

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Õiguse instituut

Marko Künnapas

**SISETEAVE AKTSIATURUL NING SISETEABE
KASUTAMISE VÕI AVALDAMISEGA KAASNEV
KARISTUSÕIGUSLIK VASTUTUS EESTI ÕIGUSES
VÕRRELDUNA EUROOPA LIIDU JA AMEERIKA
ÜHENDRIIKIDE ÕIGUSEGA**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: MA eq, Janika Aben

Tallinn 2017

Deklareerin, et käesolev bakalaureusetöö,
mis on minu iseseisva töö tulemus,
on esitatud Tallinna Tehnikaülikooli
bakalaureusekraadi taotlemiseks ja selle alusel
ei ole varem taotletud akadeemilist kraadi.

Marko Künnapas

“ “ mai 2017

Töö vastab kehtivatele nõuetele

Juhendaja külalislektor Janika Aben, MA eq

“ “ 2017

Kaitsmisele lubatud “ “ 2017

Õiguse instituudi bakalaureusetööde kaitsmiskomisjoni esimees

.....

SISUKORD

Lühendid	4
Sissejuhatus	5
1. Siseteabe ja selle valdamisega seotud regulatsioon	9
1.1. Siseteabena määratletava info tuvastamine	9
1.1.1. Informatsiooni täpsus ja avalikustamata teave	12
1.1.2. Teabe mõju väärtpaberi hinnale	14
1.2. Teabe valdajate ehk insaiderite määratlemine	16
2. Siseteabe tehingutega seotud hoolsuskohustus	21
2.1. Siseteabe väärkasutamise keeld	21
2.1.1. Väärtpaberite omandamine ja võõrandamine	22
2.1.2. Soovituste andmine	26
2.2. Insaideri üldised kohustused	28
2.3. Siseteabe õigusvastase avaldamise piirangud	32
3. Siseteabe avaldamisega kaasnevad sanktsioonid	36
3.1. Siseteabe avaldamisega kaasnev vastutus	36
3.2. Karistuste kohaldamine ja kahju hüvitamine	41
Kokkuvõte	46
Summary	49
Kasutatud kirjandus	51

Lühendid

VpTS - Väärtpaberituru seadus

EKo - Euroopa Kohtu otsus

ÄS - Äriseadustik

TsÜS - Tsiviilseadustiku üldosa seadus

KarS - Karistusseadustik

KrMS - Kriminaalmenetlusseadustik

TlnRnKo - Tallinna Ringkonnakohtu otsus

HMK - Harju Maakohtu otsus

RKKKo - Riigikohtu Kriminaalkolleegiumi otsus

EIKo - Euroopa Inimõiguste Kohus

EL – Euroopa Liit

SEA 1934 – Securities Exchange Act of 1934

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission

DFA – Dodd-Frank Act

sh – sealhulgas

Sissejuhatus

Eesti aktsiaturg on võrreldes enamike maailma aktsiaturgudega väga noor ja väike, kuid hoolimata sellest on see oma loomisest alates teinud läbi kiire ja jõulise arengu. Algusaastatega võrreldes on muutunud regulatsioon, börsil kaubeldavad ettevõtted, kauplemissüsteemid ning juurde on loodud alternatiivsed investeerimise võimalused. Võrreldes algusaastatega on alates börsi loomisest Eestisse kasvanud börsil kauplejate arv ja seetõttu on oluline, et kõigi börsil kauplejate ja investorite huvid oleks kaitstud ning kõigi turuosaliste tegevus läbipaistev. Börsil osalejatele võrdsete tingimuste loomine läbi erinevate regulatsioonide peetakse vajalikuks, soodustamaks turuosaliste juurde tekkimist ning ühtlasi tõsta börsi usaldusväärsust ja likviidsust.

Eestis toimub väärtpaberitega kauplemine Tallinna börsil, mis kuulub maailma suurimasse börsikontserni – Nasdaq. Börsil kaubeldavad väärtpaberid on registreeritud Eesti Väärtpaberikeskuses (edaspidi EVK), mis on väärtpaberite põhiregister ning peab arvestust kõigi Eestis tegutsevate aktsiaseltside aktsiaraamatute ning kõikide Eestis avatud väärtpaberikontode ja pensionikontode üle. Lisaks registripidamisele arveldab EVK väärtpaberitehinguid ning pakub korporatiivsete sündmuste (dividendi- ja intressimaksete) teostamist ja muid väärtpaberitega seotud teenuseid. Väärtpaberiturul toimuva üle teostab järelevalvet Eesti finantsinspeksioon.

Ameerika Ühendriikides toimub kauplemine erinevatel börsidel, nagu näiteks New York Stock Exchange (edaspidi NYSE), Nasdaq, American Stock Exchange (edaspidi AMEX) jne. Erinevalt Eesti börsist, mis maailma mastaape arvestades on marginaalne, on eelpool nimetatud börsid maailma suurimad ning suur osa tehingutest tehakse just nendel turgudel. Peamiselt NYSE ja Nasdaq turgudel. Järelevalvet Ameerika Ühendriikide aktsiaturgudel teostab Securities Exchange Commission (edaspidi SEC), mille eesmärk on seaduste jõustamine ja börsidel toimuvate tehingute reguleerimine ja selle üle järelevalve.

Tänane Eestis kehtiv regulatsioon on Euroopa Liitu astumise järgselt ühtlustatud Euroopa Liidus kehtivate direktiivide ja määrustega. Selline nõue tuleneb Euroopa Liiduga ühinemislepingust. Kuna Eesti on ühinenud Euroopa Liiduga, siis peab Eestis kehtiv seadusandlus vastama Euroopa Liidus kehtivale. 2016 aasta juulis jõustus uus turukuritarvituse direktiiv (Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/57/EL) ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu turukuritarvituse määrus nr 596/2014/EL. Nimetatud

туру kuritarvitamise direktiiv asendas varasemat turukuritarvituse direktiivi, s.o Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ. Turukuritarvituse direktiivi 2003/6/EÜ asendamist peeti vajalikuks, kuna eelmise turukuritarvituse direktiivi jõustumise järgselt on olemasolev finantsmaastik muutunud. Arenenud on turg ja tehnilised võimalused, mis omakorda tingis õigusloome muutmise vajaduse. Samuti nähti ette kehtestada ühtsem ja tugevam õigusraamistik ning kõrvaldada liikmesriikide õigusnormide vahelistest erinevustest tulenevad veel allesjäänud kaubandustõkked ja olulised konkurentsimoonutused ning vältida tulevaste tõenäoliste kaubandustõkete ja oluliste konkurentsimoonutuste tekkimist.¹ Võrreldes varasemalt kehtinud turukuritarvituse direktiiviga, mis reguleeris finantsinstrumentidega kauplemist reguleeritud turul, reguleerib turukuritarvituse määrus veel finantsinstrumentidega kauplemist mitmepoolsetes kauplemissüsteemides ja organiseeritud kauplemissüsteemides.²

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on analüüsida, millised õiguslikud tagajärjed tekivad insaiderile ehk teabe valdajale, siseteabe, ehk avalikustamata teabe, väärkasutamisega või õigusvastase avaldamisega. Arvestades, et insaiderite poolt teostatavad tehingud võivad olla seaduslikud ja ebaseaduslikud (siseteabe väärkasutamine), siis puudutab autor töös ainult siseteabe väärkasutamist ja sellest tulenevat teabe avaldamise ja tehingute teostamise keeldu. Kuna Eestis on siseteabega seotud teemat vähe diskuteeritud ning kohtupraktika on vähene, siis kasutab autor töös võrdlusena Eestis kehtiva õigusega võrdlusena paralleelselt Euroopa Liidus kehtivat õigust. Töös võrdleb autor seda Ameerika Ühendriikides kehtiva õigusega seetõttu, et Ameerika Ühendriigid omavad selles vallas laia ja pikaajalist kohtupraktikat. Käesolev töö analüüsib eelpool nimetatud riikide ja ühenduse seadusandlust ning võrdlusena kasutatakse teisi dokumente, nagu näiteks, kuid mitte ainult, börsi reglemendid, Hea Ühingujuhtimise Tava vms, ainult juhul, kui autor leiab, et see osutub vajalikuks. Võrdlus eelkõige Ameerika Ühendriikide seadusandlusega tuleneb sellest, et Ameerika Ühendriikides tegelevad siseteabe regulatsiooniga intensiivselt seadusandja, kohtud kui

¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, Preambula, p. 5.

² Sandler, M., Brown, M., Willis, P., Clay, E. Market Abuse. Westlaw, C.O.B. 2014, 118(Aug), 1-37 (2014), lk 12

ka õiguskirjandus ning sellega on tegeletud alates 1929.a. Teema aktuaalsust rõhutab senine sisetabe kasutamise vähene tuvastamine Eestis ja puudulik käsitus ja diskuteeritus Eesti õiguskirjanduses. Eestis on olnud juhtumeid, kus sisetabe kasutamist on kahtlustatud, kuid senini on lahendid olemas üksikute juhtumite kohta. Sellest lähtuvalt on autori arvates vajadus sellise teema käsitluse arendamiseks ja vajadus analüüsida regulatsioonist tulenevate nõuete rakendamist praktikas.

Käesolevas bakalaureusetöös on autor püstitanud hüpoteesi: **Eesti õiguses sisetabe väärkasutusega seonduv vastutus ei motiveeri isikuid sisetabe väärkasutamisest hoiduma.**

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on analüüsida, milline on Eesti Vabariigis kehtiv regulatsioon sisetabe väärkasutamisega seonduv vastutus ning anda hinnang sellega kaasnevale sanktsioonidele. Töös kasutab autor võrdlevat meetodikat. Võrdlusena kasutab autor Eesti, Euroopa Liidu ja Ameerika Ühendriikide õigusakte, õiguskirjandust ja kohtulahendeid. Arvestades sisetabega seonduv Eesti õiguses on sisetabe osas kohtupraktika vähene ning olemasolev õiguskirjandus praktiliselt puudub, siis kasutab autor Eesti õiguse puhul võrdlusena Euroopa Liidu õigust.

Käesoleva bakalaureusetöö on jagatud kolme ossa, mis omakorda on jagatud peatükkideks ja alapeatükkideks. Käesoleva bakalaureusetöö esimeses osas on jaotatud kaheks peatükiks, millest esimene peatükk on omakorda jagatud kaheks alapeatükiks. Esimeses peatükis käsitleb autor sisetabena määratletava informatsiooni tuvastamist. Esimese peatüki esimene alapeatükk selgitab autor sisetabe täpsuse olemust ning mida loetakse avalikustamata teabeks Eesti Vabariigis kehtiva õiguse kohaselt. Teises alapeatükis on analüüsitud millist mõju omab teave väärtpaberihinnale. Esimese osa teises peatükis käsitleb autor insaiderite määratlust.

Käesoleva töö teises osas annab autor hinnangu sisetabe tehingutega seotud hoolsuskohustustele. Nimetatud peatüki jagab autor kolmeks. Esimeses alapeatükis analüüsib autor sisetabe väärkasutamise keeldu. Nimetatud alapeatükis analüüsib autor hoolsuskohustuse eesmärki, kas ja millistel tingimustel on võimalik väärtpaberite omandamine ja võõrandamine. Teises alapeatükis analüüsib autor soovitude andmist.

Teises peatükis analüüsib autor insaideri üldiseid kohustusi, mis kaasnevad teabe avaldamisega ja teabe konfidentsiaalsuse tagamisega ning kolmandas peatükis analüüsib autor sisetabe õigusvastase avaldamisega seonduvaid piiranguid.

Töö kolmandas osas analüüsib ja võrdleb autor siseteabe ebaseadusliku avaldamisega kaasnevat sanktsioone. Peatükk koosneb kahest peatükist, millest esimeses peatükis analüüsitakse siseteabega avaldamisega kaasnevat vastutust, peamiselt karistusõiguslikust aspektis. Teises peatükis analüüsib autor karistusõiguse kohaldumist ning siseteabe õigusvastase avaldamisega kaasneva kahju hüvitamist.

Töö peatükkides toob autor paralleelselt välja võrdluse Euroopa Liidu ja Ameerika Ühendriikide õigusega.

1. Siseteabe ja selle valdamisega seotud regulatsioon

1.1. Siseteabena määratletava info tuvastamine

Siseteave on Eesti Vabariigi õiguses olnud reguleeritud alates 01.01.2002 jõustunud väärtpapierituru seaduses, mille kohaselt oli siseteave avalikustamata teave, mis puudutab otseselt väärtpaberit, millega turul kaubeldakse, või sellise väärtpaberi emitenti ja mis avalikustatuna tõenäoliselt võib oluliselt muuta väärtpaberi hinda või väärtust³. Euroopa Liiduga liitudes oli vajalik viia seadus vastavusse Euroopa Liidus kehtiva regulatsiooniga ning 01.04.2005 osaliselt jõustunud väärtpapierituru seadusega see muudatus teostati. Muutunud seaduses ei piiratud siseteabe osas enam ainult väärtpaberi mõistega, vaid asendati see finantsinstrumendiga. Täiendavalt lisati kaubatuletisväärtpaberi kohta käiv siseteabe regulatsioon ning kliendi poolt finantsinstrumendi kohta edastatav ja mis on seotud kliendi täitmisele kuuluvate korraldustega teave, mis otseselt või kaudselt finantsinstrumenti puudutab.⁴ Käesoleval aastal tehti VpTS-s muudatus, millega tunnistati kehtetuks seni Eesti õiguses kehtinud siseteabe väärkasutamist ja siseteabe avalikustamist puudutavad paragrahvid. Muudatus jõustus 17.04.2017.

Siseteabe väärkasutamise osas kehtib Eesti õiguses täna EL-i turukuritarvituse määrus ning tulenevalt sellest turukuritarvituse määruses defineeritav mõiste. Selle kohaselt hõlmab siseteave täpset laadi avalikustamata teave, mis on otseselt või kaudselt seotud ühe või mitme emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning mis avaldaks avalikustamise korral tõenäoliselt märkimisväärset mõju nende finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.⁵ Isikute puhul, kelle ülesanne on täita finantsinstrumentidega seotud korraldusi, hõlmab siseteave ka kliendi edastatavat ja tema finantsinstrumentidega seoses antud pooleli olevate korraldustega seotud täpset laadi teavet, mis on otseselt või kaudselt seotud ühe või mitme emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning millel oleks avalikustamise korral tõenäoliselt

³ VpTS. RT I, 01.01.2001, 89, 532.

⁴ VpTS. RT I, 31.12.2016, 30.

⁵ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art 7, lg 1

märkimisväärne mõju nende finantsinstrumentide hinnale, seotud kauba hetkelepingute hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.⁶

Euroopa Kohus on oma otsusega selgitanud, et vastavalt eesmärgile tuleb võimet hinda märkimisväärselt mõjutada hinnata eelkõige kõnealuselt teabest ja selle kontekstist lähtudes. Selleks et tuvastada, kas teave on siseteave, ei ole seega vajalik kontrollida, kas teabe avaldamine tõepoolest mõjutab oluliselt nende finantsinstrumentide hinda, mida see teave puudutab.⁷

Erinevalt on teave reguleeritud Ameerika Ühendriikide õiguses, kus turumanipulatsiooni (sealhulgas siseteavet) reguleerib *Securities Exchange Act of 1934* paragrahv 10 (b) ning selle määrus 10b – 5. Siinkohal tuleb rõhutada, et seadus otseselt ei nimeta siseteabe tehinguid, kuid keelab mistahes viisil kasutada või rakendada registreeritud või registreerimata väärtpaberite või ostmisel või müümisel või väärtpaberite vahetuslepingute mistahes manipuleeriva või eksitusse viiva vahendi või selliste võtete kasutamise.⁸ Ameerika Ühendriikide õiguses ei ole tegemist siseteabega, vaid seda käsitletakse kui avalikustamata informatsiooni. Määrus 10b – 5, mis hiljem lisandus, on kasutatud väga laialdaste situatsioonide jaoks, mis on põhiliselt jagatud kolme kategooriasse.⁹ Määruse põhiliseks ülesandeks on pidada võitlust avalikustamata informatsiooni väärkasutamise vastu.¹⁰ 10b - 5 kohustuste rikkumiste elementideks on:

- 1) Ebaseaduslik omastamine;
- 2) Informatsiooni konfidentsiaalsus;
- 3) Väärtpaberitega kauplemise eesmärk
- 4) Informatsiooni allika suhtes kohustuste rikkumine.¹¹

Erinevalt Eesti ja EL-i õigusest ei reguleeri Ameerika Ühendriikide väärtpaberituru seadus otseselt avalikustamata informatsiooni, vaid turumanipulatsiooni üldiselt, mille üheks osaks on avalikustamata informatsiooni õigusvastane kasutamine. Täpsem

⁶ Ibid, art 7, lg 1

⁷ EKo, 23.12.2009, C-45/08, *Spector Photo Group ja Chris van Raemdonck vs CBFA*, p. 69.

⁸ *Securities Exchange Act of 1934*, §10(b)

⁹ Roszkowski, M. E., *Business Law: Principles, cases and policy* 3rd Edition, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1992, lk 1066

¹⁰ Ibid, lk 1069

¹¹ Engle, E. *Insider Trading in U.S: and E.U. Law: a comparison*, 2008, lk 19. <http://ssrn.com/abstract=1271868>

avalikustamata informatsiooni määratlus on Ameerika Ühendriikides kujunenud läbi kohtupraktika. Kohtupraktika on avalikustamata informatsiooni õigusvastase kasutamise jaganud kaheks teooriaks – klassikaline teooria ja õigusvastase omastamise teooria. Klassikalise teooria puhul isik kaupleb endaga seotud ettevõtte väärtpaberitega talle tema positsiooni tõttu teatavaks saanud materiaalse ja konfidentsiaalse informatsiooni alusel.¹² Õigusvastase omastamisega on tegu juhul, kui isik kellel on ettevõtte, mille väärtpaberitega ta kaupleb, suhtes usalduskohustus ning ta kasutab talle teatavaks saanud avalikustamata teavet isikliku kasu saamiseks.¹³ Tegemist on olukorraga, kus ettevõttega seotud insaider, kes omab avalikustamata teavet on kohustatud tehingu teostamiseks teabe avalikustama või jätma tehingu tegemata.¹⁴ Ameerika Ühendriikide õiguses keskendutakse rohkem võimalikule kahjule, mida emitendile võidakse avalikustamata informatsiooniga teostatud tehinguga põhjustada ning ei lähtuta investori kaitsest ja turutingimuste võrdsustamisest.¹⁵

Siseteabe määratlemiseks peavad olema täidetud järgmised tingimused:

- teave peab olema õige ja täpne;
- teave ei ole avalikustatud;
- sündmus toimub tulevikus;
- teavet omab piiratud isikute grupp;
- avalikustamisel mõjutab oluliselt väärtpaberi (finantsinstrumendi) hinda.¹⁶

EL-i ja Ameerika Ühendriikides käsitletakse teavet erinevalt. Mõlemad käsitlevad teavet kui avalikustamata informatsioon, kuid Ameerika Ühendriikide õigus eeldab ka teabe konfidentsiaalsena hoidmist. Eesti ja EL-i õiguses on siseteabe mõiste määratlus täpsem. Teave peab olema täpne ja avalikustamata ning see saabub tulevikus. Samuti eeldatakse, et teavet valdab kitsas isikute ring. Ameerika Ühendriikide õiguses on siseteabe mõiste hajusam. Teave on avalikustamata ja konfidentsiaalne, erinevalt EL-i õigusest, kus see on defineeritud kui avalikustamata. Teabe puhul ei räägita õigsusest ja täpsusest, vaid materiaalsusest. Materiaalsuse definitsioon ei ole täpselt määratletud,

¹² United States v. O'Hagan, 521, U.S. 642 (1997)

¹³ United States v. O'Hagan, 521, U.S. 642 (1997)

¹⁴ Nagy, D. M., Reframing the misappropriation theory of insider trading liability: a post O'Hagan Suggestion. Bloomington, Indiana University Maurer School of Law, 1998, lk 1225.

¹⁵ Seredyska, I. Insider dealing and criminal law: dangerous liaisons. Springer, 2011, lk 46.

¹⁶ Hopt, K. Insider regulation and timely disclosure. The Hague, Kluwer Law International 1996, lk 6-7

kuid see viitab, et teave võib omada hinnale üldist mõju ning see võib mõjutada kauplemissotsuse tegemist.¹⁷ Lisaks rõhutakse teabe ebaseaduslikule omastamisele, kauplemise eesmärgile ja usalduskohustusele. Ameerika Ühendriikide õigus ei pea niivõrd oluliseks informatsiooni täpsust, mõju hinnale ja sündmuse saabumise hetke. Oluline on kuidas informatsioon saadi ja millisel eesmärgil seda hiljem kasutati. Ehk rõhutakse usalduskohustusele, mida EL-i ja Eesti õigus ei tunne.

1.1.1. Informatsiooni täpsus ja avalikustamata teave

Selleks, et väärtpaberitega tehinguid teostav isik saab langetada õigeid otsuseid on tal vaja saada õigel ajal täpset ja õiget teavet.

Siseteabe üheks tunnuseks on selle täpsus ehk informatsioon peab olema täpne ja mis samuti oluline - õige. Euroopa Komisjoni direktiiviga on antud järgmine siseteabe määratlus: määrus nr 596/2014/EL artikli 7 punkti 1 kohaldamisel peetakse teavet täpseks, kui see viitab asjaoludele, mis on ilmnud või mille ilmnemist võib mõistliku eelduse kohaselt oodata, või sündmusele, mis on toimunud või mille toimumist võib mõistliku eelduse kohaselt oodata, ja kui see on sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide, seotud tuletisinstrumentide, seotud kauba hetkelepingute või lubatud heitkoguse väärtpaberitel põhinevate enampakkumistoodete hinnale.¹⁸ Pikaajalise protsessi puhul, mille eesmärk on põhjustada või mille tulemuseks on konkreetne asjaolu või konkreetne sündmus, võidakse seetõttu täpseks teabeks pidada mitte ainult teavet tulevikus ilmneva asjaolu või tulevikus toimuva sündmuse kohta, vaid ka teavet selle protsessi vaheetappide kohta, mis on seotud tulevikus ilmneva asjaolu või toimuva sündmuse põhjustamisega või selle tulemuseks olemisega.¹⁹

Informatsiooni täpsus ja õigsus on olulised börsil väärtpaberitega tehingute teostamiseks ning õigete otsuste langetamiseks. Näiteks on Tallinna börs loonud

¹⁷ Policy for Material Non-Public Information. Moody's 2013, lk 2. https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/Compliance/9-9-2011/SP13415_Policy%20for%20MNPI_Sept_6_2011%20Final.pdf (03.06.2013)

¹⁸ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, Art, lg 2.

¹⁹ Ibid, Art 7, lg 2.

emitentidele täiendavalt omapoolse reeglistiku, milles on öeldud: emitendi poolt avalikustatav teave peab olema õige, täpne, täielik ja üheselt mõistetav, teave ei tohi olla eksitava sisuga ning sealt ei tohi olla välja jäänud ega puududa midagi, mis mõjutaks teabes esitatud andmete sisu või tähendust.²⁰ Võib väita, et Eestis õiguses täna kehtivat siseteabe mõistet on börs oma reeglistikuga laiendanud, muutes selle emitendile ja samuti teistele turuosalistele selgemaks.

Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus on oma soovitusel punktis 1.5 ja 1.6 andnud järgmised selgitused:

- a) teabe täpset iseloomu tuleb hinnata juhtumipõhiselt ning sõltuvalt milline on informatsioon ja milline on ümbritsev kontekst;
- b) kui teave puudutab protsessi, mis leiab aset etappidena, võib iga etapp nagu ka kogu protsess olla täpne teave. Näiteks võib tuua ülevõtmispakkumise. Fakt, et kavandatav ülevõtmispakkumine ei leia lõpuks aset ei tähenda et ülevõtja lähenemine ülevõetavale ülevõtmise tegemiseks ei ole iseenesest täpne teave siseteabe mõttes.²¹

Seega teabe puhul tuleb kõigepealt hinnata selle olemust ja seda ümbritsevat konteksti. Selle alusel saab määrata teabe olulisuse ja täpsuse. Autor leiab, et teave ei pea iga kord olema detailideni täpne. Oluline on veel tulevikus toimuda võiv sündmus, mis võib mõjutada väärtpaberi hinda. Autor lisab, et teave peab olema õige, pärinema usaldusväärsest allikast ning ei tohi sisaldada eksitusse viivat või ebaõiget informatsiooni.

Selleks, et informatsiooni saab lugeda siseteabeks, peab teave olema avalikustamata ning teave peab olema tulevikus toimuda võiva sündmuse kohta. Avalikustamata teave eeldab, et kuni sündmuse toimumiseni on tegemist konfidentsiaalse informatsiooniga, mis on teada või on teatavaks tehtud piiratud isikute grupile. Selline informatsioon võib olla seotud emitendi aruandlusega, emitendi finantskohustustega või –tulemustega, ühinemisega või jagunemisega jne. Kuni teabe avalikustamiseni elik sündmuse

²⁰ Nasdaq Baltic. Nõuded emitentidele, 2014. http://www.nasdaqombaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Nouded_emitentidele_06-10-2014-est.pdf (06.10.2014)

²¹ The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, Juuli 2007, p 1.5. ja p 1.6.

saabumise hetkeni, tuleb lähtuda asjaolust, et teave ei kuulu avalikustamisele. Isikud, kes omavad teavet on kohustatud seda hoidma enda teada ning mitte avaldama kolmandatele isikutele, v.a juhtudel, kui see on vajalik nende töö- või ametiülesannete täitmiseks. Turukuritarvituse määruses mainitakse küll teabe konfidentsiaalsuse tagamise vajadust, kuid täpsemalt seda reguleeritud ei ole.²²

Autor leiab, et avalikustamata teave on kuni selle avalikustamiseni emitendi omand ning isikud, kellele selline teave on tulenevalt oma töö- või ametiülesannetest teatavaks saanud, omavad selle emitendi suhtes teatavat usalduskohustust.

Väärtpaberiturul osalejatele on vajalik õigete otsuste tegemiseks õiget ja täpset teavet Turuosaliste võrdse kohtlemise jaoks on oluline, et selline teave jõuab kõikidele osapooltele õigeaegselt ning see on kõigile osapooltele avaldatud üheaegselt. Selleks, et väärtpaberiturul tegutsejad tegutseksid sarnastel alustel on oluline, et emitent, kelle väärtpaberitega kaubeldakse, tagab teabe konfidentsiaalsuse.

1.1.2. Teabe mõju väärtpaberi hinnale

Määrus 596/2014/EL artikli 1 lõige 1 (a) kohaselt on “teave, täpset laadi avalikustamata teave, mis on otseselt või kaudselt seotud ühe või mitme emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning mis avaldaks avalikustamise korral tõenäoliselt märkimisväärset mõju nende finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale”.²³

Autor tõdeb, et hinna märkimisväärne muudatus ei ole täpsemalt lahti kirjutatud. Tallinna Ringkonnakohus on oma otsuses öelnud, mida Riigikohus ei muutnud²⁴, et börsiväline tehinguga aktsiate müümine ei anna teistele aktsionäridele samasugust õigust ning ülevõtmispakkumises aktsiate omandamine ei pruugi olla aluseks hinna muutumisele.²⁵ Sisuliselt tähendab see, et igasugune info ei pruugi olla hinda mõjutav. Küll aga ei saa anda lõplikku hinnangut ühe lahendi põhjal. Siinkohal on võimalik

²² Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, preambula, p. 35.

²³ Ibid, Art 1 lg. 1.

²⁴ RKKKo 12.02.2012, nr 3-1-1-52-12, p. 19

²⁵ TlnRnKo 1-10-8857

kasutada Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutuse soovitusi. Tegemaks kindlaks, kas märkimisväärne mõju võib esineda tuleb võtta arvesse järgmised faktorid:

- oodatud suurusjärgk kõnealuse asjaolu või sündmuse suhtes, võttes arvesse kogu ettevõtte liikumist;
- informatsiooni tähtsus arvestades finantsinstrumendi hinda peamise tegurina;
- allika usaldusväärsus;
- turu muutujad, mis mõjutavad kõnealuse finantsinstrumendi hinda (muutujateks võivad olla hinnad, kasum, volatiilsus, likviidsus, finantsinstrumentide vaheline hinna suhe, tehingu maht, pakkumine, nõudlus jne).²⁶

See tähendab, et nagu teabe täpsusegi puhul, tuleb eelduslikult lähtuda juhtumipõhiselt, võttes arvesse finantsinstrumentidega teostatava tehingute mahtu, võrreldes seda tavalise tehinguaktiivsusega ning soovituslikult tuleks lähtuda finantsinstrumendi hinnast, kui kõige olulisemast tegurist. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutuse soovitude punktis 1.14 on lisatud soovitavad faktorid, mida arvesse võtta hindamaks märkimisväärset mõju hinnale:

- informatsioon on sama tüüpi, milline informatsioon on minevikus omanud hinnale märkimisväärset mõju;
- eelnevad analüütikute uuringud ja arvamused viitavad, et kõnealune informatsiooni tüüp on hinnatundlik;
- ettevõtte on sarnaseid sündmusi eelnevalt käsitlenud siseteabena.²⁷

Eelpool toodud faktoreid tuleb käsitleda ainult indikaatoritena ning ei tohiks käsitleda, kui kindlaid vahendeid määratlemaks, kas on toimunud märkimisväärne hinna muutus.²⁸

Teabe mõju hinnale tuleb seega hinnata mineviku järgi, võttes indikatsioonina arvesse kuidas mingi teabe avaldamise järel väärtpaberi hind käitus ja kui võrd hinnatundlik see oli. Iga avaldatavat teavet tuleb käsitleda eraldi, sõltuvalt selle olemusest.

²⁶ The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, Juuli 2007, p 1.2.

²⁷ Ibid, p 1.14

²⁸ Ibid, p 1.15.

1.2. Teabe valdajate ehk insaiderite määratlemine

Insaideriteks loetakse isikuid, kes on emitendiga seotud. Tavaliselt on need emitendi juhid, töötajad või seotud oma ametikohustuste tõttu. Kuid mitte ainult. Insaideriks võivad olla ka kolmandad isikud, kes emitendiga seost ei oma.

Varasemalt kehtinud VpTS-i redaktsioonis oli insaideri mõiste määratletud. Selleks olid kõik isikud, kes olid väärtpapieremitendi täisosaniku, juhtimis- või järelevalve liikmed, omasid osalust või olid seotud oma töö, elukutse või kohustuste tõttu või isik, kes võtab osa otsuste langetamisest või asutuse arvel tehingute tegemisest.²⁹ Samuti loeti insaideriks kolmandat isikut, kes siseteavet omades oleks pidanud teadma, et tegemist on siseteabega.³⁰ Turukuritarvituse määrus insaiderile definitsiooni otseselt enam ei anna. Määrusega on ettenähtud insaiderite nimekirja koostamine. Nimekirja koostamisel peab emitent üles tähendama kõik isikud, kellel on siseteabele juurdepääs ning kes töötavad tema heaks töölepingu alusel või täidavad muul viisil ülesandeid, mille tõttu on neil juurdepääs siseteabele, nagu nõustajad, raamatupidajad või reitinguagentuurid.³¹

Seega insaider on isik, kes tulenevalt oma positsioonist või töö- või ametiülesannetest omab või võib omada teavet, mis ei ole mõeldud avalikustamiseks või on mõeldud avalikustada teatava aja jooksul elik teave ei ole avalikkusele teada ning teave on ette nähtud avalikustada tulevikus. See omakorda eeldab üldjuhul isiku seotust emitendiga. Kuid mitte alati. Insaideriks võib olla ka isik, kes emitendiga seost ei oma, kuid kellele teave on teatavaks saanud.

Lähtuvalt sellest, kas ja kui siis milline seos on avalikustamata teavet valdaval isikul emitendiga, nimetatakse insaidereid primaarseteks ehk esmainsideriteks ja sekundaarseteks ehk järelinsaideriteks.³²

²⁹ VpTS. RT I, 31.12.2016, 30.

³⁰ VpTS. RT I, 31.12.2016, 30.

³¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art. 18 lg 1

³² Sõrg. M, Insaiderlus Eesti finantssektoris ja selle tõkestamine, Ettevõtte majandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverentsi ettekanded - artklid, 2003, lk 211.

Ameerika Ühendriikide õiguses puudub insaideri määratlus. Selle on andnud kohtupraktika. Tulenevalt nende positsioonist ja sellega kaasnevatest kohustustest emitendi suhtes. Need jagunevad klassikalisteks insaideriteks ehk esmainsaideriteks ning vihje saajateks (*tippee*) ehk järelnsaideriteks. Vihje andjad on Ameerika Ühendriikide õiguses küllaltki hästi hinnatud, kus tegemist on isikuga, kes omandab materiaalse avalikustamata informatsiooni allikast, kelle suhtes ta omab usalduskohustust ning kelle kohta see info käib.³³ Vihje saajal tekib vastutus juhul, kui vihje andja omas emitendi ees usalduskohustust ning vihje saaja sai aru või pidanuks aru saama, et selline info rikub usalduskohustust.³⁴ Usalduskohustus pärineb usalduslikust suhtest, kus kohustatud isikule on usaldatud teise poole või vara eest hoolt kandmine.³⁵ Algselt käsitles see tavaliselt ettevõtte juhte, kuid hiljem on siia lisandunud ametikohustustega seotud isikud.³⁶

Eesti ja EL-i õigus, nagu Ameerika Ühendriikide õigus, insaiderit ei määratle. Autori arvates on üldistes põhimõtetes olemas ühised jooned. Insaideriteks loetakse isikuid, kes tulenevalt oma positsioonist või töö- ja ametikohustustest omavad juurdepääsu teabele, mille avaldamisel võib emitendi hinnale olla mõju.

Esmainsaideriteks loetakse emitendiga seotud isikuid. Need on emitendi täisosanikud, juhtimis- või järelevalve liikmed, emitendi töötajad ja või emitendiga kutse- või ametitegevusega seotud isikud. Ameerika Ühendriikides loetakse insaideriteks emitendi juhtivtöötajaid, aktsionäre ning teatud tingimustel võivad selleks olla kindlustusandjad, raamatupidajad, juristid ja konsultandid.³⁷ Tulenevalt seaduse järgsest aruande kohustusest saab esmainsaideriteks lugeda iga isikut, kes otseselt või kaudselt omab enam kui kümme protsenti emitendi aktsiatest või kes on emitendi juhtimisega seotud.³⁸

Esmainsaiderite puhul peab emitent tagama, et siseteabe salastatus on tagatud. Selleks on kohustatud emitent koostama insaiderite nimekirja, kusjuures nimekirja kantud

³³ Engle, E. Insider Trading in U.S. and E.U. Law: a comparison, 2008, lk 8. <http://ssrn.com/abstract=1271868>

³⁴ Bainbridge, S.M. Insider Trading Law and Policy. Foundation Press, 2014, lk 65.

³⁵ Sifuna, A. P. Disclose or abstain: the prohibition of insider trading on trial. Westlaw, J.I.B.L.R. 2012, 27(9), 340-352, lk 3

³⁶ Ibid, lk 4

³⁷ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)

³⁸ Securities Exchange Act of 1934, §16(a)

isikud peavad tunnustama kirjalikult sellega kaasnevaid õiguslikke kohustusi ning on kinnitama, et nad on teadlikud siseteabe alusel kauplemise ning siseteabe õigusvastase avaldamise eest kohaldatavatest karistustest.³⁹ Täisosaniku, juhatuse- ja järelevalve liikmed on insaideriteks, seni kuni nad on emitendiga seotud. Kutse- või ametitegevusega seotud isikud võivad insaideriteks olla teatud perioodi jooksul. Ehk perioodi vältel, mil nad puutuvad kokku siseteabeks oleva informatsiooniga. Selleks perioodiks kantakse need isikud insaiderite nimekirja. Insaideritena omavad nad kohustust neile teatavaks saanud teavet kolmandatele isikutele, kes ei ole emitendiga seotud, mitte avaldada. Ameerika Ühendriikide kohtupraktika on esmainsaiderite suhtes kehtestanud erilise usalduskohustuse, see tähendab kohustust emitendi ja emitendi tegevuse suhtes ning aktsionäride suhtes.

Järelinsaiderid on insaiderid ka juhul, kui nad on saanud nimetatud informatsiooni täiesti juhuslikul teel, ilma mingi eelnevalt eksisteerinud kohustuse rikkumiseta ning juhul, kui insaider informatsiooni paljastamist ja tegelikku infoallikat ei õnnestugi näha.⁴⁰ Järelinsaideri käest infot saanud isik on samuti järelinsaider kui ta teab, et tema valduses on avalikustamata teave, mille allikas võib olla esmainsaider.⁴¹ Siinkohal on autor arvamusel, et järelinsaideri isiku tuvastamine on oluliselt raskem. Seda seetõttu, et järelinsaider ei kuulu esmaste insaiderite hulka. Eraldi raskusastme moodustavad järelinsaiderid, kes on oma informatsiooni saanud juhuslikult. Eelkõige seetõttu, et üldjuhul ei pruugi sellised isikud olla kuidagi seotud esmainsaideritega või tegutsevad ettevõttes või asutuses, mille kohta selline järelinsaider teavet omab, kuid ei ole kantud insaiderite nimekirja.

Insaiderite määratlemisel tuleb tähelepanu pöörata, ka juhtumile, kui insaideriks või järelinsaideriks on juriidiline isik. Kehtivas väärtipaberituruseaduses toodud insaideri määratluse nähtub, et juriidilise isiku puhul võib insaideriks olla füüsiline isik, kes võtab osa otsuse langetamisest nimetatud juriidilise isiku või asutuse arvel tehingu tegemisel ning samuti saab juriidilise isiku puhul lugeda insaideriks iga kolmandat

³⁹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/25/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art 18, lg 2.

⁴⁰ Sörg, M, Insaiderlus Eesti finantssektoris ja selle tõkestamine, Ettevõtetmajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverentsi ettekanded - artiklid, 2003, lk 211

⁴¹ Ibid, lk 211.

isikut, kes omades siseteavet teab või oleks pidanud teadma, et tegemist on siseteabega. Juriidiliste isikute puhul võivad seega insaideriteks olla näiteks emaettevõtja ja/või tütarettevõtja. Reaalselt avaldavad informatsiooni füüsilised isikud, kes emitenti juhivad või selles töötavad. Töötajate puhul on vastutus ja ülesanded määratletud töölepinguga ja ettevõttes kehtivate sise-eeskirjadega. Mõnevõrra keerulisemaks läheb juhatuse- ja nõukogu liikmetega. Nende puhul tuleb informatsiooni avaldamisega juriidilisele isikule, mille juhatuses ja nõukogus nad on, põhjustatud kahju korral vaadata, millised võisid olla avalikustamise asjaolud ning võib lisaks siseteabe avaldamise rikkumisele kohaldada ka juhatuse või nõukogu liikme vastutust äriühingu ees. Äriseadustikust johtuvalt tuleb juhatuse liikmete puhul tuleb kindlaks teha, kas kohustuste rikkumisega tekitatud kahju on tekitatud ühe juhatuse liikme või on siseteabe väärkasutamise põhjustatud mitme juhatuse liikme poolt. Juhatuse liikmed, kes on oma kohustuste rikkumisega tekitanud kahju osaiühingule, vastutavad tekitatud kahju hüvitamise eest solidaarselt välja arvatud juhul, kui juhatuse liige tõendab, et on oma kohustusi täitnud korraliku ettevõtja hoolsusega ning sellisel juhul juhatuse liige vabaneb vastutusest.⁴² Samasugused äriseadustikust tulenevad kohustuste rikkumise solidaarsuse sätted kehtivad ka nõukogu liikmete suhtes. Juriidilise isiku juhatuse või seda asendav organ loetakse suhetes teiste isikutega juriidilise isiku seaduslikuks esindajaks ning peavad oma seadusest või põhikirjast tulenevaid kohustusi täitma juhtorgani liikmelt tavaliselt oodatava hoolega ja olema juriidilisele isikule lojaalsed.⁴³ Kutse- või ametitegevusega seotud isikute puhul määratakse kohustused, vastutus ja õigused töö-, käsundus- või muu lepingu alusel.

Insaiderid on isikud, kes tulenevalt oma positsiooni või töökohustuste tõttu on emitendiga otseselt seotud. Selliseid isikuid nimetatakse esmainsaideriteks. Insaideriks võivad saada ka kolmandad isikud. Järeainsaider võib saada info teadliku tegevuse tõttu või juhuslikult. EL-i õigus näeb sellisel juhul ette teabe avalikustamise.

Ameerika Ühendriikides käsitletakse insaiderid pisut teisiti. Insaiderite definitsioon on tekkinud läbi kohtupraktika. Klassikalised insaiderid e. esmainsaiderid on emitendiga seotud isikud – juhid, tööülesannete tõttu või vähemalt 10% osalust omavad isikud.

⁴² ÄS. RT I, 22.06.2016, 32

⁴³ TsÜS. RT I, 12.03.2015,106

Järelinsaiderid nimetatakse vihje saajateks. Kui vihje saaja saab informatsiooni teada, ei ole avalikustamine ilmtingimata kohustuslik. Kohustuslikuks muutub see juhul, kui omandatud informatsiooni kasutatakse väärpaberitega kauplemiseks.

2. Siseteabe tehingutega seotud hoolsuskohustus

Eelmises peatükis tõi autor ülevaate siseteabe mõistest ja siseteabe koosseisust. Siseteabe mõiste all käsitleti teabe täpsust, avalikustamist ja mõju hinnale. Samuti käsitles autor insaidereid. Kuna Eesti õiguses kehtib täna EL-i turukuritarvituse määrus, võrdles autor EL-i õigust Ameerika Ühendriikide õigusega

Käesolevas peatükis käsitleb autor siseteabe tehingutega seotud hoolsuskohustust. Autor analüüsib siseteabe väärkasutamise keeldu, millistel tingimustel on väärtpaberite omandamine ja võõrandamine lubatud ning kuidas on reguleeritud soovitude andmine. Samuti käsitleb peatükk insaideri kohustusi ja siseteabe õigusvastase avaldamise keeldu. Autor võrdleb EL-i õigust Ameerika Ühendriikide õigusega. Väärtpaberi omandamiseks ja võõrandamiseks on siseteabe kasutamine keelatud, kuid teatud juhtudel on insaideril võimalik erijuhtudel tehinguid teostada. Seejuures on oluline määratleda insaideri kohustused ja milliseid tingimusi peab insaider ja emitent järgima.

2.1. Siseteabe väärkasutamise keeld

Siseteabe väärkasutamine on insaideri poolt, kui siseteavet valdav isik kasutab seda teavet selleks, et otse või kaudselt omandada või võõrandada oma või kolmanda isiku arvel selle teabega seotud finantsinstrumente. Siseteabe alusel kauplemiseks peetakse ka siseteabe kasutamist selle teabega seotud finantsinstrumendi kohta tehtud tehingukorralduse tühistamiseks või muutmiseks, kui tehingukorraldus tehti enne, kui asjaomane isik sai siseteabe enda valdusse.⁴⁴

Euroopa Liidus võeti esimene siseringi tehinguid käsitlev direktiiv vastu 1989 aastal Euroopa Nõukogu direktiiviga 89/592/EMÜ. Probleemiks oli paljudes liikmesriikides puuduv siseringitehingute regulatsioon ning riikides, kus need eksisteerisid, erinesid need omavahel suuresti.⁴⁵ See tähendab üheks eesmärgiks oli regulatsiooni ühtlustamine liikmesriikides. Lisaks sooviti direktiivi jõustamisega tagada turu sujuvat toimimist, investorite usalduse tõstmist turgude vastu ja investorite

⁴⁴ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art.8 lg 1.

⁴⁵ Council Directive of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing (89/592/EEC), OJ L 334, 18.11.1989, preambula.

võimaluste võrdsustumist ning sellest tulenevalt peeti vajalikuks siseringitehingute teostamine reguleerida.⁴⁶ 2003 jõustunud direktiivi 2003/6/EÜ preambulas regulatsiooni eesmärgi sõnastust muudeti. Siseringitehingud takistavad turgude täielikku ja nõuetekohast läbipaistvust⁴⁷ ning siseringitehinguid takistavatel õigusaktidel on eesmärk tagada finantsturgude terviklikkus ja suurendada investorite usaldust nende turgude vastu.⁴⁸ See tähendab oluline ei ole ainult turu sujuv toimine ja investorite usaldus ja eeldatav võrdsus, vaid oluliseks peetakse kogu turu läbipaistvust ja ühtsetel alustel toimimist.

Tulenevalt asjaolust, et maailmas, sealhulgas Euroopa Liidus, on tekkinud võimalus investeerida ja/või kaubelda erinevatel alternatiivsetel ja piiriülestel turgudel, sealhulgas toorainete ja derivatiividega seotud turgudel, tekkis vajadus õigusaktide täiendamiseks.⁴⁹ Varasemalt kehtinud õigusaktide kohaselt oli siseteabe väärkasutamise keeld Euroopa Liidus ainult reguleeritud väärtpaberiturgudel. 03. juuni 2016 jõustunud turukuritarvituse määrusega ja direktiiviga eelpool nimetatud probleemid lahendati ning kehtestati siseteabe kasutamise keeld finantsturgudel üldisemalt.

2.1.1. Väärtpaberite omandamine ja võõrandamine

Siseteabe alusel tehingute teostamine on keelatud. See ei tähenda, et insaideril puudub võimalus väärtpabereid omandada või võõrandada. Emitendi juhtidel on teatud tingimustel olemas võimalus tehinguid teostada. Selleks peab emitendi juht teavitama tehingust emitenti ja pädevat järelevalve asutust kõikidest tehingutest, mis nad on emitendi väärtpaberitega või selle muude finantsinstrumentidega teinud.⁵⁰ Tingimus kohaldub, kui kalendriaastal ületatakse 5000 euro künnis ning sellele ei kohaldata

⁴⁶ Ibid, preambula.

⁴⁷ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.04.2003, p. 15

⁴⁸ Ibid, p. 12

⁴⁹ European Commission, COMMISSION STAFF WORKING PAPER EXECUTIVE SUMMARY OF THE IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse) and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation, Brussels, 20.10.2011. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1218&from=EN> (09.03.2015)

⁵⁰ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art. 19 lg 1.

tasaarveldust.⁵¹ Samuti kohaldub juhtidele keeluperiood, millise jooksul on emitendi juhtimiskohust täitval isikul keelatud enda või kolmanda isiku kaudu tehingute teostamine 30 päeva jooksul, mis eelneb vahearuande või aastaaruande esitamisele.⁵² Sellest johtuvalt võib öelda, et tehingute teostamine on küll lubatud, kuid tehingu teostamise eelduseks ei või olla siseteave. Euroopa Kohus on juhtinud tähelepanu, et turukuritarvituse direktiiv ei sätesta, et keelatud tehing tuleks sooritada „teadlikult”, vaid piirdub pigem sellega, et keelab esmasel sisingil turul tehingu tegemisel kasutada siseteavet.⁵³ Arvestades, et Eesti õiguses ei ole samuti lähtunud „teadlikult“ tehingu teostamisest, siis see on omakorda sellele kinnituseks. Lähtuda tuleb siseteabe kasutamise üldisest keelust. Problemaatiline on siin juures, et muutub keeruliseks tõendada, kas isik sooritas väärtpaberite omandamise või võõrandamise tuginedes talle teadaolevast konfidentsiaalsest informatsioonist. Autori arvates on siinkohal vajalik lähtuda kõigepealt siseriiklikust õigusest, võttes arvesse turukuritarvituse määruse eesmärki ja sätteid, arvestades Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutuse soovitusetega. Vajalik on hinnata sündmuse võimalikku mõju hinnale. Kas sarnane sündmus on minevikus toimunud ja milline oli sellise sündmuse mõju hinnale ning kas mõistlik investor sooritaks sarnase info põhjal tehingu jne.

Ameerika Ühendriikide puhul saab väärtpaberite omandamisest või võõrandamisest rääkida juhul, kui soov tehing teostada on ühemõtteliselt selge, võimalik kavatsus omandada või võõrandada ei ole piisav.⁵⁴ Insaiderid ei või teostada tehinguid, kui nende omandis on avalikustamata informatsioon ning väärtpaberitega tehingu teostamise õigus tekib neil alles peale avalikustamata informatsiooni avaldamist, arvestades, et insaiderid peaksid jätma mõistliku aja, mille jooksul võib eeldada, et teave on avalikuks saanud.⁵⁵ Isikud, kes on emitendis juhtival positsioonil, omavad üle kümne protsendilist osalust emitendis ning teostavad väärtpaberite ostu ja seejärel müügi või vastupidi kuni kuue kuu jooksul, tekib kohustus loovutada selliselt tehingult teenitud tulu emitendile.⁵⁶

⁵¹ Ibid, art. 19 lg 8

⁵² Ibid, art. 19 lg 11

⁵³ EKO, 23.12.2009, C-45/08, *Spector Photo Group ja Chris van Raemdonck vs CBFA*, p. 31.

⁵⁴ Hausmaninger, C. *Insider Trading: Eine systemvergleichende Untersuchung amerikanischer, europäischer und österreichischer Regelungen*. 1997, lk 226.

⁵⁵ Bainbridge, S.M. *An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to The Insider Trading*. Research Handbook. UCLA School of Law. Research paper no 12-15, 2013, lk 13.

⁵⁶ Frascina, J.L. jt. *Business Law: The Legal Environment, Text and cases*, 4th Edition. Boston: Allyn and Bacon 1991, lk 943.

Selle sätte eesmärk on takistada lühiajalise tehingu teostamist informatsiooni põhjal, milline ei ole avalikkusele edastatud.⁵⁷ Sealjuures on sellise tehingu teostamise eest võimalik nii tsiviil- kui ka kriminaalvastutus.⁵⁸ Kuue kuu reegel kehtib ka isikute kohta, kes näiteks on üle kümne protsendilise osaluse pärinud, vastasel korral isik rikub määrus 10b – 5 sätteid.⁵⁹ Lisaks rikutakse määruse sätet klassikalise teooria kohaselt, kus emitendi juht või üle kümneprotsendilist osalust omav isik kaupleb väärtpaberitega avalikustamata informatsiooniga, kuna neil lasub usalduskohustus.⁶⁰ Ehk insaideril on kohustus teave avaldada või peab tehingu teostamisest hoiduma. Samas on Ameerika Ühendriikides avalikustamata informatsiooni käsitluses olnud kohtute poolt erinevad käsitlused. *US. v. Teicher* otsuses nõustus Teine Ringkonnakohus SEC käsitlusega määrus 10b-5-st ja ütles, et kui isik kaupleb omandatud avalikustamata informatsiooniga, siis on 10b-5 nõuded täidetud ehk seaduse rikkumiseks piisab sellest, et informatsioon on omandatud.⁶¹ Hiljem on Üheteistkümnnes Ringkonnakohus *SEC v. Adler* otsuse ümber lükanud ja öelnud, et kui insaider kaupleb materiaalse avalikustamata informatsiooniga, saab järeldada, et sellise informatsiooni alusel kauples isik insaiderina ehk kohus lähtub informatsiooni kasutamisest.⁶²

Eesti ja EL-i õiguses taoline regulatsioon puudub. Tehingu keeldu ajaliselt ei ole määratletud. See tähendab Eesti õiguses tuleb iga tehingut ja selle asjaolusid juhtumipõhiselt hinnata. Tehingu tegemise keeld kehtib seni, kuni sündmus, millal teave avalikustatakse on toimunud.

Nii nagu on keelatud insaideril väärtpabereid siseteabe alusel enda nimel omandada või võõrandada on seda keelatud teha kolmandate isikute nimel. Kehtiva õiguse kohaselt kolmandate isikute nimel väärtpaberite omandamine ja/või võõrandamine, kui selleks kasutatakse siseteavet, on keelatud.⁶³ Kui siseteavat valdav isik teostab enda või

⁵⁷ Ibid, lk 943.

⁵⁸ Ibid, lk 943.

⁵⁹ Seredyska, I. Insider dealing and criminal law: dangerous liaisons. Springer, 2011, lk 39.

⁶⁰ Nagy, D. M., Reframing the misappropriation theory of insider trading liability: a post O'Hagan Suggestion. Bloomington, Indiana University Maurer School of Law, 1998, lk 1224.

⁶¹ Bainbridge, S.M. An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU. UCLA School of Law. Law-Econ Research paper no 05-5, 2005, lk 7

⁶² Ibid, lk 8

⁶³ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, preambula, p. 23

kolmanda isiku nimel tehingu, siis eeldatakse, et selline tehing on sooritatud siseteavet kasutades.⁶⁴ Tallinna Ringkonnakohus on öelnud, et isik olles teabe-eelise seisundis, avaldades seda ja kasutades kauplemiseks väärtpaberitega, mille kohta teave käis, rikub väärtpaberituru seaduse ja Turukuritarvituste direktiivi reguleerimise eesmärki.⁶⁵ Samas otsuses leiti, et isikud, kes arvavad ja peavad tõenäoliseks, et neile teatavaks saanud teave tõenäoliselt realiseerub ning see võib tuua kaasa väärtpaberi hinnatõusu, tõendab see vastuvaidlematult subjektiivset külge ehk tahtlust.⁶⁶ Turukuritarvituste määruuses on soovitatud pädevatel asutustel kaaluda, milline on teave, mida tavaline ja mõistlik isik peaks või oleks pidanud konkreetsel asjaoludel valdama. Siseteabe kasutamisenä ei tohiks käsitada juhtumeid, kui siseteavet valdavad isikud, kes on volitatud täitma tehingukorraldusi kolmandate isikute nimel ning korraldusega seotud finantsinstrumentide omandamine või võõrandamine toimub selleks, et täita korraldus seaduslikult ja kõnealuse isiku töösuhte, kutsealal tegutsemise või muude kohustuste täitmisega seotud tavapärase tegevuse käigus.⁶⁷ Seega juhul, kui kolmas isik ei tegutse omavahel vastaspooltena või ei oma volitusi kolmandate isikute nimel tegutsema, tuleb lähtuda asjaolust, et isik, kasutades ära temale teatavaks saanud avaldamata teavet, tegutseb tahtlikult ning on seetõttu vastutav.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et insaideril on kohustus insaideriks oleku ajal tehinguid mitte teostada. Ei enda nimel ega ka kolmandate isikute nimel. Kusjuures kolmandate isikute nimel tehingu tegemist loetakse siseteabe alusel kauplemiseks. Tehingu keeld kehtib seni kuni isikut loetakse insaideriks. Erijuhtudel on juhtidel võimalik tehinguid teostada, kuid need peavad olema põhjendatud. Samas tuleb arvestada, et emitendi juhtidele kehtib keeluperiood, mis seavad tehingute teostamisele täiendavad piirangud.

Ameerika Ühendriikides on avalikustamata informatsiooni puhul oluline täheldada, et tehingu teostamiseks on oluline informatsioon avaldada. Üldjuhul ei piisa sellest, et informatsioon on jõudnud kolmanda isikuni, vaid see eeldab ka tegu peab olema lõpuni viidud. Kuigi tuleb tunnistada, et kohtud on erinevatel aegadel jõudnud erinevate

⁶⁴ Ibid, preambula, p. 24.

⁶⁵ TlnRnKo 1-10-8860

⁶⁶ TlnRnKo 1-10-8860

⁶⁷ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art 9 lg 2.

järeldusteni. Keeluperioodi on autor analüüsinud rohkem käesoleva peatüki teises alapeatükis. Järgnevalt antakse hinnang, mida loetakse siseteabe mõistes soovitude andmiseks ning mida peab soovitude andmisel arvestama.

2.1.2. Soovitude andmine

Soovitude andmisel on EL-i õiguses kehtestatud omad reeglid. Avalikustamata teabe põhjal soovitude andmine, nagu kolmandate isikute nimel väärtpaperite omandamine ja võõrandamine, on keelatud. Uurimused ja hinnangud ei ole käsitletavad soovitudena. Turukuritarvituse määrus defineerib investeerimissoovitud, kui teabejaotuskanalitele või avalikkusele mõeldud teavet, milles sõnaselgelt või kaudselt soovitatakse või pakutakse välja investeerimisstrateegiat, mis käsitleb üht või mitut finantsinstrumenti või emitenti, kaasa arvatud arvamused selliste instrumentide praeguse või tulevase väärtuse või hinna kohta.⁶⁸ Asjakohase korralduse tagamine, millega isikud, kes koostavad või levitavad investeerimissoovitudi või muud investeerimisstrateegiate soovitamist või väljapakumist käsitlevat teavet, kannavad mõistlikku hoolt selle eest, et selline teave esitatakse erapooletul viisil, ning avalikustavad oma huvid või huvide konfliktid, mis on seotud finantsinstrumentidega, mida kõnealune teave käsitleb.⁶⁹ Avalik-õiguslikud asutused, kes levitavad statistilisi andmeid või prognoose, mis võivad avaldada märkimisväärset mõju finantsturgudele, peavad seda tegema erapooletul ja arusaadaval viisil.⁷⁰ Kui eelnevalt oli direktiivis soovitus kehtestada tehniline kord, mille kohaselt esitatakse asjakohasel viisil uurimisandmed ja investeerimisstrateegiate soovitamist käsitlev muu teave ning avalikustatakse huvid või huvide konfliktid, kusjuures võetakse arvesse ajakirjanike kutsetegevust reguleerivaid eeskirju, kaasa arvatud enesekontrollimehhanisme,⁷¹ siis nüüd on see ette nähtud määrus 594/2014 rakendusmäärusega. Lähtudes kehtivates õigusaktidest tuleb soovitude andmise puhul tuleb lähtuda asjaolust, et juhul, kui isik on teadlik, et ta tegutseb avalikustamata teabe alusel on ta insaider. Analoogselt kolmandate isikute

⁶⁸ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, Art 3, lg 35

⁶⁹ Ibid, art 20 lg 1.

⁷⁰ Ibid, art 20 lg 2.

⁷¹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.04.2003, p. 10.

nimel omandamisega või võõrandamisega. Sellest lähtudes võib väita, et ei ole oluline, kas teave saadi esmainsaiderilt või järelinsaiderilt.

Erinevalt on see Ameerika Ühendriikide õiguses. SEA 1934 näeb uuringute usaldusväärseuse tõstmise ja analüütikute erapooletuse kaitsmiseks investeerimispankade või maaklerite, kes tegelevad investeerimispankade tegevusega eelavaldamise keelu; keelatud on investeerimispankandusega tegelevate maaklerite või ettevõtjate poolt analüütikute vastu otseselt või kaudselt suunatud tegevust või ähvardada sellise tegevusega, kui analüütik peaks esitama negatiivse alatooniga uuringu.⁷² Soovituse saajad võivad olla vastutavad juhul, kui soovitus saaja kasutas avalikustamata informatsiooni isikliku kasu saamiseks ning soovitus saaja pidi informatsiooni konfidentsiaalsusest olema teadlik.⁷³ *US v O'Hagan* otsusega on kohus tunnistanud, et isik kes kaupleb avalikustamata informatsiooniga ei oma avalikustamise kohustust isikute ees, kellega ta tehingut teostab, vaid informatsiooni allika ees.⁷⁴ Tegemist on usalduskohustusega, kus isik pidi või oleks pidanud aru saama, et teave, mille alusel tehing tehti, oli konfidentsiaalne. Keerulisemaks on olukorra teinud 2014 aasta *U.S. v. Newman* otsus, kus Newman väitis, et vihje saaja saab olla vastutav ainult juhul, kui vihje andja on oma emitendi ees vastutav.⁷⁵ Veel enam, isegi kui tehingust saadi kasu, siis peab kauplev isik teadma, et temale edastava informatsioon on konfidentsiaalne.⁷⁶ Kohus jõudis lõpuks järeldusele, et isikut konspiratiivses käitumises süüdi mõista, tuleb süüdistajal väljaspool igasugu kahtlust tõendada, et avalikustamata informatsiooniga kauplev isik tahtlikult normi rikkus.⁷⁷

Soovituste andmiseks on vajalik kehtestada oma kord. Oluline on, et soovitus on erapooletu ja avaldatakse viisil, mis on erapooletu ja väärpaberitega kauplejale arusaadav. Soovituse andmisel tuleb arvestada asjaoluga, et kui seda tehakse sisetabe

⁷² Securities Exchange Act of 1934, § 15D

⁷³ Ventrone, M. Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments. Pennsylvania, Bocconi University, 2014, lk 13.

⁷⁴ Bainbridge, S.M. An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to The Insider Trading. Research Handbook. UCLA School of Law. Research paper no 12-15, 2013, lk 12.

⁷⁵ *United States v. Newman*, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)

⁷⁶ Ibid

⁷⁷ Ibid

alusel, siis loetakse soovitus andjat insaideriks. Sellisel juhul peab ta arvestama insaideri kohta käivat regulatsiooni ja vastavalt sellele käituma.

2.2. Insaideri üldised kohustused

Seaduse üldine eesmärk on määrata emitendile kohustus korraldada teabe käitlemist, sisereeglite korraldamist ja teabe avaldamist ning milliseid meetmeid kasutada nende rakendamiseks. Samuti on seaduse eesmärk anda kohustused avalikustamata teabega ümberkäimiseks ning miinimum nõuded emitendi juhi või temaga seotud isikute andmete avaldamiseks. Eeldatakse, siseteabe alusel kauplemist aitab ära hoida ka emitentide juures juhtimiskohustusi täitvate isikute ning vajaduse korral nendega lähedalt seotud isikute tehtud tehingute suurem läbipaistvus ning selliste tehingute avaldamine ühekaupa võib olla investoritele väärtuslikuks teabeallikaks.⁷⁸

Emitent kohustub tagama, et siseteabele juurdepääsu omavad isikud teadvustavad oma kohustusi seoses siseteabega ning on teadlikud siseteabe väärkasutamise korral kohaldatavatest karistustest. Insaideri põhilisemaks kohustuseks on hoida temale teatavaks saanud teave enda teada. Teavet on lubatud edastada ainult juhul, kui see on vajalik emitendi juhtimiseks või ülesannete täitmiseks, kusjuures edastada võib ainult teavet, mis on vastava ülesandega seotud. Euroopa Kohus on öelnud, et avalikustamata teavet võib edastada isikutele, kes otseselt ei ole insaiderid ainult juhul, kui teabe avaldamise ja töö, ametikoha või ülesannetega seotud tegevuse vahel on tihed seos ning teabe avaldamine on töö, ametikoha või ülesannetega seotud tegevuseks hädavajalik.⁷⁹ Selle juures tuleb arvesse võtta, et siseteavet tuleb tõlgendada kitsalt, iga järgmine avaldamine suurendab ohtu, et teavet kasutatakse määrusega vastuolus ning siseteabe tundlikkust.⁸⁰

⁷⁸ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, preambula, p. 58.

⁷⁹ Hopt, K.J., Wymeersch, E. European company and financial law: text and leading cases, 4th Edition. Oxford University Press, 2007, lk 1545.

⁸⁰ Ibid, lk 1545.

Siseteave avalikustatakse sellisel viisil, mis võimaldab avalikkusel sellele kiire juurdepääsu ning seda täielikult, täpselt ja õigeaegselt hinnata, avaldades kogu siseteabe ulatuses, mis tuleb avalikkusele kättesaadavaks teha.⁸¹ Keelatud on avalikustamisel siseteavet siduda oma tegevuse reklaamimisega.⁸² Samuti on keelatud avalikustamisega viivitamine. Kui ühinevaks ühinguks on börsiettevõtte, tuleb kõigi avalikustamiste puhul arvestada, et ühinemise fakt on siseteave ja ühinemise üksikasjad võivad olla siseteave.⁸³ Enne ametlikke teadaandeid ning töötajate ja klientide teavitamist tuleb siseteavet avaldada.⁸⁴

Emitent võib info avaldamisega viivitada omal vastutusel ainult juhul, kui on täidetud järgmised tingimused:

- siseteabe avalikustamine võib kahjustada emitendi huve;
- teabe avalikustamisega viivitamine ei eksitaks tõenäoliselt avalikkust;
- emitent suudab teabe konfidentsiaalsuse tagada.⁸⁵

Viivitada on lubatud ka juhul, kui avalikustamine peaks ohustama emitendi finantsstabiilsust, kusjuures tuleb veel arvestada, et sellisel juhul peab olema avalikustamata jätmine avalikes huvides ja konfidentsiaalsust peab olema võimalik tagada ning Finantsinspeksioon peab olema selleks andnud loa.⁸⁶

Juhul, kui siseteabe konfidentsiaalsust ei ole võimalik tagada, tuleb info võimalikult kiiresti avaldada.⁸⁷

Euroopa Liidu turukuritarvituse määrus sätestab, et emitent teavitab üldsust võimalikult kiiresti ning see on avaldatud viisil, mis tagab sellele kiire juurdepääsu. Erandina võib teabe avalikustamisega viivitada, kui selline avalikustamine kahjustaks emitendi

⁸¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art 17, lg. 1

⁸² Ibid, art 17, lg 1.

⁸³ Vallikivi, H. Piiriülese ühinemise ühinguõiguslikke aspekte. Baltikumi kogemus ettevõtjate ühinemisel Euroopa äriühinguks. Juridica IV, 2007, lk 256.

⁸⁴ Ibid, lk 256.

⁸⁵ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art 17, lg. 4

⁸⁶ Ibid, art 17, lg. 4.

⁸⁷ Ibid, Art. 17, lg 7.

õigustatud huve, viivitamine ei eksita avalikust või suudetakse tagada teabe konfidentsiaalsus.⁸⁸ Lisaks on ette nähtud artikli lõikes 5, teavitamisega omal vastutusel viivitamine, kui selline avalikustamine võib ohustada emitendi ja finantssüsteemi finantsstabiilsust, see on avalikkuse huvides ja konfidentsiaalsust suudetakse tagada.⁸⁹

Ameerika Ühendriikide õiguses puudub kohustus avaldada kolmandale isikule teatavaks saanud informatsioon, isegi, kui on vajalik eelnevalt avaldatud informatsiooni parandada või uuendada või informatsiooni saladusena hoidmine on piiratud.⁹⁰ Tehingutest teavitamist ja avalikustamist reguleerib väärtpaberituruseadus § 16(a), mille kohaselt on ettevõtte tegevjuhtidel või üle kümne protsendilise osalusega aktsionäridel kohustus kõik väärtpaberitehingud järelevalve juures registreerida.

Võrreldes Ameerika Ühendriikidega EL-i õigus osaluse suurust ei reguleeri. EL-i õiguses on vajalik avaldada info võimalikult kiiresti ja see ei tohi mingil viisil olla eksitav, samas Ameerika Ühendriigid on jätnud selle tõlgendamise laiemaks ja teatud tingimustel on võimalik infot täpsustada.

Tehingute tegemiseks keeluperiood väärtpaberituruseadusega reguleeritud ei ole. Turukuritarvituse määruse kohaselt on keeluperiood 30 päeva ja keeluperiood eelneb vahearuande või aastaaruande esitamisele.⁹¹ Täiendavalt on võimalus iga riigi kauplemiskohal õigus kehtestada oma reeglid ning siseriiklikult on õigus keeluperioodi täiendavalt reguleerida.⁹² Tallinna börs on selleks omakorda välja andnud reeglistiku, millega emitendil ja temaga seotud isikutel on täiendavalt kohustus kas teostada mingisugune tegevus või mingisugusest tegevusest hoiduda. Keeluperioodide eesmärk on ennetada võimalikke siseteabe kuritarvitusi kõige sensitiivsemates olukordades ning vältida selliste kahtluste ja usaldamatuse teket turul.⁹³ Tulenevalt reeglistikust on emitendi juhatuse, nõukogu liikmetel ja prokuristil ning nende lähikondsetel keelatud tehingute tegemine emitendi väärtpaberitega oma nimel või huvides või vahendajate

⁸⁸ Ibid, art 17 lg 4.

⁸⁹ Ibid, art 17 lg 5

⁹⁰ Ventoruzzo (2014), *Supra* nota 1, lk 19.

⁹¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, art 19, lg 11.

⁹² Ibid, art 11

⁹³ Nasdaq Baltic. Börsiettevõtte infohommik. 05.12.2008.

http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Borsi_Info hommik_20081205_veebi.pdf

kaudu eesmärgiga saada kasu emitendi väärtpaberite hinna lühiajalistest muutustest. Sellisteks tehinguteks loetakse tehingud, millega isik omandab ja võõrandab (olenemata tehingute järjekorrast) ühe kuu vältel oluliselt sarnase koguse emitendi väärtpabereid.⁹⁴ Sellisteks tehinguteks loetakse ka tehingud, mis on tehtud äriühingu nimel.⁹⁵ Samuti on eelpool punktis nimetatud isikutel keelatud tehingute tegemine emitendi väärtpaberitega oma nimel või huvides või vahendajate kaudu tähtaja jooksul, mille kulgemine algab üks nädal enne aruandeperioodi lõppu ja mis lõpeb vastava aruandeperioodi aruannete avalikustamise päevale järgneval päeval.⁹⁶ Reeglistiku punkt 4.5.3. lubab eelmise eeltoodud aruande perioodil tehingute tegemiseks vajadusel teha erandi ning seda saab teha isiku taotluse alusel.

Uute aktsiate märkimise eesõiguse kasutamise, ülevõtmispakkumise aktseptimiseks tehtud tehingute, fondiemissioonis osalemise ega aktsiate märkimise eesõiguse võõrandamise suhtes, samuti väärtpaberite tagatiseks seadmise suhtes laenu tehingutes piirang ei kehti.⁹⁷

Reglemendiga loetakse insaiderite lähikondseteks isiku abikaasa, alaealine laps ja insaideriga vähemalt aasta ühist majapidamist omanud isik, samuti insaideri ja tema lähikondlastega seotud äriühinguid, või teised isikud, keda võib Börsi hinnangul käsitleda insaideri lähikondsena.⁹⁸

Keeluperioodil on võimalik teatud juhtudel väärtpabereid võõrandada. Võõrandada võib erandkorras juhul, kui tekib müümise vajadus tulenevalt finantsprobleemidest või kauplemise eripära tõttu, nagu osaluskeemi, kogumishoiuste skeemi, aktsiate kvalifitseerimise või aktsiate omandamise õiguse skeemi raames, või tehingutega, mille puhul asjaomase väärtpaberiga seotud omandiosalus ei muutu, või mis on nimetatud skeemidega või tehingutega seotud.⁹⁹

⁹⁴ Nasdaq Baltic. Nõuded emitentidele, 2014, p 4.5.1. http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Nouded_emitentidele_06-10-2014-est.pdf (06.10.2014)

⁹⁵ Ibid, p 4.5.4

⁹⁶ Ibid, p 4.5.2.

⁹⁷ Ibid, p 4.5.5.

⁹⁸ Ibid, p 4.2.

⁹⁹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, preambula, p 35

Keeluperioodi on turukuritarvituse määruses reguleeritud ainult juhtide osas, kuid autor on arvamisel, et teatud juhtudel võib olla sellise keelu vajadus ka teistele insaideritele, kes oma ametikohustuste täitmisega on emitendiga seotud. Autor on arvamisel, et emitendil on lisaks insaiderite nimekirjale mõistlik anda sisekorra eeskirjadega suunised ja vajadusel keeld.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et insaideri peamiseks kohustuseks on teabe hoidmine ning teavet võib edastada ainult emitendi juhtimiseks või tööülesannete andmiseks. Sellisel juhul on kohustus teabe saajat informeerida temale tekkinud kohustustest ja samuti võimalikest karistustest. Kui teabe konfidentsiaalsust ei suudeta tagada, tuleb teave võimalikult kiiresti avaldada. Samuti peab insaider arvestama keeluperioodiga, mistõttu tal puudub või on piiratud võimalus tehinguid teostada.

2.3. Siseteabe õigusvastase avaldamise piirangud

Siseteabega tehingute korral võib tekkida olukord, kus siseteave avaldatakse tahtlikult kolmandale isikule. Selle põhjuseks võib olla soov teenida kasu või hoida ära kahju tekkimine. Eesti ja EL-i õiguses täna otseselt siseteabe õigusvastane avaldamine pole otseselt nimetatud, kuid saab väita, et see on olemas. Õigusvastaseks avaldamiseks saab lugeda teabe isikule tema positsioonist teatavaks saanud teabe avaldamist kolmandale isikule. Turukuritarvituse määrusega on määratletud siseteabe õigusvastase avaldamise sätteid. Turukuritarvituse määruse eesmärgiks on isiku töökoha, kutseala tegutsemise või muu kohustuste täitmisega seotud teabe avaldamise piirangute seadmine, vajalike meetmete kasutusele võtmine ning reguleerida millist teavet ja millisel kujul on võimalik avaldada ning kuidas hoida konfidentsiaalsust. Turuosalistel tekib avaldatud teabega seotud andmete säilitamise kohustus, mille jaoks on ette nähtud üksikasjalikud tehnilised standardid.¹⁰⁰ Turukuritarvituse määrusega pannakse investoritele täiendav kohustus hinnata, kas neile avaldatud teave on siseteave ning samuti hõlmab see edaspidi turukuritarvituseks koostööd tegevaid isikuid.

Siseteabe õigusvastase avaldamisega on tegu juhul, kui isik valdab siseteavet ja avaldab kõnealuse teabe mõnele teisele isikule, välja arvatud juhul, kui seda tehakse töösuhte, kutsealal tegutsemise või muude kohustuste täitmise käigus.¹⁰¹ Soovituste edastamist

¹⁰⁰ Ibid, preambula, p 35.

¹⁰¹ Ibid, Art. 10 lg 1

või teiste mõjutamist loetakse samuti siseteabe õigusvastaseks avaldamiseks, juhul kui soovitus edastav või ise mõjutatuna teisi mõjutav isik teab või peab teadma, et see põhineb siseteabel.¹⁰² Mõjutamine või soovitus andmine ei pruugi olla ainult väärtpaberite omandamine või võõrandamine, vaid ka tehingust loobumine või muutmine. See tähendab, et emitent kohustub tagama informatsiooni salajas hoidmises, kehtestama vajalikud protseduurireeglid isikutele, kel on informatsioonile ligipääs. Emitendil on kohustus teavitada siseteabega kokku puutuvaid isikuid nende kohustustest ja tekkida võivatest võimalikest sanktsioonidest. Keelatud on edastada teavet isikutele, kes ei ole oma töö, kutse- või ametitegevusega emitendiga seotud. Samuti on keelatud soovitusete andmine ja teiste isikute mõjutamine. Turukuritarvituse määruses on täiendusena lisatud keeld tehingut tühistada või muuta. Seni sellist tegevust siseteabe alusel kauplemiseks nimetada ei saanud ning seetõttu ei olnud selline tegevus piiratud. Oluline on seejuures, et isik teadis või pidi teadma, et selline mõjutamine põhineb siseteabel.¹⁰³ Eestis kehtiva õiguse järgi on lepingueelse informatsiooni andmise kohustuse rikkumisel võimalik tugineda kolme liiki õiguskaitsevahenditele. Nendeks on õiguskaitsevahendid, mis tulenevad eksimuse ja pettuse instituudist (tehingu tühistamine), lepingueelse vastutuse instituudist (kahju hüvitamise nõue) ning müügiõiguse eriregulatsioonist (nõuded puudustega asja müümise korral) koos võlaõigusseaduse üldnormidega.¹⁰⁴

Ameerika Ühendriikide õiguses reguleerib avaldamist väärtpaberituruse seaduse § 16 ja § 10(b) ning selle määrus 10b – 5. Nagu eelpool toodud, siis § 16 on ainuke paragrahv, mis avalikustamata informatsiooni käsitleb. Nimetatud paragrahv reguleerib juhtivtöötajate ja emitendis üle kümne protsendilist osalust omavate isikute registreerimiskohustus - § 16 (a) ning lühiajaliste tehingute keeldu - § 16(b). Turukuritarvituste, mille hulka kuulub ka avalikustamata informatsioon, reguleerib § 10(b). Ameerika Ühendriikide õiguses on olulisel kohal usalduskohustus emitendi ees.

¹⁰² Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, Art. 8 lg 3

¹⁰³ Ibid, Art. 10, lg 2.

¹⁰⁴ Hint, M. Avalikustamiskohustuse rikkumine Eesti väärtpaberituruse õiguses. Tsiviilõiguslikud kaitsevahendid. Juridica VI, 2003, lk 409

Näiteks on kohus öelnud *Chiarella v U.S* juhtumi puhul, et kohustus informatsioon avaldada ei teki ainuüksi avaldamata informatsiooni omandamisest.¹⁰⁵

Eestis ja EL-s kehtiv õigus määratleb siseteabe avaldamise keelu absoluutsena. Info avaldamisega kaasneb vastutus. Ameerika Ühendriikide õigus ei loe avaldamist iseenesest rikkumiseks. Avaldamisega peab kaasnema ka usalduse kuritarvitamine.

Sisetebe konfidentsiaalsuse tagamine on üks emitendi kohustustest. Nimetatud kohustus nõuab emitendilt selle tagamiseks siseteabele juurdepääsu kontrolli. Tulenevalt turukuritarvituse määrusest on selleks vajalik takistada siseteabele juurdepääs isikutele, kes seda oma ameti- või tööülesanneteks ei vaja. Samuti annab väärtpaberituru seadus emitendile kohustuse siseteabele juurdepääsu omavate isikute teavitamise nende kohustusest konfidentsiaalsuse hoidmisel ning teabe väärkasutamisega kaasnevatest sanktsioonidest. Eeltoodud kohustuste tagamise protseduurid või soovituslike tegevuste loetelu väärtpaberituru seadus ei reguleeri. Samuti puuduvad need määratlused turukuritarvituse direktiivis. Euroopa Väärtpaberituru Järelevalve Asutus on oma soovitustes öelnud, et konfidentsiaalsuse tagamise kohustus ei vaja täpsustamist ning see ütleb juba ise kõik.¹⁰⁶ See tähendab, et nimetatud protseduurid ja põhimõtted tuleb emitendil endal vastavalt kehtivale väärtpaberituru seadusele välja töötada ning teavitada sellest siseteabega kokku puutuvaid isikuid. Tõenäoliselt on antud juhul mõistlik sõlmida insaideritega võimalusel konfidentsiaalsuse tagamise nõuete täitmiseks leping või anda välja dokument, mis esitatakse insaiderile tutvumiseks ning millega tutvumist kinnitab insaider oma allkirjaga või muus vormis ning millega on võimalik võtta insaiderilt kinnitus, et isik on oma kohustustest teadlik. Turukuritarvituse määrus otseselt emitendiga seotud isikutele sisereeglite kohust ette ei näe, kuid autori arvates on see vajalik. Eesti õiguses oli see VpTS-s varasemalt olemas, kus lisaks emitendile oli sisereeglite kohustus pandud ka emitendi tüdarettevõtjale ning teistele isikutele ja asutustele, kes on väärtpaberituru kutselised osalised ja audiitorühingud.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Paul U. Ali, jt. Insider trading: global developments and analysis. CRC Press, 2009, lk 52.

¹⁰⁶ The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, Juuli 2007, p. 25.

¹⁰⁷ VpTS. RT I, 31.12.2016, 30

Siseteabe õigusvastane avaldamine on keelatud. Emitent peab tegema kõik endast oleneva, et teave ei saaks avalikuks. Oluline on selle jaoks luua kontroll tagamaks, et kõrvalised isikud ei pääse teabele ligi. Samuti peab väärtpaberiturul kauplev isik suutma hinnata, kas teave, mille alusel ta tehingu teostamise otsuse teeb, on siseteave.

Käesolevas peatükis andis autor ülevaate tehingutega seotud hoolsuskohustustest. Tuleb märkida, et insaideril on kohustus hoida teave salajas. Teavet saab edastada ainult juhul, kui see on vajalik emitendi igapäevaseks tegevuseks. Teabe lekkimisel tuleb teha kõik endast olenev, et see jõuaks avalikkuseni võimalikult kiiresti. Järgmises peatükis käsitleb autor siseteabe avaldamisega kaasnevat sanktsioone, võrreldes seda Ameerika Ühendriikide õiguses kehtivate sanktsioonidega.

3. Siseteabe avaldamisega kaasnevad sanktsioonid

Eelpool lõi autor ülevaate siseteabe tehingute seotud hoolsuskohustustest ning samuti sellest, millised on insaideri kohustused ja millised on siseteabe õigusvastane avaldamisega seotud asjaolud.

Käesolevas peatükis keskendub autor siseteabe avaldamisega kaasnevatele sanktsioonidele. Peatükk on jaotatud kolmeks alapeatükiks. Esimene alapeatükk käsitletakse siseteabe avaldamisega kaasnevat karistusõiguslikku vastutust. Teises alapeatükis analüüsib autor karistuste kohaldamist. Kolmandas alapeatükis leiab käsitlust siseteabe väärkasutamise korral kahju hüvitamine. Autor võrdleb eesti õigust EL-i ja Ameerika Ühendriikide õigusega.

3.1. Siseteabe avaldamisega kaasnev karistusõiguslik vastutus

Eestis reguleerib siseteabe ebaseadusliku avaldamisega seonduvat hetkel turukuritarvituse määrus, VpTS ja KarS.

Kehtiv VpTS redaktsioon siseteabe väärkasutamisele enam väärteo korras karistust ette ei näe. Seda reguleerib KarS. Küll aga näeb väärteona ette avalikustamisele mittekuuluva teabe hoidmise nõuete rikkumise eest ning siseteabe avalikustamise kohustuse täitmata jätmise eest.¹⁰⁸

KarS alusel on kriminaalkaristuse võimalikud määrad füüsilise isiku puhul siseteabe ebaseadusliku avaldamise, siseteabe alusel kauplemise või teisele isikule siseteabe alusel kauplemise soovitamise eest, samuti teise isiku mõjutamise eest siseteabe alusel kauplemisele rahatrahv kuni 300 trahviühikut ning juriidilisele isikule kuni 400 000 eurot.¹⁰⁹ Sama teo eest, kui sellega on saadud olulises ulatuses varalist kasu, välditud olulise kahju tekkimist või finantsinstrumendi väärtuse olulist langust või see on toime pandud või on siseteabele juurdepääs saadud, kasutades ära ametiseisundit emitendis, väärtpaberituru kutselises osalises või selle konsolideerimisgrupis, samuti investeerimissoovituse koostajana või levitajana või grupi poolt, kui sellega on kahjustatud oluliselt väärtpaberituru usaldusväarsust karistatakse rahatrahviga või kuni

¹⁰⁸ VpTS. RT I, 31.12.2016, 30

¹⁰⁹ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

nelja aastase vangistusega.¹¹⁰ Juriidilise isiku puhul on ette nähtud rahaline karistus.¹¹¹ Kehtiv seadus ei määratle eelpool nimetatud süütegude puhul rahalise karistuse suurust.

Juulis 2016 jõustunud uue Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv näeb liikmesriikidele ette siseteabe alusel kauplemisele, teisele isikule siseteabe alusel kauplemise soovitamisel või teise isiku mõjutamisel siseteabe alusel kauplemisele füüsilisele isikule maksimumkaristusena vähemalt kuni nelja aastase vangistuse.¹¹² Siseteabe õigusvastase avaldamise korral maksimumkaristusena vähemalt kahe aastase vangistuse.¹¹³

Juriidiliste isikute puhul näeb direktiiv ette rahalise karistusi või trahve ja samuti muid meetmeid, nagu:

- a) avalik-õiguslike hüvitiste või abi saamise õigusest ilma jätmine;
- b) ajutine või alaline ettevõtluskeeld;
- c) kohtuliku järelevalve alla võtmine;
- d) sundlõpetamine või likvideerimine;
- e) rikkumise toimepanekuks kasutatud üksuste ajutine või lõplik sulgemine.¹¹⁴

Siinkohal tuleb tähelepanu juhtida, et turukuritarvituse määrus näeb ette füüsilise isiku puhul rahalise halduskaristusena maksimaalset karistust, mis vastab vähemalt kolmekordsele õigusrikkumisega saadud kasu või ära hoitud kahjumi summale, kui kõnealust kasu või kahjunit on võimalik kindlaks määrata.¹¹⁵ Maksimaalsed rahalise halduskaristuse määrad on siseteabe õigusvastase avaldamise eest füüsilisele isikule kuni 5 000 000 eurot ja juriidilisele isikule kuni 15 000 000 eurot või 15% aastasest kogu käibest; siseteabe ebaseadusliku avaldamise eest füüsilisele isikule kuni 1 000 000 eurot ja juriidilise isiku puhul 2 500 000 eurot või kuni 2% aastasest kogukäibest viimase olemasoleva raamatupidamise aruande järgi ning insaiderite

¹¹⁰ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

¹¹¹ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

¹¹² Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive), OJ L 173, 12.06.2014, Art. 7, lg 2.

¹¹³ Ibid, Art. 7, lg 3.

¹¹⁴ Ibid, Art. 9.

¹¹⁵ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, Art. 30, lg 2

nimekirja, juhtide tehingute ja soovitude andmise rikkumise korral on füüsilistele isikutele ette nähtud rahaline karistus kuni 500 000 eurot ja juriidilistele isikutele kuni 1 000 000 eurot.¹¹⁶

Arvestades, et eelpool toodud meetmete rakendamise nimekirja ees kasutatakse sõna - „nagu“, leiab autor, et liikmesriikidel on tõenäoliselt võimalik oma õiguses kehtestada täiendavad piirangud. Tuleb arvestada, et vastutus süütegude eest peab olema tõhus, proportsionaalne ja hoiatav kriminaalkaristuste või muude karistuste või kriminaalõiguslike või muude meetmete kehtestamise kaudu.¹¹⁷ Direktiiv on saavutatava tulemuse seisukohalt siduv, kuid jätab vormi ja meetodite valiku riigile.¹¹⁸

Euroopa Inimõiguste Kohus on öelnud, et haldusmenetluses karistuse määramise järgselt ei saa sama asja suhtes rakendada kriminaalmenetlust.¹¹⁹

Eesti õiguses on KarS § 3 lg 5 määratletud, kui isik paneb toime teo, mis vastab väärteo- ja kuriteokoosseisule, karistatakse isikut üksnes kuriteo eest. Kui kuriteo eest karistust ei mõisteta, võib isikut karistada väärteo eest.¹²⁰ Riigikohus on asunud seisukohale, et seda normi saab kasutada üksnes juhul, kui väär- ja kuriteokoosseis on omavahel ideaalkogumis, mitte aga siis, kui tegemist on mitteehtsa kogumi ehk seadusainsusega.¹²¹ Nii ideaalkogumi kui ka seadusainsuse korral on isik ühe teoga realiseerinud formaalselt vähemalt kaks erinevat süüteokoosseisu, ent erinevalt ideaalkogumist tuleb mitteehtsa kogumi korral kohaldamisele vaid üks koosseis, mis hõlmab endas kogu juhtunu ebaõiguse ning kui süütegude kogum puudub ja süüdistuses kirjeldatud käitumine on subsumeeritav vaid ühe koosseisu alla, pole KarS § 3 lg-s 5 sätestatud põhimõtte rakendatav.¹²² Samuti ei öelnud Riigikohus, et siseteabe väärkasutamise toime pannud isikuid tuleb karistada vaid raskema, st kuriteo eest ning olukorras, kus karistusseadustik ja väärtpaberituruseaduses esinevad tunnused käsitlevad sama reguleerimiseset ning omavahel kattuvad, KarS § 3 lg-s 5 sätestatud

¹¹⁶ Ibid, Art 30, lg 2

¹¹⁷ Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive), OJ L 173, 12.06.2014, p. 18.

¹¹⁸ Seletuskiri karistusseadustiku muutmise seaduse (turukuritarvituse direktiivi ülevõtmine) eelnõu juurde, 2016

¹¹⁹ EIKo 04.03.2014, 18640/10, *Grande Stevens v. Italy*

¹²⁰ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

¹²¹ RKKKo 12.02.2012, nr 3-1-1-52-12, p13.

¹²² Ibid, p13.

põhimõtte pole süütegude ideaalkogumi puudumise tõttu rakendatav ja ka seadusainsust puudutavad reeglid pole asjassepuutuvad, tuleb juhinduda isiku jaoks kergemast karistusõigusnormist.¹²³

Kui siseteabe alusel kauplemisel või selle õigusvastasel avaldamisel on KarS viidud vastavusse uue Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrusega, siis rahaliste karistuste osas on määrus ette näinud oluliselt karmimad minimaalsed maksimummäärad. Seda nii füüsiliste- ja juriidiliste isikute puhul. Väärtpaberituruseaduse ja finantsinspeksiooni seaduse muutmise seaduse eelnõuga on ette nähtud karistuse määrad viia vastavusse turukuritarvituse määrusega.¹²⁴

Lisaks rahalistele karistustele ja rahalistele karistustele on võimalik määrata veel täiendavaid meetmeid. KarS võimaldab siseteabe väärkasutamisel rakendada ka kuriteoga saadud vara laiendatud konfiskeerimist.¹²⁵ Küll aga ei ole üle võetud direktiiviga ette nähtud ja eelpool toodud võimalikke muid meetmeid.

Ameerika Ühendriikides reguleerib väärtpaberituruga seonduvat põhiliselt *Securities Exchange Act of 1934*. Seaduse kohaselt võetakse vastutusele iga isik, kes väärtpabereid ostab või müüb, omades materiaalselt avalikustamata informatsiooni.¹²⁶ Hilisemalt on seadust täiendatud ning võetud vastu uusi õigusakte, mis varasemalt vastu võetud õigusakte täiendavad. Üheks viimaseks täienduseks kehtivatele õigusaktidele on *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, mis näeb siseteabega ebaseadusliku kauplemise eest ette võimaliku rahalise karistuse kuni 5 000 000 dollarit või vangistuse kuni 20 aastaks ning juriidilistele isikutele rahalise karistuse kuni 25 000 000 dollarit.¹²⁷

Ameerika Ühendriikide õiguses jaguneb vastutus kahe teooria vahel – klassikaline teooria ja seadusevastase omastamise teooria.¹²⁸ Nagu eelpool mainitud on nimetatud teooriad välja kujunenud läbi kohtulahendite. Klassikalise teooria puhul on tegemist

¹²³ Ibid, p16.

¹²⁴ Rahandusministeerium. Väärtpaberituruseaduse ja Finantsinspeksiooni seaduse muutmise seadus, 2016. file:///C:/Users/User/Downloads/11616-4-1%20SK_lisa_M%C3%A4rkuste_tabel.pdf (14.11.2016)

¹²⁵ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

¹²⁶ Securities Exchange Act of 1934

¹²⁷ Sarbanes-Oxley Act of 2002,

¹²⁸ Kaplan, H.J., Matteo, J.A., Pfeffer, A., The Law of Insider Trading. ABA Section of Litigation 2012 Section Annual Conference. April 18-20, 2012. https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/litigation/materials/sac_2012/29-2_the_law_of_insider_trading.authcheckdam.pdf (20.04.2012)

olukorraga, kus isik, kes on saanud teabe, mis ei ole avalik, kohustub teingust hoiduma või avalikustama talle teatavaks saanud informatsiooni.¹²⁹ Seaduse vastase omastamise teooria adresseerib kauplemise eesmärgil konfidentsiaalse info kasutamise kui kohustuse rikkumisena informatsiooni allika suhtes.¹³⁰ Selle teooria kohaselt usaldusisiku poolt avalikustamata jätmine ja isikliku kasu saamise eesmärgil väärtpaberite omandamiseks või võõrandamiseks informatsiooni kasutamine rikub informatsiooni kasutamise põhimõtet.¹³¹

Lisaks SEA 1934 ja määrus 10b-5 rikkumistele on võimalik karistada lisaks muude rikkumiste eest. *U.S. v. S.A.C. Capital Advisors LP* kriminaalmenetluses esitati süüdistus lisaks väärtpaberituru seaduse (sisaldas tööjõu palkamise ja sisereeglite korraldamise praktika rikkumises ning väärtpaberitega kauplemises) rikkumisele ka telekommunikatsiooni vahendiga seaduse rikkumise karistamiseks.¹³² Täiendavalt esitati order, milles nõuti S.A.C. Capital Advisors LP-l 85% varade kõrvale panemist, et katta võimalikud tsiviilvaidluste nõuded.¹³³ Hilisem kokkuleppe tulemusel nõustus ettevõtte tasuma rahalise karistuse 1,8 mlrd ja kandma viie aastase katseaja ning samuti pidi ettevõtte loobuma väliste investorite teenindamisest.¹³⁴

Võrrelduna Eesti õiguses kehtivate sanktsioonidega on EL-i ja Ameerika Ühendriikides kehtivad võimalikus maksimummäärad rahaliste karistuste osas oluliselt suuremad. Võimaliku vangistuse puhul on KarS vastav turukuritarvituse direktiiviga. Samas Ameerika Ühendriigid näevad oma õiguses ette oluliselt pikemat vangistust.

3.2. Karistuste kohaldamine ja kahju hüvitamine

Eesti õiguses jagunevad sisetabega seotud karistused kaheks – halduskaristused ja kriminaalkaristused. Halduskaristust reguleerib VpTS ning kriminaalkaristusi KarS. Käesolevas alapeatükis käsitleb autor kriminaalkaristuste aspektist.

¹²⁹ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)

¹³⁰ Bainbridge (2005), *Supra* nota 1, lk 3

¹³¹ *Ibid*, lk 3

¹³² Heller, A.B., CORPORATE DEATH PENALTY: PROSECUTORIAL DISCRETION AND THE INDICTMENT OF SAC CAPITAL, 2015, lk 777. <http://www.georgemasonlawreview.org/wp-content/uploads/2015/04/HellerV22-3.pdf>

¹³³ *Ibid*, lk 779

¹³⁴ *Ibid*, lk 781

Karistuse aluseks on isiku süü.¹³⁵ Karistuse kohaldamisel peab läbima kindlad etapid.¹³⁶ Kitsamas tähenduses tähendab see karistusraamide kindlakstegemist, süü piiride tuvastamist, preventsiionide ehk karistuse eesmärkide kaalumist ja viimaks põhikaristuse mõistmist vastavalt karistuse kohaldamise mudelile.¹³⁷ Karistuse mõistmine laiemas tähenduses on lisakaristuse mõistmine, liitkaristuse moodustamine, karistuse asendamine ja karistusest vabastamine.¹³⁸ Riigikohus on öelnud, et siseteabe väärkasutamise seotud vastutust reguleeriv paragrahv on oma olemuselt blanketne norm, mille objektiivsete tunnuste avamisel tuleb aluseks võtta VpTS -s toodud siseteabe väärkasutamise määratlus.¹³⁹

Süütegude puhul näeb KarS ette aegumised. Siseteabega kauplemisel või ebaseadusliku avaldamisega seotud kuritegude puhul on aegumine viis aastat alates kuriteo lõpuleviimisest.¹⁴⁰ Karistusõiguses on üldtunnustatud, et süütegu on lõpule viidud, kui toime panija on realiseerinud kõik selle koosseisu tunnused.¹⁴¹ Materiaalse ehk tagajärje delikti korral algab aegumistähtaaja kulg alles koosseisupärase tagajärje saabumisega.¹⁴² Teodelikti ehk formaalse koosseisu korral hakkab aegumistähtaeg kulgema kogu koosseisu realiseerimisest, seega sõltub aegumine eriosa vastava koosseisu spetsiifikast; katse korral katse koosseisu täitmisest.¹⁴³

Kahju hüvitamist esitades selleks uurimisasutuse või prokuratuuri kaudu tsiviilhagi.¹⁴⁴ Eestis on siseteabega kauplemisel tehtud KarS § 398 lg 1 järgi kvalifitseeruva kuriteo osas tehtud üks otsus. Kuriteo sooritamise tekitatud kahju nõuti välja tsiviilhagis.¹⁴⁵ Tsiviilhagis võib esitada nõude, kui nõude eesmärk on kriminaalmenetluse esemeks oleva teoga rikunud kannatanu hüveolukorra taastamine või heastamine, kui selle nõude aluseks olevad faktilised asjaolud kattuvad olulises osas menetletava kuriteo

¹³⁵ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

¹³⁶ Kruusamäe. M. Karistuse kohaldamise etapid Eesti kohtupraktikas. Riigikohus. Õigusteabe osakond. Tartu, Oktoober 2012, lk 5

¹³⁷ Ibid, lk 5.

¹³⁸ Ibid, lk 5.

¹³⁹ RKKKo 12.02.2012, nr 3-1-1-52-12, p 12.

¹⁴⁰ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

¹⁴¹ Sootak, J. Muudatused ja täiendused karistusõiguse üldosas. Läbivad muudatused eriosa sätete kohaldamiseks. Juridica, 2014, nr 8, lk 586

¹⁴² Ibid, lk 586

¹⁴³ Ibid, lk 586

¹⁴⁴ KrMS. RT I, 31.12.2016, 46

¹⁴⁵ HMK 1-09-17927/5

tehioludega ja kui sellist nõuet oleks võimalik läbi vaadata ka tsiviilkohtumenetluses.¹⁴⁶ Kriminaalmenetluse seadustik ei täpsusta, mida ja millisel alusel kannatanu tsiviilhagis nõuda võib.¹⁴⁷ Nõuda saab isik, kellele on kahju põhjustatud ehk kannatanu. Kannatanu võib olla füüsiline või juriidiline isik.¹⁴⁸ Tsiviilnõude alus ei ole mitte süüdistatava kuritegu, vaid süüdistatava tegu, mis täidab tsiviilõiguste ja -kohustuste tekkimise eeldused.¹⁴⁹ Sellel, et sama tegu – tervikuna või üksnes teatud osas – vastab ka mõne kuriteo koosseisu tunnustele, ei oma tsiviilõiguslikku tähendust.¹⁵⁰

Lisaks kriminaalkaristuste kohaldamisele on EL-i õiguses võimalik kohaldada halduskaristust, mis tähendab, et isikut karistatakse väärteo korras. Turukuritarvituse määrus näeb ette, et liikmesriigid tagavad halduskaristuste liigi ja suuruse otsustamisel võetakse arvesse kõiki asjaolusid, sealhulgas:

- a) õigusrikkumise raskus ja kestus;
- b) õigusrikkumise eest vastutava isiku vastutuse määr;
- c) õigusrikkumise eest vastutava isiku finantsseisund, mida näitab näiteks juriidilise isiku kogukäive või füüsilise isiku aastasissetulek;
- d) õigusrikkumise eest vastutava isiku teenitud kasumi või välditud kahjumi suurus, kui neid on võimalik kindlaks määrata;
- e) õigusrikkumise eest vastutava isiku ja pädeva asutuse koostöö tase, ilma et see piiraks vajadust tagada selle isiku teenitud kasumi või välditud kahjumi sissenõudmine;
- f) õigusrikkumise eest vastutava isiku varasemad õigusrikkumised;
- g) abinõud, mille õigusrikkumise eest vastutav isik on tarvitusele võtnud, et ära hoida õigusrikkumise kordumine.¹⁵¹

Nimetatud põhimõtted VpTS-i eraldi üle võtta ei ole plaanis.

¹⁴⁶ KrMS. RT I, 31.12.2016, 46

¹⁴⁷ Sarv, J. Haginõuded kriminaalmenetluses. *Juridica*, 2011, nr 8, lk 365

¹⁴⁸ KrMS. RT I, 31.12.2016, 46

¹⁴⁹ Sarv, J. Haginõuded kriminaalmenetluses. *Juridica*, 2011, nr 8, lk 371

¹⁵⁰ *Ibid*, lk 371

¹⁵¹ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ L 173, 12.06.2014, Art. 31, lg 1.

EL-i õiguses jõustunud turukuritarvituse määrus ja turukuritarvituse direktiiv kahju hüvitamist eraldi ei reguleeri.

Ameerika Ühendriikide föderaalasutuste kompetentsi kuuluvad ainult need küsimused, mis on konstitutsiooniga nende kompetentsi antud.¹⁵² Föderaalsete kohtusüsteemi kompetentsi kuuluvad kohtuasjad: mis tulenevad föderaalõigusest (konstitutsioonist, Kongressi poolt vastu võetud seadusest või välislepingust); mille pooled on pärit erinevatest osariikidest või välisriigist kodanik; mille pooleks on: Ameerika Ühendriigid või mõni osariik või välisriigi suursaadik või muu ametiesindaja; milles taotletakse pankrotis oleku tunnistamist.¹⁵³

Kuna Ameerika Ühendriikides reguleerib väärtpaberitega manipuleerimist, mille üks osa on avalikustamata informatsiooni kuritarvitamine, föderaalõigus, siis sellised juhtumid kuuluvad föderaalsete üldjuristiksiooniga kohtute pädevusse.

Ameerika Ühendriikides on avalikustamata informatsiooni kuritarvitamise eest võimalik rakendada kriminaalkaristust ja tsiviilkaristust. Enim kasutust leiab SEA 1934 paragrahv 10(b) ja määrus 10b-5.

Ameerika Ühendriikide järelevalve ameti *Securities and Exchange Commission* (SEC) määrus 10b – 5.¹⁵⁴ SEC ei ole õigust algatada kriminaalmenetlust, kuid nad saavad teha Justiitsministeeriumile ettepaneku kriminaalmenetluse algatamiseks.¹⁵⁵ Samuti on Justiitsministeeriumil õigus omal initsiatiivil kriminaalmenetlus algatada.¹⁵⁶ Lisaks on võimalus kasutada erinevaid meetmeid, mis tulenevad *Insider Trading Act of 1984* ja *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (SFEA) of 1988*.¹⁵⁷ Mainitud esimesel juhul rakendatakse tsiviilkaristust, mis näeb rahalise karistusena ette kuni kolmekordse kasumi või välditud kahjumi nõude ning mainitud teise seaduse puhul on siseteabe alusel kaubelnud isikuga samal ajal tehinguid teinud isikutel õigus pöörduda isiku, kes siseteabe alusel kauples, vastu.¹⁵⁸ Ameerika Ühendriikide õiguses

¹⁵² Ginter, J. Eesti Vabariigi õiguskaitse süsteem, Juristide Täienduskeskus, Avatud Eesti Fond, 1996, lk 72

¹⁵³ Ibid, lk 72-73

¹⁵⁴ Seitzinger, M.V. Federal Securities Law. Insider Trading. Congressional Research Service. 2016, lk 1. <https://fas.org/sgp/crs/misc/RS21127.pdf> (01.03.2016)

¹⁵⁵ Bainbridge (2005), *Supra* nota 2, lk 8

¹⁵⁶ Ibid, lk 8

¹⁵⁷ Seitzinger (2016), *Supra* nota 1, lk 1.

¹⁵⁸ Ibid, lk 2

saab kuritegu toimuda üldjuhul siis, kui kriminaalne tegevus on kombineeritud tahtlusega (*mens rea*).¹⁵⁹ Tahtlus on jagatud kolme kategooriasse, millest raskeim on ette kavatsetud tegevus.¹⁶⁰ Siseteabe puhul lähtub kohus süü ja kahju hindamisel rikkumisest saadud tulu põhimõttest.¹⁶¹ See tähendab, et kasum, mis kauplemisel teeniti arvestatakse netotuluna.¹⁶²

Karistuste kohaldamisel soovitatakse juriidiliste isikutele süüdistuste esitamisel võtta arvesse samad põhimõtted, kui seda tehakse füüsiliste isikute puhul, st tõendite piisavus ja kohtuotsuse võimalik edukus.¹⁶³ Erinevalt Euroopa Liidu ja Eesti õigusega on siseteabe alusel kauplemisel piirang ka Kongressi liikmetel, Kongressi töötajatel ja föderaal ametnikel – *Stop Trading on Congressional Knowledge Act (STOCK) of 2012*.¹⁶⁴ Seadus näeb ette kauplemise keelu ametisikutele, kellel nende ametist tulenevalt saab teatavaks informatsioon, mida avalikusel teada ei ole ning neile kehtivad samuti SEA 1934 § 10(b) ja määrus 10b-5 tulenevad vastutused.¹⁶⁵ Ameerika Ühendriikides on võimalik väärtpaberiturul tegutsenud isikutel saada kahju hüvitamist SFEA of 1988 alusel, millega on SEA 1934 tehtud täiendus. SEA 1934 § 20(a) võimaldab nõuda isikutelt, kes avalikustamata informatsiooni alusel kaubelnud isiku(te)ga samal ajal. Nõude suurus on maksimaalselt teenitud tulu või hoidutud kahju.¹⁶⁶ Nõude aegumine on viis aastat viimasest tehingust, millega seadust rikuti.¹⁶⁷

Eestis kehtiv õigus määratleb sarnase tähtaja. Erinevusena käsitleb Eesti õigus aegumist mitte viimasest tehingust, vaid teo lõpuleviimisest kuni kohtuotsuse jõustumiseni.¹⁶⁸

2010 võttis Ameerika Ühendriikide Kongress vastu *Dodd-Frank Act*’i (edaspidi DFA), millega on ette nähtud teatavad lisavõimalused väärtpaberiturul rikkumiste, sh avalikustamata informatsiooniga seotud rikkumised, avastamiseks. Selleks julgustatakse isikuid sellistest rikkumistest vabatahtlikult teavitama. Selliseid isikuid kutsutakse

¹⁵⁹ Burnham, W. Introduction to the Law and Legal System of the United States, Fifth Edition, West, Thomson Reuters, 2011, lk 552

¹⁶⁰ Ibid, lk 552

¹⁶¹ Cheung, R. Insider trading sentencing: an Anglo-American comparison. Westlaw, J.B.L. 2014, 7, 564-584 (2014), lk 7

¹⁶² Ibid, lk 7

¹⁶³ Heller, A.B. (2015), *Supra* nota 1, lk 793

¹⁶⁴ Seitzinger (2016), *Supra* nota 2, lk 3

¹⁶⁵ Seitzinger (2016), *Supra* nota 3, lk 3

¹⁶⁶ *Securities Exchange Act of 1934*

¹⁶⁷ *Securities Exchange Act of 1934*

¹⁶⁸ KarS. RT I, 31.12.2016, 14

„vilepuhujateks“. DFA-ga nähakse ette vilepuhujate tasustamine ja nende isikute identiteedi salastatuse.¹⁶⁹ Vilepuhujatele tasutakse minimaalselt 10% ja maksimaalselt 30% kogusummast, mis on saadud kehtestatud rahalisest karistusest.¹⁷⁰

Autor leiab, et tehingu lõpule viimist võib käsitleda kui viimase tehingu teostamist. Oma olemuselt on see sama, kuna tehingu teostamine tähendab selle lõpule viimist. Küll aga on erinevus viie aastase tähtaja mõistes. Eesti õigus näeb ette, et selle ajaga peab jõudma kohtuotsuseni. Ameerika Ühendriikide õiguses on see hajusam. Põhimõtteliselt võib seda käsitleda, et viie aasta jooksul tuleb jõuda süüdistuseni. Kohtuotsus võib saabuda hiljem. Samuti on Ameerika Ühendriigid loonud vilepuhujate programmi õigusrikkumiste avastamiseks. Eesti ja EL sellist võimalust oma õigusaktidesse kirjutanud ei ole.

Ajavahemikul 2010 kuni tänaseni on Eestis esitatud süüdistus ainult kahes sisetabega seotud juhtumis, millest üks jõudis süüdimõistva otsuseni. Ameerika Ühendriikides on ainuüksi 2016 aastal esitatud süüdistus 78 isikule.¹⁷¹ Võttes arvesse kogu peatükis analüüsitud materjali, leiab autor, et arvestades Eesti vähest kohtupraktikat ei saa väita, et suurem rahaline karistus ja/või pikem vangistus on ainsad või olulised tegurid, et sisetabega seotud väärtegusid või süütegusid toime ei pandaks.

¹⁶⁹ *Dodd-Frank Act*, SEC. 21F

¹⁷⁰ *Ibid*, SEC. 21 F

¹⁷¹ SEC Announces Enforcement Results for FY 2016, Increase in Actions Involving Investment Advisers, FCPA Violations; Most Ever Whistleblower Money Distributed in a Single Year, Press Release, 2016-212. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-212.html> (11.10.2016)

Kokkuvõte

Käesoleva töö eesmärgiks oli analüüsida, kas Eesti õiguses kehtiv sisetabe väärkasutamisega karistusõiguslik vastutus motiveerib väärpaberiturul tegutsejaid sisetabe õigusvastasest avaldamisest hoiduma. Autor püstitas hüpoteesi, et sisetabe õigusvastase avaldamisega kaasnev vastutus pole väärpaberitega kauplejatele motiveeriv hoidumaks sisetabe õigusvastasest avaldamisest.

Käesoleval aastal muutusid Eesti väärpaberituru seaduses kehtetuks sisetabe väärkasutamist puudutavad paragrahvid ja sisetabe väärkasutamist reguleerib turukuritarvituse määrus.

Sisetabe mõiste on EL-i ja Ameerika Ühendriikide õiguses defineeritud erinevalt. EL-i, sh Eesti, õigusaktides on sisetabe selgelt defineeritud. Teabe puhul on oluline selle õigus ja täpsus, see peab olema avalikustamata, omama mõju väärpaberi hinnale ning teavet omab piiratud isikute grupp.

Ameerika Ühendriigid oma õigusaktides sisetavet defineerinud ei ole ning erinevalt Euroopa õigusest kasutavad nemad mõistet avalikustamata informatsioon. Defineerimine on toimunud läbi kohtulahendite. Kohtulahenditega on sisetabe määratlenud selle kui materiaalse informatsioonina. Materiaalne informatsioon ei ole defineeritud, kuid eeldatakse, et see võib avaldamisel omada mõju hinnale ning mõjutab kauplemisotsuse tegemist. Avalikustamata teabe osas rõhutakse veel usalduskohustusele. Usalduskohustus eeldab, et isik, kellele teave edastatakse peab emitendile olema lojaalne ja ta ei kuritarvita temale teatavaks saanud informatsiooni.

Nii Eesti ja EL-i õiguses, kui ka Ameerika Ühendriikide õigusaktides ei ole määratletud insaideri tähendus. EL-is käsitletakse insaidereid esma- ja järelinsaideritena. Esmainsaiderid on emitendiga otseselt seotud: juhid, järelevalve liikmed, osalust omavad isikud või oma töö, elukutse või muude kohustustega seotud. Järelinsaidereid on kolmandad isikud, kes on teabe omandanud juhuslikult või on saanud selle esmainsaiderilt.

Ameerika Ühendriikides on insaideri määratlus jällegi kujunenud läbi kohtupraktika. Klassikalised insaiderid, ehk esmainsaiderid, on emitendi juhid, seotud töö- või ametikohustustega, või omavad rohkem kui 10% osalust. Klassikalised insaiderid omavad usalduskohustust emitendi ees. Vihje saajad, ehk järelinsaiderid, isikud, kes

saavad informatsiooni emitendiga seotud allikast. Teatud juhtudel võidakse ka vihje saajale omistada usalduskohustus.

EL-is on siseteabe väärkasutamise keeld absoluutne. Siseteavet ei tohi kasutada enda nimel väärtpaberite omandamiseks ja võõrandamiseks. Eelmise aasta juulis jõustunud turukuritarvituse määrus loeb siseteabe väärkasutamiseks ka tehingu muutmist ja tühistamist. Samuti on keelatud väärtpabereid omandada ja võõrandada kolmandate isikute nimel, sh selleks soovitude andmine. Kolmanda isiku nimel tehingu teostamist loetakse siseteabe väärkasutamiseks. Insaidritel on keelatud emitendi väärtpaberitega tehinguid teostada, välja arvatud erijuhtudel.

Ameerika Ühendriikides on keeld teostada avalikustamata informatsiooniga tehinguid juhul, kui selline on tahtlus tehingut teostada ja selleks on selge kavatsus. Võimalik kavatsus tehingut teostada ei ole piisav.

EL-is on siseteabe õigusvastane avaldamine keelatud. Teavet võib edastada ainult juhul, kui seda tehakse oma tööülesannete või muude kohustuste täitmis käigus. Emitendil on kohustus tagada teabe konfidentsiaalsus. Sellest tulenevalt on emitendi kohus insaidereid nende kohustustest ja võimalikest sanktsioonidest teavitada. Selleks on emitendil vajalik luua insaideritest nimekiri ning vajalikud sisemised protseduurid siseteabe käitlemise kohta. Siseteabe lekkimisel on kohustus teave võimalikult kiiresti avaldada.

Ameerika Ühendriikides on siin mõningased erinevused. Juhtivtöötajatel ja üle kümne protsendilist osalust omavatel isikutel on registreerimiskohustus. Juhul, kui emitent avaldab teabe kolmandale isikule tuleb tal see avaldada samal ajal ka avalikkusele. Info lekkimise korral tuleb info avaldada viivitamatult. Kolmandal isikul ainuüksi informatsiooni omandamisest avaldamise kohustust ei teki.

Eestis siseteabe alusel kauplemisel või siseteabe õigusvastase avaldamise korral enam väärteo korras karistust ette nähtud ei ole. Turukuritarvituse direktiiv näeb ette ka halduskaristuse. Eesti õiguses on täna tegemist kriminaalkaristusega. Siseteabe väärkasutamisel on võimalik karistusmäär kuni neli aastat vangistust. Juriidiliste isikute puhul rahatrahv. Turukuritarvituse määrus võimaldab igal liikmesriigil määrata juriidilistele isikutele täiendavaid piiranguid, kuid Eesti õiguses neid üle võetud ei ole. Siseteabega seotud kuritegude aegumine on viis aastat kuriteo sooritamisest kohtu

otsuseni. Kahju hüvitamist on võimalik nõuda kriminaalmenetluses esitades tsiviilhagi. KrMS ei täpsusta mida ja millisel alusel kannatanu võib nõuda.

Ameerika Ühendriikides saab rakendada kriminaalkaristust ja tsiviilkaristust. Karistusõiguslik vastutus tekib juhul, kui kriminaalne tegevus on seotud tahtlusega. Avalikustamata informatsiooniga kauplemise eest on rahaline karistus kuni 5 000 000 dollarit või vangistus kuni 20 aastat. Juriidilistel isikutel on rahaline karistus kuni 25 000 000 dollarit. Tsiviilkaristusena on võimalik nõuda kuni kolmekordne kasum või välditud kahjum. Kannatanutel on õigus nõuda kahju isikutel, kes kauplesid avalikustamata informatsiooniga kaubelnud isikuga samal ajal ja nõude suurus võib olla maksimaalselt teenitud tulu või hoidutud kahju. Nõude aegumine on viis aastat viimasest tehingust.

Analüüsi tulemusena jõudis autor järeldusele, et püstitatud hüpotees ei saanud kinnitust. Eestis kehtiv regulatsioon määratleb siseteabe täpsemalt, kui see on Ameerika Ühendriikides. Samuti on siseteabe väärkasutamist ja selle õigusvastast avaldamist reguleeritud põhjalikumalt ning see ei jäta tõlgendamiseks ruumi. Võrreldes süüdistuste hulka Eestis ja Ameerika Ühendriikides ei saa autor väita, et ainuüksi rangemad karistused motiveerivad hoiduma siseteabe väärkasutamise ja õigusvastase avaldamisega seotud süütegude sooritamisest.

Insider trading in stock market and criminal liability for misuse of inside information or disclosure of inside information in Estonian law compared to EU and United States law

Summary

In this paper author analyzes, what are the legal consequences and liabilities for unlawful disclosure of inside information.

The main reason to write this paper was because of the lack of discussion and research in Estonia. 17.04.2017 new redaction of Estonian securities market act was enforced, which invalidated misuse of inside information and disclosure of inside information paragraphs and therefore the EU market abuse regulation regulates misuse of inside information and disclosure of inside information in Estonian law. Therefore the author disserts mainly EU law, comparing it with U.S. law.

Author hypothesized: The legal liabilities in Estonian law do not motivate persons to avoid the misuse of inside information. Author uses comparative methodology.

The paper is divided into three parts. The parts have been divided into chapters and subchapters.

In the first part of the paper author analyzes inside information in general. The first part is divided into two chapters. First chapter analyzes the concept of inside information and the second chapter the concept of insiders.

The second part of the paper analyzes fiduciary duties arising from knowing the inside information. Second part is divided into three chapters. First chapter is analyzing fiduciary duties, purchasing or selling securities while being insider and tipping. Second chapter analyzes unlawful disclosure of inside information and what are the requirements to secure and enforce confidentiality of the information.

Third part of the paper analyzes legal liabilities and sanctions arising from unlawful disclosure of inside information. The part is divided into two chapters. First chapter analyzes legal liabilities when unlawfully disclosing inside information. Second chapter analyzes how criminal law applies and how to compensate damages.

As a result of analysis, author concluded that the hypothesis was not confirmed. The law in Estonia defines inside information and trading with inside information more

precise than U.S. law does. As is the misuse of inside information and unlawful disclosure of inside information. Also the possible sanctions for misuse of inside information or unlawful disclosure of inside information seem not to correlate.

Kasutatud kirjandus

Teadusraamatud

1. Roszkowski, M. E., Business Law: Principles, cases and policy 3rd Edition, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1992
2. Nagy, D. M., Reframing the misappropriation theory of insider trading liability: a post O'Hagan Suggestion. Bloomington, Indiana University Maurer School of Law, 1998
3. Seredyska, I. Insider dealing and criminal law: dangerous liaisons. Springer, 2011
4. Hopt, K. Insider regulation and timely disclosure. The Hague, Kluwer Law International 1996
5. Hausmaninger, C. Insider Trading: Eine systemvergleichende Untersuchung amerikanischer, europäischer und österreichischer Regelungen. 1997
6. Frascosa, J.L. jt. Business Law: The Legal Environment, Text and cases, 4th Edition. Boston: Allyn and Bacon 1991
7. Hopt, K.J., Wymeersch, E. European company and financial law: text and leading cases, 4th Edition. Oxford University Press, 2007
8. Langevoort, D. Cross-border insider trading. Georgetown University Law Center, 2000.
9. Ackerman. A., Maug. G.E., van Halteren. J., Insider Trading Legislation and Acquisition Announcements: Do Laws Matter? 01.02.2008
10. Paul U. Ali, jt. Insider trading: global developments and analysis. CRC Press, 2009
11. Ginter, J. Eesti Vabariigi õiguskaitseüsteem, Juristide Täienduskeskus, Avatud Eesti Fond, 1996
12. Bainbridge, S.M. Insider Trading Law and Policy. Foundation Press, 2014
13. Burnham, W. Introduction to the Law and Legal System of the United States, Fifth Edition, West, Thomson Reuters, 2011

Teadusartiklid

14. Vallikivi, H. Piiriülese ühinemise ühinguõiguslike aspekte. Baltikumi kogemus ettevõtjate ühinemisel Euroopa äriühinguks. Juridica IV, 2007
15. Hint, M. Avalikustamiskohustuse rikkumine Eesti väärtpaberiturus. Tsiiviilõiguslikud kaitsevahendid. Juridica VI, 2003

16. Pikamäe, P. Kes on juriidilise isikupädev esindaja karistusseadustiku § 14 mõttes? *Juridica I*, 2010
17. Sarv, J. Haginõuded kriminaalmenetluses. *Juridica*, 2011, nr 8
18. Sandler, M., Brown, M., Willis, P., Clay, E. Market Abuse. Westlaw, C.O.B. 2014, 118(Aug), 1-37 (2014)
19. Cheung, R. Insider trading sentencing: an Anglo-American comparison. Westlaw, J.B.L. 2014, 7, 564-584 (2014)
20. Sifuna, A. P. Disclose or abstain: the prohibition of insider trading on trial. Westlaw, J.I.B.L.R. 2012, 27(9), 340-352 (2012)

Eesti õigusaktid

21. Väärtpaberituru seadus RT I, 01.01.2001, 89, 532
22. Väärtpaberituru seadus RT I, 31.12.2016, 30
23. Äriseadustik RT I, 22.06.2016, 32
24. Tsiviilseadustiku üldosa seadus RT I, 12.03.2015, 106
25. Karistuseadustik RT I, 31.12.2016, 14
26. Kriminaalmenetluseseadustik. RT I, 31.12.2016, 46

EL-i ja rahvusvahelised õigusaktid

27. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ 2014 L 173, 12.06.2014
28. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, OJ 2014 L 173, 12.06.2014
29. Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, OJ 2003 No 1. 339, 24.12.2003

30. The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, Juuli 2007
31. Council Directive of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing (89/592/EEC), OJ L 334, 18.11.1989
32. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive), OJ L 173, 12.06.2014

Teiste riikide õigusaktid

33. Securities Exchange Act of 1934
34. Dodd-Frank Act

Eesti kohtulahendid

35. TlnRnKo 1-10-8860
36. TlnRnKo 1-10-8857
37. RKKKo 12.02.2012, nr 3-1-1-52-12
38. HMK 1-09-17927/5

Muud kohtulahendid

39. EKO, 23.12.2009, C-45/08, *Spector Photo Group ja Chris van Raemdonck vs CBFA*
40. EIKo 04.03.2014, 18640/10, *Grande Stevens v. Italy*
41. United States v. O'Hagan, 521, U.S. 642 (1997)
42. Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)
43. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)
44. United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)

Muud allikad

45. Ventrizzo, M. Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments. Pennsylvania, Bocconi University, 2014

46. Bainbridge, S.M. An Overview of Insider Trading Law and Policy: An Introduction to the Insider Trading. Research Handbook. UCLA School of Law. Research paper no 12-15, 2013
47. Engle, E. Insider Trading in U.S: and E.U. Law: a comparison, 2008, lk 19. <http://ssrn.com/abstract=1271868>
48. Kern. A, (2013), The Law of Insider Dealing: A Tale of Two Jurisdictions, Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft, 2013
49. Julan. D., Shang-Jin. W. Does insider trading raise market volatility?. IMF Working Paper, 03/51, 2003
50. Faure. M. G., Leger. C., Towards a harmonization of insider trading criminal law at EU level?. University of Maastricht, 2014
51. Deutsch. J. G., Chiarella v. United States: A Study in Legal Style. Yale Law School, 1980
52. Aguilar Jr., R. J., Securities Regulation: Nondisclosure of Insider Information, Chiarella v. United States, Louisiana Law Review, 41/4, 1981
53. Sõrg. M, Insaiderlus Eesti finantssektoris ja selle tõkestamine, Ettevõtetmajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverentsi ettekanded - artklid, 2003
54. Cheffins. B. R., Black B.S., Outside Director Liability Across Countries, ECGI – European Corporate Governance Institute, Working Paper No. 71/2006, (01.07.2006)
55. Bainbridge, S.M. An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU. UCLA School of Law. Law-Econ Research paper no 05-5, 2005
56. Kruusamäe. M. Karistuse kohaldamise etapid Eesti kohtupraktikas. Riigikohus. Õigusteabe osakond. Tartu, Oktoober 2012
57. Nasdaq Baltic. Nõuded emitentidele, 2014. http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Nouuded_emitentidele_06-10-2014-est.pdf (06.10.2014)
58. Nasdaq Baltic. Börsiettevõtte infohommik. 05.12.2008. http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/koolitus/Borsi_Infohommik_2_0081205_veebi.pdf (06.04.2015)
59. European Commission, COMMISSION STAFF WORKING PAPER EXECUTIVE SUMMARY OF THE IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse) and Proposal for a Directive of

- the European Parliament and of the Council on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation, Brussels, 20.10.2011. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1218&from=EN> (09.03.2015)
60. Kaplan, H.J., Matteo, J.A., Pfeffer, A., The Law of Insider Trading. ABA Section of Litigation 2012 Section Annual Conference. April 18-20, 2012. https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/litigation/materials/sac_2012/29-2_the_law_of_insider_trading.authcheckdam.pdf (20.04.2012)
61. Rahandusministeerium. Väärtpaberituru seaduse ja Finantsinspektsiooni seaduse muutmise seadus, 2016. file:///C:/Users/User/Downloads/11616-4-1%20SK_lisa_M%C3%A4rkuste_tabel.pdf (14.11.2016)
62. Seitzinger, M.V. Federal Securities Law. Insider Trading. Congressional Research Service. 2016. <https://fas.org/sgp/crs/misc/RS21127.pdf> (01.03.2016)
63. Policy for Material Non-Public Information. Moody's. 2013. https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Compliance/9-9-2011/SP13415_Policy%20for%20MNPI_Sept_6_2011%20Final.pdf (03.06.2013)
64. Heller, A.B., CORPORATE DEATH PENALTY: PROSECUTORIAL DISCRETION AND THE INDICTMENT OF SAC CAPITAL, 2015. <http://www.georgemasonlawreview.org/wp-content/uploads/2015/04/HellerV22-3.pdf>
65. SEC Announces Enforcement Results for FY 2016, Increase in Actions Involving Investment Advisers, FCPA Violations; Most Ever Whistleblower Money Distributed in a Single Year, Press Release, 2016-212. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-212.html>