

# Kus asub tasakaal leidlikkuse ja manipulatsiooni vahel?

REIMO HAMMERBERG  
advokaadibüroo SORAINEN partner

**K**apitaliturgude arendamise teema on tõusetunud seoses majanduse arenguga üldiselt. Sellega seoses peab käsitlema ka regulatiivset keskkonda, kus turukuritarvitused on keskse tähendusega. Kõik turuosalisel peaksid teadvustama vastavaid reegleid, kuna manipulatsiooni võib riigikohtu lahendi kohaselt toime panna ettevaatamatusest.

**Näide Euroopast.** Madalmaade äriühing IMC, mis tegeles väärtpaberite kauplemisega, sai börsi avalikest andmetest teada, et pank ABN AMRO andis korralduse, mille järgi tuli tema määratud hinnataseme saavutamisel 5 000 Wereldhave aktsiat automaatselt müüa. IMC tuletas avalikult kättesaadavast infost, et määratud hinnatase on 77,75 eurot. IMC andis varjatud kogusega ostukorralduse 10 000 aktsia ostmiseks hinnaga 73 eurot. Seejärel andis IMC korralduse müüa 10 000 aktsiat hinnaga 76,50 eurot. Selle müügikorralduse osalise täitmise tulemusel langes hind 76,50 eurole, mis omakorda käivitas ABN AMRO orderi, mille tulemusel langes aktsia hind 73 eurole. Sellelt tasemelt ostis IMC oma varasema ostukorralduse alusel 4 350 aktsiat. Eeltoodud tehingute tulemusena teenis IMC kasumit mõne minutiga ligikaudu 10%. Järelevalveasutus ja kohatud mõistsid IMC süüdi turumanipulatsioonis, aktsia hinna viimiseskustlikule tasemele.

See on ilmikas näide, kuidas üks turuosaline, kasutades avalikult kättesaadavat infot ning loovat kauplemisstrateegiat, teenis märkimisväärset kasumit. Kohtulahendite kohaselt ei kasutanud IMC siseinfot ega muud avaldamata infot. IMC-le ei heidetud ette eksitavate tehingute ega tehingukorralduste tegemist. Võib arvata, et süüdistust ei oleks esitatud, kui IMC oleks kogemata tabanud orderi hinnataseme või kui ta ei oleks teeninud kasumit eelneva ostuorderi sisestamise kaudu. Kas selline loovus peaks olema keelatud?

**Olukord Eestis.** Ka riigikohus on seisukohal, et kunstliku või tavapäratu hinnataseme tuvastamiseks ei ole oluline, kui palju väärtpaberi hind liigub – muu hulgas võib tegu olla kunstliku või tavapäratu hinnaga ka siis, kui hind on päevase kauplemisvahemiku raames.

Turumanipulatsiooniga võitlemisel on vaja tasakaalustada kahte esmapilgul justkui erisuuna-

list huvi. Ühelt poolt turgude usaldusväarsust ja läbipaistvust ning teiselt poolt võimaldada aktiivset ja loovat kauplemist. Kuigi esmapilgul eri-

suunalised, toimivad tegelikult mõlemad sama eesmärgi nimel – tagada tõhus finantsvahendus.

Efektiivseks finantsvahenduseks on vajalik suurema hulga investorite aktiivne kauplemine turul, milleks on aga vajalik piisava hulga emitentide osalemine turul. Emitendid omakorda tahavad tulla likviidsele turule, kuna seal on võimalik kaasata kapitali soodsamalt. Investorid soovivad osaleda turul, kus on võimalik oma tarkus maksma panna ja sel viisil kasumit teenida.

Sellised kaalutlused on iseäranis olulised spekulatiivsetele investoritele, kes on samas olulised likviidsuse loojad. Kui keelata loovad strateegiad ja võimalus nutikamatel oma kavaluse arvelt teenida, investorid lahkuvad.

**Kus on piir kavaluse ja loovuse ning keelatud manipulatsiooni vahel?** Ilmselt peab vältima olukorda, kus loome soodsa keskkonna kriminaalsetele geeniustele, sest investorid lahkuvad turult, kui nad ei ole kindlad, et seal toimub aus mäng. Keelatu piiriks peab olema seaduses sätestatud turumanipulatsiooni koosseisu täitmine. Viidatud kaasustes oli selleks aktsiahinna viimine kunstlikule või tavapäratule tasemele. Mis on kunstlik või tavapäratu hinnatase ja kuidas seda tuvastada – see on üks keerulisemaid küsimusi.

Selleks peetakse vajalikuks, lisaks konkreetse väärtpaberi ja börsi volatiilsuse võrdlemisele, hinnata ettevõtte varasid, tema kohta avaldatud informatsiooni, sarnaste emitentide väärtpaberite hinda. Isegi hinnates kõike eeltoodut, peetakse kunstliku hinnataseme tuvastamist väljaspool mõistlikku kahtlust väga keeruliseks. Seetõttu on ka tuntumates nn kunstliku hinna kaasustes, peetud vajalikuks eeltingimuseks väärtpaberi hinna muutumist lühikese aja jooksul kordades.

Küsitav ongi, kuidas on võimalik väljaspool mõistlikku kahtlust tuvastada, et 10% hinna liikumine tähendab kunstlikku hinnataset? Kui aga 10% hinna liikumine võib tähendada kunstlikku või tavapäratut hinnataset, võib see, iseäranis ebalikviidisel turul, olla tõsiseks takistuseks normaalsele kauplemisele. Investorid ei saa kindlad olla, et hinnaliikumine ei too neile kaasa turumanipulatsiooni süüdistust.

On arusaadav, et nii kohtud Madalmaades kui ka Eestis kaitsevad kapitaliturgusid. Samas peab kaitse olema tasakaalustatud tegevus. Vastasel



juhult võime küll saavutada täiuslikult kaitstud  
turu, kuid seal ei pruugi olla siis ühtegi osalist.  
ADVOKAADIBÜROO SORAINEN ESINDAS KOHTU ESIMESES ASTMES  
TURUMANIPULATSIOONIS SÜÜDISTAVAT TOOMAS TOOLI.

**ni vahel?**

**Kus on piir  
kavaluse  
ja loovuse  
ning keela-  
tud mani-  
pulatsioo-**

