

## MEMORANDUM

Kellele: Reguleeritud turule kauplemiseks võetud väärtpaberite emitendid

Kellelt: Kilvar Kessler

Kuup.: 26.05.2003

Asi: Siseteave ja selle avalikustamise aspektid

---

Järgnev tekst sisaldab autori poolt 27.05.2003 AS Tallinna Börs korraldatud “emitentide infohommikul” ettekantut ning on lisa autori elektroonilisele ettekandele. Finantsinspeksioon ega autor ei eelda ega võta kohustust tulevikus värskendada 27.05.2003 emitentide infohommikul teatavakstehtud informatsiooni või eraldi teatada selles toimunud muudatustest. Infohommikul väljendatud ettekande autori seisukohad on tema isiklikud ning ilmtingimata ei pruugi väljendada Finantsinspeksiooni seisukohti. Autori seisukohti ei tohi käsitleda õigusnõuandena.

### [Esimene slaid]

#### **1. Mõned argumendid siseteabe (hinnatundlike faktide) avalikustamist nõudvate õigusnormide poolt.**

Kapitalituru järelevalve üldised eesmärgid investori kaitsel on vähendada pettust ning tagada õige, täpse ja täieliku hinnatundliku info võrdne kättesaadavus investoritele. Siinjuures tuleb juhtida tähelepanu, et kapitalituru järelevalve ei teosta siseteabe käitlemist. Muuhulgas on selle põhjuseks ebatäielikku info omamine ning asjaolu, et emitendi juhtimine info alusel on juhtkonna ning aktsionäride vaheline kokkulepe, risk ja tasu. Järelevalveasutus ainult erandjuhtudel võib otsustada teabe avalikustamise investorite huvide olulise kahjustamise vältimiseks.

Siseteabe avalikustamise kohustuse pidestamine ühtseid käitumismalle kehtestavate õigusnormide sunnijõuga on vajalik vältimaks vähe kvaliteetsete emitentide valdavust kapitaliturul. Õigusnormide puudumisel tekiks olukord, kus vähe kvaliteetsete emitentide väärtpabereid puuduliku info tingimustes hinnastatakse suhteliselt suurema preemiaga, kui kvaliteetemitentide väärtpabereid. Sellest kaotavad kvaliteetsemad emitendid ja investorid ning üksnes kapitalituru kontekstis tekiks surve olla vähem kvaliteetne emitent.

Siseteabe avalikustamise kohustuse kehtestamist õigusnormide toel õigustab ka asjaolu, et emitent ei saa sellise kohustuse täitmisest vahetut hüve. Kui informatsiooni “tootja” ehk emitent ei saa sellest hüve, siis tõenäoliselt avalikustatakse vähe teavet. Puudub otsene side avalikustamisest sündiva hüve ja avalikustaja poolt sellest saadava hüve vahel. Investorid aga on huvitatud siseteabe kättesaadavusest, kuna see võimaldab neil hinnastada omandis olevat vastavat väärtpaberit. Seega tuleb emitendi poolt siseteabe avalikustamise initsiatiiv tekitada õigusnormide toel.

Õigusnormide kasuks räägib tehingukulude vähendamise vajadus. Kui emitent hakkaks eraldi läbi rääkima iga investori/isikuga, selgitamaks emitendi “siseteavet” kõige rohkem väärtustava isiku, siis tekitaks see emitendile täiendavaid kulusid ning seeläbi ebaefektiivsust.

Emotsionaalsemad argumendid siseteabe avalikustamise nõude õigustamiseks: usalduse tõstmine kapitalituru vastu, vähemkogenud investorite kaitse.

### [Teine slaid]

#### **2. Siseteabe mõiste.**

Hea arusaamine siseteabe mõistest tagab kõigi sellega seonduvate emitendi kohustuste täpse täitmise. Siseteabe mõistest saavad alguse emitendi konfidentsiaalsus- ja avalikustamiskohustused ning siseteabe väärkasutamise keeld.

Siseteave on mitteavalikustatud täpse iseloomuga teave otseselt või kaudselt väärtpaberi emitendi kohta, mis avalikustatuna tõenäoliselt omab olulist mõju selle väärtpaberi hinnale või selle väärtpaberiga seotud tuletisväärtpaberi hinnale.

### **[Kolmas slaid]**

#### **2.1 Teabe täpsus.**

Teabe täpsus tuleb määratleda igakordselt, sõltuvalt teabe iseloomust. Info täpsus ja selle mõju hinnale on paljuski seotud ning teineteisest sõltuvad. Täpse iseloomuga teave on teave (1) sündmuse või asjaolu kohta, mis on (2)(a)tõene/õige või (b) võib mõistlikult eeldada selle [sündmuse või asjaolu] saabumist tulevikus ja (3) teave on piisavalt täpne järeldamiseks selle võimalikku mõju väärtpaberite või nendega seotud tuletisväärtpaberite hinnale.

Sündmus või asjaolu on õige/tõene, kui selle aluseks on kindel ning objektiivne (sündmust või asjaolu täpselt edasiandev) tõend. Seaduse mõtte kohaselt kuulujutt ei ole selline tõend.

Kui teave pärineb teatud etapis olevast protsessist, siis täpse iseloomuga teabeks võib olla iga protsessi puutuv fakt, samuti kogu protsess. Siin tuleb märkida, et erandiks on protsess, mis koosneb üksnes kuulujuttudest. Kui teave hõlmab mitut asjaolu või sündmust ning neist mõned ei vasta täpsuse kriteeriumitele, siis informatsioon on täpse iseloomuga selles osas, milles see vastab täpsuse kriteeriumitele. Seda tõdedes peavad emitendid hoiduma “täpsuse kriteeriumite” kuritarvitamisest ning moonutada informatsiooni ebatäielikuks.

Kõigi asjaolude ja sündmuste kohta tuleb teostada täpsuse analüüs. Näiteks on täpse iseloomuga teabeks ülevõtmispakkumine sõltumata, et (õiglane) hind ei ole veel otsustatud. Täpse iseloomuga teabeks võib olla teave alternatiivide kohta. Näiteks teave kahe ülevõtmispakkumise kohta, kuid selge on vaid neist ühe toimumine teadmata täpselt kumma.

Sündmus või asjaolu võib saabuda tulevikus. Selle saabumise riskid iseenesest ei kaota teabe täpset iseloomu. Taolisel juhul sõltub täpsuse kriteeriumi täitmine riski saabumise tõenäosusest ning mõistlikust hinnangust selle saabumise tõenäosusele. Näiteks, kui ühinemise läbirääkimisprotsessi lõpus ei toimu ühinemist, siis ei saa välistada, et läbirääkimised iseenesest on täpse iseloomuga teave (vt. ka p. 3.3).

### **[Neljas slaid]**

#### **2.2 Teave, mis avalikustatuna tõenäoliselt omab olulist mõju selle väärtpaberi hinnale või selle väärtpaberiga seotud tuletisväärtpaberi hinnale ...**

... on keskmise isiku poolt oma huvide/hüve maksimeerimiseks/optimeerimiseks tehtava investeerimisotsustuse üheks aluseks olev ex-ante (enne otsustuse realiseerimist) avalikustatud/kättesaadav teave. Ehk järenevalt käsitlen fakti hinnatundlikkuse küsimust.

Turuosalised, eriti emitendid peavad oma kohustuste tekkimise hindamiseks olema võimelised määratlema teabe “hinnatundlikkust.” Selleks tuleb hinnata informatsiooni mitteavalikustamise hetke seisuga, kas mõistlik investor võtaks kõne all oleva teabe oma investeerimisotsustuste

ühiks aluseks, kui selline teave avalikustatakse. Peale informatsiooni arvestamise tuleb hinnatundlikkuse määratlemisel arvesse võtta ka teisi turutingimusi ning muid asjaolusid. Seega ex-ante analüüsi kohaselt võib teave, mis avalikustatuna tõenäoliselt omab olulist mõju selle väärtpaberi hinnale või selle väärtpaberiga seotud tuletisväärtpaberi hinnale, ka selline teave, mis avalikustatuna ei omanudki mõju väärtpaberi või selle väärtpaberiga seotud tuletisväärtpaberi hinnale.

Hinnatundlikkuse hindamisel tuleb arvestada väärtpaberi hinda, tulu, volatiilsust, likviidsust, käivet, pakkumist, nõudlust, tellimusraamatu seisu, hindade ja uudiste avalikustamise aega, reguleeritud turu reglementi, jmt. Kvantitatiivsed kriteeriumid hinnatundlikkuse määratlemisel on osutunud ebasobivaks väärtpaberite, turgude ja emitentide piisava dünaamilisuse ning erinevuse tõttu.

Ex-ante hinnatundlikkuse analüüsiga hinnatakse tõenäosust, kas informatsioon omab mõju väärtpaberi hinnale. Analüüsi teostades tuleb meeles pidada reeglit: lihtne hinnatundlikkuse võimalus alati ei pea olema piisav teabe hinnatundlikuks kvalifitseerimiseks ning samas ei tule hinnatundlikkuse kvalifitseerimiseks viia latti nii üles, et kindlalt veenduda selle hinnatundlikkuses. Tõsise kahtluse korral on juhtkonna aspektist riskivabam teavet käsitleda hinnatundlikuna.

Kokkuvõtteks hinnatundlikkuse hindamise kohta: hinnang tuleb anda ex-ante ja arvestades järgmisi asjaolusid:

- asjaolu või sündmuse oodatav mõju emitendi kogu tegevusele;
- teabe asjakohasus väärtpaberi hinna peamiste determinantide suhtes;
- teabe allika usaldatavus;
- turgu iseloomustavad muutujad, mis mõjutavad vastavat väärtpaberit.

## **[Viies slaid]**

### **3. Siseteabe avalikustamine.**

#### **3.1 Avalikustamine.**

Turu poolt väärtpaberite õigeks hinnastamiseks tuleb korraldada selleks vajaliku teabe turule kiire kättesaadavus. Taolise funktsioonita ei saaks turg väärtpabereid õieti hinnastada ning puuduks turu iseloomulik funktsioon. Lisaks tagab kiire avalikustamine turukuritarvituse vähenemise.

Emitent peab ennast otseselt puudutava siseteabe viivitamatult avalikustama. Siseteave tuleb avalikustada selliselt, mis võimaldab avalikkusel seda õieti ja igakülgselt hinnata. Taolist avalikustamist ei tohi teha koos turundusiseloomalise teabega.

Vahe teabes viidatava asjaolu või sündmuse toimumise aja ja teabe avalikustamise vahel ei tohi olla pikem, kui aeg mis emitendile on mõistlikult vajalik sündmuse või asjaolu kvalifitseerimiseks avalikustamisele kuuluva siseteabena. Säärast kvalifitseerimismenetlust ei tohi tahtlikult või ettevaatamatusest venitada. Samuti ei tohi viivitada avalikustamisega asjaolu või sündmuse formaliseerimise ootamise ettekäändel.

Varasemalt avalikustatud teabes oluliste muutuste esinemisel tuleb need muudatused viivitamatult avalikustada. Finantsaruannete puhul on muudatuse esinemiseks aruande valmimine, kuna finantsaruannete koostamine võtab aega ja seal ilmnevad muudatused võrreldes

varasemaga. Samas, väga olulised muudatused emitendi tegevuses, mis leiavad kajastamist ka finantsaruannetes tuleb avalikustada viivitamatult mitte oodates finantsaruande valmimist.

Lähitulevikus tuleb majandusaasta aruanne avalikustada kolme kuu jooksul majandusaasta möödumisest.

Emitent või tema nimel või arvel tegutsev isik oma seadusjärgsete, lepinguliste või tavaliste volituste piires siseteabe edastamisel kolmandale isikule peab siseteabe avalikustama üheaegselt selle edastamisega kolmandale isikule (tahtliku edastamise puhul). Tahtmatu edastamise puhul tuleb seda teha esimesel võimalusel edastamise selgudes. Taolised avalikustamise reeglid aga ei rakendu, kui teavet saaval isikul on seadusest, lepingust või põhikirjast tulenev konfidentsiaalsuskohustus.

### **[Kuuks slaid]**

#### **3.2 Avalikustamise kanalid.**

Üldiselt loetakse siseteave avalikustatuks, kui seda tehakse “ametlikke kanaleid” pidi. Näiteks Eestis on selliseks kanaliks reguleeritud turu korraldaja teabekanal. Mitmel reguleeritud turul kauplemise korral tuleb korraldada teabe avalikustamine sünkroniseeritult. Lähitulevikus peab siseteabe avalikustamine toimuma ka emitendi veebilehel ning emitentidel tasub sellele mõelda juba täna.

Ametlikke kanaleid ei tohi kasutada turustamise eesmärkidel. Siseteavet ei tohi avaldada enne “ametlikes kanalites” avalikustamist muude kanalite vahendusel.

Tulevikus tõuseb emitendi veebilehe osakaal siseteabe avalikustamisel. Lisaks tuleb teave edastada kapitalituru järelevalveasutusele. Viimane ei ole kohustatud seda avalikustama, kuid võib kokkuleppel sellise funktsiooni võtta täita. Eesmärgiks on EDGARi sarnase süsteemi rakendamine üle-euroopaliselt

### **[Seitsmes slaid]**

#### **3.3 Siseteabe avalikustamisega viivitamine.**

Emitent võib omal riisikol viivitada siseteabe avalikustamisega, kui (1) see ei kahjusta tema huve, (2) tõenäoliselt ei eksita avalikkust ning (3) emitent tagab siseteabe konfidentsiaalsuse. Taolisest viivitamisest peab teatama kapitalituru järelevalveasutusele.

Emitendi huve ei kahjusta näiteks järgmised juhtumid:

- läbirääkimised, kui avalikustamine mõjutaks lepingu sõlmimist või läbirääkimiste käiku;
- nõukogu poolt otsusega heaks kiidetavad tehingud, kui tehingu avalikustamine ohustaks avalikkuse poolt teabe õiget hindamist.

Emitent peab tagama siseteabe konfidentsiaalsuse ning kontrollima sellele juurdepääsu. Emitendi juhtkonda kuuluvad isikud ja töötajad ei tohi omada juurdepääsu siseteabele, kui nad ei pea oma ülesannete täitmisega seoses saama siseteavet. Emitent peab tagama, et siseteabele juurdepääsu omavad isikud on teadlikud ning teadvustavad enda kohustusi seoses siseteabega ning siseteabe väärkasutamise korral rakendatavaid karistusi. Emitent peab fikseerima menetluse, mis tagab siseteabe viivitamatu avalikustamise siseteabe pihkumise või muu konfidentsiaalsusnõude rikkumise korral.

## [Kaheksas slaid]

### 3.4 Mõned näpunäited siseteabe käitlemisel.

#### 3.4.1 Suhted finantsanalüütikutega.

Emitent leiab kompromissi analüütikutega omatavate heade suhete ja kohtuasjade riski vahel. Analüütikutele informatsiooni valimatu jagamine võib olla väärtpaberituru seaduse rikkumine, kuna selliselt võidakse ühtesid investoreid eelistada teistele.

Emitent töötab välja analüütikutega ja investoritega suhtlemise põhimõtted. Põhimõtted olgu realistlikud. Põhimõtetes kajastatakse järgmist:

- emitendi esindajad, kes räägivad analüütikutega ja investoritega;
- ühtsed hoiatused tulevikuprognoside kohta. Tulevikuprognosid peavad olema selgesti tähistatud ja märgistatud hoiatusega nende realiseerumise kohta;
- emitent ei jaota ega kinnita analüütikute raporteid;
- emitent ei lase ennast survestada informatsiooni avaldamiseks. Normaalne on vastata: “Me ei kommenteeri seda;”
- emitent regulaarselt vaatab üle ja kaasajastab põhimõtteid lähtudes emitendi seisundi muutumisest.

#### 3.5.2 Avalikustamise kalender

Emitendil võib olla otstarbekas kehtestada regulaarselt avaldatavate hinnatundlike faktide kalender (*compliance calendar*).

## [Üheksas slaid]

### 3.6 Korrektnete siseteabe käitlemine välistab turumanipulatsiooni võimaluse.

Turumanipulatsioon on informatsiooni ebaõigsusest, ebatäielikkusest või ebatäpsusest teadliku või eeldatavalt teadliku isiku poolt teabe levitamine, mis annab või võib anda valesignaali või eksitava signaali väärtpaberi kohta. Kuulujutud, vaeuudised, eksitavad uudised.

### 4. Viited kehtivatele õigusaktidele.

- Väärtpaberituru seadus §-d 131, 132, 134, 135, 142, 143, 145, 146, 190, 200, 201, 235, 237<sup>13</sup>, 237<sup>15</sup> ja 237<sup>18</sup>.
- Rahandusministri 21.01.2003 määrus nr. 14 Noteerimisnõuded §-d 48-70