti ei pruugi teavitaja olla

---

<sup>112</sup> Poelzig, lk 823, 827, 831.

<sup>113</sup> Näiteks on D. Poelzig leidnud, et selliste tegude tuvastamisel võib investoritel olla praktikas ka suurem eelis võrreldes järelevalveasutustega, samuti on investoritel võimalik selliseid rikkumisi tuvastada madalamate kuludega. – Poelzig, lk 827.

<sup>114</sup> Turukuritarvituste tuvastamise ja teavitamise kohustus on sätestatud MAR artiklis 16. Viidatud kohustuse täpsemad nõuded on sisestatud MAR rakendusemääruses 2016/957. – Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/957, 9. märts 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad turukuritarvituste, kahtlaste korralduste või tehingute ärahoidmist, avastamiste ja nendest teatamise suhtes kohaldatavaid asjakohaseid kokkuleppeid, süsteeme ja protseduure ning teate vorme. – ELT L 160, 17.6.2016, lk 1—14.

<sup>115</sup> D. Poelzig on seda võrrelnud ka konkurentsioiguses tuntud leebuse programmiga, mis on aidanud kaasa konkurentsireeglite rikkumise tuvastamisele. – Poelzig, lk 810.

<sup>116</sup> MAR artikkel 32 lõike 4 kohaselt võib selliseid rahalisi hüvesid ette näha siis, kui esitati oluline teave, kui teavet esitanud isikul ei olnud eelnevat lepingulist või seadusest tulenevat kohustust sellist teavet esitada (nt krediidiandjate, investeerimisühingute kohustus), kui teave oli uus ning selle tulemusel mõistetakse rikkumise eest haldus- või kriminaalkaristus või rakendatakse mõnda muud haldusmeedet.

kahjustatud isik (nt kui teavitajaks on rikkumise toime pannud ettevõtte töötaja). Õiguskirjanduses on MAR artiklit 32 nähtud ka argumendina tsiviilõigusliku kaitse tagamise vastu, leides, et teavitamiskohustus ning sellega kaasnevad võimalikud hüved on nõ tsiviilõiguslike huvide kaitseks kehtestatud avalik-õiguslik meede.<sup>117</sup> Kuna sarnaselt konkurentsioiguse leebusprogrammiga on MAR art 32 püüdnud motiveerida eeskätt siseteavet omavaid isikuid (nt emitendi või ettevõtte töötaja) teavitusi tegema, siis on sellist seisukohta ka õiguskirjanduses kritiseeritud.<sup>118</sup> Teavitamise eest hüvede pakkumine ja tsiviilõiguslike meetmete võimaldamine võivad turukuritarvituste tuvastamisel omada sarnast mõju, sh motiveerides isikuid võimalikest rikkumistest teavitama, kuid üksnes teavitamise võimaldamine ei taga oma ulatuselt ja eesmärgilt huvide kaitset, mida MAR-iga on soovitud eesmärkide saavutamiseks pakkuda.

Euroopa Kohtu seisukohti arvesse võttes peaksid MAR-ist tulenema üksikisikutele subjektiivsed õigused tsiviilõiguslike nõuete esitamiseks ja kaitse saamiseks. Liikmesriikide kohustus on tagada MAR artiklites 15 ja 12 sätestatud normide tõhus mõju ning ühtlasi ka üksikisikutele tulenevad õigused kahju hüvitamiseks, võttes arvesse nii tõhususe kui võrdväärsuse põhimõtteid. Liikmesriikide kohtud peaksid konkreetsete kaasuste raames hindama ja kaaluma sellise kaitse tagamise vajadust ja kohustust arvestades mh Euroopa Kohtu kujundatud seisukohtadega ning vajadusel küsima Euroopa Kohtult eelotsusetaotluse korras hinnangut.

### **1.2.2. Liikmesriikide diskretsioon investorite tsiviilõigusliku kaitse tagamisel**

Euroopa Kohtu poolt kujundatud seisukoha järgi on liikmesriikidel Liidu õiguse rakendamisel menetlusautonoomia.<sup>119</sup> Selline termin „menetlusautonoomia“, eeskätt selle sõna teine osa „autonoomia“, võib esmapilgul tekitada tunde, et liikmesriikidel on tsiviilõigusliku kaitse tagamisel jäetud lai, kui mitte absoluutne otsustusõigus.<sup>120</sup> Oma sisult tähendab „menetlusautonoomia“ aga seda, et liikmesriigid peavad oma riigisiseses õiguskorras tagama asjakohased meetmed ja menetlusnormid, sh määrama pädevad kohtud Liidu õigusest tulenevate nõuete esitamise võimaldamiseks.<sup>121</sup> Liidu õigus ei nõua siinkohal liikmesriikidel eraldiseisva protsessi, sh tsiviilõigusliku kaitse tagamisel nõudealuste ja spetsiifiliste

---

<sup>117</sup> Schmolke, K.U. Private Enforcement und institutionelle Balance – Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 4 III EU Veine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR? Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2016, lk 727.

<sup>118</sup> Schütt, lk 203 – 204.

<sup>119</sup> EKo C-33/76, *Rewe versus Landwirtschaftskammer für das Saarland*, EKL 1976, lk 1989, p 5.

<sup>120</sup> Sellele viitas ka kohtujurist asjas C-591/10. – EKo C-591/10, *Littlewoods Retail Ltd jt. versus Her Majesty's Commissioners of Revenue and Customs*, ECLI:EU:C:2012:9, kohtujurist V. Trstenjak ettepanek, p 23.

<sup>121</sup> C-295/04, *Manfredi*, p 62.

menetlusnormide kehtestamist, vaid tagamist, et riigisisene õigus võimaldab Liidu õigusest tulenevate nõuete maksmata panemist kooskõlas tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega.<sup>122</sup>

Euroopa Kohtu kohtujurist Verica Trstenjak on menetlusautonoomia tähenduse ja ulatuse selgitamisel toonud välja et: „seega ei taga „menetlusautonoomia” põhimõtte liikmesriikidele tegelikku autonoomiat, vaid pigem teatud kaalutusõiguse menetlusnormide sisu sätestamisel selliste liidu õigusest tulenevate nõuete menetlemiseks, mille kohtulik menetlus ei ole liidu õiguses täpsemalt reguleeritud. Lisaks ei ole liikmesriikide „menetlusautonoomia” Euroopa Kohtu praktikas piiratud menetlusõiguslike küsimustega. Pigem laieneb see osaliselt ka liidu õigusest tulenevate nõuete sisule, seega hõlmab menetlusautonoomia samas ka liikmesriikide *remedial autonomy*’t.“<sup>123</sup> Seda ei tohiks käesoleva töö autori hinnangul pidada Liidu õiguse kunstlikuks sekkumiseks liikmesriikide tsiviil- ja menetlusõigusesse, vaid kui vahendit, millega soovitakse sisuliselt tagada liikmesriikides Liidu õiguse tõhusa mõju samaväärne kaitse.

Tsiviilõigusliku kaitse tagamisel Liidu õiguse rikkumise korral on liikmesriikide diskretsioon suuresti piiratud Liidu tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega. Sellele on ka Euroopa Kohus korduvalt oma lahendites viidanud, tuues oma hinnangute juures välja ühel või teisel kujul tingimuse „juhul kui on järgitud võrdväarsuse ja tõhususe põhimõtteid“<sup>124</sup>. Tõhususe põhimõtte kohaselt peab liikmesriik menetlusautonoomia rakendamisel tagama, et liikmesriigi õigus ei muuda „Liidu õiguskorrast tulenevate õiguste teostamist praktiliselt võimatuks või ülemäära raskeks.“<sup>125</sup> Ühest küljest hõlmab see kindlasti Liidu õigusest tuleneva kaitse maksmata panemise võimalust ehk nõudealuse olemasolu liikmesriigi õiguses ning sellise nõudealuse olemasolu korral peab ka sellele nõudealusele tuginemine olema praktiliselt võimalik. Praktikas on tõhususe põhimõttega vastuolus olevaks peetud nii nõude eelduseid kui ka menetlusõiguslikke riigisiseseid norme, nt konkurentsieeskirjade rikkumisel normi kaitse-eesmärgi ning kahjustatud isiku ja kahju vahelise põhjusliku seose tõendamist,<sup>126</sup> menetlusõiguse norme, mis takistasid hagejal objektiivse koosseisu tõendamist ning ühtlasi ka nõude esitamist.<sup>127</sup>

---

<sup>122</sup> Craig, lk 220 – 221.

<sup>123</sup> C-591/10, kohtujuristi V. Trstenjak ettepanek, p 24. Sellist arusaama kinnitas viidatud lahendis ka kohus otsuses ning sellele on tuginetud ka teistes Euroopa Kohtu otsustes. - EKo C-591/10, *Littlewoods Retail Ltd jt. versus Her Majesty's Commissioners of Revenue and Customs*, ECLI:EU:C:2012:478, p 27; EKo C-604/11, *Genil 48 SL jt. versus Bankinter SA jt*, ECLI:EU:C:2013:344, p 57.

<sup>124</sup> EKo C-219/15, *Elisabeth Schmitt versus TÜV Rheinland LGA Products GmbH*, ECLI:EU:C:2017:128, p 40. Aga ka nt: C-604/11, *Genil*, p 57; EKo C-174/12, *Alfred Hirmann versus Immofinanz AG*, ECLI:EU:C:2013:856, p 40.

<sup>125</sup> C-295/04, *Manfredi*, p 62.

<sup>126</sup> C-557/12 *Kone*, p 32-33; C-435/18, *Otis*, p 31.

<sup>127</sup> EKo C-536/11, *Bundeswettbewerbshörde versus Donau Chemie AG jt*, ECLI:EU:C:2013:366, p 39.

Erinevalt tõhususe põhimõttest on võrdväarsuse põhimõte tugevalt seotud liikmesriigi enda õigusega. Võrdväarsuse põhimõtte kohaselt peavad liikmesriigid tagama Liidu õiguse kohaldamisel samaväärse kaitse nagu liikmesriik näeb ette riigisisese õiguse kohaldamisel analoogsetes asjades.<sup>128</sup> Seega isegi juhul kui liikmesriigi õigus näeb ette Liidu tõhususe põhimõttega kooskõlas oleva kaitse, võib see olla vastuolus võrdväarsuse põhimõttega, kui riigisisese õiguse rikkumisel näeb liikmesriik sarnastes asjades ette tugevama või efektiivsema kaitse. Näiteks on Euroopa Kohus viidanud sellele, et Liidu õiguse tõhususe põhimõtte ei nõua karistusliku kahju hüvitamise võimaldamist liikmesriikides, kui liikmesriik ei näe just sellist õigust ette sarnastes asjades riigisisese õiguse rikkumise korral.<sup>129</sup> Samuti on Euroopa Kohtu praktika põhjal Saksa õiguskirjanduses leitud, et võrdväarsuse põhimõtte ei piirdu üksnes nõ originaalsete riigisiseste normidega, vaid hõlmatud on ka normid, mis on Liidu õiguse (nt direktiivi) ülevõtmise käigus liikmesriigi õiguses sätestatud.<sup>130</sup> Käesoleva töö autori hinnangul ei saaks aga olla võrreldav nt konkreetsete direktiivist tulenevate kahju hüvitamist puudutavate õigusnormide käsitlemine riigisisese õigusena (nt varasemalt prospektidirektiivis sätestatud prospektivastutus, konkurentsiasjades kahju hüvitamise direktiiv). Seda eeskätt seetõttu, et selliste sätetega on konkreetsetes valdkondades soovitud Liidu tasandil tsiviilõiguslikke suhteid eraldiseisvalt reguleerida ning võrdväarsuse põhimõtte kohaldamine ei oleks selle põhimõttega soovitud eesmärgi seisukohast sobilik. Samuti ei ole kehtetu riigisisese normi aluseks võtmine kohane, kuna vastasel juhul ei võetaks arvesse seda põhjust ja vajadust, miks konkreetne norm tühistati või muudeti.<sup>131</sup>

Saksa õiguskirjanduses on arutatud ka küsimuse üle, kas võrdväarsuse põhimõtte puudutab lisaks sellele, mis tingimustel ja kuidas kaitse tagatakse, ka seda, kas kaitse tagatakse ehk kas on vaja mingi konkreetse kaitse ja nõudealuse olemasolu.<sup>132</sup> Seda seisukohta on pooldatud tuginedes ELL art 4 taandele 3 ning Euroopa Kohtu otsusele, kus Liidu õiguses sanktsioonide puudumisel nõuti liikmesriikidel Liidu õiguse tõhusa mõju tagamiseks ka nii menetlus- kui ka materiaalõiguslikult samaväärsete sanktsioonide rakendamist.<sup>133</sup>

Kuigi direktiividel puudub eraõiguslike isikute vaheline horisontaalne mõju, ei tähenda see aga seda, et direktiivi kasuliku mõju tagamiseks ei võiks tuleneda liikmesriigile kohustus tagada võimalus Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamiseks. Horisontaalse mõju

---

<sup>128</sup> Craig, lk 220.

<sup>129</sup> C-174/12, *Hirrmann*, p 40.

<sup>130</sup> EKo C-246/09, *Susanne Bulicke versus Deutsche Büro Service GmbH*, ECLI:EU:C:2010:418, p 27, 29.

<sup>131</sup> Kehtetu normi osas on sama seisukohta väljendanud nt Dr. J.- S. Schütt. – Schütt, lk 458.

<sup>132</sup> Schmolke on viidanud, et „kas“ küsimus ei tohiks olla hõlmatud, Hellgardt on leidnud, et jällegi peaks olema hõlmatud. – Schütt, lk 387, 458.

<sup>133</sup> EKo C-382/92, *Commission of the European Communities versus United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland*, ECLI:EU:C:1994:233, p 55.

puudumine tähendab eeskätt seda, et eraõiguslikud isikud ei saa otse tugineda direktiivi sätetele ning nõuda *inter privatos* suhetes nt direktiivis sätestatud nõuete täitmist või rikkumise lõpetamist erinevalt Liidu määruse sätetest, mis omavad horisontaalset mõju.<sup>134</sup> Küll aga saab direktiivi kasulikust mõjust tuleneda kohustus rakendada meetmeid Liidu õiguse rikkumise tagajärgede reguleerimiseks, sh tsiviilõigusliku kaitse ja kahju hüvitamise võimaldamiseks. Nt on Euroopa Kohus lahendis *Genil*, leidnud, et liikmesriikide ülesanne on näha riigisiseses õiguses ette kohustuse rikkumise lepingulised tagajärjed kooskõlas võrdväarsuse ja tõhususe põhimõtetega olukorras, kus direktiiv ise selliseid tagajärgi reguleerinud ei ole ning ette on nähtud nt üksnes haldussanktsioonide rakendamine.<sup>135</sup> Samuti on lahendis *Hirrmann* näinud kohus MAD-ist tuleneva turumanipulatsiooni keelu rikkumise puhul liikmesriikidel ülesannet kehtestada riigisiseses õiguses kord tekitatud kahju hüvitamise ulatuse kindlaksmääramiseks kooskõlas tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega.<sup>136</sup>

Liikmesriikide menetlusautonoomia ja ühtlasi diskretsiooniõiguse rakendamise ulatuse osas võib tekkida küsimusi selliste Liidu õigusnormide kohta, millel on otsekohalduv mõju horisontaalsetes suhetes ning mille tõhusaks rakendamiseks on vaja tagada tsiviilõiguslik kaitse. Üheks selliseks sätteks saab pidada ka MAR artiklis 15 ja artiklis 12 sätestatud turuga manipuleerimise keeldu. Kuigi Euroopa Kohus on *Manfredi* kaasuses viidanud ka sellistel juhtudel liikmesriikide kohustusele kehtestada riigisiseses õiguses vajalikud normid Liidu õiguse vahetust õigusmõjust tulenevate õiguste kaitsmiseks, on aga kohtujuristid *Kone* ja *Skanska* lahendites täpsustanud *Manfredi* kaasuses väljendatud põhimõtte sisu. Kohtujuristide hinnangul on riigisisese õiguse määrata kahjunõuete esitamise tingimused, kuid kahjunõude esitamise olemasolu, sh põhjuslik seos, hüvitatava kahju liigid, õigustatud isikud, reguleerib otse Liidu õigus.<sup>137</sup> See ei tähenda, et sellistel juhtudel kohalduks mõni Liidu õigusakt, mis sellised kahjunõude eeldused sätestab, vaid seda, et nõude olemasolu ja eeldused on määratletud läbi konkreetse määruse normi tõhusa mõju. Liikmesriigi kohus peab riigisisese õiguse kohaldamisel tagama normi täieliku tõhusa mõju. Selleks saab kohus tõlgendada riigisisest õigust Liidu õigusega kooskõlaliliselt või kui see pole võimalik, siis tuleks jätta liikmesriigi õigus vastavas ulatuses kohaldamata<sup>138</sup>.

---

<sup>134</sup> Ginter, C., Schasmin, P. Euroopa Liidu direktiivide mõistmine ja mõju. – *Juridica* 2021, nr 2, lk 143.

<sup>135</sup> C-604/11, *Genil*, p 57.

<sup>136</sup> C-174/12, *Hirrmann*, p 40.

<sup>137</sup> EKo C-557/12, *Kone AG jt versus ÖBB-Infrastruktur AG*, ECLI:EU:C:2014:45, kohtujurist J. Kokott ettepanek, p 23 – 24; EKo C-724/17, *Vantaan kaupunki versus Skanska Industrial Solutions Oy jt*, ECLI:EU:C:2019:100, kohtujurist N. Wahl ettepanek, p 41 – 43.

<sup>138</sup> Vt analoogselt Ginter, lk 142. – nt direktiivi vahetu õigusmõju puhul võib teatud kriteeriumite täitmisel jätta riigisisene õigus kohaldamata.

## 2. Võimalikud kahju hüvitamise nõude alused turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral Eesti õiguses

### 2.1. Turuga manipuleerimine kui seadusest tuleneva kohustuse rikkumine

Kui isikule on tekkinud kahju kellegi õigusvastase teo tagajärjel, mis ühtlasi ei ole lepingukahju, annab VÕS § 1043 kahju kannatanule õiguse nõuda sellise õigusvastase teo tagajärjel tekkinud kahju hüvitamist. VÕS § 1045 sätestab rea alternatiivseid aluseid, mis sätestavad mitteammendavalt, millal on tegu, mille tagajärjel kahju väidetavalt tekkis, õigusvastane. VÕS § 1045 lg 1 p 7 järgi on kahju tekitamine muuhulgas õigusvastane, kui kahju tekkis mõne seadusest tulenevat kohustust rikkuva käitumise tagajärjel. Kuna MAR näeb ette selgesõnalise turuga manipuleerimise keelu, siis VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 on üks alustest, millele investorid tahaksid tõenäoliselt kahjunõude esitamisel tugineda.

Ka käesoleva töö kirjutamise ajal ainsas turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamist puudutavas kohtuasjas olid hagejad nõudnud kahju hüvitamist VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel.<sup>139</sup> Kui kahju on tekkinud sellise normi rikkumise tagajärjel, mille eesmärgiks on kaitsta ka kahjustatud isikuid kahju tekkimise eest, siis iseenesest on selline nõudealus hagejate silmis reeglina eelistatum kui näiteks VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 8, mis eeldab muuhulgas ka teo headele kommeteale vastasuse ja kahju tekitamise tahtluse tõendamist. Viidatud lahendis (Baltika kaasus) leidis kohus aga seda, et turumanipulatsiooni keelunorm ei ole kaitseenorm VÕS § 1045 lg 1 p 7 tähenduses ehk sellise normi eesmärgiks ei ole kaitsta investoreid, vaid üksnes turge.<sup>140</sup> Selline tõlgendus välistaks täielikult investorite võimaluse tugineda turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p-le 7.

Sama küsimuse ees on olnud ka Saksa<sup>141</sup> ja Austria kohtud<sup>142</sup>, kus tuntakse VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p-ga 7 analoogset kahjunõude alust. Sakslaste tsiviilseadustiku (*Bürgerliches Gesetzbuch* – BGB) § 823 II on VÕS-i väljatöötamisel võetud ka VÕS § 1045 lg 1 p 7 eeskujuks<sup>143</sup> ning BGB sätet, selle kommentaare ja sakslaste kohtupraktikat on kasutatud Eesti õiguskirjanduses<sup>144</sup> ka VÕS-i vastava sätte analüüsimisel. Austria õiguses on VÕS § 1045 lg 1 p-ga 7 analoogne säte Austria tsiviilseadustiku (*Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch* – ABGB)

<sup>139</sup> TlnRnKo 07.01.2016, 2-14-18162.

<sup>140</sup> TlnRnKo 07.01.2016, 2-14-18162 p 51.

<sup>141</sup> BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011.

<sup>142</sup> OGH, 8 Ob 104/ 12w, 24.01.2013.

<sup>143</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1045/2. – Võlaõigusseadus. Komm vlj. 4. vlj. Tallinn: Juura 2020.

<sup>144</sup> Näiteks: Nõmm, I. Puhtmajanduslik kahju ja selle hüvitamine deliktilise vastutuse korral. Magistritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2007; Nõmm, I. Käibekohustuse rikkumisel põhinev deliktiõiguslik vastutus. Doktoritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2013; Tolstov, L. Tort liability of the director to company's creditors. Doktoritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2015.

§ 1311. Saksa kohtu seisukoht selles küsimuses on samuti see, et turumanipulatsiooni keelunorm on mõeldud kaitsma turge laiemalt ning ei hõlma investorite kaitse-eesmärki<sup>145</sup>, kuid Austria riigikohus läks teist teed ning hindas, et selline keelunorm evib siiski ka investorite kaitse eesmärki ning eraldi kuulub hindamisele, milline kahju on kaitsenormiga hõlmatud.<sup>146</sup> Kõik viidatud kaasused pärinevad ajast, mil MAR veel ei kehtinud ning turumanipulatsiooni keeldu sätestavad normid olid liikmesriigid MADi ülesvõtmisel sätestanud riigisiseses õiguses. Nii Eesti, Saksa kui ka Austria õiguspraktikas on vastava kahjunõude aluse kohaldamisel aga aktsepteeritud, et kaitsenorm ise võib olla sätestatud ka Euroopa Liidu õigusaktis – seda siis kas läbi direktiivi ülevõtmise riigisiseses õiguses või otsekohaldavas määruses.

Üldine reegel kaitsenormi ja kaitsenormi rikkumisega tekitatud kahju määratlemisel püüab lähtuda normi objektiivsest eesmärgist ning seadusandja subjektiivsest tahtest normi kehtestamisel.<sup>147</sup> Selle kindlakstegemisel kasutatakse Eestis nt õigusaktide seletuskirju, Riigikogu stenogramme ning Euroopa Liidu õigusaktide puhul ka vastava õigusakti algmaterjale ning preambulit.<sup>148</sup> Selline lähenemine tundub mõistlik, kuid praktikas võib see osutuda siiski probleemseks. Üks sellistest keerukatest situatsioonidest on ka turumanipulatsiooni keelu eesmärgi kindlakstegemine, kus seadusandja ei ole oma taht tsiviilõigusliku vastutuse osas väljendanud.

Kuna Euroopa Kohtul on pädevus tõlgendada Liidu õigust, siis tuleks täiendavalt võtta arvesse ka Euroopa Kohtu lahendeid. Liikmesriikide kohtutele on jäetud võimalus ning teatud juhtudel kohustus küsida Liidu õiguse tõlgendamisel eelotsusetaotluse näol Euroopa Kohtult seisukohti.<sup>149</sup> Kuigi Euroopa Kohus ei ole pädev andma hinnanguid liikmesriigi riigisisesele õigusele, sh näiteks VÕS § 1045 lg 1 punktile 7, on Euroopa Kohus pädev andma hinnanguid turumanipulatsiooni keelu kui Liidu õigusnormi eesmärgile.

Ka käesoleva töö peatükis 1.2.1 välja toodud konkurentsieeskirjade rikkumise osas on Euroopa Kohus andnud hinnangu Liidu õiguse normile, millega keelati konkurentsi kahjustavad teod ja lepingud. Samuti hindas Euroopa Kohus *Muñoz*e kaasuses Liidu õigusnormide eesmärki, millega sätestati kvaliteedistandardid teatud toodetele. Euroopa Kohus hindas Liidu õiguses sätestatud normide eesmärki lähtudes Euroopa Liidu tõhususe põhimõttest, mille kohaselt tuleb tagada tsiviilõiguslik kaitse ning võimaldada tekitatud kahju hüvitamist kui sellise kaitse tagamine on vajalik Liidu õiguse tõhusaks rakendamiseks. Läbi tõhususe põhimõtte antakse

---

<sup>145</sup> BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011, p 12.

<sup>146</sup> OGH, 8 Ob 104/ 12w, 24.01.2013, p 6.3.

<sup>147</sup> Nõmm 2007, lk 83.

<sup>148</sup> Kõve, V., Tampuu, T. Eraõiguse Probleeme. Õppematerjal kohtunikele 2003. Tartu: SA Eesti Õiguskeskus, 2004, lk 12.

<sup>149</sup> ELTL art 267 (2) ja (3).

hinnang sellele, kas konkreetse normi eesmärgiks on tagada kaitse kahju tekkimise eest ehk kas normi eesmärgiks on tagada indiviidide subjektiivsed õigused.

Euroopa Kohus ei ole ainus, kellel on pädevus ja õigus hinnata seda, kas kahju hüvitamise võimaldamine on vajalik Liidu õigusnormi tõhusaks rakendamiseks. Kui Liidu õiguse tõhusaks rakendamiseks on vajalik tsiviilõigusliku kaitse tagamine, siis on liikmesriikide kohustus vastav kaitse ka tagada.<sup>150</sup> Indiviidide subjektiivsed õigused ei peaks tekkima alles siis kui Euroopa Kohus vastavale normile hinnangu annab, vaid sellised õigused peaksid tekkima juba normi jõustumisel. Liidu õigusnormi eesmärgi tõlgendamisel tuleks liikmesriikidel seetõttu Euroopa Kohtu praktikale tuginedes hinnata muuhulgas seda, kas kahju hüvitamise võimaldamine võib olla Liidu õigusnormi eesmärgiks tulenevalt tõhususe põhimõttest. Näiteks kohaldas Rootsi töökohus kahju hüvitamise kohustuse osas analoogiat EÜ Asutamislepingu artiklis 49 (praegu ELTL artikkel 56) sätestatud vaba liikumise õigusele, leides, et kahju hüvitamise mittevõimaldamine takistaks Liidu õiguse tõhusat rakendamist ning normi täielikku õigusmõju. Kohtuasi puudutas Läti ettevõtte Laval kahjunõuet Rootsi ametiühingu vastu, kus Rootsi ametiühing blokeeris Laval tegevuse Rootsis, kuna Läti ettevõtte Laval sõlmis kollektiivlepingu oma töötajate osas Läti ametiühinguga ning mitte Rootsi ametiühinguga.<sup>151</sup> Analoogia kohaldamise võimalust põhjendati mh sellega, et EÜ Asutamislepingu artiklil 49 oli otsene horisontaalne mõju ametiühingu ja Laval kui mõjutatud ettevõtte vahel.<sup>152</sup>

VÕS § 1045 lg 3 toetab teleoloogilise meetodi rakendamist normi kaitse-eesmärgi väljaselgitamisel. Seda seisukohta toetab ka õiguskirjandus<sup>153</sup> ning Riigikohtu praktika<sup>154</sup>, samuti VÕS § 1045 lg 3 sõnastus.<sup>155</sup> Teleoloogilise ehk eesmärgipärase tõlgendusmeetodi kohaselt tuleb normi tõlgendada selliselt, et see vastaks kõige täpsemalt eesmärgile, milleks norm oli kehtestatud.<sup>156</sup> Kui tahta teleoloogilist meetodit eesmärgipäraselt rakendada Liidu õiguses olevate normide eesmärgi kindlakstegemisel, tuleks arvesse võtta ka Liidu õiguses ja Euroopa Kohtu praktikas väljendatud seisukohti Liidu õigusnormide eesmärgi kindlakstegemise osas. Euroopa Kohus on näinud, et Liidu seadusandja tahte

---

<sup>150</sup> Nt C-253/00, *Muñoz*, p 27 – 28.

<sup>151</sup> Rönmar, M. Laval returns to Sweden: The Final Judgement of the Swedish Labour Court and Swedish Legislative Reforms. – *Industrial Law Journal* 2010, Vol. 39, Issue 3, lk 280 – 287. Viidatud lahend käis eelotsuse küsimusega läbi ka Euroopa Kohtust, kus aga ei antud hinnangut kahju hüvitamise küsimusele – EKo C-341/05, *Laval un Partneri Ltd versus Svenska Byggnadsarbetareförbundet*, ECLI:EU:C:2007:809.

<sup>152</sup> Nyström, B. Final Decision in the *Laval* Case. – *European Labor Law Journal* 2010, Vol. 1, Issue 2, lk 278.

<sup>153</sup> Nömm 2007, lk 83.

<sup>154</sup> Nt RKTko 2-16-14655 p 14.1.

<sup>155</sup> Teleoloogilise meetodi rakendamist toetatakse ka Saksa BGB 823 II ja Austria ABGB § 1311 tõlgendamisel. – BGHZ 161, 180 [184] - VI ZR 335/03 (30.11.2004); OGH, 8 Ob 104/ 12w, 24.01.2013, p 6.2; OGH, 1 Ob 97/ 07g, 29.11.2007, p 2.

<sup>156</sup> Lõhmus, U. Kuidas liikmesriigi kohtusüsteem tagab Euroopa Liidu õiguse tõhusa toime? – *Juridica* 2007, nr 3, lk 147.

kindlakstegemiseks tuleks tugineda tõhususe põhimõttele ning uurida, kas kahju hüvitamise võimaldamine on Liidu õiguse tõhusaks rakendamiseks vajalik.<sup>157</sup>

Tõhususe põhimõttest tulenev tsiviilõigusliku kaitse tagamise kohustus ei pruugi olla aga asjakohane hinnangu andmisel direktiivist tulenevale õigusnormile. Baltika kaasuse menetlemise ajaks oli MAR küll jõustunud, kuid kahju tekkimise hetkel kohaldus veel MAD ja VPTS, millega MAD-i sätteid Eesti õigusesse üle võeti. Kuna direktiiv on suunatud liikmesriikidele, mitte lõplikele õigussubjektidele, siis ei saa direktiiviga lõppsubjektidele panna ka kohustusi ega anda õiguseid.<sup>158</sup> Kuna tõhususe põhimõttest tulenev tsiviilõigusliku kaitse tagamise kohustus baseerub just otsekohalduvate Liidu õigusaktide ja õigusnormide eesmärkidel, siis ei peaks see põhimõtte rakenduma direktiivide puhul.<sup>159</sup> Sellisel juhul on tsiviilõigusliku kaitse tagamise küsimus jäetud liikmesriikide otsustada, tingimusel, et jälgitakse tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtteid.<sup>160</sup>

VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel direktiivist tuleneva normi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel tuleks seetõttu siiski kasutada ka Liidu õiguse vastavaid allikaid, sh direktiivi ennast, seletuskirju ja ettevalmistavaid tekste ning ka Euroopa Kohtu otsuseid. Kui Liidu õigusnormi eesmärki on keeruline kindlaks teha, siis tuleks kaaluda ka Euroopa Kohtult eelotsuse taotluse korras normi eesmärgi kohta hinnangu küsimist. Näiteks on BGH küsinud Euroopa Kohtult eelotsuse taotluses hinnangut Euroopa Liidu direktiivi normi eesmärgi tõlgendamise kohta just eesmärgiga tuvastada võimalik indiviidide kaitse BGB § 823 II kohaldamisel.<sup>161</sup> Kaasuse asjaolude kohaselt nägi direktiiv 93/42 ette muuhulgas volitatud asutuste kohustuse viia läbi vastavusdeklaratsiooni menetlus, mille puhul volitatud esindaja kinnitab ja tagab, et turuleviidavad tooted ja mõõtefunktsiooniga meditsiiniseadmed vastavad direktiivis sätestatud nõuetele. Nii selle menetluse läbiviimise kohustus kui ka täpsem menetluse protsess oli direktiivis ette nähtud. BGH soovis eelotsusetaotluse korras teada, kas sellise volitatud isiku sekkumise eesmärgiks on kaitsta turuleviidava toote lõplikke adressaate ning kas selline rikkumine võib kaasa tuua vastutuse toote lõplike adressaatide ees. Euroopa Kohus leidis, et direktiivi eesmärgiks on kaitsta ka lõplikke adressaate ehk toote kasutajaid, kuid üksnes asjaolu, et direktiivi eesmärgiks on kahju saanud isikute kaitse, ei tähenda, et direktiiviga soovitakse nendele isikutele õiguseid anda ja reguleerida kohustusi rikkuva poole vastutust, eriti kui direktiiv ei sisalda sätteid sellise vastutuse osas. Vastutuse küsimus on Euroopa Kohtu

---

<sup>157</sup> Nt C-253/00, *Muñoz*, p 27 – 28.

<sup>158</sup> ELTL artikkel 288 (3).

<sup>159</sup> Sama seisukohta on väljendanud ka näiteks kohtujurist L.A. Geelhoed Muñoze lahendis. – C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 40.

<sup>160</sup> C-174/12, *Hirrmann*, p 40.

<sup>161</sup> EKO C-219/15, *Elisabeth Schmitt versus TÜV Rheinland LGA Products GmbH*, ECLI:EU:C:2017:128.

hinnangul jäetud liikmesriikide pädevusse.<sup>162</sup> Seda, kas ja mil määral BGH Euroopa Kohtu hinnangut isikute kaitse eesmärgi kohta arvesse võttis, sellest kaasusest ei selgunud, kuna riigisisises menetluses leidis BGH, et rikkumist ei toimunud, mis välistas ka vajaduse kaitsenormi eesmärki edasi analüüsida.<sup>163</sup> Hilisemas lahendis on BGH võtnud *Schmitti* kaasuses väljendatud Euroopa Kohtu seisukohta vastava normi kaitse-eesmärgi hindamisel arvesse ning leidnud, et selle direktiivi säte on kaitsenorm BGB § 823 II tähenduses.<sup>164</sup> Sellega näitas BGH, et isegi kui Liidu õigusest ei tulene tsiviilõigusliku kaitse tagamise kohustust, võivad Euroopa Kohtu seisukohad ka selliste normide eesmärkide osas BGB § 823 II tõlgendamist mõjutada ning olla oluliseks allikaks Liidu seadusandja tahte väljaselgitamisel.

Nii Eesti, Saksa kui ka Austria õiguses on kaitsenormi eesmärgi kindlakstegemisel oluline, et vastav kaitse oleks kaetud normi eesmärgiga, mitte ei ole üksnes normi järgimise tagajärg. Seadusandja tahe peab väljenduma juba normi loomisel vastava kaitse tagamises ning kahju ärahoidmises.<sup>165</sup> Saksa kohtupraktika kohaselt tuleb seadusandja tahte väljaselgitamisel arvesse võtta mitte üksnes konkreetset kaitsenormi, vaid tervet vastutussüsteemi (saksa k *Gesamtsystem*), mille kontekstis norm on kehtestatud, samuti peab kaitse eesmärk tunduma vastutussüsteemi taustal mõistlik.<sup>166</sup> Ka Baltika kaasuses on VÕS § 1045 lg 1 p 7 kohaldamisel hinnatud normistikku laiemalt ning peetud vajalikuks hinnata nt MAD-i enda eesmärki, kus vastav kaitsenorm on sätestatud.<sup>167</sup>

Kuigi Baltika lahend tugines turumanipulatsiooni keelustava normi hindamisel MAD-ile ning VPTS-ile, millega MAD-i vastavad sätted Eesti õigusesse üle võeti, viitas kohus ka MAR-ile, mis kohtuasja lahendamise ajaks oli jõustunud. Ringkonnakohus küll ei saanud MAR-i kohaldada, kuna kahju tekkimise ajal kehtis MAD, kuid kohus andis siiski hinnangu ka sellele, kas MAR jõustumisega on turumanipulatsiooni keelunormi eesmärk muutunud ning leidis, et MAR eesmärgid on sarnaselt MAD-iga samad ehk kaitse on suunatud turgudele tervikuna.<sup>168</sup>

Kui võrrelda MAD-i ja MAR-i sätteid, siis MAR-is kirjeldatud turumanipulatsiooni koosseisud on küll suures osas jätkuvalt samad, mis MAD-is, kuid normide kehtestamise, sh otsekohalduva määrusena kehtestamise osas, sisaldab MAR preambul tunduvalt põhjalikumalt selgitust

---

<sup>162</sup> C-219/15, *Schmitt*, p 60.

<sup>163</sup> BGH, VII ZR 36/14, 22.06.2017.

<sup>164</sup> BGH, VII ZR 151/18, 27.02.2020, p 36.

<sup>165</sup> Nt RKTko 3-2-1-188-12 p 12 – 13; RKTko 2-14-58411 p 17.1; BGH, VII ZR 151/18, 27.02.2020, p 34; BGH, VI ZR 307/18, 23.07.2019, p 12; BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011, p 21; OGH, 8 Ob 104/12w, 24.01.2013, p 6.2; OGH 8 Ob 145/09w, 19.05.2010, p 4.2.

<sup>166</sup> Nt BGH, VII ZR 151/18, 27.02.2020, p 34; BGH, VI ZR 307/18, 23.07.2019, p 13; BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011, p 21.

<sup>167</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 58 – 60.

<sup>168</sup> TlnRnKo 07.01.2016, 2-14-18162 p 50.

sätestatud normide kohta. Samuti on nii MAD-i kui MAR-i eesmärk turumanipulatsiooni keelustamisel üldjoontes jäänud samaks – Liidu finantsturgude terviklikkuse tagamine ning investorite usalduse suurendamine nende turgude vastu. Küll aga on MAR artikkel 1 täiendanud seda eesmärki ka investorite kaitse tugevdamisega. Samuti sisaldavad MAR preambula täiendused rohkem selgitusi investorite kaitse tugevdamise kohta, eeskätt millist mõju võivad erinevad turumanipulatsiooni vormid avaldada investoritele. MAR preambuli punkt 44 kohaselt võib võrdlusaluste manipulatsioon põhjustada investoritele märkimisväärset kahju, samuti preambula punkt 47 kohaselt kahjustab infopõhine manipulatsioon eeskätt investoreid, arvestades, et investorid tuginevad sellisel juhul investeerimisotsuste tegemisel väärale või eksitavale teabele.

Kui võrdlusaluste manipulatsioon on oma sisult uus turumanipulatsiooni vorm, siis infopõhine manipulatsioon on oma sisult ja mõjult MAR-is jätkuvalt sama nagu see oli MAD-is. MAR preambuli punktis 47 kirjeldatud oht ja kahju investoritele eksisteeris ka siis kui sama koosseis oli reguleeritud MAD-is. See, et MAR-is on täiendavalt sellised ohud välja toodud, ei tähenda, et varem selliseid ohte ei eksisteerinud või selliste ohtude eest ei soovitud investoreid kaitsta. Samuti ei tohiks välistada kahjulikku mõju investoritele tehingupõhise manipulatsiooni ja hinnamanipulatsiooni puhul, isegi kui vastavas osas puudub analoogne kirjeldus õigusakti preambulas. Kui turumanipulatsiooni vorme ning nende kahjulikku mõju hinnata MAD-i või MAR-i kontekstis, siis tuleks arvesse võtta nende keelatud tegude sisulist ülesehitust ja aru saada, kuidas võimalik mõju väärtpaberiturgudele saab avalduda.

Nagu ka käesoleva töö peatükis 1.1 välja toodud, siis reeglina ei ole turuga manipuleerija eesmärgiks konkreetse turuosalise või turuosaliste kahjustamine, vaid kunstliku olukorra tekitamine, läbi mille teenida kasumit või vältida kahju. Kunstliku olukorra tekitamine eeldab eeskätt infopõhise manipulatsiooni ja tehingupõhise manipulatsiooni puhul teiste turuosaliste eksitamist tegelike asjaolude suhtes. Vale või eksitava teabe levitamisel on turuga manipuleerija jaoks oma eesmärgi saavutamiseks vajalik, et turul eksisteeriks piisavalt turuosalisi, kes eksitavat teavet usuksid ning selle põhjal turul tegutseksid. Sama toimimismehhanism on relevantne ka tehingupõhise manipulatsiooni puhul, kus manipuleerija jaoks on oluline, et tema kunstlike korraldusi turul ei täidetaks ning teised turuosalisel juhenduksid kunstlike korraldustega edastatavast infost ning sisestaksid selle info alusel ka ise korraldusi, et manipuleerija saaks oma tegelikud orderid täita.<sup>169</sup>

---

<sup>169</sup> Vt käesoleva töö ptk 1.1.2 ja 1.1.3

Baltika kaasuses ei hinnanud kohus turumanipulatsiooni mehhanismi ega seda, kuidas võimalik oht turgudele läbi selle realiseerub. Seetõttu ei võetud arvesse ka seda, et üheks oluliseks vahendiks turuga manipuleerija eesmärgi saavutamisel on just investorite eksitamine, mille tulemusel teevad investorid endale reeglina kahjulikke investeerimisotsuseid, mida nad ilma manipuleerija tegutsemiseta ei oleks teinud. Turgude toimimine sõltub tugevalt turuosaliste olemasolust ja turuosaliste aktiivsusest turul, võttes arvesse, et turuosaliste tegevus aitab kujundada finantsinstrumentide hinda ning tekitab turgudel likviidsust. Selleks, et turuosalised oleksid valmis tegutsema ja turul aktiivselt osalema, peavad olema tagatud teatud eeltingimused, millest peamiseks on turgude läbipaistvus ja seeläbi võrdsete võimaluste pakkumine turuosalistele.<sup>170</sup> Turukuritarvituste keelustamine on üks meetod, kuidas tagatakse turuosalistele selliste eeltingimuste täitmine turul kauplemiseks.

Baltika kaasuses võttis kohus MAD eesmärgi hindamisel arvesse üksnes turgude toimimist ning asjaolusid, milles väljendub turuosaliste usalduse suurendamine – õiglase hinna kujunemine, teabe hankimise kulude vähendamine ja likviidsuse pakkumine.<sup>171</sup> Sarnaselt on juhitud ka BGH lahendis 51/10, kus keskenduti peamise eesmärgina tõese ja usaldusväärse hinna kujunemisele kauplemiskohtades.<sup>172</sup> Nii kohus Baltika kaasuses kui ka BGH jätsid sellest võrrandist välja turuosalised ning nende rolli turgude toimimise tagamisel. BGH lahendi ning Baltika kaasuse põhjal peeti investorite kaitset pigem turumanipulatsiooni keelunormi järgimise loomulikuks tagajärjeks, sh turgude toimimise tagamise tagajärjeks, mitte eraldiseisvaks kaitse-eesmärgiks. Kuna kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel on nii Eesti kui Saksa kohtupraktika seisukohast oluline, et kaitse ei oleks pelgalt tagajärg, vaid oleks kaetud ka kaitse-eesmärgiga, siis on igati adekvaatne ka vastavaid hinnanguid kohtu poolt anda. Kohati on mõistetav, et kui turuosaliste jaoks on tagatud eeldused turul tegutsemiseks, sh läbipaistvus, võrdväärsed võimalused ehk on sätestatud meetmed, mille järgimise korral turuosalistele turumanipulatsiooni tõttu kahju ei tekiks, siis on selle tagajärjena tagatud ka turuosaliste kaitse võimaliku kahju tekkimise eest. Võttes aga arvesse, kui olulist rolli mängib turgude toimimise jaoks turuosaliste olemasolu ja aktiivne turgudel osalemine, siis on mõistlik eeldada, et Liidu

---

<sup>170</sup> Seda on väljendatud ka MAR-i ja MAD-i preambulites: MAR preambul (7): „Turukuritarvitus hõlmab õigusvastast tegevust finantsturgudel ning käesoleva määruse tähenduses tuleks selle all mõista siseteabe alusel kauplemist, siseteabe õigusvastast avaldamist ning turuga manipuleerimist. Selline tegevus vähendab turu täielikku ja nõuetekohast läbipaistvust, mis on kõikide majandustegevuses osalejate jaoks integreeritud finantsturgudel kauplemise eeltingimus.“

MAD preambul (15): „Siseringitehingud ja turuga manipuleerimine takistavad turgude täielikku ja nõuetekohast läbipaistvust, mis omakorda on kõigi ettevõtjate kauplemistegevuse eeltingimus integreeritud finantsturgudel.“

<sup>171</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 61. Sealjuures on Maakohus lähtunud MAD eesmärkide kindlakstegemisel Riigikohtu lahendis 3-1-1-36-12 väljendatud seisukohast. Ringkonnakohus on antud asjas Maakohtu seisukohtadega nõustunud. – TlnRnKo 07.01.2016, 2-14-18162 p 50 – 51.

<sup>172</sup> BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011, p 12.

seadusandja tahe normi kehtestamisel oli kaitsta ka turuosalisi turumanipulatsiooniga kaasnevate negatiivsete tagajärgede, sh kahju tekkimise eest, mida ilmestab tänaseks ka MAR sõnastus, kus vastav kaitsetahe on täiendavalt välja toodud.

Normi eesmärgi üldisusaste iseenesest ei tohiks välistada investorite kaitse eesmärki – sellele viitab ka nt Euroopa Kohtu kohtujurist *Muñoz* kaasuses, kus normi kaitse-eesmärki on hinnatud üldiste eesmärkide põhjal.<sup>173</sup> Küll aga on just kohus Baltika kaasuses kasutanud normi eesmärgi üldistusastet ühe argumendina toetamaks seisukohta, mis välistab investorite kaitse-eesmärki. Normi eesmärgi üldistusastme osas püüdis kohus tõenäoliselt hinnata Iko Nõmme magistriritöös välja toodud kriteeriumit, millele kohus ka ise oma lahendis varasemalt viitas – kas normi eesmärgist kõrvalekaldumine võib normis ettenähtud eesmärgi saavutamise täielikult välistada või seda oluliselt piirata.<sup>174</sup> Baltika kaasuses on kohus selle põhjal leidnud, et kuna näiteks informatsiooni sümmeetria saavutamine ei ole päriselus võimalik, arvestades, et teatud turuosalised on oma majandusliku seisu, infoallikatele juurdepääsu ja muude paratamatute asjaolude tõttu alati eelisseisus, siis ei ole võimalik hinnata ja öelda, kas informatsiooni asümmeetria konkreetsel juhul mõjutab turu toimimise tõhusust või mitte. Ning ühes sellega järeldas kohus, et turumanipulatsiooni keelu rikkumise mõju väärtpaberituru tõhusale toimimisele on keeruline hinnata ning ei ole võimalik öelda, et sellise keelu rikkumine muudaks väärtpaberituru tõhusa toimimise kui eesmärgi täielikult või osaliselt saavutamatuks.<sup>175</sup> Selline argumentatsioon oma sisult seab pigem küsimuse alla kogu üldiste eesmärkidega normide loomise põhjendatuse, arvestades, et vastavate eesmärkide seadmisel ning keeldude kehtestamisel on seadusandja eeldanud, et konkreetsed keelud aitavad kaasa soovitud eesmärgi saavutamisele. Kuigi praktikas aitab laiemate ja üldisemate eesmärkide saavutamisele kaasa just erinevate normide rakendamine koosmõjus, ei tähenda see seda, et ka üksik norm selles kombinatsioonis ei kannaks juba vastavat soovitud eesmärki. Samuti rakendatakse haldus- ja kriminaalõiguslikke meetmeid konkreetsete normide rikkumisel, mitte erinevate normide kombinatsiooni rikkumisel, kui eesmärk on laiem ja üldisem.

Asjaolu, et turumanipulatsiooni keelunormi koosseis ei eelda tagajärje saabumist, sh investoritele kahju tekkimist, selleks, et keelatud koosseis oleks täidetud, ei tähenda, et turumanipulatsiooni keelustamisel ei oleks soovitud kaitsta investoreid kahju tekkimise eest. Vastupidist arvamust väljendas aga näiteks kohus Baltika kaasuses, kus võttis arvesse just asjaolu, et turumanipulatsiooni keelu näol on tegemist teodeliktiga, mistõttu ei ole peetud

---

<sup>173</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 30. Vt ka käesoleva töö peatükki 1.2.1 (lk 22).

<sup>174</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 54.

<sup>175</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 63.

vajalikuks kaitsta investoreid tagajärje saabumise eest.<sup>176</sup> Teodelikt on oma loomult karistusõiguslik termin ning seda tuleks sisustada just karistusõiguslike põhimõtete alusel.<sup>177</sup> Teodeliktide puhul peetakse karistusväärseks juba tegu ennast, ilma, et tagajärg oleks saanud ehk võimalik oht, mida püütakse ära hoida, kaasneb juba teo endaga. See ei tähenda, et teodeliktide puhul ei oleks võimalik tagajärje saabumine või et tagajärje saabumist ei peeta kahjustavaks, lihtsalt teo karistusväärsus ei nõua selliste koosseisude puhul tagajärge.<sup>178</sup> Samuti ei näita karistus- ja haldusmeetmete olemasolu seda, kas tsiviilõiguslike meetmete rakendamist peetakse vajalikuks nagu on välja toonud kohus Baltika kaasuses.<sup>179</sup> Seda seisukohta toetab ka Riigikohtu praktika<sup>180</sup> ja õiguskirjandus<sup>181</sup> ning ka Saksa kohtupraktikas on nt leitud, et karistusõiguse normidel on kolmandate isikute kaitsetahe ning on kaitsenormid BGB § 823 II tähenduses<sup>182</sup>. Sellisele seisukohale on viidanud ka *Muñoz* kaasuses kohtujurist, tuues välja, et Liidu õigus ei toimi põhimõttel, mille kohaselt on välistatud tsiviilõiguslike meetmete rakendamine kui normi rikkumise eest on ette nähtud karistusõiguslikud meetmed.<sup>183</sup>

Nii Eesti kui Saksa kohus on kaitsenormi hindamisel arvesse võtnud ka kahju hüvitamise erinormide olemasolu. Nii Baltika kaasuse kui BGH 51/10 kaasuse lahendamise ajal oli Eesti õiguses (VPTS § 188<sup>10</sup>) ja Saksa õiguses (*Wertpapierhandelsgesetz* –WpHG § 37b ja § 37c) sätestatud kahju hüvitamise erikoosseisud emitendi poolt siseteabe avaldamata jätmise või vale siseteabe avaldamisega tekitatud kahju korral. Eesti VPTS §-s 188<sup>10</sup> sätestatud kahju hüvitamise sättel sisuline põhjendus tegelikkuses puudus – konkreetne säte võeti tõenäoliselt Saksa ja USA õiguse eeskujul üle Eesti õigusesse, eelnõu seletuskiri ei sisalda selle sätte kohta selgitust.<sup>184</sup> Täna on VPTS § 188<sup>10</sup> tühistatud, kuna kahju hüvitamise erikoosseisu praktikas ei rakendatud ning kuna koosseis nägi seadusandja sõnul ette liiga laiaulatusliku vastutuse emitentidele.<sup>185</sup> Saksa õiguses on jätkuvalt erikoosseis kehtiv. Kahju hüvitamise erikoosseisu kehtestamisel võib seadusandja sätestada võrreldes VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 ja üldkoosseisuga täiendavaid tingimusi kahju hüvitamisele – nt nõuded süülisusele (tahtlus,

<sup>176</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 64.

<sup>177</sup> KarS § 12 lg 2 ls 1.

<sup>178</sup> Nt on Riigikohtu praktikas aktsepteeritud KarS § 201 omastamise koosseisu kaitsenormina VÕS § 1045 lg 1 p 7 ja lg 3 mõttes. – RKKKo 3-1-1-41-16 p 18; RKKKo 3-1-1-42-15 p 94. Omastamise koosseisu kvalifitseerumist teodeliktiks toetab nt RKKKo 3-1-1-46-08 p 47.

<sup>179</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162, p 64. Erinevalt Baltika kaasusest on näiteks Austria kohus leidnud, et karistusõiguslike meetmete ettenägemine just viitab kaitsenormile ABGB § 1311 mõistes. – OGH, 8 Ob 104/ 12w, 24.01.2013, p 6.2.

<sup>180</sup> Nt RKKKo 3-2-1-62-13 p 17; RKKKo 3-1-1-101-09 p 10.

<sup>181</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1045/3.8.

<sup>182</sup> BGH II ZR 217/03, 19.07.2004, p II (5), lk 11 – 12.

<sup>183</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 55.

<sup>184</sup> Seletuskiri Väärtpaberituru seaduse, Finantsinspeksiooniseaduse ja Eesti väärtpaberite keskregistriseaduse muutmise seaduse eelnõu juurde nr 492SE.

<sup>185</sup> Seletuskiri väärtpaberituru seaduse ja Finantsinspeksiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu juurde nr 359SE, lk 11.

raske hooletus), põhjusliku seose osas ümberpööratud tõendamiskoormis, nõude aegumistähtaeg. Samuti võib seadusandja väljendada sellega ka normi maksimaalset kaitsetahet, kuid arvestades, et erinormi kehtestamisel võib olla ka muid eesmärke ja põhjuseid, siis ei tohiks üksnes erinormi olemasolu põhjal järeldada, et sellega piiritlet seadusandja soovitud maksimaalset kaitsetahet normi rikkumisel.

Kui erinorm põhineb ka keelatud teol, mis on reguleeritud Liidu õiguses, siis saab seadusandja väljendada üksnes enda arusaama Liidu seadusandja soovitud kaitsetahtest ja kaitseulatuses. See puudutab ka endist VPTS § 188<sup>10</sup> kahju hüvitamise erikoosseisu. Turumanipulatsiooni kaitse-eesmärgi hindamisel ei saa seetõttu hinnata riigisisese seadusandja tahet ning erikoosseisu olemasolu korral tuleks igakordselt hinnata, milline on Liidu õigusnormi objektiivne kaitse-eesmärk ning Liidu seadusandja kaitsetahe normi kehtestamisel ning kas riigisisese seadusandja arusaam Liidu seadusandja kaitsetahtest oli korrektne. Seda toetab ka asjaolu, et Riigikohus ei ole praktikas selliseid norme pidanud seadusest tulenevate kohustuste rikkumisega tekitatud kahju ega deliktiga tekitatud kahju hüvitamise kohustusteks ehk selliste nõuete alusteks ei ole VÕS § 115 lg 1 ega § 1043.<sup>186</sup> Sellised kahju hüvitamise erinormid ongi eraldiseisvateks nõudealusteks, kus täiendavalt kohalduvad kahju hüvitamise üldsätted, kus eriseadus just eraldi ei ole neid küsimusi reguleerinud.<sup>187</sup>

Kuigi kohus Baltika kaasuses välistas turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel VÕS § 1045 lg 1 p-le 7 ja §-le 1043 tuginemise, oli see osaliselt siiski tingitud kohtu ebakorrektest seaduse tõlgendamisest. Eeskätt on hindamisel võetud aluseks asjaolusid nagu keelunorm kui teodelikt või kahju hüvitamise erinormi olemasolu, mis VÕS § 1045 lg 1 p 7 kontekstis ei ole kaitse-eesmärgi määramisel asjakohane. Samuti on kohus hinnangu andmisel eksinud nt normi eesmärgi saavutamise mõju hindamisel ning ei ole arvesse võtnud ka turumanipulatsiooni enda toimimismehhanismi. Seetõttu oleks ekslik väita, et turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitise nõudmisel ei saaks tugineda VÕS § 1045 lg 1 p-le 7 ja §-le 1043. Kui kohus on Baltika kaasuses püüdnud arvestada Liidu seadusandja võimaliku eesmärgiga normi kehtestamisel, kuid kooskõlas VÕS § 1045 lõikega 3 ei ole kohus aga hinnanud, kuidas Liidu seadusandja tahet tuleks määratleda. Sealhulgas ei ole ka tähelepanu pööratud tõhususe põhimõttele, võttes eeskujuks Euroopa Kohtu poolt väljendatud seisukohti. MAR puhul on kohtul igal juhul kohustus hinnata tõhususe põhimõttest tulenevat vajadust tagada tsiviilõiguslik kaitse ning võimaldada kahju hüvitamist ning läbi selle põhimõtte ka määratleda kaitseulatus.

---

<sup>186</sup> RKTko 2-16-13427 p 12.

<sup>187</sup> RKTko 2-16-13427 p 13.

## 2.2. Turumanipulatsioon kui tahtlik heade kommete vastane tegu

Lisaks seadusest tulenevat kohustust rikkuvale käitumisele VÕS § 1045 lg 1 p 7 järgi võib kahju tekitamine olla õigusvastane ka siis, kui tegu, millega kahju tekitati, pandi toime tahtlikult ning oli ühtlasi heade kommete vastane. Sellisel juhul on kahju hüvitamise nõude aluseks VÕS § 1043 ja VÕS § 1045 lg 1 p 8. Sarnaselt VÕS § 1045 lg 1 p-le 7 on puhtmajandusliku kahju hüvitamist võimalik nõuda ka VÕS § 1043 ja VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel<sup>188</sup>.

Muuhulgas on VÕS § 1045 lg 1 p 7 ja VÕS § 1045 lg 1 p 8 eelduste täitmisel võimalik hagejal valida, millisel alusel ta nõude esitab. Nõude esitamisel nii VÕS § 1043 ja VÕS § 1045 lg 1 p 7 ning alternatiivselt VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel peab hageja tõendama eraldi mõlema nõude eeldused, sh teo õigusvastasuse. See tähendab ka seda, et hageja peab eraldi tõendama teo tahtlikku heade kommete vastasust, isegi kui hageja tugineb sellele, et kostja on rikkunud seaduses sätestatud keeldu, mille eest on nt ette nähtud ka väärteo- või kriminaalvastutus.<sup>189</sup>

Riigikohus on oma praktikas teo heade kommete vastasust sisustades korduvalt leidnud, et heade kommete vastase tahtliku käitumisega tekitatud kahju hüvitamiseks peab kahju tekitaja saama aru oma teo õigusvastasusest ja vähemalt möönma, et see võib teisele isikule kaasa tuua kahju.<sup>190</sup> Tegu ise ei tohiks samuti olla õiguspärane ning peaks olema ühiskonnas üldiselt taunitav – normi eesmärgiks ei saa olla kahju hüvitamise võimaldamine, kus kahju on tekkinud isiku seadusest tulenevate õiguste kasutamisel. Sellise teo õigusvastasuse välistab VÕS § 1045 lg 2 p 1, mille kohaselt ei ole kahju tekitamine õigusvastane, kui kahju tekitamise õigus tuleneb seadusest, kuid VÕS § 1045 lg 1 p 8 puhul võib olla keeruline tõendada sellise teo headele kommetele vastasust, mis on seaduses õigusena sätestatud.<sup>191</sup>

Sakslaste BGB § 826 on analoogne säte VÕS § 1045 lg 1 p-ga 8, kuigi tahtlust puudutavas osas on õigusteadlased leidnud Eesti ja Saksa õiguse vahel mõningaid erisusi. Õiguskirjanduses väljendatud seisukoha järgi nõuab BGB § 826 erinevalt VÕS § 1045 lg 1 p-st 8 tahtlust kahju tekitamise osas ning VÕS § 1045 lg 1 p 8 nõuab tahtlust heade kommete vastase teo osas.<sup>192</sup> Sätte sõnastus on tõepoolest tahtluse osas BGB §-s 826 ning VÕS § 1045 lg 1 p-s 8 erinev, kuid

<sup>188</sup> Nõmm 2007, lk 86.

<sup>189</sup> RKTko 2-15-4239 p 17.

<sup>190</sup> Nt RKTko 3-2-1-162-16 p 16; RKTko 2-16-14655 p 13.2; RKTko 3-2-1-132-16 p 17.

<sup>191</sup> Siinkohal ka arvestades, et VÕS § 1045 lg-s 2 sätestatud õigusvastasust välistavate asjaolude esinemist ei eeldata, vaid kostja peab vajadusel neid asjaolusid tõendama.

<sup>192</sup> Nõmm 2007, lk 89. Kuigi VÕS kommenteeritud väljaandes on kommentaari autorid viidanud võrdlusena sarnaselt BGB § 826 sõnastusele, ei ole sellest võrdlusest otseselt tuletatav, et BGB § 826 ja VÕS § 1045 lg 1 p 8 oma tõlgenduselt erineksid, vaid erisus tuleneb justkui üksnes sätte sõnastusest. – Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1045/3.9.

kohtupraktikast tulenev tõlgendus VÕS § 1045 lg 1 p 8 osas viitab pigem sellele, et ka Eesti õigus nõuab kostjal tahtluse olemasolu kannatanu kahjustamise suhtes.<sup>193</sup>

MAR artiklis 12 sätestatud tegude heade kommete vastasuse hindamisel omavad tõenäoliselt ka tähtsust kostjast tulenevad subjektiivsed asjaolud, nt kostja motiivid, tehingute eesmärk ja põhjused. Sellised subjektiivsed asjaolud ei oma aga näiteks tähtsust teo kvalifitseerumiseks turumanipulatsiooniks MAR art 15 ja art 12 tähenduses, mis omab tähendust ka VÕS § 1045 lg 1 p 7 alusel nõude esitamisel. Kui mingi tegevuse puhul esinevad aga üksnes osad turumanipulatsiooni tunnused, näiteks levitatakse küll eksitavat infot või valeinfot, kuid seda infot ei saa pidada selliseks, mis eelduslikult annaks instrumentide suhtes eksitavaid märguandeid, siis ei välista see erinevalt VÕS § 1045 lg 1 p-le 7 tuginemisest VÕS § 1045 lg 1 p-le 8 tuginemist.<sup>194</sup> Sellistel juhtudel võib aga olla keerulisem tõendada teo heade kommete vastasust, eriti kui esinevad näiteks asjaolud, mis viitavad tehingu majanduslikule sisule ja mõistlikkusele.

Õiguskirjanduses on võetud seisukoht, et igasugust valeinfo esitamist ei tuleks iseenesest pidada heade kommete vastaseks ning hindamisel tuleks lähtuda pettusliku kahjustamise eesmärgi kriteeriumist. Selle pinnalt tuleks igakordselt hinnata, kas mingi valeinfo edastamine on heade kommete vastane või mitte.<sup>195</sup> Ka infomanipulatsioon ühe turumanipulatsiooni liigina hõlmab endas finantsinstrumentide kohta valeinfo edastamist, kui sellise infoga võidakse vähemalt tõenäoliselt anda finantsinstrumendi hinna, pakkumuse või nõudluse kohta eksitavaid või valesid märguandeid. Samuti on ühe üldise turumanipulatsiooni vormina käsitletud näilikke elemente sisaldavaid tehinguid ja tehingukorraldusi ning muud pettuslikku käitumist. Kuigi ka tehingupõhise manipulatsiooni puhul, olukorras, kus kahju tekib investeerimisotsuse mõjutamise läbi, võib rääkida näilikust tehingukorraldusest kui valeteabest, võib olla väga keeruline tõenda, kas ja millal mõistlik investor võiks sellist infot investeerimisotsuse tegemisel arvesse võtta.

Iseenesest võib väär teave mõjutada investorite investeerimisotsust ning tegelikke asjaolusid teades ei pruugiks nende investeerimisotsus kujuneda selliseks nagu see kujunes eksitava teabe valguses. Samas ei pruugi olla teada, kui suurt kaalu mingi info investeerimisotsuse kujundamisel omab. See võib seonduda nii sellega, kes oli info avaldajaks, kus info avaldati ning mis oli info sisu. Tundmatu isiku poolt foorumis avaldatud teave ei tohiks olla ratsionaalse

---

<sup>193</sup> Kohtupraktikas on selles osas viidatud vähemalt kaudse tahtluse olemasolule, kasutades sõnastust „möönis, et see võib tuua hagejale kaasa kahju.“ – RKTko 2-16-14655 p 13.2; RKTko 2-15-13216 p 18.2.

<sup>194</sup> Näiteks ka Riigikohus ÄS § 167<sup>1</sup> lg 1 puhul leidnud, et deliktiline vastutus VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel ei ole välistatud, kui isiku tegu sisaldab vaid osa ÄS § 167<sup>1</sup> lg-s 1 sätestatud teo tunnuseid. – RKTko 3-2-1-181-15 p 25.

<sup>195</sup> Tolstov, L. Juhatusel liikme deliktiline vastutus valeinfo esitamise korral. – *Juridica* 2016/8, lk 565.

investori jaoks kindlasti sama kaaluga kui seda on näiteks investeerimisanalüütiku või emitendi enda poolt avaldatud info. Teave selle kohta, et ettevõtte kavatses vahetada oma tegevjuhti või plaanib lõpetada mingis regioonis oma tegevust omab kindlasti erinevat mõju teabest selle kohta, et ettevõtte plaanib vahetada audiitorit või värbab uue raamatupidaja. Ka L. Tolstov on oma artiklis pigem seda meelt, et infol võib sõltuvalt seda teavet vastu võtvast isikust olla erinev kaal ning teatud juhtudel ei pruugi edastatud väär info avaldada teabe adressaadile mingit mõju.<sup>196</sup> Saksa kohtupraktikas on leitud, et teo aktsepteeritavust ja kooskõla moraali- ja sündsustundega tuleks hinnata lähtudes asjakohase grupi hinnangust. Näiteks on emitendi poolt valeteavet sisaldava pressiteate avaldamisele hinnangu andmisel lähtutud sellest, milline on väärtpaberituruse osaliste üldine tajumine ja hinnang sellisele teole.<sup>197</sup>

Isegi kui avaldatud vale või eksitav teave oli olulise sisuga, ei pruugi see aga tähendada, et kostjal oli teabe avaldamisel investorite kahjustamise tahtlus. Kui avaldatud teabe ebaõigsus oli tingitud nt kostja eksimusest, siis võib kostjale ette heita hooletust või rasket hooletust, mis aga ei ole piisav vastutuseks VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel. Ka Riigikohus on nt välistanud VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel vastutuse olukorras, kus kostja oli esitanud valeandmeid erinevatest andmebaasidest andmete ümbertõstmisel inimliku vea tõttu ning ta ei teadnud, et esitab valeandmeid. Sellest tulenevalt ei olnud kostja kohtu hinnangul teadlik asjaoludest, mis tingisid ta teo õigusvastasuse.<sup>198</sup> Samuti võib omada tähtsust ka see, mis sõnastuses on teave avaldatud. Kui avaldatud teave on üksnes mitmetimõistetav ehk võimaldab erinevaid tõlgendusviise, siis ei pruugi olla lihtne tõendada kostja teo heade kommete vastasust ega ka seda, et kostjal oli investorite kahjustamise tahtlus sellise teabe avaldamisel. Saksa kohtupraktikas on kahju tekitamise tahtluse välistanud ka kostja motiiv teabe avaldamisel. Näiteks on BGH välistanud emitendi vastutuse olukorras, kus emitent avaldas pressiteate eesmärgiga rahustada investoreid ning lükata ümber kuulujutte USA kodulaenuurigu puudutava kriisi osas.<sup>199</sup> Kuigi kostja enda omakasu teo toimepanemisel ei näita tingimata hagejate kahjustamise tahtlust, on aga näiteks BGH leidnud, et olukorras, kus valeinfo avaldajal on endal positsioon instrumentides, mille kohta valeinfot levitatakse ning valeinfo eelduslikult parandaks tema positsiooni, viitab see ka teiste investorite kahjustamise tahtlusele.<sup>200</sup>

---

<sup>196</sup> Tolstov 2016, lk 565.

<sup>197</sup> OLG Braunschweig, 12.01.2016 – 7 U 59/14, p 61. – Arvutivõrgus: <https://openjur.de/u/875211.html> (25.04.2022).

<sup>198</sup> RKTko 2-16-14655, p 13.3. Iseenesest on küsitav, kas selline valeandmete esitamine kvalifitseerub üldse heade kommete vastaseks teoks või on välistatud üksnes kahjustamise tahtlus.

<sup>199</sup> BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011, p 13.

<sup>200</sup> BGH II ZR 217/03, 19.07.2004, p III (2) (c), lk 20 – 21.

Sarnaselt Saksa praktikaga jääb tõenäoliselt ka VÕS § 1045 lg 1 p 8 kohaldamisala turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuete osas pigem erandlikuks, arvestades, et tehingu- ja hinnapõhimanipulatsiooni puhul võib praktikas olla väga keeruline tõendada teo heade kommete vastasust ning ka tahtlust kahju osas. Pigem võib selline praktika piirduda infopõhise manipulatsiooniga ning kombineeritud manipulatsioonistrateegiatega, kus infomanipulatsiooni täiendavalt kasutatakse. Seda näitab kaudselte ka Saksa kohtupraktika, kus arutatud kaasused puudutavad peajasjalikult üksnes infopõhist manipulatsiooni. Sarnastel põhjustel võib ka infomanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuded VÕS § 1045 lg 1 p 8 alusel pigem piirduda emitendi vastu esitatavate nõuetega.

### **2.3. Infomanipulatsioon kui asjatundja ebaõige arvamuse avaldamine**

VÕS § 1048 näeb ette asjatundja vastutuse, kui ta on andnud varalistes küsimustes teisele isikule ebaõiget teavet või esitanud ebaõige arvamuse. Hõlmatud on muuhulgas ka olukorrad, kus ebaõige teave on jäetud parandamata. Säte eeldab ka usaldusseisundi olemasolu, millele teabe saaja võis tugineda. Selle sätte kohaldamisalast jäävad välja kõik juhtumid, kus kahju tekkis lepingulise suhte raames ning ka olukorrad, kus leping oli sõlmitud kahju kannatanud kolmanda isiku kasuks.<sup>201</sup>

Asjatundja mõistet seaduses ei defineerita, kuid õiguskirjanduse kohaselt peaks isik andma teavet või avaldama arvamust kutsetegevuse raames ning selle kutsetegevuse osaks peaks ühtlasi olema ka varalistes küsimustes nõustamine.<sup>202</sup> Antav teave või arvamus peaks olema faktiline väide või asjaolu, millele tuginedes on võimalik teha otsus varalistes küsimustes, sh peaks teave ja arvamuse õigsus olema kontrollitav.<sup>203</sup> Arvamuse avaldaja asjatundlikkus peaks tingima usaldusseisundi tekkimise, kus isikud saavad avaldatud infole tuginedes ühtlasi tugineda teabe avaldaja usaldusele varalistes küsimustes.<sup>204</sup>

Turumanipulatsiooni kontekstis tuleks VÕS § 1048 kohaldamisel tõenäoliselt kõne alla üksnes infomanipulatsiooniga tekitatud kahju ning seda ka teatud piiratud juhtudel. Infomanipulatsiooni teostamiseks ei pea vää info olema tingimata avaldatud asjatundja poolt, kuigi info avaldaja tõsiseltvõetavus võib olla oluliseks argumendiks tõendamisel, kas konkreetne info võis anda eksitavaid või valesid märguandeid finantsinstrumentide või emitentide kohta.<sup>205</sup> Teised manipulatsiooni liigid ei tule kõne alla peajasjalikult seetõttu, et

---

<sup>201</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.1.

<sup>202</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.2.

<sup>203</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.3.

<sup>204</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.4.

<sup>205</sup> Vt selles osas käesoleva töö ptk 1.1.2.

nende osas on üsna keeruline välja tuua konkreetset asjatundjat ning nende manipulatsioonivormide puhul ei tugineta teo toimepanija asjatundlikkusele.

Õiguskirjanduses on VÕS § 1048 kontekstis ühe näitena välja toodud investeerimise teenus.<sup>206</sup> Kuna investeerimise teenuste osutaja ja kliendi vahel peaks investeerimise teenuse raames olema lepinguline suhe, siis on VÕS § 1044 lg 2 kohaselt välistatud kahjunõue VÕS § 1048 alusel. Võttes arvesse VÕS § 1048 kohaldumise tingimusi, võiks investeerimise teenuse käigus vale teabe või ebaõige arvamuse esitamisel puhul näha VÕS § 1048 alusel investeerimise vastutust olukorras, kus klient edastab teabe omakorda kolmandale isikule, kes sellele teabele tuginedes tehinguid teeb ning kahju kannatab. Infomanipulatsiooni kontekstis ei ole see näide kohaldatav, arvestades, et infomanipulatsiooni objektiivne koosseis eeldab info levitamist meediakanalites või muudes sarnastes kanalites, mis viitab omakorda laiemale auditooriumile. Kõne alla võiks aga tulla sellise manipulatsiooni kombineeritud vorm vastavalt MAR art 12 lõikele 1(b), kui investeerimise oma arvamuse avaldamisel ise nt instrumentides positsiooni, mille kohta nõua anti. Arvestades aga, et investeerimise on direktiivi 2014/65 (MiFID 2)<sup>207</sup> artikkel 4 (1) p 4 tähenduses personaalne soovitus väärtpaperitehingute kohta, siis peaks juba sellise info iseloom välistama investeerimise osutaja vastutuse VÕS § 1048 alusel kolmandate isikute ees, kellele investeerimise osutaja klient omakorda saadud investeerimise edastas.<sup>208</sup> Eeskätt võiks eeldada, et selline kahju ei saanud seetõttu investeerimise osutajale olla ettenähtav, samuti on õiguskirjanduses viidatud sellele, et teatud tingimustel võib välistatud olla ka usaldussuhte tekkimine.<sup>209</sup>

Infomanipulatsiooni kontekstis võib kõige asjakohasemaks näiteks pidada investeerimissoovituste koostamist, kui investeerimissoovituses on avaldatud valet või eksitavat teavet emitendi või finantsinstrumendi kohta. Erinevalt investeerimisnõustamisest ei ole investeerimissoovitus personaalne, samuti võib see olla suunatud avalikkusele. Tihti müüvad investeerimissoovituste koostajad enda koostatud investeerimissoovitusi institutsionaalsetele investoritele ja jaainvestoritele, kuid selliseid soovitusi võidakse ka

---

<sup>206</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.2.

<sup>207</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. – ELT L 173, 12.6.2014, lk 349—496.

<sup>208</sup> Investeerimisnõustamise käigus tuleb sobivuse hindamisel arvesse võtta ka kliendi spetsiifikat, sh varalist seisut, sissetulekuallikaid, vanust, riskitaluvust jne, mis muudab soovituset personaalseks ning ei pruugi juba seetõttu olla sobiv kolmandatele isikutele. – Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, 25. aprill 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimishingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – ELT L 87, 31.3.2017, lk 1—83. Artikkel 54.

<sup>209</sup> VÕS § 1048 kommentaarides on viidatud nt vastutust piiravatele klauslitele (ing k *disclaimer*), millega välistatakse kolmandate isikute õigus sellele infole tugineda. Kommentaaride kohaselt tuleks eraldi hinnata selliste klauslite koostöela hea usu põhimõttega. – Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.4.

avaldata tasuta avalikkusele.<sup>210</sup> Sealhulgas võidakse investeerimissoovitusi avalikustada nt investeerimissoovituste levitajate poolt.<sup>211</sup> Investeerimissoovituste koostaja võimalik vastutus VÕS § 1048 alusel võib tekkida selliste isikute ees, kellega investeerimissoovituste koostajal lepinguline suhe investeerimissoovituste avaldamisel või müümisel puudub.

Kõige klassikalisemaks investeerimissoovituse väljenduseks on nõ osta-müü-hoia soovitus. Küll aga kasutatakse praktikas ka hinnasihtide määramist ning instrumendi väärtusele hinnangu andmist (üle hinnatud, alahinnatud, õiglaselt hinnatud) – ka sellisel viisil soovitus andmine loetakse investeerimissoovituseks MAR art 3 (1) (35) tähenduses.<sup>212</sup> MAR rakendusmäärus kehtestab investeerimissoovitustele ka eraldi nõuded, sh info osas, mida klientidele tuleb avaldada.<sup>213</sup> Investeerimissoovitus avaldatav teave on tõenäoliselt kõige tundlikum soovitatud strateegia sisu osas. Kui soovitus sisaldab ebaõiget teavet hinnasihi või suuna osas, võib investoritel tekkida õigus nõuda kahjuhüvitist VÕS § 1048 alusel. Kuigi ka sellisel juhul võib tekkida küsimusi esitatud soovitus tõlgendatavuse kohta, eeskätt kui soovitus ei ole esitatud osta-müü-hoia kujul, vaid nt hinnasihi või instrumendi väärtuse hinnanguna. Nii hinnasihi kui instrumendi väärtuse hinnangu puhul ei pruugi veel saada teha ühest järeldust, kas soovitatakse osta, müüa või hoida instrumenti. Tavapäraselt vastab osta, müü ja hoia soovitus sisu teatud hinnavahele, mistõttu eksimus hinnasihis ei pruugi veel muuta soovitus sisu. MAR rakendusmääruse 2016/958 art 4 (1) (e) kohaselt peavad investeerimissoovituste koostajad välja tooma ka soovitus tähenduse, mis hinnasihi või instrumendi väärtuse hinnangu kasutamisel tähendab muuhulgas ka selle välja toomist, kuidas soovitus koostaja sisustab selle põhjal osta-müü-hoia soovitus. Kui asjakohane info puudub ning esitatud hinnasiht või instrumendi väärtuse hinnang on ebaõige sisuga, siis tuleks põhjusliku seose hindamisel võtta arvesse, kuidas mõistlik investor sellist soovitus sisu tõlgendada võiks.

Juhul kui esitatud soovitus või soovitus koostaja poolse arvamuses vigu ei esine, võivad tähtsust omada ka soovitus avaldatud faktilised asjaolud, eeskätt erinevad näitajad, mis on või võivad olla aluseks koostatud soovitus. VÕS § 1048 näeb ette vastutuse nii ebaõige arvamuse kui ka ebaõige teabe avaldamise korral. Küll aga võib investoritel olla keerulisem

---

<sup>210</sup> Nt avaldas DelfinGroup LHV Panga poolt koostatud investeerimissoovituse IPO alguses avalikkusele. DelfinGroup börsiteade, Nasdaq. – Arvutivõrgus: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bd581984210c91465c4059adf5ee0539a&lang=en> (18.04.2022).

<sup>211</sup> Sealhulgas nt ajakirjanduse kaudu kooskõlas MAR artikliga 21.

<sup>212</sup> ESMA Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR). ESMA70-145-111, Version 15, A8.4 lk 28 – 29. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf) (25.04.2022).

<sup>213</sup> Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/958, 09. märts 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad investeerimissoovituste või investeerimisstrateegiate soovitamist või väljapakkumist käsitleva muu teabe erapooletul viisil esitamise ning konkreetsete huvide või huvide konfliktidele viitava teabe avalikustamise tehnilist korda. – ELT L 160, 17.6.2016, lk 15–22.

tõendada kahju ja teo vahelist põhjuslikku seost, kui soovitus ei olnud, kuid vead esinesid soovitusel koostaja poolt esitatud näitajates.<sup>214</sup>

Investeeringus soovitusel koostaja võib ebaõige teabe või ebaõige arvamuse eest vastutada ka siis, kui soovitusel avaldamisel on möödunud rohkem aega, juhul kui soovitusel koostaja ei ole ebaõiget infot parandanud. Investeeringus soovitusel loetakse kehtivaks seni kuni soovitusel koostaja ei ole avaldanud uut soovitusel või andnud teada, et ta lõpetab emitendi või instrumendi edasise katmise.<sup>215</sup>

Tuntud elukutselised investorid on üks grupp isikuid, kelle arvamusi ja hinnanguid paljud investorid oma investeeringus otsuste tegemisel samuti arvesse võtavad. Sellisteks elukutselisteks investoriteks võivad olla ka fiktiivsed tegelaskujud. Näiteks võivad paljud jaainvestorid investeeringus otsuste tegemisel võtta arvesse tuntud Äripäeva tegelaskuju investor Toomase portfelli. Elukutselised investorid avaldavad oma arvamusi eeskätt kas meedia väljaannetes, spetsiaalsetes investeeringus alastes foorumites või ka näiteks blogides.<sup>216</sup> Tõenäoliselt ei saa aga selliseid investoreid pidada asjatundjateks VÕS § 1048 mõistes, kuna oma majandus- või kutsetegevuse raames blogide pidamisel, kommentaaride andmisel ning investeeringute kirjeldamisel nad varalist nõu ei anna. Kui nende avaldatud artiklid kvalifitseeruvad aga investeeringus soovitusel, võivad neile kohalduda investeeringus soovitusel koostamisele kehtestatud nõuded MAR art 3 (1) (34) (ii) kohaselt, kuid kui selliste investeeringus soovitusel avaldamine ei ole osa nende majandus- või kutsetegevusest, ei pruugi olla tekkinud usaldussuhet VÕS § 1048 tähenduses. Samuti ei saa VÕS § 1048 mõistes pidada asjatundjaks emitenti nt börsiteadete avaldamisel, kuna sellises rollis olles ei tegutse emitent enda majandus- või kutsetegevuse raames nõuandjana.

Kuigi emitente ei tohiks enda kohta teabe avaldamisel pidada asjatundjateks VÕS § 1048 mõistes, võib aga selle sätte kontekstis omada tähtsust audiitorite ja krediitdireitingute väljastajate koostatud info, mida emitendid võivad avaldada. Ka VÕS § 1048 kommentaarides on välja toodud audiitorite võimalik vastutus majandusaasta aruande järeldusotsuses avaldatud ebaõige info või arvamuse eest.<sup>217</sup> Sarnaselt audiitoritele võib ebaõige krediitdireitingu

---

<sup>214</sup> Käesoleva autori tööalase kogemuse põhjal võtavad jaainvestorid praktikas rohkem arvesse soovitatud strateegiat (osta-müü-hoia; hinnasiht) ning institutsionaalsed investorid pööravad rohkem tähelepanu soovitusel esitatud finantsnäitajatele.

<sup>215</sup> MAR rakendusmääruse 2016/958 art 4 (1) (f) kohaselt peaks nt soovitusel koostaja avaldama infot soovitusel uuendamise kavandatava sageduse kohta, et oleks võimalik soovitusel tuginemisel arvesse võtta selle hinnangulist kehtivust ja väärtust.

<sup>216</sup> Eestis on sellisteks tuntumateks blogideks nt Kristi Saare investeeringus blogi. – Arvutivõrgus: <https://kristiinvesteeriib.ee/> (25.04.2022); Jaak Roosaare blogi. – Arvutivõrgus: <https://roosaare.com/blog/> (25.04.2022); Rahakrati blogi. – Arvutivõrgus: <https://rahakratt.rahajutud.ee/> (25.04.2022).

<sup>217</sup> Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1048/3.2.

väljastamisel VÕS § 1048 alusel vastutada ka krediidireitingu väljastaja. Sellistes olukordades võib aga investoril olla keeruline tõendada põhjuslikku seost teo ja tekkinud kahju vahel.

VÕS § 1048 alusel kahjunõude esitamine on turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral pigem väga erandlik võimalus, arvestades selle koosseisu piiratust turumanipulatsiooni kontekstis. Potentsiaalselt võiks kõne alla tulla üksnes infomanipulatsioon MAR art 12 (1) (c) tähenduses ning seda ka piiratud ulatuses. Eeskätt võiks kõne alla tulla nt investeerimissoovituste koostaja vastutus, kui infomanipulatsioon on toime pandud investeerimissoovituse avaldamise või levitamise kaudu.

### **3. Investorite võimalus kahjunõude maksmapanekuks kooskõlas tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega**

#### **3.1. Kaitse kooskõla tõhususe põhimõttega**

##### **3.1.1. Nõudealus**

Liidu õigusnormi rikkumisega tekitatud kahju korral peavad liikmesriigid muuhulgas hindama, kas sellise normi puhul on tõhususe põhimõttest tulenevalt nõutav tsiviilõigusliku kaitse tagamine ning kas liikmesriigis pakutav kaitse võimaldab Liidu õigust tõhusalt rakendada. Liikmesriigi õiguses peaks vastav kaitse olema tagatud liikmesriigi tsiviilõigusliku kaitse süsteemis tervikuna.<sup>218</sup> Samas tuleks arvestada, et tõenäoliselt ei ole tõhususe põhimõttega kooskõlas see, kui erinevate kahjude hüvitamise jaoks tuleks hagejal esitada nõudeid mitmetele erinevatele nõudealustele tuginedes, et saada kogu ettenähtud kaitse all olev kahju hüvitatud, arvestades mh sellest tingitud kompleksset tõendamiskoormist.

Turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamist saab Eesti õiguses potentsiaalselt nõuda VÕS § 1043 ja 1045 lg 1 p 7, VÕS § 1045 lg 1 p 8 ning VÕS § 1048 alusel. Kõige laiaulatuslikuma kaitse Eesti õiguses võimaldaks turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel VÕS § 1045 lg 1 p 7. Ka oma sisult vastab viidatud norm kõige paremini Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamisele, arvestades, et VÕS § 1045 lg 1 p 7 aktsepteerib ka Liidu õigusnormi rikkumist kahju tekkimise alusena. VÕS § 1045 lg 1 p 8 katab ära üksnes äärmuslikud turumanipulatsiooni juhtumid, kus hageja tegu on eeskätt otseselt suunatud kostja või kostjate kahjustamisele. VÕS § 1048 katab oma ulatuselt üksnes erandlikud infomanipulatsioonijuhtumid.

VÕS § 1045 lg 1 p 7 tugineb oma sisult normi kaitse-eesmärgi teooriale, mis tulenevalt VÕS § 1045 lõikest 3 põhineb omakorda normi eesmärgi teleoloogilisel tõlgendusel. Teleoloogiline tõlgendamine võimaldab normi eesmärgi kindlakstegemisel arvesse võtta normi objektiivset eesmärki kaitse tagamisel ning sellest tulenevalt arvestada ka Liidu õigusnormide objektiivse eesmärgi ja Liidu seadusandja tahtega normi kehtestamisel. Vastavalt peatükis 2.2. leitule, tuleks MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keelu eesmärgi kindlakstegemisel arvestada ka Liidu seadusandja metoodikaga normi eesmärgi tõlgendamisel.

Kuigi VÕS § 1045 lg 3 võimaldab Eesti kohtutel normi eesmärgi kindlakstegemisel rakendada ka Euroopa Kohtu poolt kujundatud metoodikat Liidu õigusnormi eesmärgi kindlakstegemisel,

---

<sup>218</sup> Nt C-253/00, *Muñoz*, p 27 – 28.

siis praktikas on kohtud hinnanud Liidu normi kaitse-eesmärki nagu riigisisest normi ehk tõhususe põhimõtet ei ole normi eesmärgi hindamisel arvesse võetud. Sellisel juhul võib aga Liidu õigusnormi kaitse-eesmärgi hindamisel olla takistatud kaitse tagamine kooskõlas Liidu õiguse tõhususe põhimõttega.

Eesti õiguses on üheks oluliseks põhimõtteks normi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel kaitsetahte tulenemine normi enda eesmärgist. Hõlmatud on nii kaitse, mis on normi peamiseks eesmärgiks, kuid ka kaitse, mis on normi teisesteks eesmärkideks.<sup>219</sup> Sellist põhimõtet aktsepteeritakse ka Liidu õiguses, mille kohaselt kaitsetahte ei pea olema normi peamiseks eesmärgiks.<sup>220</sup> Kui Liidu õigusakt on sätestanud üldisemad normi eesmärgid, siis on Euroopa Kohtu praktikas hinnatud selliste eesmärkide kaitsetahtet lõppsubjektide osas.<sup>221</sup> Nii MAD kui ka MAR on sätestanud laiad kaitse-eesmärgid. Baltika kaasuses on kohus neid eesmarke püüdnud sisustada, kuid sidus kaitsetahte hindamise sellega, kas mingid normi rikkuvad tegevused muudavad normi eesmärgi saavutamise võimatuks.<sup>222</sup> Liidu õiguse tõhususe põhimõtte järgi hinnatakse aga kaitsevajadust võrreldes Baltika kaasusele vastupidises võtmes – selle asemel, et hinnata, kas mingi tegu muudab normi eesmärgi saavutamise võimatuks, hinnatakse tõhususe põhimõtte rakendamisel seda, kas kaitse tagamine aitab kaasa soovitud eesmärgi saavutamisele ning heidutab normi rikkumisi.<sup>223</sup> Sellise hinnangu andmist ei ole Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahju hüvitamise asjades Eesti kohtupraktikas käesoleva töö autorile teadaolevalt veel rakendatud. Baltika kaasuses välja toodud mõttekäiku ei ole aga Riigikohtu praktikas samuti rakendatud ning ka õiguskirjanduses ei leidu sellist lähenemist toetavaid argumente. Kuigi Ringkonnakohus viitas selle mõttekäigu sisustamisel Iko Nõmme magistritööle, oli seda mõttekäiku pigem valesti rakendatud.

Täiendavalt võttis kohus Baltika kaasuses kaitse-eesmärgi hindamisel arvesse ka asjaolu, et MAD-is on sätestatud turumanipulatsiooni keelu rikkumise eest avalik-õiguslikke meetmeid, millega püüti näidata, et Liidu seadusandja tahteks oli üksnes avalik-õiguslike meetmete ettenägemine ning mitte tsiviilõigusliku kaitse pakkumine. Samuti on võetud arvesse turumanipulatsiooni koosseisu teodelikti olemust, millest on järeldatud, et seadusandja arvates on turumanipulatsiooni raske siduda konkreetse tagajärjega.<sup>224</sup> Avalik-õiguslike meetmete reguleerimise osas on Euroopa Kohtu kohtujurist välja toonud, et Liidu õiguses sätestatud

---

<sup>219</sup> Nt RKTko 2-14-58411 p 17.1; RKTko 3-2-1-161-12 p 11; RKTko 3-2-1-150-09 p 12.

<sup>220</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 47.

<sup>221</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 30.

<sup>222</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 63.

<sup>223</sup> Nt C-253/00, *Muñoz*, p 31; C-453/99, *Courage*, p 27; C-557/12, *Kone*, p 23; C-453/18, *Otis*, p 24; C-360/09, *Pfleiderer*, p 29.

<sup>224</sup> HMKo 6.4.2015, 2-14-18162 p 64.

avalik-õiguslikud meetmed ei välista automaatselt tsiviilõigusliku kaitse vajadust.<sup>225</sup> Nii õiguskirjanduses kui ka Riigikohtu praktikas on aktsepteeritud kuriteokosseise võimalike kaitsenormidena, mis juba omakorda viitab sellele, et avalik-õiguslike meetmete ettenägemine ei välista ka riigisisese õigusnormi rikkumisel kaitsenormiks olemist.<sup>226</sup> Seda, kas kooseis on teo- või tagajärjedelikt ei ole Riigikohus ega õiguskirjandus kaitsenormi hindamisel samuti kasutanud.

Liidu õiguse tõhususe põhimõttest tuleneva kaitse tagamiseks turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral on VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 nõudealusena Eesti õiguses sobivaks aluseks. Viidatud nõudealus võimaldab oma sisult kaitsenormi hindamist Euroopa Kohtu poolt kujundatud meetodika alusel. Seda toetab eeskätt VÕS § 1045 lg 3, mis nõuab kaitsenormi hindamisel teleoloogilise meetodi rakendamist. Kaitsenormi hindamisel on pigem küsimus kohtute tõlgenduspraktikas ja selles, kuidas võetakse arvesse Liidu õigusnormi kui kaitsenormi hindamisel Euroopa Kohtu poolt kujundatud põhimõtteid ja kriteeriume normi eesmärgi selgitamisel ning Liidu õiguse tõhusa rakendamise tagamisel.

### **3.1.2. Turumanipulatsioon kui objektiivne kooseis ja teo õigusvastasust välistavad asjaolud**

VÕS § 1045 lg 1 p 7 rakendamisel väljendub tegu, millega kahju tekitatakse, normi objektiivses kooseisus, mille rikkumisele tuginetakse ning turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamise korral on selleks MAR artiklid 12 ja 15. Sealhulgas sätestab MAR artikkel 15 keelu turuga manipuleerida ning artikkel 12 sisustab turumanipulatsiooni mõiste. VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel nõude esitamisel tuleb hagejal tõendada muuhulgas kostja poolne normi rikkumine. Turumanipulatsiooni puhul peab hageja seega tõendama, et kostja tegu vastab mõnele MAR artiklis 12 sätestatud turumanipulatsiooni kooseisule.<sup>227</sup>

Euroopa Kohtu praktikas on konkurentsieeskirjade rikkumist puudutavates lahendites hinnatud ka riigisiseses õiguses sätestatud dokumentide tutvumisele esitatud nõuete kooskõla tõhususe põhimõttega. *Donau Chemie* kaasuses soovisid hagejad kahjunõude esitamiseks saada ligipääsu järelevalve dokumentidele, mis hõlmasid ka teavet leebuse programmi kohta. Austria õigus sätestas aga dokumentidele juurdepääsu saamise tingimuseks puudutatud isikute, sh kartelliosaliste ja leebusprogrammi osaliste nõusoleku selliste dokumentide avaldamiseks.

<sup>225</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 55.

<sup>226</sup> Nt RKKKo 3-1-1-101-09, p 10; Käerdi, M., Tampuu, T. VÕS § 1045/3.8.

<sup>227</sup> TsMS § 230 lg 1 kohaselt peab hagemenetluses kumbki pool tõendama neid asjaolusid, millele tuginevad tema nõuded ja vastuväited. – Tsiiviilkohtumenetluse seadustik. – RT I 2005, 26, 197; RT I, 22.12.2021, 23.

Kohtu hinnangul tuleb juurdepääsuõiguse andmisel igakordselt kaaluda isiku huve ning dokumentidele juurdepääsuõiguse piiramine ei tohi olla absoluutne, samuti ei tohi sellise juurdepääsuõiguse võimaldamisele kehtestada tingimusi, sh nõusoleku küsimist puudutatud isikutelt, kui see välistab kaalutusõiguse teostamise võimaluse.<sup>228</sup>

Turuga manipuleerimist võib investoril olla praktikas analoogselt konkurentsieskirjade rikkumisele keeruline tõendada, tulenevalt piiratud võimalustest saada ligipääs tõendamiseks vajalikule infole. Turul kauplajatel ei ole reeglina teavet selle kohta, kes on konkreetsete tehingute ja tehingukorralduste taga. Nasdaq Baltic veebilehel on avaldatud üksnes piiratud kogus teavet Balti börsidel tehtud tehingute kohta.<sup>229</sup> Ajalooliselt on võimalik teha viidatud börsi veebilehel kauplemispäevade lõikes väljavõtte keskmise hinna, avamis- ja sulgemishinna, päevase käibe ja muu sellise kauplemispäeva puudutava statistilise info kohta. Täiendavalt avaldatakse ka kellaaja täpsusega teave kõigi päeva jooksul tehtud tehingute kohta (kogus ja hind) iga väärtpaberi lõikes, mille osas saab samuti teha ajaloolise väljavõtte. Sellise info abil on potentsiaalselt võimalik tuvastada nt ebatavalisi hinnakõikumisi, eeskätt jälgides turu avamisel ja sulgemisel toimuvaid hinnaliikumisi ning võttes arvesse muuhulgas seda, kas selline muster on korduv. Küll aga ei ole sellise info põhjal võimalik tõsikindlalt veenduda, kas tegemist oli hinnamanipulatsiooniga, teadmata nii tehinguid teinud isikuid kui ka tehingukorralduste infot, sh korralduste sisestamise, muutmise ja tühistamise ajastust.

Kuna tehingukorralduste kohta infot ei avalikustata ning selline info on üldiselt üksnes osaliselt nähtav investoritele turul kauplemisel, siis on investoritel tehingupõhist manipulatsiooni keerulisem tõendada. Tehingupõhise manipulatsiooni tuvastamiseks ja tõendamiseks on lisaks sisestatud tehingukorraldustele, sh infole korralduse suuna (ost/müük), sisestamise aja, hinna ja korralduse liigi kohta (nt turuhinnaga order, limiithinnaga order) tihti vajalik ka info korralduste muutmise ja tühistamise kohta.<sup>230</sup>

Kõige paremad võimalused manipulatsiooni tuvastamiseks ja tõendamiseks on investoritel potentsiaalselt infomanipulatsiooni puhul, kuna reeglina on sellise manipulatsiooni korral teabe avaldaja eesmärgiks see, et selline teave investoriteni jõuaks. Küll aga võidakse see kas vastava

---

<sup>228</sup> C-536/11, *Donau Chemie*, p 30, 37.

<sup>229</sup> Nasdaq Baltic veebileht. – Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqbaltic.com/> (15.04.2021).

<sup>230</sup> Siinkohal siis arvesse võttes asjaolu, et mitmete tehingupõhise manipulatsiooni nõ strateegiate osaks on eksitavate korralduste edastamine turule ning nende tühistamine või oluline muutmine mõni hetk peale korralduse edastamist. Vt selles osas käesoleva töö peatükki 1.1.3 ning nt MAR tunnuste määruse Lisa II (5) (d) ja (e).

keskkonna, nt investeerimisfoorumi haldaja või ka turuga manipuleerija enda poolt kustutada.<sup>231</sup>

MAR artiklis 34 on liikmesriikide järelevalveasutustele sätestatud kohustus avaldada infot kõigi turukuritarvituste eest määratud halduskaristuste kohta. VPTS § 230 lg 4<sup>1</sup> kohaselt kuulub avaldamisele vähemalt rikkumise liik ja laad, rikkuja nimi ja isikukood või sünniaeg, juriidilise isiku puhul registrikood. Teave peab olema avalikult kättesaadav vähemalt 5 aastat avaldamisest. Finantsinspeksioon on nõude jõustumisest alates avaldanud kolm sellist teadet.<sup>232</sup> Finantsinspeksiooni avaldatud teadete alusel on potentsiaalsetel kannatanud investoritel võimalik saada infot turumanipulatsiooni kohta ning ka kontrollida, kas nad on teates väljatoodud perioodil finantsinstrumendiga tehinguid teinud.

Kannatanud investoril on võimalik tõendite kogumiseks esitada TsMS § 236 lg 2 ja § 239 lg 1 kohaselt kohtule taotlus. Esitatud taotluse alusel saab kohus koguda tõendeid nii Finantsinspeksioonilt kui ka näiteks asjakohastelt krediidasutustelt või investeerimisühingutelt. Selleks peaks hagejast investor ka põhjendama tõendi kogumise vajadust, nt tõendades, et ta on vastaval ajaperioodil teinud konkreetse instrumendi või instrumentidega tehinguid, viidates nt Finantsinspeksiooni veebilehel avaldatud teatele turumanipulatsiooni eest määratud halduskaristuste kohta. Selline kahjunõue ei tohiks aga takistada käimasolevat uurimist Finantsinspeksiooni või prokuratuuri poolt. Sarnane tõendite kogumise viis toimub mh ka konkurentsireeglite rikkumisega tekitatud kahjunõuete puhul, vastavad nõuded selleks olid liikmesriikidele sätestatud konkurentsi puudutavate kahjunõuete direktiivis (artiklid 5 – 7).

Kui turumanipulatsiooni osas on algatatud kriminaalmenetlus, siis on investoritel võimalik esitada kahjunõue ka kriminaalmenetluses tsiviilhagina. KrMS<sup>233</sup> § 40 lg 1 punktide 4 ja 5 järgi on hagejatel võimalik tutvuda ka kriminaaltoimikuga ning menetlusprotokolliga. Tsiviilhagi seisukohalt ei ole kuriteokoosseisupärasus oluline ning sellest ei sõltu ka nõude makspanek.<sup>234</sup> Kui kohus teeb aga õigeksmõistva kohtuotsuse või lõpetab

---

<sup>231</sup> Nt Taani Pharma Group kaasuses kustutas valeteabe avaldaja teate 24 minutit pärast selle avaldamist. - Finanstilsynet (Taani Finantsinspeksioon) <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Domme-og-boeder/2019/Dom-markedsmanipulation-010219> (25.04.2022).

<sup>232</sup> Esimene teade puudutas tegevust, mis vastas MAR art 12 (1) (a) ja art 12 (2) (b) sätestatud tunnustele. Finantsinspeksiooni veebileht, 30.11.2018. – Arvutivõrgus: <https://fi.ee/et/uudised/finantsinspeksioon-karistas-turumanipulatsiooniga-tegelenud-isikut> (19.04.2022); nii teine kui kolmas teade puudutasid tegevusi, mis vastasid MAR art 12 (1)(a)(i) sätestatud tunnustele. Finantsinspeksiooni veebileht, 02.06.2020. – Arvutivõrgus: <https://fi.ee/et/uudised/finantsinspeksioon-karistas-meelis-tikerpuud-turumanipulatsiooni-eest-rahatrahviga> (19.04.2022) ning 29.06.2021 <https://www.fi.ee/et/uudised/finantsinspeksioon-karistas-madis-talgret-turumanipulatsiooni-eest-rahatrahviga> (19.04.2022).

<sup>233</sup> Kriminaalmenetluse seadustik. – RT I 2003, 27, 166; RT I, 22.12.2021, 45.

<sup>234</sup> Sarv, J. Haginõuded kriminaalmenetluses. – Juridica 2011/5, lk 371.

kriminaalmenetluse, jäetakse KrMS § 310 lg 2 kohaselt tsiviilhagi läbi vaatamata. Sellisel juhul on hagejal võimalik kas KrMS § 318 lg 2 järgi vaidlustada otsus kõrgema astme kohtus või esitada hagi tsiviilkohtumenetluses. Kui turumanipulatsiooni menetletakse väärteomenetluse raames, siis väärteomenetluse raames tsiviilhagi esitada võimalik ei ole ega seega ka väärteotoimikuga tutvuda, kuid investoritel on võimalik esitada hagi tsiviilkohtumenetluses ning tõendite kogumiseks taotleda kohtult ka väärteotoimiku materjale.

Eesti õiguses sätestatud nõuded ja meetmed turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamise tõendamiseks ei ole vastuolus Liidu õiguse tõhususe põhimõttega, arvestades, et nii TsMS kui ka KrMS võimaldavad investoritel vajadusel taotleda tõendite kogumist.

Kui hageja suudab tõendada kostja teo õigusvastasuse, siis on kostjal võimalik vastutusest vabaneda, kui ta tõendab mh mõne õigusvastasust välistava asjaolu esinemise.<sup>235</sup> Teo õigusvastasust välistavad asjaolud on kirjeldatud VÕS § 1045 lg-s 2. Turumanipulatsiooni puhul võib olla asjakohaseks VÕS § 1045 lg 2 punktis 1 välja toodud õigusvastasust välistav asjaolu.<sup>236</sup> VÕS § 1045 lg 2 p 2 kohaselt ei loeta kahju tekitamist õigusvastaseks, kui kannatanu nõustus sellise kahju tekitamisega ning nõustumine oli kooskõlas seaduse või heade kommetega. Sellise nõusoleku andmist ei saaks tõenäoliselt pidada kooskõlas olevaks MAR-iga, küll aga võib kannatanu teha endale kahjuliku investeerimisotsuse kui ta oli teadlik nt sellest, et avaldatud info oli vale või hind oli turumanipulatsiooni tõttu kunstlikule tasemele viidud. Selliseid kahjulikke tehinguid MAR ei keela, kuid pigem ei välista see kahju tekitamise õigusvastasust VÕS § 1045 lg 2 p 2 alusel, vaid välistatud võib olla põhjuslik seos kostja teo ja hagejale tekkinud kahju vahel VÕS § 127 lg 1 kohaselt. VÕS § 1045 lg 2 p 1 kohaselt ei loeta kahju tekitamist õigusvastaseks, kui kahju tekitamise õigus tuleneb seadusest. MAR artikkel 12 (1) (a) on infomanipulatsiooni ja tehingupõhise manipulatsiooni koosseisude puhul välistanud isiku vastutuse kui isik tõendab, et tema tehingul, korraldusel või tegevusel on seaduslikud põhjused ning need on kooskõlas turu tunnustatud tavaga vastavalt MAR artiklile 13.

MAR artikkel 13 sätestab nõuded turu tunnustatud tavale, kuid viidatud säte ei ole otsekohalduv lõppsubjektidele, vaid näeb ette kriteeriumid, mida liikmesriikide järelevalveasutused saavad turu tunnustatud tava kehtestamisel arvesse võtta. Turu tunnustatud tavasid on liikmesriikides kehtestatud peamiselt likviidsuslepingute suhtes, kuid ka näiteks omaaktsiate tagasiostu ning

---

<sup>235</sup> RKTko 3-2-1-127-08 p 15.

<sup>236</sup> VÕS § 1045 lg 2 punktid 3 ja 4 puudutavad hädakaitse- ja hädaseisundit ning omaabi rakendamist, mis turumanipulatsiooni koosseisu arvestades on aga vähetõenäolised asjaolud, millega õigusvastasust välistada.

ettemääratud tingimustel väljastatud võlakirjade tagasiostu suhtes.<sup>237</sup> Selliseid tavasid on Liidus kehtestatud üldiselt vähe, mis ESMA hinnangul on tingitud tõenäoliselt eeskätt sellest, et turul eksisteerivad juba asjakohased meetmed, nt turutegemine likviidsuse pakkumiseks, ning täiendavate alternatiivsete meetmete kehtestamist turu tunnustatud tava alusel ei ole peetud seepärast vajalikuks.<sup>238</sup> Liikmesriigi järelevalveasutuste jaoks on turu tunnustatud tava kehtestamine vabatahtlik, kuid kui soovitakse see kehtestada, siis vastavalt MAR artiklile 13 tuleb see esitada ka ESMA-le kooskõlastamiseks ja kinnitamiseks. Kui turu tunnustatud tava on kinnitatud, siis kehtib see üksnes konkreetsel turul ning ei laiene teistele turgudele. Eesti turgude osas ei ole täna kehtestatud ühtegi turu tunnustatud tava, sh ei ole käesoleva töö autorile teada, et Finantsinspeksioon oleks sellist tunnustatud tava taotlenud.

Kostjal on võimalik teo õigusvastasuse välistamiseks tõendada ka nt MAR artiklis 5 sätestatud oma aktsiate tagasiostuprogrammile või stabiliseerimismeetmetele tuginemist. Viidatud erandid on aga kohaldatavad üksnes piiratud juhtudel, sh piiratud ringi õigussubjektide jaoks ning selliste erandite rakendamisele kohalduvad ranged nõuded.<sup>239</sup>

Seni kuni Eesti turgudel turu tunnustatud tava ei ole kehtestatud, ei ole turuga manipuleerijal võimalik ka esitada vastuväidet, mis tugineks tema tegevuse seaduslikkusele, kuna see eeldab ka selle tegevuse kooskõla turu tunnustatud tavale. Tulenevalt sellest võib kostjal olla keeruline esitada vastuväiteid, tõendades oma teo lubatavust ja kooskõla nõuetega. Arvestades, et turu tunnustatud tavale kehtestatud nõuded piiravad samuti selle kasutusala, ei aitaks tõenäoliselt ka turu tunnustatud tava kehtestamine märkimisväärselt kaasa kostja vastuväidete esitamise võimalusele. MAR art 12 objektiivsed koosseisud keskenduvad suuresti tehingute ja korralduste objektiivsetele asjaoludele ja ei võta arvesse kostjast tulenevaid asjaolusid. See võib olla probleemne, kui nt tsiviilõigusliku vastutuse tekkimiseks piisab üksnes kostja hooletusest, kuid kindlasti ei ole see probleem üksnes tsiviilõigusliku vastutuse keskne. Olulisemaks probleemiks võib olla avalik-õiguslik vastutus, nt haldusmeetmete rakendamisel või vääртеomenetluses, kus vastutuse tekkimiseks piisab üksnes ettevaatamatusest. Samas võib puht

---

<sup>237</sup> ESMA Report to the Commission on the application of accepted market practices. ESMA 70-156-3782, 16.12.2020, lk 6. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3782\\_esma\\_report\\_on\\_application\\_of\\_amp\\_2020.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3782_esma_report_on_application_of_amp_2020.pdf) (25.04.2022).

<sup>238</sup> ESMA Report to the Commission on the application of accepted market practices. ESMA 70-145-1184, 18.12.2018 lk 23, p 78. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1184\\_report\\_application\\_amps.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1184_report_application_amps.pdf) (25.04.2022).

<sup>239</sup> Oma aktsiate tagasiostuprogrammi on võimalik rakendada emitentidel ning stabiliseerimismeetmeid investeerimisühingutel ja krediidasutustel kooskõlas MAR artiklis 5 ning Komisjoni delegeeritud määruses 2016/1052 sätestatud nõuetega. – Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/1052, 08. märts 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad tagasiostuprogrammide ja stabiliseerimismeetmete suhtes kohaldatavaid tingimusi. – ELT L 173, 30.6.2016, lk 34–41.

tehingute ja korraldustega seotud objektiivsete asjaolude põhjal olla keeruline eristada tavapäraseid tehinguid manipulatiivsetest tehingutest. Seetõttu on ka nt MAR tunnuste määruuses välja toodud turumanipulatsiooni indikaatorid paljuski seotud just subjektiivsete nüanssidega nagu tahtlus ja eesmärk.

Teo õigusvastasust välistavad asjaolud piirduvad peamiselt kostja võimalusega tõendada, et tema tehingud olid majandusliku sisuga. MAR-is sätestatud võimalikud vastuväited on suuresti piiratud, kuna kohalduvad kas väga spetsiifilistel juhtudel või pole Eestis võimalik üldse kohaldada, nt turu tunnustatud tavale vastavus. See võib iseenesest raskendada kostja olukorda, kuid praktikas on turumanipulatsiooni objektiivse koosseisu tõendamine piisavalt keerukas. Samas tuleb arvestada, et kohtupraktikas võidakse kohaldada ka ümberpööratud tõendamiskoormist ehk kostjal tuleb tõendada enda tehingute majanduslikku sisu<sup>240</sup>.

### 3.1.3. Põhjuslik seos

Selleks, et kostja vastutaks kahju õigusvastase tekitamise eest, peab hageja suutma tõendada, et kostja teo ning hagejale tekkinud kahju vahel oli põhjuslik seos. Põhjusliku seose tuvastamisel kohaldatakse *conditio sine qua non* põhimõtet, mille kohaselt loetakse kostja tegu kui ajaliselt eelnev nähtus hagejale tekitatud kahju põhjuseks, kui ilma kostja teota ei oleks hagejale kahju tekkinud.<sup>241</sup> Seda nimetatakse õiguskirjanduses ka vastutust täitvaks kausaalsuseks ehk kahju vajalikuks põhjuseks.<sup>242</sup> Sealhulgas ei pea tekkinud kahju olema rikkumise vahetu tagajärg, vaid võib olla ka rikkumise tõttu tekkinud põhjusahela tagajärg.<sup>243</sup> Selleks, et piirata kostja liiga laiaulatuslikku vastutust on Eesti õiguses sarnaselt Saksa õigusele põhjusliku seose hindamine kaheastmeline. Põhjusliku seose tõendamisel tuleb hagejal lisaks kahju vajalikule põhjusele tõendada, et rikutud kohustuse eesmärgiks oli ära hoida just sellist kahju, mille hüvitamist hageja nõuab.<sup>244</sup> Vastav nõue tuleneb VÕS § 127 lg-st 2 ning oma sisult väljendab see seda, kas normi kaitse-eesmärgiks oli hageja kaitsmine konkreetse kahju tekkimise eest, mida hageja kostjalt nõuab.

Euroopa Kohtu praktikas on konkurentsieeskirjade rikkumist puudutavates lahendites hinnatud ka liikmesriikide põhjusliku seose tõendamiskoormise vastavust Liidu tõhususe põhimõttega. Kui rikkumise ja kahju vahelist põhjusliku seose tõendamist on Euroopa Kohus mitmetes

<sup>240</sup> RKKKo 3-1-1-36-12 p 19; RKKKo 3-1-1-70-11 p 18.1. – 19.

<sup>241</sup> RKTCo 2-16-14655/24 p 21.1

<sup>242</sup> Sein, K. VÕS § 127/4.10. – Võlaõigusseadus. Komm vlj. 1. vlj. Tallinn: Juura 2016.

<sup>243</sup> Sein, K. VÕS § 127/4.10.

<sup>244</sup> Sein, K. VÕS § 127/4.6.1.

lahendites pidanud tõhususe põhimõttega kooskõlas olevaks<sup>245</sup>, siis normi kaitse-eesmärgi ja kahju vahelise põhjusliku seose tõendamist pidas kohus aga tõhususe põhimõttega vastuolus olevaks. Selline seisukoht kujunes eeskätt läbi selle, et konkurentsieeskirjadega sooviti kohtu hinnangul pakkuda kaitset igäühele igasuguse kahju tekkimise eest, mistõttu on normiga soovitud kaitse ja tekkinud kahju vahelise põhjusliku seose tõendamine üleliigselt koormav.<sup>246</sup> Käesoleva töö autori hinnangul ei tohiks sellest aga järeldada, et igasuguse Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahju puhul võiks normi kaitseulatus ja tekkinud kahju vahelise põhjusliku seose tõendamise nõue olla tõhususe põhimõttega vastuolus. Vastuolu võib tekkida olukorras, kus kaitseulatus on sarnaselt konkurentsieeskirjade eesmärgiga väga lai (nõ igäühe õigus, kaitse igasuguse kahju eest), mistõttu võib sellises olukorras täiendava põhjusliku seose tõendamine olla oma formaalsuse tõttu ebapraktiline ning seeläbi ka tõhususe põhimõttega vastuolus.

*Muñoz*e kaasus on siinkohal heaks näiteks, kus kvaliteedistandardite rikkumisega tekitatud kahjunõude puhul selgitas kohtujurist, et ka normiga kaitstavate isikute huvide ja kahju vahel peaks olema põhjuslik seos.<sup>247</sup> Kaitstavate isikute huvid, sh isikute ring ja kahju, määratletakse ka Liidu tõhususe põhimõttest tulenevalt läbi normi eesmärgi, sh tehti seda konkurentsieeskirjade rikkumist puudutavates lahendites, lihtsalt konkurentsieeskirjade kaitseulatus oli oma sisult väga lai. *Muñoz*e kaasuses käsitletud kvaliteedistandardite osas leidis kohtujurist, et selline kaitse võiks normi eesmärgist tulenevalt olla nii konkurentidel kui tarbijatel, mis omakorda näitab, et Liidu õigus ei paku alati nii laia „igäühe“ kaitset.<sup>248</sup> Turumanipulatsiooni keelu kaitse-eesmärgi osas ei ole Euroopa Kohus pidanud senises praktikas hinnangut andma, kuid tuginedes Euroopa Kohtu praktikale tõhususe põhimõtte rakendamist puudutavates asjades, siis hõlmab kaitse eesmärk vähemalt investoreid ja emitente ning võrdlusaluste manipulatsiooni puhul võib see hõlmata ka tarbijaid ning võrdlusaluste kasutajaid. Kahju ulatuselt peaks olema hõlmatud igasugune kahju, mida turukuritarvituste keeluga sooviti ära hoida. See võib hõlmata eeskätt puhtmajanduslikku kahju, mis tekkis otseselt turumanipulatsiooni tagajärjel. Kuna turukuritarvituste regulatsioon ja konkurentsieeskirjad omavad oma eesmärkidelt palju sarnasusi, siis ei ole välistatud, et Euroopa Kohus võib analoogselt konkurentsieeskirjadele ka turumanipulatsiooni keelu eesmärki tõlgendada laialt, nähes sellist kaitset igal ühel ning igasuguse tekitatud kahju osas.

---

<sup>245</sup> Nt nii *Kone*, *Otise*, *Manfredi* kui *Skanska* lahendis on välja toodud, et „nii on igäühel õigus nõuda talle tekitatud kahju hüvitamist, kui selle kahju ja ELTL artikliga 101 keelatud kokkuleppe või tegevuse vahel esineb põhjuslik seos.“ – C-557/12 *Kone*, p 22; C-435/18, *Otis*, p 23; C-295/04, *Manfredi*, p 61; C-724/17, *Skanska*, p 26.

<sup>246</sup> C-435/18, *Otis*, p-d. 27, 31.

<sup>247</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 47.

<sup>248</sup> C-253/00, *Muñoz*, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek, p 30.

Baltika lahendis ei analüüsinud kohus kahjunõude eelduseid, sh põhjuslikku seost, kuna kahjunõue välistati kaitse-eesmärgi puudumise tõttu. Põhjusliku seose olemasolu tõendamine võib aga oma keerukuselt muuta VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel kahjunõude esitamise keerukaks, isegi kui kaitse-eesmärgi olemasolu turumanipulatsiooni keelu puhul jaatada. Turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõude esitamisel peab hageja suutma ühest küljest tõendada, et ilma kostja rikkumiseta ei oleks hagejale kahju tekkinud – kas ei oleks teinud tehingut, oleks selle teinud teistel tingimustel või oleks tema tehingu väärtus olnud teine. Viidatud näited seonduvad aga ka põhjusliku seose teise osa tõendamiskoormisega, kus hageja peab suutma näidata, et turumanipulatsiooni keelu eesmärgiks oli ära hoida just selline kahju, mille hüvitamist ta nõuab. Turumanipulatsiooni tagajärjel võib tekkida kahju nii kaudselt tagajärjena, nt tehingu väärtuse mõjutamine läbi hinna kunstlikule tasemele viimise, kui ka otseselt läbi mõjutamise, nt valele teabele tuginemine investeerimisotsuse tegemisel. See aga ei tähenda tingimata, et MAR eesmärgiks oli ära hoida igasuguse sellise kahju tekkimine, mistõttu tuleb hagejal ka tõendada, et MAR eesmärgiks oli ära hoida just sellise kahju tekkimine, mida hageja nõuab, juhul kui Liidu õiguse tõhususe põhimõtte tsiviilõigusliku kaitse ulatuse osas ei ole sama lai nagu konkurentsieeskirjade puhul.

BGH on näiteks Saksa kohtupraktikas lahendanud küsimust, mis seonduis kahjuga, mis tekitati emitendi poolt vale siseteabe avaldamisega. Põhjusliku seose tõendamisel leidis BGH, et hagejatel tuleb igal juhul tõendada valele infole tuginemist.<sup>249</sup> Teabele tuginemise tõendamise nõudega välistati aga sisuliselt kahju hüvitamise võimalus, mis on tekkinud hagejatele hinnamõju tõttu, mida valeteabe avaldamine tagajärjena tekitas, kuna sellistel juhtudel ei ole investoritel praktiliselt võimalik teabele tuginemist tõendada. BGH on oma praktikas aga analüüsinud ka USA kohtupraktika eeskujul *fraud on the market theory* (FOTM teooria) sobivust ja kohaldatavust Saksa õiguses.<sup>250</sup> Selle teooria kohaselt eeldatakse, et investor tugines tehingu tegemisel väärale või eksitavale teabele, kui tehingu objektiks olnud instrumendiga kaubeldi efektiivsel turul. Selline eeldus põhineb kaudselt efektiivse turu hüpoteesil, mille kohaselt kajastub efektiivsel turul kogu olemasolev teave, sh valeteave, instrumendi hinnas. Kuna teave peaks sisalduma hinnas, siis loetakse seeläbi investor ka kaudselt valele teabele tuginevaks, kui ta tegi tehingu hinnaga, mis oli valeteabest mõjutatud.<sup>251</sup> BGH ei näinud aga, et FOTM teooria Saksa õigusesse sobituks ehk sellist põhjusliku seose eeldamist BGB § 826 ei

<sup>249</sup> BGH, II ZR 217/03, 19.07.2004, p III (2) (a) lk 14; BGH, II ZR 147/05, 04.06.2007, p 16.

<sup>250</sup> BGH, II ZR 217/03, 19.07.2004, p III lk 22 – 23; BGH, II ZR 80/04, 28.11.2005, p 11; BGH, II ZR 246/04, 28.11.2005, p 8; BGH, II ZR 153/05, 26.06.2006, p 5; BGH, II ZR 147/05, 04.06.2007, p 16.

<sup>251</sup> *Basic, Inc. v Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). – Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/> (20.04.2022).

võimalda. Eeskätt nägi BGH, et FOTM teooria rakendamine tooks kaasa BGB § 826 alusel liigselt suure vastutuse.<sup>252</sup>

Eesti õigus, arvestades eeskätt VÕS § 127 lg 2 ja 4 sõnastust, ei välista tingimata kahjunõude esitamist olukorras, kus investor ei ole otseselt valele või eksitavale teabele tuginenud. Küll aga võib selline piirang tekkida läbi normi kaitse-eesmärgi tõlgenduse. Eeskätt juhul, kui turumanipulatsiooni keelu eesmärgina ei nähta kaitset kunstliku hinnataseme tagajärjel investorile tekkinud kahju eest, vaid üksnes investeerimisotsuse mõjutamise tulemusena tekitatud kahju eest.

Kui vaadata MAR-is sätestatud eesmärgi turumanipulatsiooni keelustamisel, sh MAR preambuleid, siis võib MAR kaitse-eesmärgiks pidada nii investeerimisotsuste kujunemist, sh teabele tuginemist, kui ka usaldust turgude vastu, sh ausat hinnakujunemist läbi tegeliku pakkumise ja nõudluse. MAR preambul (47) näitlikustab infomanipulatsiooni mõju investoritele küll peaaesjalikult läbi negatiivse mõju investorite investeerimisotsustele, mistõttu ei ole välistatud, et kohtud piirduvad MAR kaitse-eesmärgi tõlgendamisel infomanipulatsiooni kontekstis üksnes investeerimisotsuste kaitsega. Küll aga tuleb arvestada, et preambulis väljatoodud kahjulikud mõjud on mõeldud näitlikustama olulisemaid ja suuremaid mõjusid, mida turumanipulatsioon võib endaga kaasa tuua ning ei pretendeeri ammendavale loetelule, mille osas tuleks turumanipulatsiooni keelu kaitse-eesmärgi tõlgendamisel piirduda. Võrdlusaluste manipulatsiooni osas on MAR preambul (44) toonud mõjude osas näiteks välja just võimaliku tagajärje mõju, mis on tingitud hinnataseme kunstlikkusest.

Selline laiem kaitse-eesmärk võib osalt aidata kaasa MAR-iga soovitud eesmärkide saavutamisele, eeskätt investorite kaitse ja usaldus turgude vastu, kuid ta ei tohiks hakata teisest küljest takistama väärtipaberiturgude tõhusat toimimist. Selline takistav mõju võib avalduda muuhulgas siis, kui tsiviilõigusliku kaitse tagamine muutub kaitseks investeerimiskriisi ja investori enda halbade otsuste eest. Ka FOTM teooria puhul nähti sellist riski, kuna sellega lihtsustati teoorias tunduvalt selliste nõuete esitamist.<sup>253</sup> FOTM teooria kohaldamisala piiramine likviidsete turgudega on praktikas tingitud aga pigem selle teooria rakendamise vähesuse, muuhulgas seetõttu, et suur osa turumanipulatsioonist toimub eeskätt vähe-likviidsetel turgudel ja vähe-likviidsete instrumentidega.<sup>254</sup> Kui ka Liidu õigus aktsepteeriks analoogia korras FOTM teooria rakendamist, ei pruugi see anda Eesti õiguses põhjusliku seose

---

<sup>252</sup> BGH, II ZR 147/05, 04.06.2007, p 16.

<sup>253</sup> Basic, Inc. V Levinson, 485 U.S. 224 (1988), p 254 (White, J).

<sup>254</sup> Aggarwal, lk 1936; Sergakis, K. The Law of Capital Markets in the EU. – University of Glasgow, UK: Red Globe Press, 2018, lk 194 – 195.

tõendamisel tõenäoliselt väga palju juurde. Ühest küljest seetõttu, et see nõuaks eraldi efektiivse turu tõendamist, mis võib osutada paljudele hagejatele keeruliseks ning teisalt ka seetõttu, et Tallinna börsil on mitmed instrumendid pigem vähelikviidsed, võttes arvesse nende päevaseid kauplemismahte, ostu-müügi hinnavahet.<sup>255</sup>

Arvestades, et Saksa kohtupraktikas on valetate avaldamise puhul nähtud tingimata vajadust tõendada teatele tuginemist investeerimisotsuse tegemisel, ei aktsepteerita tõenäoliselt investorite kaudset mõjutamist. Ehk investorid, kes küll ekslikule teabele ei tuginenud, kuid samal ajal kunstlikult hinnatasemelt ostsid või müüsid, ei ole Saksa praktika vaatest õigustatud saama kahjuhüvitist, kuna sellises olukorras ei nähta kostja tegu põhjuslikus seoses hageja kahjuga. Põhjusliku seose tõendamisel on Saksa kohtupraktikas vaadatud eeskätt avaldatud teate sisu kui ka tehingute ajastatust. Teate sisu peaks suutma mõjutada investeerimisotsuste kujunemist ehk igasugused, eeskätt ühekülgsed teated ei pruugi olla objektiivselt sellised, mille puhul saaks üldse eeldada mõju investeerimisotsustele. Investorite tehingud peaksid samuti olema tehtud võimalikult vahetult peale teate avaldamist. Pikema ajalise vahe puhul ei ole BGH pidanud teate avaldamist ja investeerimisotsuseid piisavalt seostatuks mh võttes arvesse seda, et uued avaldatud uudised ja nüansid instrumendi ja ettevõtte kohta võivad täiendavalt mõjutada investeerimisotsust. Täpset ajalist kriteeriumit ei ole BGH välja toonud, vaid on leidnud, et seda tuleb otsustada individuaalselt, võttes arvesse konkreetse kaasuse asjaolusid.<sup>256</sup>

Kaudse investorite mõjutamise arvestamata jätmine, samuti liigne keskendumine ühekülgsale arusaamale, mis võib mõjutada ja kujundada investeerimisotsuseid, võib osalt küll piirata üleliigset vastutust, kuid samas ka diskrimineerida teatud investeerimisstrateegiaid. BGH viidatud otsustuste valguses on selline lahendus pigem tõenäoline. Arvestades, et Saksa tsiviilõigus ja kohtupraktika on ka Eesti õiguse tõlgendamisel eeskujuks, võib sellist lähenemist oodata ka Eesti praktikas. Juba objektiivse koosseisu puhul on Eesti Riigikohus andnud kriminaalasjas nt hinnanguid selle kohta, kas ja millal satuks mõistlik investor vähemalt tõenäoliselt eksitusse.<sup>257</sup>

Mõistliku investori terminit kasutatakse ka MAR-is, kuid seda siseteabe avalikustamiskohustuse kontekstis ning eeskätt eesmärgiga piiritleda emitentide kohustuse ulatust vastavalt MAR artiklile 17. Turumanipulatsiooni kontekstis ei ole seda mõistet MAR-is kasutatud. BGH ja Eesti Riigikohtu lähenemised võivad aga piirata mõistliku investori

---

<sup>255</sup> Kauplemismahud on kättesaadavad Nasdaq Balti kodulehel. – Arvutivõrgus: <https://nasdaqbaltic.com/et/> (21.04.2022).

<sup>256</sup> BGH, II ZR 217/03, 19.07.2004, p III lk 22 – 23

<sup>257</sup> RKKKo 3-1-1-36-12 p 11.1.

defineerimist läbi teatud tüüpi investeerimisstrateegia kasutamise. Eeskätt näib fookus olevat suunatud fundamentaalsel analüüsil põhinevale investeerimisstrateegiale, kus investeerimisotsuste tegemisel võetakse arvesse emitenti puudutavaid näitajaid ning püütakse selle põhjal määratleda ettevõtte õiglasi väärtusi. Fundamentaalsel analüüsil põhinevat strateegiat saab pidada nõ klassikaliseks strateegiaks, kuid see ei peaks olema ainus strateegia, mida mõistlik investor eelduslikult kasutaks<sup>258</sup>.

Näiteks on fundamentaalse analüüsi kõrval tuntud strateegiaks tehniline analüüs, mille kasutajad teevad investeerimisotsuseid instrumendi ajalooliste hinnaliikumiste põhjal, prognoosides selle põhjal tuleviku hinnaliikumisi. Sellise strateegia kasutamisel ei oma otsuste tegemisel sisuliselt tähtsust ettevõtet puudutavad fundamentaalsed näitajad.<sup>259</sup> Investeerimisotsuseid võib seetõttu sõltuvalt investorite strateegiatest mõjutada väga erinevad asjaolud. Teatud strateegiatel on suurem mõju üksnes tagajärjena – nt võrdlusaluste manipulatsioon, hinnamanipulatsioon. Hinnamanipulatsiooni osas on MAR artiklis 12 (2) (b) muuhulgas eraldi välja toodud avamis- või sulgemishinna alusel kauplejate mõjutamine. Sulgemis- või avamishinna alusel investeerimisotsuste tegemist ei pruugitaks mõistliku investori tunnuste alusel mõistlikuks pidada. See võib aga omakorda takistada Liidu õigusega soovitud tõhusa toime tagamise, arvestades, et mitmed MAR koosseisu näited näevad eraldiseisvalt ette teatud tüüpi investorite kahjustamise, mida eelduslikult soovitakse ka turumanipulatsiooni keeluga vältida. Käesoleva töö autori hinnangul tuleks võtta arvesse iga konkreetse kaasuse kontekstis manipulatsiooni vormi, hinnata selle põhjal, milliste strateegiatega investoreid vastavad manipulatsioonivormid võiksid kahjustada ning selle põhjal sisustada ja hinnata, kas mõistlik investor oleks vastavalt tegutsenud ning kas konkreetse teo ja kahju vahel oli põhjuslik seos.

VÕS § 127 lg 3 järgi on kahjunõude esitamisel delikti üldkoosseisu alusel nõutav ka kahju ettenähtavus. Riigikohus on VÕS § 127 lg-s 3 sätestatud ettenähtavuse põhimõtet VÕS § 1045 lg 3 ja § 1045 lg 1 p-1 7 põhineva nõude puhul järjepidevalt rakendatud, kuigi VÕS § 127 lg 3 sõnastus viitab selle kohaldumisele üksnes lepinguliste kohustuste rikkumisel.<sup>260</sup> Seetõttu on seda lähenemist ka õiguskirjanduses kritiseeritud, kuid oma sisult on ta üheks oluliseks sambaks nõ tulvavärava efekti vältimisel, piiritledes kostja võimalikult laia vastutust.<sup>261</sup> Ka Riigikohus on nentunud, et VÕS § 127 lg 3 on kohaldatav üksnes lepinguliste kahjunõuete puhul ning ei

---

<sup>258</sup> Drakopoulou, V. A Review of Fundamental and Technical Stock Analysis Techniques. – Journal of Stock & Forex Trading, Volume 5, Issue 1, 2016, lk 1.

<sup>259</sup> Drakopoulou, lk 4.

<sup>260</sup> Nt RKTko 3-2-1-53-06 p 13; RKTko 2-19-7379 p 19; RKTko 2-16-14655 p 14.6 ja 15.1.

<sup>261</sup> Nõmm 2007, lk 45 – 46.

ole asjakohane deliktiõiguslike nõuete korral. Kuid kohus on kaudselt siiski tuletanud ettenähtavuse põhimõtte kohaldatavuse läbi süülisuse põhimõtte VÕS § 1050 lg 2 ja 3 järgi.<sup>262</sup> Kuna süüd ehk tavalist hooletust eeldatakse, siis ei saaks nõuda ka selle läbi kaudselt ettenähtavuse tõendamist, vaid seda tuleks selle loogika järgi samuti eeldada. Kui turumanipulatsiooni koosseis nõuab aga teatud juhtudel vähemalt raske hooletuse tõendamist, siis tuleks konkreetse kaasuse asjaolusid arvestades hinnata ka seda, kas antud kaasuse puhul oli võimalik kahju tekitamisele viitavaid asjaolusid tunnetada.<sup>263</sup> See ei ole aga oma sisult päris sama, mis VÕS § 127 lg 3 mõttes kahju ettenähtavus, vaid süülisuse kontekstis hinnatakse rohkem subjektiivseid asjaolusid lähtudes konkreetse juhtumi asjaoludest.

Eesti õiguses sätestatud põhjusliku seose tõendamise nõue iseenesest Liidu tõhususe põhimõttega vastuolus ei ole. Kui aga turumanipulatsiooni keelu eesmärki ning tõhususe põhimõttest tulenevat kaitsevajadust nähakse sama laiana nagu konkurentsiasjades ehk igäihe õiguse ja kaitsena, siis võib ka turumanipulatsiooniga tekitatud kahju puhul olla vastuolus normi kaitse-eesmärgi ja kahju vahelise põhjusliku seose tõendamise nõue. See aga ei nõuaks normi muutmist, vaid piisaks, kui kohtud jätaksid vastuolus olevad normid lihtsalt kohaldamata ning tõlgendamisel lähtuksid kooskõlast tõhususe põhimõttega. Samuti võib minna tõhususe põhimõttega vastuollu nõue tõendada tingimata investori poolset aktiivset tegevust, mille tagajärjel kahju tekkis – nt valetabele tuginemist. Sellisel juhul võidakse piirata normi kaitseulatust üksnes teatud investeerimisstrateegiatega, eeskätt fundamentaalsel analüüsil põhineva strateegiaga ning jäetakse kõrvale teised strateegiad, mille rakendamisel võib nt turumanipulatsiooniga tekkida kahju üksnes kaudselt tagajärjena. Vastuolu tõhususe põhimõttega võib tingida ka kahju ettenähtavuse nõue, kuna sellega võidakse liigselt piirata Liidu õiguse kaitsetahet ning seeläbi ka tõhusat toimimist. Ettenähtavuse tõendamise nõue ei tulene selliste nõuete puhul aga otseselt VÕS-ist, vaid seondub rohkem kohtute tõlgenduspraktikaga. Liidu õiguse puhul tuleks iga konkreetse kaasuse puhul eraldi hinnata, kas ettenähtavuse tõendamise nõue võib minna vastuollu tõhususe põhimõttega ning asjakohasel juhul jätta selline tõendamise nõue kohaldamata.

#### **3.1.4. Süü**

Deliktiõiguses rakendatakse süülisuse vastutuse põhimõtet, mis vastavalt VÕS §-le 104 tähendab vastutust hooletuse, raske hooletuse või tahtluse korral. Süü väljendub nõ subjektiivses õigusvastasuses. VÕS § 1045 lg 1 p 7 puhul reeglina piisab, kui kostja oli normi rikkudes

---

<sup>262</sup> RKTko 3-2-1-53-06 p 13.

<sup>263</sup> Nõmm 2007, lk 46.

vähemalt hooletu. VÕS § 1050 lg 1 järgi eeldatakse isiku süüd, st eeldatakse välist hooletust VÕS § 104 lg 3 mõttes ning kui kostja soovib esitada selles osas vastuväite siis peab ta tõendama mõne süülisust välistava asjaolu.<sup>264</sup> Juhul kui rikutud normi objektiivne koosseis eeldas rikkumisel rasket hooletust või tahtlust, siis tuleb hagejal tõendada vastavalt kas kostja rasket hooletust või tahtlust.<sup>265</sup>

Euroopa Kohus on võrdset kohtlemist puudutavas lahendis leidnud, et kui Liidu õiguse säte ei ole sidunud isiku vastutuse süülisuse nõudega, siis vastutuse tekkimiseks piisab üksnes rikkumisest.<sup>266</sup> Selline seisukoht väljendab ühest küljest Liidu õiguse tõhususe põhimõtte sisustamist, kuid käesoleva töö autori hinnangul ei tähenda see seda, et selline standard oleks nõutav igasuguse Liidu õiguse rikkumise korral. Näiteks võivad subjektiivse tahtluse elemendid olla eraldiseisvalt sätestatud teo objektiivses koosseisus, mistõttu määrab juba koosseis ise nõutava subjektiivse vastutuse standardi. Oma sisult seob Liidu õigusnorm läbi selle ka isiku vastutuse süülisuse nõudega.

Erinevalt ülejäänud MAR artiklis 12 sätestatud turumanipulatsiooni koosseisudest sisaldab infomanipulatsiooni koosseis artiklis 12 (1) (c) ning võrdlusaluste manipulatsiooni koosseis artiklis 12 (1) (d) tingimust, mille kohaselt teavet avaldanud või levitanud isik pidi või oleks pidanud teadma, et teave oli eksitav või väär. Selline kriteerium viitab sellele, et subjektiivsest poolest ei piisa üksnes hooletusest, vaid kostja pidi olema vähemalt raskelt hooletu.<sup>267</sup> Saksa õiguse kontekstis on Dr. J.-S. Schütt artikkel 12 (1) (c) osas näiteks leidnud, et vastutuse tekkimiseks piisab tavalisest kergest hooletusest.<sup>268</sup> Vastav erisus on tingitud aga termini „pidi teadma“ erinevast sisustamisest Eesti ja Saksa õiguses.<sup>269</sup> Kuna Eesti õiguses eeldatakse kostjal üksnes tavalist hooletust, siis MAR artikkel 12 (1) (c) ja 12 (1) (d) puhul tuleb hagejal tõendada, et kostja on nõude rikkumisel olnud vähemalt raskelt hooletu.

Riigikohus on turumanipulatsiooni puudutavas süüteoasjas leidnud, et hinnamanipulatsiooni koosseis, mis seisneb isikute koostöös hinna kunstlikule tasemele viimises või kunstlikul tasemel hoidmises, eeldab vähemalt kaudset tahtlust.<sup>270</sup> Viidatud lahend on tehtud MAD-i

---

<sup>264</sup> Nt RKTko 2-14-56641 p 18.

<sup>265</sup> Nt RKTko 3-2-1-146-04 p 23; Kõve, V. VÕS § 104/9.

<sup>266</sup> EKO C-177/88, *Elisabeth Johanna Pacifica Dekker versus Stichtig Vormingscentrum voor Jong Volwassenen Plus*, ECLI:EU:C:1990:383, p 22.

<sup>267</sup> See on tuletatav analoogia korras VÕS § 15 lõikest 4, mille järgi teadma pidamine võiks viidata raskele hooletusele.

<sup>268</sup> Schütt, lk 471.

<sup>269</sup> Kuna BGB § 122 II defineerib „teadma pidamist“ läbi tavalise kerge hooletuse erinevalt VÕS § 15 lõikest 4, mis defineerib sama terminit läbi raske hooletuse, siis tuleneb sellest ka erinevus nõutava süüvormi osas MAR art 12 (1) (c) rikkumisel.

<sup>270</sup> RKKko 3-1-1-70-11 p 8.3. Kaudne tahtlus KarS § 16 lg 4 tähenduses omab praktikas tähtsust ka tahtluse mõiste sisustamisel VÕS § 104 lg 5 kontekstis. – Kõve, V. VÕS § 104/5.

kehtivusaajal ning tugines VPTS § 188<sup>15</sup> lg 1 punktil 2. Analoogne hinnamanipulatsiooni koosseis on MAR-is sätestatud artiklis 12 (1) (b), kuid erinevalt MAD-i sõnastusest ei ole selles eraldi välja toodud isikute koostööd. See aga ei tähenda, et MAR art 12 (1) (b) hinnamanipulatsiooni koosseisu ei oleks võimalik toime panna isikute koostöös. Selline koostöös hinna mõjutamine on praktikas endiselt hinnamanipulatsiooni puhul levinud ning mõju hinnale võib tihti avalduda just kahe või enama isiku koostöös tehtud tehingute ja tehingukorralduste tagajärjel, sh näiteks juhtudel, kus isikud on samade tehingute vastaspoolteks, sisestades samasisulisi vastassuunas ordineid samaaegselt.<sup>271</sup> Sellise koostöö puhul peaks jätkuvalt olema nõutud tahtluse tõendamine, kui tuginetakse nt täiendavalt MAR artikkel 12 punktis 2 välja toodud täpsustavatele tegevustele, mis viitab isikute koostööle (nt art 12 (2) (a)). Samuti viitab tahtlusele ka MAR artikkel 12 lõige 2 (d), kus viidatakse tavapärastele või elektroonilistele meediakanalitele juhusliku või korrapärase juurdepääsu ärakasutamisele<sup>272</sup>.

MAR tunnuste määruuses välja toodud turumanipulatsiooni indikatsioonid hõlmavad paljudel juhtudel subjektiivseid elemente. Näiteks viitab MAR tunnuste määruuse Lisa 2 mitmel juhul tahtluse elementidele, nt terminite „ärakasutamine“<sup>273</sup>, „kes tegutsevad kooskõlastatult või kokkumängivalt“<sup>274</sup>, „mida teeb sama osaline või erinevad, kuid ühiselt tegutsevad pooled“<sup>275</sup>, „tahtlik ostmine või müümine“<sup>276</sup>, „kokkumänguna“<sup>277</sup>, „eesmärgiga“<sup>278</sup>. Kuigi viidatud indikatsioonid ei ole turumanipulatsiooni objektiivse koosseisu siduvateks elementideks, võib aga praktikas olla vajalik tõendada ka viidatud subjektiivseid elemente ja seeläbi ka nt tahtlust. Eeskätt nt juhtudel, kus on keeruline eristada tavapärasest turul tegutsemist turumanipulatsioonist ning MAR tunnuste määruuses viidatud subjektiivsed elemendid aitavad sellele eristamisele kaasa, samuti juhtudel, kus turumanipulatsioon on toime pandud koostöös ning sellele ka nõude esitamisel viidetakse või tuginetakse.

Eesti õiguses sätestatud süülisuse nõuded ei ole vastuolus Liidu tõhususe põhimõttega, võttes mh arvesse, et kõrgendatud tõendamiskoormis, nt raske hooletuse või tahtluse tõendamine, tuleneb muuhulgas mitmel juhul MAR-ist endast.

---

<sup>271</sup> Vt käesoleva töö ptk 1.1.3.

<sup>272</sup> Sõna „ärakasutamine“ asemel on MAR eestikeelses tõlkes kasutatud sõna „kasutamine“, mis tahtlusele ei viita. Kui võrrelda seda sätet aga ka teiste tõlgetega, siis korrektne termin on „ärakasutamine“ – nt ingliskeelses tõlkes „*taking advantage of*“, saksakeelses tõlkes „*Ausnutzung*“.

<sup>273</sup> 1. jagu p 2 (b).

<sup>274</sup> 1. jagu p 3 (a).

<sup>275</sup> 1. jagu p 3 (c).

<sup>276</sup> 1. jagu p 5 (d).

<sup>277</sup> 1. jagu p 7 (b).

<sup>278</sup> nt 1. jagu p 2 (c), (d), p 3 (b), (d).

### 3.2. Kaitse kooskõla võrdväarsuse põhimõttega

Võrdväarsuse põhimõte on teine oluline Liidu põhimõtte tõhususe põhimõtte kõrval. Erinevalt tõhususe põhimõttest hinnatakse kooskõla võrdväarsuse põhimõttega vastu riigisisest õigust. Õiguskirjanduses on leitud, et võrdväarsuse põhimõtte hõlmab lisaks küsimusele, millist kaitset tagada või millist karistust määrata, ka küsimust, kas mingit konkreetset kaitset tagada või karistust määrata. Seda põhjendatakse eeskätt sellega, et see täpsustab ELL artikkel 19 lõikes 1 (2) sätestatud liikmesriikide kohustust näha ette tulemusliku õiguskaitse tagamiseks vajalik kaebeõigus liidu õigusega hõlmatud valdkondades.<sup>279</sup>

Saksa õiguskirjanduses on analüüsitud võrdväarsuse põhimõtte kohaldamist muuhulgas sarnaste kahju hüvitamise erinormide kontekstis. Erinevalt Eesti õigusest on Saksa õiguses jätkuvalt kehtivad erinormid WpHG § 15, § 37 b ja § 37 c näol kahju hüvitamiseks emitentide poolt teabe avaldamata jätmise ning emitentide poolt vale ad-hoc teate avaldamise korral. Iseenesest ei ole nende erisätete puhul tegemist originaalsete Saksa riigisisese õiguse sätetega, vaid need põhinesid MAD-is kui Liidu õiguses kirjeldatud keelatud tegudel, mis aga ei tohiks takistada võrdväarsuse põhimõtte kohaldamist.<sup>280</sup> Täna on vastav sisuline koosseis sätestatud MAR artiklis 17. Võrdväarsuse põhimõttest tuleneva analoogia kohaldamist on arutatud õiguskirjanduses eeskätt WpHG § 37c kui vale ad-hoc teate avaldamise ning MAR artikkel 15 ja artikkel 12 (1) (c) kui infomanipulatsiooni osas.<sup>281</sup> Arvestades, et MAR artikkel 17 ei sätesta eraldiseisvat koosseisu vale siseteabe avaldamise kohta, vaid sätestab emitentidele nõude avaldada korrektselt siseteavet, siis on ka WpHG § 37 c analoogia kohaldamise küsimus mõistetav, kuna vale siseteabe avaldamine kujutab endast reeglina infomanipulatsiooni MAR artikkel 12 (1) (c) tähenduses.<sup>282</sup> Ühtsele seisukohale, kas võrdväarsuse põhimõtte kohaselt tuleks infomanipulatsiooniga tekitatud kahju puhul kohaldada WpHG §-i 37 c, ei ole Saksa õiguskirjanduses jõutud, kuna ühtlasi leitakse, et emitendi poolt avaldatavaid börsiteateid (ad-hoc teated) usaldab avalikkus ja investorid rohkem kui muude kanalite kaudu avaldatud teavet. Seeläbi ka nähakse, et vale siseteabe avaldamine ei ole päris võrreldav ja samaväärne muu infomanipulatsiooniga MAR artikkel 12 (1) (c) tähenduses ning võrdväarsuse põhimõtte analoogia kohaldamist sellisel juhul ei nõua.<sup>283</sup>

---

<sup>279</sup> Schütt, lk 387.

<sup>280</sup> Poelzig, lk 806.

<sup>281</sup> Nt Schütt lk 459 – 460; Poelzig, lk 806.

<sup>282</sup> Sama on leidnud ka Schütt. – Schütt, lk 459 – 460.

<sup>283</sup> Schütt, lk 460; Poelzig, lk 806.

Kuni 16.04.2017 oli Eesti õiguses VPTS §-s 188<sup>15</sup> sätestatud analoogne koosseis WpHG §-ga 37 c. Kuna tänaseks on tegemist kehtetu normiga, siis võrdväarsuse põhimõttega kooskõla hindamisel ei saa seda arvesse võtta ning Eesti õiguses analoogne võrdlus võimalik ei ole.<sup>284</sup>

Küll aga võib omada tähtsust asjaolu, et VPTS seletuskirjas nähti investoritel õigust tugineda kahjunõude esitamisel VÕS delikti üldkoosseisule, eeskätt VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 punktile 7.<sup>285</sup> Ehk riigisisese seadusandja mõtteks ei olnud välistada kahju hüvitamise erisätte tühistamisel kaitse sellise kahju korral, vaid seletuskirja kohaselt peeti sobivamaks lihtsalt vastutust delikti üldkoosseisu alusel. Kui vale börsiteate avaldamise puhul näeb seadusandja, et emitent võiks sellisel juhul vastutada VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel ehk MAR artikkel 17 või isegi MAR artikkel 12 (1) (c) võiksid selles kontekstis olla kaitsenormid, siis võiks võrdväarsuse põhimõtte kohaldamisel näha ka muude turumanipulatsiooni koosseisude, eeskätt infomanipulatsiooni puhul ette samaväärse kaitse. Kuna aga seletuskirjas väljendatud seisukoht ei ole kohtutele otseselt siduv, kuigi nad võivad seadusandja tahte väljaselgitamisel kasutada seda ühe allikana, siis käesoleva töö autori hinnangul ei oma võrdväarsuse põhimõtte rakendamine selles kontekstis kuigi olulist väljundit.

Saksa õiguskirjanduses on analüüsitud ka turumanipulatsiooniga, eeskätt infopõhise manipulatsiooniga sarnaseid riigisiseses õiguses sätestatud koosseise eesmärgiga hinnata, kas nendel juhtudel tuleks kõne alla küsimus kooskõla kohta võrdväarsuse põhimõttega. Hindamisel võeti aluseks teatud sätted, mida Saksa kohus oma praktikas on kaitsenormideks pidanud, nt Saksa äriseadustikus (*Handelsgesetzbuch*) ja aktsiaseltside seaduses (*Aktiengesetz*) sätestatud tõese info avaldamise kohustusi sisaldavad sätted nagu majandusaasta aruande avaldamise kohustus ning keeld ettevõtte esindaja poolt ettevõtete aruannetes, aktsionäride üldkoosolekul varjata teavet või esitada eksitavat teavet.<sup>286</sup> Eesti õiguses võiksid analoogselt tulla kõne alla nt äriseadustiku<sup>287</sup> (ÄS) §-s 60, §-s 97<sup>1</sup>, § 179 lg-s 1 sätestatud kohustused ning ka KarS §-s 379, §-s 381, §-s 381<sup>1</sup> sätestatud keelud. Nendel kohustustel ja keeldudel on küll üldised sarnased jooned infopõhise manipulatsiooniga, kuid oma eesmärkidelt on nad siiski erinevad. Viidatud analoogsed sätted on suunatud kaitsma eeskätt ettevõttega seotud isikuid, nt töötajaid, osanikke, aktsionäre, võlausaldajaid. Infomanipulatsiooni keelu eesmärgiks on kaitsta investoreid laiemalt, sh potentsiaalseid investoreid, kes avaldatud infole tuginedes

---

<sup>284</sup> Ka Saksa õiguskirjanduses on välja toodud, et kehtetutele normidele võrdväarsuse hindamisel tugineda ei saa. –Schütt, lk 458.

<sup>285</sup> Seletuskiri väärtpaberituruseaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu juurde nr 359SE, lk 11.

<sup>286</sup> Schütt, lk 388 – 389.

<sup>287</sup> Äriseadustik. – RT I 1995, 26, 355; RT I, 12.03.2022, 12.

võivad investeerimisotsuseid teha. Ka Saksa õiguskirjanduses on leitud, et võrdväarsuse põhimõtte Saksa õiguses nende analoogsete sätete puhul kõne alla sel põhjusel ei tule<sup>288</sup>.

VÕS § 1045 lg 1 p 7 puhul saab ka välja tuua selle, et Liidu õigusnormide puhul ei võeta arvesse Liidu õiguse metoodikat Liidu õigusnormi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel.<sup>289</sup> VÕS § 1045 lg 3 järgi tuleks kaitsenormi eesmärgi kindlakstegemisel lähtuda normi enda eesmärgist ehk lähtuda normi teleoloogilisest tõlgendusest. Kuna Eesti õiguses aktsepteeritakse VÕS § 1045 g 1 p 7 kohaldamisel kaitsenormina ka Liidu õigusnorme, siis tuleks VÕS § 1045 lg 3 järgi aktsepteerida ka Liidu metoodikat Liidu õigusnormi eesmärgi määratlemiseks. Samas VÕS § 1045 lg 3 seda iseenesest ei välista, vaid pigem on mõjutanud seda lähenemist riigisisene kohtupraktika ja normi tõlgendamine. Võrdväarsuse põhimõttega vastuolust saaks pigem rääkida olukorras, kus kaitsenormina Liidu õigusnormi ei tunnistataks.

Eesti õiguse vastuolu võrdväarsuse põhimõttega on turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuete kontekstis pigem üksnes teoreetiline. Ükski konkreetne Eesti õigusnorm ei viita sellise vastuolu olemasolule. Võimalikud vastuolud võivad tekkida üksnes tõlgenduslikult poolelt, võttes arvesse nii VPTS seletuskirjas väljendatud kaitse-eesmärgi jaatamist vale sisetabe avaldamise osas kui ka Liidu metoodika arvestamata jätmist Liidu õigusnormi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel. Mõlemil juhul võib kaudselt möönda Liidu õiguse diskrimineerimist, kuid praktikas ei ole need seotud ühegi konkreetse normiga, vaid normide tõlgendamisega.

---

<sup>288</sup> Schütt, lk 388 – 389.

<sup>289</sup> Vt käesoleva töö ptk 2.1.

## Kokkuvõte

Käesoleva töö eesmärgiks oli hinnata, kas Eesti õiguses võimaldatud kaitse turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel on kooskõlas Liidu õiguse tõhususe ja võrdväärsuse põhimõtetega ning võimaldab tagada Liidu õiguse tõhusat mõju. Eesmärgi saavutamiseks uuris käesoleva töö autor esmalt seda, millise kaitse peavad liikmesriigid tagama MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keelu rikkumisega tekitatud kahju korral. Teiseks uuris autor, milline on liikmesriikide diskretsioon kaitse tagamisel turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral. Kolmandaks uuris autor, kas ja millist kaitset võimaldab Eesti õigus turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel. Ning viimaks uuris autor, kas Eesti õiguses tagatud kaitse ja sellise kaitse maksma panemise tingimused on kooskõlas Liidu õiguse tõhususe ja võrdväärsuse põhimõtetega ning võimaldavad Liidu õiguse tõhusat rakendamist.

Esitatud uurimisküsimuste lahendamiseks ning magistritööga seatud eesmärgi saavutamiseks analüüsiti esmalt MAR-i ja selles sätestatud turumanipulatsiooni keelu eesmärki ning Euroopa Kohtu praktikas kujundatud seisukohti tsiviilõigusliku kaitse tagamise kohustuse osas. Seejärel analüüsiti Eesti õiguses sätestatud võimalike nõudealuste kohaldatavust ja kohaldatavuse tingimusi turumanipulatsiooniga tekitatud kahju hüvitamisel ning hinnati Eesti õiguses võimaldatud kaitse vastavust Liidu õiguse üldpõhimõtetega. Nõudealuste kohaldamise, nõude eelduste sisustamise ning Liidu õigusega vastavuse osas uuriti ja võrreldi paralleelselt ka Saksa õigust, eeskätt Saksa kohtupraktikat ning asjakohast õiguskirjandust. Järgnevalt on välja toodud analüüsi tulemusel tehtud järeldused.

MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keelu eesmärgi ning MAR-i tõhusa toime tagamiseks on liikmesriikidel kohustus tagada tsiviilõiguslik kaitse, mis võimaldaks rikkumise tagajärjel tekitatud kahju hüvitamist. Selline kohustus tuleneb eeskätt Euroopa Kohtu poolt kujundatud seisukohtadest, mis peaausjalikult seonduvad konkurentsireeglite rikkumisega. Euroopa Kohtu praktika põhjal võib järeldada, et tõhususe põhimõttest tulenev kohustus tagada tsiviilõiguslik kaitse ei piirdu üksnes konkurentsieeskirjadega ega Liidu esmase õigusega, vaid seda tuleb rakendada Liidu õiguses tervikuna, kus Liidu õigus kohaldub otse lõppsuhjektidele. Liikmesriikide ülesandeks on sh tagada riigisisese õiguses asjakohaste meetmete ja korra olemasolu sellise kaitse tagamiseks kooskõlas tõhususe ja võrdväärsuse põhimõtetega. Nii nõudeõigus kui nõude eeldused tulenevad ning on sisustatud otse läbi turumanipulatsiooni keelu eesmärgi ja MAR-i tõhusa toime. Liikmesriigi kohtud peavad iga konkreetse kaasuse asjaolusid arvestades hindama enda riigisisese õiguse vastavust tõhususe ja võrdväärsuse põhimõtetega. Euroopa Kohtu praktika põhjal tuleks tõhususe põhimõtte osas MAR puhul

eeskätt hinnata, (1) kelle ja milliseid huve soovitakse MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keeluga kaitsta ehk millised huvid saaksid normi rikkumisega kahjustatud ning (2) kellel ja milliste huvide kaitse seisukohast peaks olema huvi, et normi järgitakse. MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keelu kaitse-eesmärgiks on arvestades MAR artiklit 1, MAR preambulit ning Euroopa Kohtu praktikas kujundatud metoodikat normi kaitse-eesmärgi hindamisel nii investorite, emitentide kui tarbijate kaitse, samuti ei ole välistatud võrdlusaluste kasutajate kaitse. Tänapäevaks juba kehtetus MAD-is sätestatud turumanipulatsiooni keeld oli oma eesmärgilt MAR-is sätestatud keelu eesmärgiga sama.

Eesti õiguses on turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuet võimalik esitada VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7, § 1045 lg 1 p 8 ning § 1048 alusel. VÕS § 1045 lg 1 p 8 kui tahtliku heade kommete vastase teoga tekitatud kahju puhul piirdub kahjunõude võimalus tõenäoliselt üksnes erandlike olukordadega, kus turuga manipuleerija tegu on oma sisult või korduvuselt ebamoraalsena etteheidetav. VÕS § 1048 alusel piirdub võimalik nõudeõigus infomanipulatsiooniga tekitatud kahjuga ning seda eeskätt juhtudel, kus infomanipulatsioon on läbi viidud investeerimissoovitustes kas siis investeerimissoovituste koostaja või levitaja poolt, kui vastav koostaja või levitaja tegutses koostamisel või levitamisel enda majandus- või kutsetegevuses.

Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahjunõude korral VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 alusel, nõuab VÕS § 1045 lg 3 normi eesmärgi kindlakstegemisel teleoloogilise meetodi rakendamist, millest tulenevalt peaks Liidu õigusnormi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel võtma arvesse Euroopa Kohtu poolt kujundatud metoodikat. See metoodika erineb Eesti kohtupraktikas rakendatud metoodikast, kus normi eesmärgi kindlakstegemisel rakendatakse pigem kitsendavamalt lähenemist. Liidu õiguses sätestatud normi eesmärgi kindlakstegemisel on Euroopa Kohus aga vastupidiselt nõudnud kitsendava tõlgenduse vältimist. Baltika kaasuses hindas kohus Liidu õigusest pärit normi kaitse-eesmärki sama metoodikaga nagu riigisisest õigusnormi, tähelepanu ei pööratud ka tõhususe põhimõttele. Ka Eesti õiguse metoodika vaatest kasutas kohus mitmel korral argumente, mis oma sisult ei ole ka riigisisese õigusnormi kaitse-eesmärgi väljaselgitamisel relevantsed või kohaldati neid valesti – nt teodeliktiks kvalifitseeritus; võimatus üldse saavutada soovitud eesmärke, kuna täielik informatsiooni asümmeetria ei ole praktikas võimalik.

VÕS § 1043 ja § 1045 lg 1 p 7 nõudealusena ei ole iseenesest vastuolus Liidu tõhususe põhimõttega, kuna viidatud normid, sh VÕS § 1045 lg 3, võimaldavad kaitse-eesmärgi ning kaitseulatuse määramisel arvesse võtta Liidu õiguse metoodikat. Probleem korrektse lähenemise ja tõlgendamise osas ei seondu seega normi endaga, vaid normi tõlgendamisega

kohtute poolt. Tõhususe põhimõttega kooskõla tagamiseks peaksid liikmesriigi kohtud MAR-is sätestatud turumanipulatsiooni keelunormi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel rakendama VÕS § 1045 lg 3 alusel Euroopa Kohtu poolt kujundatud metoodikat ning hindama igakordselt, kas ja mis ulatuses on Liidu õiguse tõhususe põhimõtte järgi vajalik tagada tsiviilõiguslik kaitse.

Eesti õigus võimaldab turumanipulatsiooni kui objektiivse koosseisu tõendamist kooskõlas tõhususe põhimõttega. Nii materiaal- kui menetlusõiguslikud nõuded ei sätesta üleliigselt koormavaid tingimusi, mis võivad takistada tõendamiskoormise täitmist või muuta selle sisuliselt võimatuks. Nii TsMS kui KrMS võimaldavad taotleda tõendite kogumist ning kohtutele on jäetud igakordse kaalutusõiguse võimalus, kas lubada mingite tõendite kasutamist või mitte.

Põhjusliku seose kaheastmelise tõendamise nõue ei ole turumanipulatsiooni kontekstis käesoleva töö autori hinnangul vastuolus Liidu õiguse tõhususe põhimõttega. Kuigi konkurentsieeskirjade rikkumise puhul nägi Euroopa Kohus vastuolu tõhususe põhimõttega kaitse-eesmärgi ning kahjustatud isiku ja kahju põhjusliku seose tõendamise nõude osas, siis turumanipulatsiooni keelunorm ei tohiks oma sisult olla nii laia kaitseulatusega selle normi tõhusa toime tagamiseks ehk turumanipulatsiooni keelunorm ei ole sätestatud igäihe kaitseks kõikvõimalike kahjude eest. Eeskätt võiks selle peamise erisuse võrreldes konkurentsiasjadega tingida investeerimisrisk, mida konkurentsieeskirjade nõuded ei sisalda. Turumanipulatsiooni keelu puhul nii laiaulatusliku kaitse nägemine võib muuta tsiviilõigusliku kaitse piltlikult öeldes investeerimisriski kindlustuseks ning läbi selle takistada turgude korrapärast toimimist.

Küll aga ei tohiks tingimata nõuda investorilt aktiivse tegevuse tõestamist, nt avaldatud valeinfole tuginemise tõendamist, kuna sellega võidakse välistada teatud investeerimisstrateegiate kasutajate võimalus nõuda kahju hüvitamist. Eeskätt ei tohiks piirduda üksnes fundamentaalse analüüsi pooldamisega, vaid tuleks arvesse võtta erinevaid investorite tüüpe ning investeerimisstrateegiaid. Vastupidine lähenemine võib liigselt piirata kaitstud isikute ringi ning välistada teatud turumanipulatsiooni liikidega tekitatud kahju hüvitamise võimaluse. Selline kitsendav lähenemine võib olla vastuolus Liidu õiguse tõhususe põhimõttega.

Vastuolu tõhususe põhimõttega võib tingida ka kahju ettenähtavuse nõue, kuna sellega võidakse liigselt piirata Liidu õiguse kaitsetahet ning seeläbi ka tõhusat toimimist. Ettenähtavuse tõendamise nõue ei tulene selliste kahjunõuete puhul aga otseselt VÕS-ist, vaid seondub rohkem kohtute tõlgenduspraktikaga. Liidu õiguse puhul tuleks iga konkreetse kaasuse puhul eraldi hinnata, kas ettenähtavuse tõendamise nõue võib minna vastuollu tõhususe põhimõttega ning asjakohasel juhul jätta selline tõendamise nõue kohaldamata. Turumanipulatsiooni keelu

rikkumisega tekitatud kahju korral tuleks kohtutel tõenäoliselt jätta Riigikohtus kujundatud seisukoht VÕS § 127 lg 4 kohaldamise kohta kohaldamata.

Süüline vastutus turumanipulatsiooniga tekitatud kahju korral on käesoleva töö autori hinnangul kooskõlas Liidu õiguse tõhususe põhimõttega. Kuigi Euroopa Kohus on ka leidnud, et süüline vastutus võib olla tõhususe põhimõttega vastuolus, siis turumanipulatsiooni keelu koosseisu arvestades, selline vastuolu puudub, võttes arvesse eeskätt seda, et turumanipulatsiooni objektiivne koosseis ning ka näidiskooseisud hõlmavad endas paljudel juhtudel nii hooletuse elemente ning koostöö puhul ka tahtluse elemente.

Eesti õiguse vastuolu võrdväarsuse põhimõttega on turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuete kontekstis pigem üksnes teoreetiline. Ükski konkreetne Eesti õigusnorm ei viita sellise vastuolu olemasolule. Võimalikud vastuolud võivad tekkida üksnes tõlgenduslikult poolelt, võttes arvesse nt Liidu metoodika arvestamata jätmist Liidu õigusnormi kaitse-eesmärgi kindlakstegemisel. Sellisel juhul võib kaudselt mõõnda Liidu õiguse diskrimineerimist, kuid praktikas ei ole see seotud ühegi konkreetse normiga, vaid normide tõlgendamisega.

Eesti normatiivne õigus oma sisult (eeskätt VÕS, TsMS ning KrMS sätted) ei takista turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõuete maksma panemist kooskõlas Liidu õiguse tõhususe ja võrdväarsuse põhimõtetega. Tõhusust takistavad elemendid tulenevad peaaesjalikult kohtute poolsest normi rakendamisest. Kohtud on Liidu õiguse rikkumisega tekitatud kahjunõudeid menetlenud sama moodi ning sama metoodika järgi nagu riigisiseste normide rikkumisega tekitatud kahju korral. Sellest tulenevalt ei ole ka arvesse võetud Euroopa Kohtu poolt kujundatud metoodikat kaitsenormi eesmärgi kindlakstegemisel ega hinnatud ka konkreetse kaasuse asjaolude põhjal, kas mingid nõude eeldused ja tõlgenduspraktika võivad takistada Liidu õigusega soovitud tõhusa kaitse tagamist.

Kooskõla tagamiseks ei näe käesoleva töö autor vajadust kahju hüvitamise erinormi sätestamiseks. Selline erisäte võib küll suurendada õigusselgust, kuid võttes arvesse asjaolusid, et konkreetne probleem seoses Liidu õigusnormi rikkumisega tekitatud kahjude hüvitamisega ei piirdu paratamatult üksnes turumanipulatsiooni keelunormiga ning Liidu õigus moodustab suure osa Eestis kehtivast õigusest, tähendaks see omakorda potentsiaalselt kahju hüvitamise erisätete rohket kehtestamist. Sobivaks lahenduseks on Liidu õiguse kooskõlaline tõlgendamine ning selle võimatuse korral riigisiseste normide või Riigikohtu varasemate seisukohtade kohaldamata jätmise turumanipulatsiooniga tekitatud kahjunõude menetlemisel. Täiendavalt on kohtutel võimalik, ning teatud juhtudel ka kohustus, küsida Euroopa Kohtult eelotsusetaotluse kaudu seisukohta Liidu õiguse tõlgendamiseks, sh Liidu õigusnormi kaitse-

eesmärgi kindlakstegemise kohta. Vajadusel soovitab käesoleva töö autor kaaluda võlaõigusseaduse või tsiviilkohtumenetluse seadustiku täiendamist normiga, kus sõnaselgelt on välja toodud kohtute kohustus hinnata Liidu õigusnormi rikkumise puhul vajadust tagada tsiviilõiguslik kaitse tulenevalt Liidu õiguse tõhususe põhimõttest.

## **CLAIM FOR DAMAGES FOR MARKET MANIPULATION ACCORDING TO ESTONIAN LAW**

### **Summary**

The prohibition of market abuse is stipulated in MAR and is directly applicable in all member states, including Estonia. Prior to that the prohibition derived from MAD which due to its non-direct applicability was stipulated in the legislative acts of member states through the transposition of MAD. In Estonia the prohibition of market manipulation was stipulated in Securities Market Act. During that time the District Court of Tallinn was trying a case where the plaintiffs claimed for damages caused by dissemination of false information which is a form of market manipulation. The claim was based on § 1043 and § 1045 section 1 point 7 of Law of Obligations Acts (LOA) according to which plaintiffs can claim damages caused by a behavior violating a duty arising from law, also known as a violation of a protective norm (or *Schutzgesetz* in German). The Court found that the prohibition of market manipulation does not have the quality or characteristics of a protective norm since the objective of market manipulation prohibition was to protect the functioning of the markets and not the individual investors.

Such statement can potentially prevent harmed investors from claiming damages caused by market manipulation. The fact that market manipulation prohibition is not a national law but an EU law, raised a potential issue of whether the Estonian legal system provided adequate measures to ensure the effectiveness of market manipulation prohibition i.e. the effectiveness of EU law.

The objective of this thesis was to evaluate whether the protection afforded to aggrieved investors harmed by market manipulation under Estonian law was in compliance with the principles of equivalence and effectiveness and whether such protection was able to ensure the *effet utile* of MAR. The methods used for analysing the issue included comparative and analytical method. Comparative method was used for interpreting the articles of LOA by comparing equivalent legal norms and their interpretation in German law.

To achieve the purpose of the thesis it was necessary to determine the objective of MAR and the extent of protection sought by MAR in accordance with the principle of effectiveness. In order to evaluate whether the Estonian law was in compliance with the principles of effectiveness and equivalence, it was first necessary to determine the potential basis for claims for damages in Estonian law. After that it was possible to evaluate whether the protection afforded in Estonia was in compliance with the principles of effectiveness and equivalence.

The principle of effectiveness requires member states, more specifically the courts of member states, to ensure that national remedies and procedural rules do not render the claims based on EU law impossible or excessively difficult to enforce. The ECJ has explained that member states can be obligated to apply measures to ensure civil protection, including claims for damages for the violation of EU law, if such measures help to ensure the effectiveness of such EU law's objective. Most of the ECJ's practice in that matter have been related to antitrust law violations, however, the principle applies to all EU law.

Since the directives, including MAD do not have a direct horizontal effect, it is not possible to enforce the norms of directive directly by harmed individuals, however, the ECJ practice also demands the effective enactment of the objectives sought by the directives and can therefore require member states to adopt measures ensuring such protection. Since both MAD and MAR hold the same objectives, it is reasonable to believe that the requirement to ensure civil protection holds true in the context of both MAD and MAR. When evaluating the objective of market manipulation prohibition in MAR, the following should be taken into account: (1) whom and which interests are protected under MAR i.e. which interests would be harmed by market manipulation and (2) who and for the protection of which interests should be interested that the MAR market manipulation prohibition is followed and complied with.

The market abuse prohibition in MAR is in essence aiming to protect different types of people, including the investors, but also the issuers and even consumers. The preambles of MAR and also article 1 of MAR explain both the purposes of MAR and also the way different types of market manipulation can cause harm. Comparing it to the decisions of ECJ in the antitrust cases, it was evident that in accordance with the principle of effectiveness it was necessary for the member states to provide claims for damages and civil liability for market manipulation.

In order to evaluate whether the protection afforded by Estonian law was in compliance with the principles of effectiveness and equivalence it was necessary to determine the legal basis and conditions of claims for damages in Estonian law. Comparative method with German equivalent laws was used. The potential basis for claims for damages in Estonian law were § 1043 and § 1045 section 1 point 7 (violation of protective norm); § 1045 section 1 point 8 (intentional behavior contrary to good morals) and § 1048 (incorrect opinion of expert) of LOA. The best potential protection was afforded by § 1043 and § 1045 section 1 point 7 of LOA. The other legal basis were either too narrow in scope, e.g. the § 1048 could only be applied in cases of information manipulation where the manipulation was carried out by an expert in his field of expertise, or the requirements for the claims for damages were much stricter as was the case with § 1045 section 1 point 8, which required the proof of intent.

§ 1045 section 1 point 7 of LOA also allowed the protective norm to derive from EU law. And in accordance with § 1045 section 3 of LOA, the teleological method was to be used when determining the objective of the protective norm. This also allowed and suggested the use of the methods of EU law to determine the objective of the EU provision in question. The District Court of Tallinn, who tried the case of claim for damages for market manipulation, determined the objective of the market manipulation prohibition the same way as it was done in case of national legal norms. Also, the court took into account several elements which either are not even used in Estonian legal practice to determine the protective purpose of the norm – e.g. whether the norm required a consequence in terms of criminal law – or misinterpreted the elements – e.g. wide scope of objective which in practice is unachievable.

The evaluation of compliance of Estonian law with the principles of effectiveness revealed that the normative basis or the right of action in Estonian law is in essence in compliance with the principle of effectiveness since § 1045 section 3 of LOA which sets the rule how to determine the protective purpose of the provision allows to apply the methods of EU law. The courts, however, have not used such method in practice and have applied the same logic applied to Estonian laws to EU laws when determining the protective purpose. The potential problem regarding the principle of effectiveness is therefore more related to the interpretations of local courts and not to the § 1045 section 1 point 7 of LOA.

In order for the harmed person to enjoy the rights afforded by MAR, the member state's legal system must also ensure that such rights can be effectively enforced. The violation of the norm needs to be proved by the plaintiff. Estonian legal system allows evidence gathering by the court and the discretion of courts when determining whether certain documental proof can or cannot be gathered for the purpose of protecting the rights of other entities or people, or the ongoing criminal investigations. The rights afforded are in essence the same as the rights afforded for antitrust violation claims. The Estonian laws regarding the rules for evidence gathering and proving the objective composition of market manipulation are in compliance with the principle of effectiveness.

Proof of causation in Estonia is performed in two stages according to § 127 section 2 and section 3 of LOA. It has been accepted, also in the ECJ cases concerning the antitrust issues that the burden of proof of the causation between the damages claimed and the violation is in compliance with the principle of effectiveness. However, the same antitrust cases also stated that the burden of proof of the causation between the protective purpose of the norm and the damage claimed by the plaintiff cannot be seen as in compliance with the principle of effectiveness, since it is too burdensome given the maximum effectiveness what the antitrust

rules pursue. When analysing the objective of market manipulation ban, the protective scope should probably not be seen as vast as it was for the antitrust violations – e.g. the protection of everyone for all sorts of damages. This is why the rules for proof of causation and the compliance with the principle of effectiveness can differ, depending on the protective norms and their scope. The wider the scope the more likely it is that any additional requirements regarding the proof of causation can potentially harm the effectiveness of the EU law and can therefore be in violation with the principle of effectiveness.

However, it should not be required for the plaintiffs to have actively acted on misleading information or even to narrow the scope with information per se. The German BGH has previously leaned towards such practice. The requirement to prove that one has actively acted on misleading information can be too restrictive and discriminate certain investment strategies, the users of which can more likely suffer indirect damages due to market manipulation (e.g. the users of technical analysis). Such restriction should be in violation of the principle of effectiveness.

Another element which can be in violation of the principle of effectiveness is the requirement of foreseeability of damage in accordance with § 127 section 3 of LOA. However, the foreseeability of damage is required in case of contractual damage and should not be relevant for tort law. But since the courts have in practice required the foreseeability also in cases of tort law, the courts should in each individual case determine whether the foreseeability requirement is in violation of the principle of effectiveness. And if there is a violation, then not apply that requirement.

The Estonian law regarding the claim for damages for market manipulation is in compliance with the principle of equivalence. According to such principle, the member state courts need to make sure that the same remedies and procedural rules are to be available to claims based on EU law as are made available to analogous claims of a purely domestic nature. Any violation of the principle of equivalence regarding the claim for damages for market manipulation is only theoretical, meaning that the legal provisions themselves provide the same protection, however, the interpretation of certain norms can in some cases discriminate against EU law. E.g. the methods of EU law for determining the objective of EU law protective norm are not used in practice, even though § 1045 section 3 of LOA allows it.

The Estonian provisions which regulate the claims for damages for market manipulation can be considered to be in compliance with the principles of effectiveness and equivalence. However, the interpretation and application of such provisions by the courts is an issue, which can hinder

the practical effect sought by the EU law. Since the provisions themselves allow correct interpretations which are in compliance with the principle of effectiveness, the author of this thesis does not suggest any amendments of Estonian laws or adoption of special grounds for damages. The courts should apply these principles on their own initiative and follow an interpretation of the law which is in compliance with the principle of effectiveness. If necessary, the author of this thesis suggests amending the LOA or the Code of Civil procedure in a way which requires the courts verbatim to evaluate in cases of violations of EU law, whether the principle of effectiveness requires to provide civil remedies and claims for damages.

## KASUTATUD MATERJALID

### Kasutatud kirjandus

1. Aggarwal, R. K., Wu, G. Stock Market Manipulations. – The Journal of Business 2006, Volume 79, No. 4.
2. Alexakis, C., Pappas, V., Skarneas, E. Market abuse under different close price determination mechanisms: A European case. – International Review of Financial Analysis 2021, Volume 74.
3. Alexander, G.J., Bailey, J.V., Sharpe, W.F. Fundamentals of Investments. 2. tr. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall 2004.
4. Allen, F., Litov, L., Mei, J. Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners. – Review of Finance 2006, Volume 10, No. 4.
5. Angstadt, J. M. What will be the legacy of the 'Flash Crash'? Developments in US equities market regulation. – Capital Markets Law Journal 2011, Volume 6, No. 1.
6. Castura, J., Gorelick, R., Litzenberg, R. The Impacts of Automation and High Frequency Trading on Market Quality. Annual Review of Financial Economics, Vol. 4, 2012.
7. Comerton-Forde, C., Putniņš, T.J. Measuring closing price manipulation. – Journal of Financial Intermediation 2011, Volume 20, No. 2.
8. Craig, P., de Burca, G. EU Law Text, Cases and Materials. 5. ed, Oxford University Press: 2011.
9. Drakopoulou, V. A Review of Fundamental and Technical Stock Analysis Techniques. – Journal of Stock & Forex Trading, Volume 5, Issue 1, 2016.
10. Duffie, D., Stein. J.C. Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks. – Journal of Economic Perspectives, Vol. 29, No 2, 2015.
11. ESMA Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR). ESMA70-145-111, Version 15. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf) (25.04.2022).
12. ESMA Report to the Commission on the application of accepted market practices. ESMA 70-156-3782, 16.12.2020. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3782\\_esma\\_report\\_on\\_application\\_of\\_amp\\_2020.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3782_esma_report_on_application_of_amp_2020.pdf) (25.04.2022).

13. ESMA Report to the Commission on the application of accepted market practices. ESMA 70-145-1184, 18.12.2018. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1184\\_report\\_application\\_amps.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-1184_report_application_amps.pdf) (25.04.2022).
14. Franck, J.-U. Marktordnung durch Haftung. Tübingen: Mohr Siebeck 2016. (viidatud: Schütt, J.-S. Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz. Band 135. Berlin: Duncker & Humblot 2019, lk 198).
15. Ginter, C., Schasmin, P. Euroopa Liidu direktiivide mõistmine ja mõju. – Juridica 2021, nr 2.
16. Grigoleit, von H. C. Anlegerschutz - Produktinformationen und Produktverbote. ZHR 2013, Vol. 177. (viidatud: Poelzig, D. Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. – ZGR 2015, Vol. 44/6, lk 813).
17. Huang, Y. C., Chan, S. H. Trading Behavior on Expiration Days and Quarter-End Days: The Effect of a New Closing Method – Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 46, No 4, 2010.
18. Itzhak B.-D. jt. Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices? – The Journal of Finance, Vol. LXVIII, No 6, 2013.
19. Kairjak, M. Prospectus Liability v. Criminal Punishment: The Case of Public v. Private (But without Enforcement). – Juridica International 2012, nr XIX.
20. Kindleberger, C. P., Aliber, R. Z. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises (6th ed). Houndmills: Palgrave Macmillan 2011.
21. Kirilenko, A. A., Lo, A. W. Moore's Law versus Murphy's Law: Algorithmic Trading and Its Discontents. – The Journal of Economic Perspectives, Volume 27, No. 2, 2013.
22. Komisjoni teatis. Tegevuskava: jätkusuutliku majanduse rahastamine, 8.3.2018. – Arvutivõrgus: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097> (25.04.2022).
23. Kõve, V., Tampuu, T. Eraõiguse Probleeme. Õppematerjal kohtunikele 2003. Tartu: SA Eesti Õiguskeskus, 2004. (viidatud: I. Nõmm. Puhtmajanduslik kahju ja selle hüvitamine deliktilise vastutuse korral. Magistritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2007, lk 84).
24. Kyle, A.S., Viswanathan, S. How to Define Illegal Price Manipulation. – The American Economic Review, Vol. 98, No 2, 2008.
25. Lõhmus, U. Kuidas liikmesriigi kohtusüsteem tagab Euroopa Liidu õiguse tõhusa toime? – Juridica 2007, nr 3.

26. Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. CESR/04-505b. – Arvutivõrgus: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04\\_505b.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505b.pdf) (25.04.2022).
27. Nõmm, I. Käibekohustuse rikkumisel põhinev deliktiõiguslik vastutus. Doktoritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2013.
28. Nõmm, I. Puhtmajanduslik kahju ja selle hüvitamine deliktilise vastutuse korral. Magistritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2007.
29. Nyström, B. Final Decision in the *Laval* Case. – European Labor Law Journal 2010, Vol. 1, Issue 2.
30. Pajuviidik, E. Väärtpaberiturul antav teave ning investori kahju hüvitamise nõue ebaõige teabe avaldamisel. Magistritöö: Tartu 2019.
31. Poelzig, D. Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. – ZGR 2015, Vol. 44/6.
32. Puskar, C. – E. Kahju tekitanud juhtumi ja kahju tekkimise koha määramine tegelikkusest erineva või mittetäieliku teabe esitamisel väärtpaberi emissiooniprospetsis. Magistritöö: Tartu 2017.
33. Rönmar, M. Laval returns to Sweden: The Final Judgement of the Swedish Labour Court and Swedish Legislative Reforms. – Industrial Law Journal 2010, Vol. 39, Issue 3.
34. Sarv, J. Haginõuded kriminaalmenetluses. – Juridica 2011/5.
35. Schmolke, K.U. Private Enforcement und institutionelle Balance – Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 4 III EU Keine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR? Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2016. (viidatud: Schütt, J.-S. Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz. Band 135. Berlin: Duncker & Humblot 2019, lk 203).
36. Schütt, J.-S. Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz. Band 135. Berlin: Duncker & Humblot 2019.
37. SEC v. Jason C. Nielsen. Complaint. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2020/comp24832.pdf> (25.04.2022).
38. Seletuskiri väärtpaberituru seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seaduse eelnõu juurde nr 359SE.
39. Seletuskiri Väärtpaberituru seaduse, Finantsinspektsiooniseaduse ja Eesti väärtpaberite keskregistriseaduse muutmise seaduse eelnõu juurde nr 492SE.

40. Sergakis, K. The Law of Capital Markets in the EU. – University of Glasgow, UK: Red Globe Press, 2018.
41. Zirnask, V. (toimet.). Väärtpaberite teejuht. Tallinn: Eesti Päevaleht 2008. – Arvutivõrgus:  
[https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Vaartpaberite\\_teejuht.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Vaartpaberite_teejuht.pdf)  
(25.04.2022).
42. Tabb,R., Grundfest, J. Alternatives to LIBOR. – Capital Markets Law Journal 2013, Volume 8, No. 3.
43. Tolstov, L. Juhatuse liikme deliktiline vastutus valeinfo esitamise korral. – Juridica 2016/8.
44. Tolstov, L. Tort liability of the director to company’s creditors. Doktoritöö. Tartu Ülikool. Õigusteaduskond 2015.
45. Võlaõigusseadus I. Komm vlj. Tallinn: Juura 2016.
46. Võlaõigusseadus IV. Komm vlj. Tallinn: Juura 2020.

## **Kasutatud normatiivallikad**

### ***Eesti Vabariigi riigisiseseid õigusaktid***

47. Karistusseadustik. – RT I, 21.05.2021, 9.
48. Kriminaalmenetluse seadustik. – RT I, 22.12.2021, 45.
49. Tsiviilkohtumenetluse seadustik. – RT I, 22.12.2021, 23.
50. Võlaõigusseadus. – RT I, 15.03.2022, 14.
51. Väärtpaberituru seadus. – RT I, 29.03.2022, 13.
52. Äriseadustik. – RT I, 12.03.2022, 12.

### ***Euroopa Liidu õigus***

53. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EU, 28. jaanuar 2003, siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta. – ELT L 096, 12.04.2003, lk 16—25.
54. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 596/2014, 16. aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/. – ELT L 173, 12.6.2014, lk 1—61.
55. Euroopa Liidu toimimise lepingu konsolideeritud versioon. – ELT C 326, lk 47—200.
56. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/57/EL, 16. aprill 2014, turukuritarvituste korral kohaldatavate kriminaalkaristuste kohta (turukuritarvituste direktiiv). – ELT L 173, 12.06.2014, lk 179—189.

57. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/71/EÜ, 4. november 2003, väärtpaberite üldsusele pakkumisel või kauplemisele lubamisel avaldatava prospekti ja direktiivi 2001/34/EÜ muutmise kohta. – ELT L 345, 31.12.2003, lk 64—89, art. 6 (2).
58. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/109/EÜ, 15. detsember 2004, läbipaistvuse nõuete ühtlustamise kohta teabele, mis kuulub avaldamisele emitentide kohta, kelle väärtpaberid on lubatud reguleeritud turul kauplemisele, ning millega muudetakse direktiivi 2001/34/EÜ. – ELT L 390, 31.12.2004, lk 38—57, art. 28 (1).
59. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/104/EL, 26. november 2014, teatavate eeskirjade kohta, millega reguleeritakse liikmesriikide õiguse kohaseid kahju hüvitamise hagnosisid liikmesriikide ja Euroopa Liidu konkurentsioiguse rikkumise korral. – ELT L 349, 5.12.2014, lk 1—19.
60. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 2016/522, 17. detsember 2015, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses eranditega teatud kolmandate riikide avalik-õiguslikele asutustele ja keskpankadele, turuga manipuleerimise tunnustega, avalikustamise määradega, pädevate asutustega, kellele teatada viivitustest, kauplemisloaga keelualjal ja juhtide teatamiskohustuslike tehingute liikidega. – ELT L 88, 5.4.2016, lk 1—18.
61. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 2016/1011, 8. juuni 2016, mis käsitleb indekseid, mida kasutatakse võrdlusalusena finantsinstrumentide ja -lepingute puhul või investeerimisfondide tootluse mõõtmiseks, ning millega muudetakse direktiive 2008/48/EÜ ja 2014/17/EL ning määrust (EL) nr 596/2014. – ELT L 171, 29.6.2016, lk 1—65.
62. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 1999/34/EÜ, 10. mai 1999, millega muudetakse nõukogu direktiivi 85/374/EMÜ liikmesriikide tootevastutust käsitlevate õigus- ja haldusnormide ühtlustamise kohta. – ELT L 141, 04.06.1999, lk 0020—0021.
63. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 2017/1129, 14. juuni 2017, mis käsitleb väärtpaberite avalikul pakkumisel või reguleeritud turul kauplemisele võtmisel avaldatavat prospekti ning millega tunnistatakse kehtetuks direktiiv 2003/71/EÜ. – ELT L 168, 30.6.2017, lk 12—82.
64. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 1286/2014, 26. november 2014, mis käsitleb kombineeritud jae- ja kindlustuspõhiste investeerimistoodete (PRIIPid) põhiteadedokumente. – ELT L 352, 9.12.2014, lk 1—23.
65. Euroopa Ühenduse asutamislepingu konsolideeritud versioon – ELT C 321E, 29.12.2006.

66. Soovitused liikmesriikide kohtutele eelotsuse taotlemiseks (2018/C 257/01), ELT C 257, 20.7.2018, lk 1.
67. Euroopa Liidu Lepingu ja Euroopa Liidu Toimimise Lepingu konsolideeritud versioonid. – ELT C 83, 30.03.2010, lk 1.
68. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/957, 9. märts 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad turukuritarvituste, kahtlaste korralduste või tehingute ärahoidmiste, avastamiste ja nendest teatamiste suhtes kohaldatavaid asjakohaseid kokkuleppeid, süsteeme ja protseduure ning teate vorme. – ELT L 160, 17.6.2016, lk 1—14.
69. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL. – ELT L 173, 12.6.2014, lk 349—496.
70. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2017/565, 25. aprill 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2014/65/EL seoses investeerimisühingute suhtes kohaldatavate organisatsiooniliste nõuete ja tegutsemistingimustega ning nimetatud direktiivi jaoks määratletud mõistetega. – ELT L 87, 31.3.2017, lk 1—83.
71. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/958, 09. märts 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad investeerimissoovituste või investeerimisstrateegiate soovitamist või väljapakkumist käsitleva muu teabe erapooletul viisil esitamise ning konkreetsete huvide või huvide konfliktidele viitava teabe avalikustamise tehnilist korda. – ELT L 160, 17.6.2016, lk 15—22.
72. Komisjoni delegeeritud määrus (EL) 2016/1052, 08. märts 2016, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 596/2014 seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, mis käsitlevad tagasiostuprogrammide ja stabiliseerimismeetmete suhtes kohaldatavaid tingimusi. – ELT L 173, 30.6.2016, lk 34—41.

## **Kasutatud kohtulahendid**

### ***Eesti kohtulahendid***

73. RKKKo 4-20-2732.
74. RKKKo 3-1-1-41-16.
75. RKKKo 3-1-1-42-15.
76. RKKKo 3-1-1-46-08.

77. RKKKo 3-1-1-36-12.
78. RKKKo 3-1-1-70-11.
79. RKKKo 3-1-1-101-09.
80. RKTko 2-16-14655.
81. RKTko 3-2-1-188-12.
82. RKTko 2-14-58411.
83. RKTko 3-2-1-62-13.
84. RKTko 2-16-13427.
85. RKTko 2-15-4239.
86. RKTko 3-2-1-162-16.
87. RKTko 3-2-1-132-16.
88. RKTko 3-2-1-181-15.
89. RKTko 3-2-1-161-12.
90. RKTko 3-2-1-150-09.
91. RKTko 3-2-1-127-08.
92. RKTko 3-2-1-53-06.
93. RKTko 2-19-7379.
94. RKTko 2-14-56641.
95. RKTko 3-2-1-146-04.
96. TlnRnK 07.01.2016, 2-14-18162.
97. TlnRnK 15.02.2016, 1-15-2860.
98. HMKo 6.4.2015, 2-14-18162.

***Euroopa Kohtu lahendid ja kohtujuristide ettepanekud***

99. EKo C-174/12, *Alfred Hirmann versus Immofinanz AG*, ECLI:EU:C:2013:856.
100. EKo C-177/88, *Elisabeth Johanna Pacifica Dekker versus Stichtig Vormingscentrum voor Jong Volwassenen Plus*, ECLI:EU:C:1990:383.
101. EKo C-19/11, *Markus Geltl versus Daimler AG*, ECLI:EU:C:2012:153, kohtujurist P. Mengozzi ettepanek.
102. EKo C-219/15, *Elisabeth Schmitt versus TÜV Rheinland LGA Products GmbH*, ECLI:EU:C:2017:128.
103. EKo C-246/09, *Susanne Bulicke versus Deutsche Büro Service GmbH*, ECLI:EU:C:2010:418. (viidatud: Poelzig, D. Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht. – ZGR 2015, Vol. 44/6, lk 806).
104. EKo C-253/00, *Antonio Muñoz y Cia SA versus Frumar Limited*,

- ECLI:EU:C:2002:497.
105. EKo C-253/00, *Antonio Muñoz y Cia SA versus Frumar Limited*, ECLI:EU:C:2001:697, kohtujurist L.A. Geelhoed ettepanek.
  106. EKo C-295/04-C-298/04, *Manfredi jt versus Lloyd Adriatico Assicurazioni SpA jt*, ECLI:EU:C:2006:461.
  107. EKo C-308/19, *Consiliul Concurenței versus Whiteland Import Export SRL*, ECLI:EU:C:2020:639, kohtujurist G. Pitruzzella ettepanek.
  108. EKo C-33/76, *Rewe versus Landwirtschaftskammer für das Saarland*, EKL 1976.
  109. EKo C-34/73, *Fratelli Variola S.p.A versus Amministrazione italiana delle Finanze*, ECLI:EU:C:1973:101.
  110. EKo C-341/05, *Laval un Partneri Ltd versus Svenska Byggnadsarbetareförbundet*, ECLI:EU:C:2007:809.
  111. EKo C-382/92, *Commission of the European Communities versus United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland*, ECLI:EU:C:1994:233. (viidatud: Schütt, J.-S. Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz. Band 135. Berlin: Duncker & Humblot 2019, lk 387).
  112. EKo C-435/18, *Otis GmbH jt versus Land Oberösterreich jt*, ECLI:EU:C:2019:1069.
  113. EKo C-445/09, *IMC Securities BV versus Stichting Autoriteit Financiële Markten*, ECLI:EU:C:2011:459.
  114. EKo C-45/08, *Spector Photo Group NV versus CBFA*, ECLI:EU:C:2009:806.
  115. EKo C-453/99, *Courage Ltd versus Bernard Crehan*, ECLI:EU:C:2001:465.
  116. EKo C-557/12, *Kone AG jt versus ÖBB-Infrastruktur AG*, ECLI:EU:C:2014:1317.
  117. EKo C-557/12, *Kone AG jt versus ÖBB-Infrastruktur AG*, ECLI:EU:C:2014:45, kohtujurist J. Kokott ettepanek.
  118. EKo C-591/10, *Littlewoods Retail Ltd jt. versus Her Majesty's Commissioners of Revenue and Customs*, ECLI:EU:C:2012:478.
  119. EKo C-591/10, *Littlewoods Retail Ltd jt. versus Her Majesty's Commissioners of Revenue and Customs*, ECLI:EU:C:2012:9, kohtujurist V. Trstenjak ettepanek.
  120. EKo C-604/11, *Genil 48 SL jt. versus Bankinter SA jt*, ECLI:EU:C:2013:344.
  121. EKo C-724/17, *Vantaan kaupunki versus Skanska Industrial Solutions Oy jt*, ECLI:EU:C:2019:204.

122. EKo C-724/17, *Vantaan kaupunki versus Skanska Industrial Solutions Oy jt*, ECLI:EU:C:2019:100, kohtujurist N. Wahl ettepanek.

### **Välisriikide kohtulahendid**

123. Basic, Inc. v Levinson, 485 U.S. 224 (1988). – Arvutivõrgus: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/> (20.04.2022).
124. BGH, XI ZR 51/10, 13.12.2011.
125. BGHZ, VI ZR 335/03, 30.11.2004.
126. BGH, VII ZR 36/14, 22.06.2017.
127. BGH, VII ZR 151/18, 27.02.2020.
128. BGH, VI ZR 307/18, 23.07.2019.
129. BGH, II ZR 217/03, 19.07.2004.
130. BGH, II ZR 147/05, 04.06.2007.
131. BGH, II ZR 80/04, 28.11.2005.
132. BGH, II ZR 246/04, 28.11.2005.
133. BGH, II ZR 153/05, 26.06.2006.
134. OLG Braunschweig, 12.01.2016 – 7 U 59/14 – Arvutivõrgus: <https://openjur.de/u/875211.html> (25.04.2022).
135. EFTA (Euroopa Vabakaubanduse Assotsiatsiooni) kohtu 4. veebruari 2020. aasta otsus kohtuasjas E-5/19, *F and G*. – Arvutivõrgus: <https://eftacourt.int/download/5-19-judgment/?wpdmdl=6449> (25.04.2022).
136. OGH, 8 Ob 104/ 12w, 24.01.2013.
137. OGH, 1 Ob 97/ 07g, 29.11.2007.
138. OGH 8 Ob 145/09w, 19.05.2010.

### **Kasutatud muud allikad**

139. Baudenbacher, C. How the EFTA Court works – and why it is an option for post-Brexit Britain. – London School of Economics blog, August 25<sup>th</sup>, 2017. – Arvutivõrgus: <https://blogs.lse.ac.uk/brexit/2017/08/25/how-the-efta-court-works-and-why-it-is-an-option-for-post-brexit-britain/> (14.04.2022).
140. CME Group. Temperature Based Indexes. – Arvutivõrgus: <https://www.cmegroup.com/trading/weather/temperature-based-indexes.html> (25.04.2022).

141. DelfinGroup börsiteade, Nasdaq. – Arvutivõrgus: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bd581984210c91465c4059adf5ee0539a&lang=en> (18.04.2022).
142. Finanstilsynet (Taani Finantsinspektsioon). – Arvutivõrgus: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Domme-og-boeder/2019/Dommarkedsmanipulation-010219> (25.04.2022).
143. Finantsinspektsiooni veebileht, 02.06.2020. – Arvutivõrgus: <https://fi.ee/et/uudised/finantsinspektsioon-karistas-meelis-tikerpuudturumanipulatsiooni-eest-rahatrahviga> (19.04.2022)
144. Finantsinspektsiooni veebileht, 29.06.2021. – Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/et/uudised/finantsinspektsioon-karistas-madis-talgreturumanipulatsiooni-eest-rahatrahviga> (19.04.2022).
145. Finantsinspektsiooni veebileht, 30.11.2018. – Arvutivõrgus: <https://fi.ee/et/uudised/finantsinspektsioon-karistas-turumanipulatsiooniga-tegelenud-isikut> (19.04.2022)
146. Index ETF-s, CNBC. – Arvutivõrgus: <https://www.cnbc.com/index-etfs/> (25.04.2022).
147. Jaak Roosaare blogi. – Arvutivõrgus: <https://roosaare.com/blog/> (25.04.2022)
148. Kristi Saare investeerimisblogi. – Arvutivõrgus: <https://kristiinvesteerib.ee/> (25.04.2022)
149. Minu raha sõnaraamat. – Arvutivõrgus: <https://www.minuraha.ee/sonaraamat/> (25.04.2022).
150. Mis on võimenduslaen ja mida sellega teha saab? – LHV: 2019. <https://fp.lhv.ee/news/5355437> (25.04.2022).
151. Nasdaq Baltic Turuinfo. – Arvutivõrgus: <https://nasdaqbaltic.com/et/turuinfo/kauplemispaev/> (25.04.2022).
152. Nasdaq Baltic veebileht. – Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqbaltic.com/> (15.04.2021).
153. Nasdaq Biotechnology Index Fact Sheet, Nasdaq OMX veebileht, 03.03.2021. – Arvutivõrgus: [https://indexes.nasdaqomx.com/docs/FS\\_XNBI.pdf](https://indexes.nasdaqomx.com/docs/FS_XNBI.pdf) (25.04.2022).
154. Rahakrati blogi. – Arvutivõrgus: <https://rahakratt.rahajutud.ee/> (25.04.2022).
155. SEC; U.S. Commodity Futures Trading Commission. Finding Regarding the Market Events of May 6, 2010, 30.09.2019. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf> (25.04.2022).

156. SGI European Green Deal Index. – Arvutivõrgus:  
<https://sgi.sgmarkets.com/en/index-details/TICKER:SGITEGD/> (25.04.2022).