

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Õiguse instituut

Marko Künnapas

**VÄLKKAUPLEMISE REGULATSIOON JA VÕIMALIKUD
ÕIGUSLIKUD PROBLEEMID VÄLKKAUPLEMISEL
SISETEABE KASUTAMISEL EUROOPA LIIDU ÕIGUSES**

Magistritöö

Õppekava HAJM08/15 – Õigusteadus, peaeriala Eesti avalik ja eraõigus

Juhendaja: MA eq, Janika Aben

Tallinn 2020

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja
Olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud
Teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele,
Ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks.
Töö pikkuseks on 19829 sõna sissejuhatuses kuni kokkuvõtte lõpuni

Marko Künnapas

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 178817HAJM

Üliõpilase e-posti aadress: marko.kunnapas@gmail.com

Juhendaja: Janika Aben, MA eq:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsekomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHENDID	4
LÜHIKOKKUVÕTE	5
SISSEJUHATUS	6
1. VÄLKKAUPLEMINE, SELLE OLEMUS JA REGULATSIOON	10
1.1. Algoritmkauplemine	10
1.2. Välkkauplemise olemus ja kasutusstrateegiad	11
1.2.1. Välkkauplemise strateegiad	14
1.2.2. Välkkauplemisega kaasnevad positiivsed mõjud.....	16
1.3. Välkkauplemisest tulenevad riskid	18
1.3.1. Välkkauplemine kui informatsiooni asümmeetria suurendaja	18
1.3.2. Välkkauplemisest tulenev süsteemne risk	19
1.4. Välkkauplemise regulatsioon	23
2. TURUKURITARVITUSE REGULATSIOON	30
2.1. Siseteabe regulatsioon	30
2.1.1. Siseteabe regulatsioon Euroopa Liidu õiguses.....	30
2.1.2. Sisteabe regulatsioon Ameerika Ühendriikide õiguses.....	34
2.2. Informatsiooni edastamine ja selle kasutamine.....	36
2.3. Siseteabe õigusevastane kasutamine ja selle mõju	43
3. VÄLKKAUPLEMISEGA KAASNEV MÕJU TURGUDELE	48
3.1. Turgudel välkkauplemisega saadav eelis	48
3.1.1. Patenteeritud algoritm ja sellega kaasnevad eelised	49
3.1.2. Ühispaiknemisteenus	50
3.1.3. Informatsiooni jagamise teenus	51
3.2. Õigusrikkumisega kaasnev vastutus	54
3.2.1. Tsiviilõiguslik vastutus	55
3.2.2. Kriminaalõiguslik vastutus	58
KOKKUVÕTE	64
SUMMARY	67
KASUTATUD KIRJANDUS.....	71
LISAD.....	79
Lisa 1. Lihtlitsents	79

LÜHENDID

CFTC – Commodity Futures Trading Commission

EKP – Euroopa Keskpank

EL - Euroopa Liit

ESMA – European Securities and Markets Authority (Euroopa Väärtpeberiturujärelevalve)

HFT – high frequency trading

FINRA – Financial Industry Regulatory Authority

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

MiFID II – Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL

MiFIR - Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission

VKE – väikeste ja keskmise suurusega ettevõtja

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö eesmärgiks on uurida, millised õiguslikud probleemid kaasnevad välkkauplemisega ning kuidas see mõjutab turukuritarvituse määrusega reguleeritud siseteabe kasutamist ning kas välkkauplejatel on võimalik teostada tehinguid selliselt, et EL-s kehtiv regulatsioon ei täida oma eesmärki.

Töös püstitab autor hüpoteesi, et välkkauplemine võimaldab teostada tehinguid enne, kui avaldatud informatsioon on täielikult jõudnud turuosalisteni, andes välkkauplejatele olulise eelise ning seetõttu Euroopa Liidus kehtiv regulatsioon ei täida oma eesmärki ning ei taga turuosaliste suhtes võrdset kohtlemist teabe kättesaadavusel ja turu usaldusvärsust.

Välkkauplemine on suhteliselt uus valdkond ning EL on viimaste aastate jooksul võtnud vastu erinevaid määruseid ja direktiive reguleerimaks erinevaid turge ja turukuritarvitusi. Sellest tulenevalt peab töö autor vajalikuks uurida, kas olemasolev regulatsioon suudab täita oma eesmärki ning omab mõju takistamiseks siseteabe ärakasutamist.

Uurimustöö põhjal jõuab autor järeldusele, et püstitatud hüpotees ei saanud kinnitust ning EL-i regulatsioonid on piisavad, et täna turul tegutsevaid isikud hoiduksid siseteabe alusel tehingu teostamisest.

Võtmesõnad: siseteave, välkkauplemine, turukuritarvitus, *high-frequency trading*, hft

SISSEJUHATUS

Tehnoloogia areng loob erinevates majandusharudes üha uusi võimalusi, lihtsustades asjaajamist, tehinguid jne. Sellest arengust ei jää puutumata ka finantssektor, mille üheks osaks on väärtpaberiturud. Arvutite tekkega ja arenguga on muutunud muuhulgas väärtpaberitega ja muude tuletisinstrumentidega kauplemine. Kui algselt oli näiteks väärtpaberitega tehingute teostamiseks vajalik suhtlemine otse inimestega, siis arvutite kasutuselevõtt võimaldab tehinguid teostada oluliselt kiiremini ning puudub vajadus füüsiliselt teiste isikutega kontakteeruda. Tehingu tegemiseks piisab mõnest arvutiklahvi vajutusest. Tehnoloogia areng on tänaseks jõudnud sinnamaani, kus erinevate tehingute tegemiseks saab kirjutada vajalikud algoritmid ja puudub vajadus turgudelt toimuvat pidevalt jälgida. See omakorda on loonud täiesti uue lähenemise väärtpaberiturul tehingute teostamiseks. Kirjutatud algoritmidega on võimalik teostada suur hulk tehinguid kõigest sekundi jooksul. Selliseid tehinguid nimetatakse välkkauplemiseks. Inglise keeles *high frequency trading*, mille puhul kasutatakse kirjanduses tihti ka lühendit HFT.

Välkkauplemisega on finantsturgudel tekkinud olukord, kus isikutel, kellel on võimsamad arvutid, kiirem interneti ühendus, võimekus luua paremaid algoritme, omavad tavalise turuosalise ees eelist. Efektive turu teooria kohaselt kajastub kogu hetkel teada olev informatsioon koheselt väärtpaberi hinnas ning turu keskmisest parema tootluse saavutamine ei ole pikemas perspektiivis ühegi analüüsimeetodiga saavutatav.¹ Samas seavad selle teooria kahtluse alla turgudel toimuvad mullistumised ja krahhid ning investorid, kes suudavad turgu edastada.² Välkkauplejatel on teiste investorite ees eelis informatsiooni kättesaadavuse ja töötlemise kiiruse osas ning seetõttu on oluline, et informatsiooni on turuosalistele kättesaadav samal ajal ja samadel alustel. Välkkauplemine on muutnud oluliselt turgudel toimuvat. Näiteks Ameerika Ühendriikide väärtpaberiturgudel on välkkauplemise kõrgajal, mis oli 2009. aastal, ulatunud selliselt tehtud tehingute arv kuni 75%-ni turgudel tehtud tehingutest, kusjuures klientidest moodustas see kõigest 2%.³ 2016. aastal oli välkkauplemisega teostatud tehingute maht hinnanguliselt ca 55%

¹ LHV Pank. (2020). *Finantsportaal. Investeerimisõpik. Analüüsi alused*. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide?locale=et&bookId=347>, (07.05.2020).

² *Ibid*

³ Abedine, A. (2018). The Symbiosis of High Frequency Traders and Stock Exchanges: A Macro Perspective. *New York University Journal of Law and Business*, Vol 14, No. 2, 597.

tehingutest.⁴ Euroopa Liidus on hinnatud, et mitmepoolsetel kauplemisplatvormidel moodustavad välkkauplejate tehingud turuväärtusest 22% ja kogu orderitest 60%.⁵

Tehnoloogia areng on muutnud võimalikuks erinevate finantsvaradega kauplemise läbi erinevate rakenduste, muutnud kauplemise meetodeid ning see omakorda on loonud olukorra, kus finantsturgudel kehtivad õigusaktid ja normid ei ole võimalikke ohte vajalikul määral ette näinud. Sellega võivad olla finantsturgudel kaasnenud ohud, mis loob ühtede turuosaliste tegevuses eelise või käitumismustri, mida regulaatorid on algselt soovinud vältida. Euroopa Liidu (edaspidi: EL) õiguses on viimastel aastatel jõustunud mitmeid õigusakte (näiteks turukuritarvituse määrus nr 594/2014, Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15.mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta (MiFID II), määrus (EL) nr 600/2014 finantsinstrumentide turgude kohta (MiFIR)), milles on püütud arvestada tehnoloogia arengut. Sealhulgas on välkkauplemise õigusaktidega reguleerimine EL-s uudne nähtus, mis nõuab regulaatorite poolt teistsugust lähenemist. Samuti areneb koos välkkauplemisega tehisintellekti ja nn *big data*'ga seonduv. Saksa Liitvabariigi finantsturgudejärelevalve on väitnud, et tehisintellekt ja *big data* võivad aidata kaasa turgude efektiivsemaks muutmisele, kuid samas võib tekkida juurde uut tüüpi teenuseid ja turuosalisi, mis omakorda loob turgudel keerulisemaid konstruktsioone.⁶ Maaailma Majandusfoorum on avaldanud arvamust, et tehisintellekt tekitab suurema seotuse, kuna paljud turuosalisel kasutavad sarnaseid vahendeid, mis omakorda tekitab suurema kontsentreerumise, mistõttu on turud haavatavamad.⁷

Autor leiab, et käesolevas magistritöös käsitletav teema on aktuaalne, kuna tänaseks ei ole Euroopa Liidus väga palju uuritud, kuidas tehnoloogia mõjutab turgudel toimuvat, kuidas kehtiv regulatsioon tegelikult arvestab turgude tehnoloogilist arengut ning kas kehtivad õigusaktid tulevad toime võimalike õigusrikkumistega, mis on seotud uudse tehnoloogia kasutamisega. Samuti ei ole EL-i kohtupraktika turukuritarvituste osas just väga suur.

Käesolevas magistritöös kasutab autor kvalitatiivset uurimismeetodit. Magistritöö põhineb EL-s kehtivate õigusaktide, aga ka juhendite ja siseteabe kohtupraktika analüüsil. Selleks kasutab autor

⁴ *Ibid*, 597.

⁵ European Securities and Markets Authority. (2014) ESMA Sees Improved Securities Market Conditions, Although Risks Remain Elevated. 2014/258. [Online] <https://www.esma.europa.eu/search/site/hft> (12.03.2014).

⁶ European Securities and Markets Authority. (2019) ESMA Report Trends, Risks and Vulnerabilities. No 1, 29. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no1_2019.pdf#page=42 (28.02.2019).

⁷ *Ibid*, 29.

ka EL-i ja Ameerika Ühendriikide võrdlevat analüüsi, mille käigus võrreldakse EL-s kehtivat regulatsiooni ja kohtupraktikat Ameerika Ühendriikide õigusega ja kohtupraktikaga. Võrdlev analüüs on autori arvates vajalik, kuna see võimaldab kaasa aidata õiguse tõlgendamisele või autori mõtete edasi andmisele. Turumanipulatsiooniga seoses on hetkel Euroopa Kohtus seni jõustunud üks kohtuotsus ning seetõttu on vajadusel vajalik võrrelda ka liikmesriikide kohtuotsuseid.⁸ Võrdleva analüüsi puhul jõutakse järeldusteni deduktiivse meetodi abil.

Siseteave on avalikustamata täpne teave, mis otseselt või kaudselt on seotud ühe või mitme emitendi või finantsinstrumendiga ning mis avalikustamisel omab selle hinnale märkimisväärset mõju⁹ ning välkkauplejatel on tänu tehnoloogiale võimalik jõuda avalikustamata teabeni kiiremini. Käesoleva magistritöö eesmärgiks on uurida, millised õiguslikud probleemid kaasnevad tehnoloogia arenguga ning kuidas see mõjutab turukuritarvituse määrusega reguleeritud siseteabe kasutamist. Kas välkkauplemine, mis on EL-i õigusega reguleeritud, võimaldab siiski teatud tingimustel kehtivast õigusest, mis puudutab siseteabe reguleerimist ja selle kasutamist, mööda vaadata ning seetõttu ei täida regulatsioon oma algselt mõeldud eesmärki?

Käesolevas magistritöös on autor püstitanud hüpoteesi: **välkkauplemine võimaldab teostada tehinguid enne, kui avaldatud informatsioon on täielikult jõudnud turuosalisteni, andes välkkauplejatele olulise eelise ning seetõttu Euroopa Liidus kehtiv regulatsioon ei täida oma eesmärki ning ei taga turuosaliste suhtes võrdset kohtlemist teabe kättesaadavusel ja turu usaldusväarsust.**

Käesolev magistritöö on jagatud kolme suuremasse ossa, mis omakorda on jagatud peatükkideks ja alapeatükkideks. Magistritöö esimene osa on jagatud kolmeks alapeatükiks. Esimeses alapeatükis käsitleb autor algoritmkauplemist ja algoritmide seost ja rolli välkkauplemisel. Teine peatükk on jagatud kaheks alapeatükiks, millest esimeses alapeatükis analüüsib autor millised on võimalikud välkkauplemise strateegiad ja kuidas need võivad mõjutada turul toimuvat. Teises alapeatükis analüüsib autor välkkauplemisega seotud positiivseid omadusi. Kolmas peatükk on jagatud kaheks alapeatükiks, millest esimeses käsitleb informatsiooni asümmeetrilisust, täpsemalt

⁸ Bergborsson, A. F. (2018). *What is Market Manipulation? An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context*. Brill Research Perspectives, 36.

⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 7(1).

informatsiooni saamist, töötlemist ja selle põhjal tehingu teostamist ning teises alapeatükis välkkauplemisega seotud riske.

Magistritöö teises osas analüüsib autor EL-s kehtivat turukuritarvituse regulatsiooni ja välkkauplemise reguleerimist. Teine osa on jagatud laiemalt vaadatuna jagatud kahte suuremasse blokki ja kolmeks peatükiks, millest esimeses peatükis analüüsib autor EL-is kehtivat siseteabe regulatsiooni ning kuidas on tagatud investorite kaitse võrrelduna Ameerika Ühendriikides kehtiva regulatsiooniga. Kuna Ameerika Ühendriikide regulatsioon omab võrreldes EL-s kehtiva regulatsiooniga teatavaid eripärasid, siis sellest tulenevalt on esimene peatükk jagatud kaheks, millest esimene alapeatükk keskendub EL-s kehtiva õiguse regulatsiooni analüüsist ja teine alapeatükk Ameerika Ühendriikide regulatsiooni analüüsist. Teises alapeatükis analüüsib autor teabe kättesaadavust võrdsetel alustel ning kuidas ja millistel tingimustel on võimalik siseteabe kasutamine ning kolmandas peatükis siseteabe rikkumisega kaasnevat võimalikku kahju ja selle mõju turgudele.

Magistritöö kolmas osa on jagatud kaheks alapeatükiks. Kolmanda osa esimeses peatükis analüüsib autor millistel asjaoludel on võimalik õigusvastane välkkauplemine ja millised on sellest tulenevad eelised. Teises peatükis analüüsib autor, millised on sanktsioonid ning kas need on piisavad, takistamaks õigusvastast välkkauplemist ja milline on õigusvastase tegevuse tagajärjel tekkiv vastutus. Välkkauplemisel õigusvastase kauplemisega saadavad eelised mõjutavad turul toimimist ja seetõttu on vajalik analüüsida, millised on võimalikud vastutused, läbi mille saab autor anda oma hüpoteesile kas kinnituse või siis hüpoteesi ümber lükata.

Käesolevas magistritöös kasutab autor peamiste allikatena ülikoolide poolt väljaantud teadusartikleid ning EL-i ja Ameerika Ühendriikide õigusakte ja kohtulahendeid. Arvestades, et finants- ja arvutimaailmas kasutatakse palju inglise keelt ning teatud väljendid ja terminid on rahvusvahelist kasutusel inglise keelsetena ning kuna neil puudub eesti keeles täpne vaste, siis käesolevas magistritöös on sellised väljendid ja terminid kasutusel inglisekeelsetena.

1. VÄLKKAUPEMINE JA SELLE OLEMUS

1.1. Algoritmkauplemine

Algoritmkauplemine on järjest enam populaarsemaks muutuv kauplemisevorm. Algoritmkauplemise eeliseks saab pidada asjaolu, et selle välja töötatud mudelid võimaldavad teha tehinguid suurema täpsusega ja oluliselt efektiivsemalt, minimaliseerida vigade arvu ning vähendada kauplemisega seotud kulusid.¹⁰ Autor lisab siia, et tehingute efektiivsuse ja vigade arvu vähendamise taga on inimlike emotsioonide puudumine.

Algoritmkauplemine on suhteline uus nähtus ning seetõttu üldises mõistes puudub üheselt kokkulepitud definitsioon.¹¹ Algoritmkauplemist on kirjeldatud kui „matemaatiliste mudelite, arvutite ja telekommunikatsiooni ühenduste kasutamist finantsinstrumentide ostu ja müügi tehingute teostamiseks“.¹² Üks osa eksperte on algoritmkauplemise kirjeldamiseks määranud kindlad parameetrid, milleks on eelkujundatud kauplemisotsused, otsuste täideviimine on professionaalsete kauplejate poolt, automatiseeritud turuinfo jälgimine reaajas, automaatne tehinguorderi sisestamine, automaatne tehinguorderi juhtimine, inimsekkumine puudub või on minimaalne ja otsene kauplemiskohale juurdepääs ehk arvuti on otseses ühenduses kauplemiskoha serveriga.¹³

EL-i õiguses määratleb Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv turukuritarvituste kohta algoritmkauplemisena sellist kauplemist, kus algoritm määrab vähese või ilma inimsekkumiseta automaatselt kindlaks kauplemise korralduse parameetrid, näiteks kas käivitada või tühistada korraldus, ajastus, hinna või mahu või korralduste haldamise pärast selle esitamist.¹⁴

¹⁰ Johnson, N. K. (2017). Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools. *Journal of Corporation Law*, Vol. 42, No. 4, 836.

¹¹ Bouveret, A., Guillaumie, C., Roqueiro, C. A., Winkler, C., Nauhaus, S. (2014). *ESMA Economic Report. High-frequency trading activity in EU equity markets*. No 1, 2014, 5. Kättesaadav: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf

¹² *Ibid*, 5.

¹³ Korsmo, C. R. (2014). High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy. *University of Richmond Law Review*, Vol. 48, No. 2, 601.

¹⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art 4 (1)(39).

Algoritmkauplemise puhul on oluline, et algoritm suudab teha ise otsuseid, millal tehingusse siseneda või millal tehinguid tühistada, lähtudes turul kättesaadavatest andmetest. Tehnoloogia ja selle areng võimaldab luua algoritmkauplemissüsteeme, mis on järjest keerukamad. Üldjuhul algoritmkauplejad arendavad erinevaid alternatiivseid kauplemissüsteeme, millega luuakse elektroonseid neurovõrke, kus loodud algoritmid on võimelised ise õppima ja kohanema muutuva turuolukorraga.¹⁵ Algoritmkauplemise puhul on oluline omada otsest juurepääsu kauplemiskoha serveritele ja nendes paiknevale või edastatavale informatsioonile. Informatsioon on see, mida algoritm töötleb ja mille põhjal algoritm teeb otsuse positsiooni avamiseks või orderi tühistamiseks.

Algoritmkauplemise puhul on oluline aru saada, et algoritmide näol ei ole tegemist kauplemisstrateegiatega kui sellistega, vaid algoritme kasutatakse erinevate kauplemisstrateegiatega elluviimiseks.¹⁶

1.2. Vätkkauplemise olemus ja kasutusstrategiad

Eelmises alapeatükis andis autor lühikese ülevaate algoritmkauplemisest ning selle põhiprintsiibist. Käesolevas alapeatükis analüüsib autor vätkkauplemist, mis on algoritmkauplemise üks alaliik.

Vätkkauplemise eelkäijaks võib lugeda Ameerika Ühendriikide ettevõtte Instinet poolt 1969. aastal loodud maailma esimest elektroonilist platvormi, mille eesmärgiks oli hõlbustada tehingute vahendamist turgudel, pakkudes kauplejatele täiendavat likviidsust ja võimaldades kauplejal teostada tehinguid ka kauplemisvälisel ajal.¹⁷ Aja jooksul on selliseid platvorme tekkinud juurde ning arvutite võimsaks muutmisega, paremate ja kiiremate ühenduste loomisega on vätkkauplemise osatähtsus aja jooksul suurenenud.

Vätkkauplemiseks peetakse turgudel kauplemise vormi, millega sooritatakse läbi elektrooniliste platvormide lühikese aja jooksul suur number tehinguid ning see eeldab kiiret interneti ühendust.¹⁸

¹⁵ Batog, C. (2015). Blockchain: A Proposal to Reform High Frequency Regulation. *Cardozo Arts & Entertainment Law Journal*, Vol. 33, No. 3, 744.

¹⁶ Veil, R. (2017). *European Capital Markets Law*. Second Edition. Oxford; Portland: Hart Publishing, 484.

¹⁷ Abedine, A. (2018). The Symbiosis of High Frequency Traders and Stock Exchanges: A Macro Perspective. *New York University Journal of Law and Business*, Vol 14, No. 2, 597.

¹⁸ Lin, T. C. W. (2013). The New Investor. *UCLA Law Review*, Vol. 60, 691.

Kiirust, mille jooksul tehinguid teostatakse, ei loeta mitte sekundites, vaid millisekundites.¹⁹ Välikkauplemine on oma olemuselt elektrooniline kauplemine, mida teostavad selleks spetsiaalselt loodud algoritmid.²⁰

Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL kohaselt loetakse välikkauplemiseks sellist kauplemist, „kus kauplemissüsteem analüüsib väga kiiresti turuandmeid või -signaale ning saadab välja või ajakohastab sellise analüüsi põhjal väga lühikese ajaga suure hulga korraldusi“.²¹ Algoritmipõhine välikkauplemine on algoritmkauplemise alaliik.²² EL-i õiguses on määratud välikkauplemise iseloomustamiseks kriteeriumid. Nende kriteeriumite kohaselt eeldab see vastava taristu olemasolu, mis muu hulgas võimaldab algoritmipõhiste korraldamise esitamisel lahendusi nagu ühispaiknemine, lähestikku paiknemine või otsene kiire elektrooniline juurdepääs.²³ Samuti eeldab tehingute või korralduste edastamist ilma inimsekkumiseta²⁴ ning suure sõnumihulga töötlemine, mis sisaldab nii tehingute korraldusi, hinnapakkumisi ja tühistamisi.²⁵

EL-s on välikkauplemise reguleerimine küllaltki uus nähtus. 2012. aastal avaldas Euroopa Keskpank (edaspidi EKP) arvamuse Saksa Finantsministeeriumi seaduseelnõule, milles sooviti ennetada välikkauplemisega seotud riske ja kuritarvitusi.²⁶ EKP oma arvamuses juhtis tähelepanu, et Saksa seaduseelnõu peaks arvestama tulevikus jõustuvaid direktiive ja määruseid, sealhulgas direktiivi finantsinstrumentide turgude kohta, määrust turukuritarvituste kohta.²⁷ Saksa õiguses toodud terminoloogiat peetigi varasemalt kõige täpsemaks välikkauplemise määratluseks.²⁸ Täna võib öelda, et ilmselt pakub MiFID II selgema, täpsema ja parema määratluse.

¹⁹ *Ibid*, 691.

²⁰ Benvegna, B. A. (2017). A Guiding Light to a More Efficient Market: Why High-Frequency Trading is Not a Flash in the Dark. *Journal of International Business and Law*, Vol. 16, No. 2, 309.

²¹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, p. 61.

²² *Ibid*, p. 61.

²³ *Ibid*, Art 4, p. 40(a).

²⁴ *Ibid*, Art 4, p. 40(b).

²⁵ *Ibid*, Art 4, p. 40(c).

²⁶ ECB. (2012) OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 13 December 2012 on high frequency trading (CON/2012/107). [Online] https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2012_107_f_sign.pdf (07.03.2019).

²⁷ *Ibid*, p 2.2.

²⁸ Young, T. (2014). How to Regulate a Secret: The Clandestine Natur of High-Frequency Trading Makes It Nearly Impossible to Police; Thankfully, a New and Fairer Market is Emerging. *International Financial Law Review*, Vol. 33, No. 5, 35.

Selleks, et saada aru, mis võib muuta välkkauplemise reguleerimist ja selle keerukust ning miks võib olla ei suudeta üleüldiselt täiesti üheses välkkauplemise terminis kokku leppida, toob autor välja ka Ameerika Ühendriikides erinevate asutuste poolt toodud käsitlused välkkauplemisest.

Ameerika Ühendriikide finantsturgude järelevalve asutus *Securities Exchange Commission* (edaspidi SEC) on defineerinud välkkauplemise tunnused järgmiselt:

- a) erakordselt kiirete ja keeruliste arvutiprogrammide kasutamine tehingute genereerimiseks, liikluse korraldamiseks ja teostamiseks;
- b) ühispaiknemisteenuse ja individuaalse andmete teenuse kasutamine kauplemiskohtade või teiste isikute poolt minimaliseerimaks ühenduste ja muude asjaolude viiteaega;
- c) tehingute teostamise või tühistamise väga lühikene tähtaeg;
- d) korraga mitme tehingu sisestamine, mis tühistatakse lühikese aja jooksul;
- e) päeva lõpetamine selliselt, et kindlustamata positsioone ei kanta üle järgmisse päeva (nö *flat position*).²⁹

Kuigi oma üldistes põhimõtetes on EL-i ja Ameerika Ühendriikide regulatsioon sarnane, siis kitsamalt vaadates on EL-i õiguses on reguleeritud välkkauplemise põhimõtteid põhjalikumalt ja täpsemalt, jättes tõlgendamiseks vähem ruumi. Näiteks on EL-i õiguses välja toodud, et välkkauplemine eeldab, et inimene sellesse ei sekku või sekkub vähesel määral, mida Ameerika Ühendriikide õigus ei ütle. Pigem tuleb Ameerika Ühendriikide lähenemise puhul arvestada asjaoluga, kus kohtupraktika annab tulevikus sealsele turule vastava suunise.

EL-i õigus ütleb, et välkkauplemise puhul on vaja kõigepealt eraldi taristut. Taristu võimaldab vajaliku kiiruse andmete töötlemiseks ja vastavalt sellele kas siis tehing teostatakse või tühistatakse. Ameerika Ühendriigid ei rõhu niiväga eraldi taristu olemasolule. Eeldatakse spetsiaalse algoritmi ja teenuse olemasolu ja kasutamist. Ehkki teenust, kui sellist võib käsitleda kui eraldi taristu kasutamist.

Välkkauplemisel on taristu puhul olulisteks eelisteks serverite lähedus ja algoritmipõhine tehnoloogia, mis võimaldab teostada kiiremini kui nende konkurendid, sealhulgas nii

²⁹ Sokol, E. N. (2016). High Frequency Litigation: SEC Responses to High Frequency Trading as a Case Study in Misplaced Regulatory Priorities. *Columbia Science and Technology Law Review*, Vol. 17, No. 2, 407.

institutsionaalsed- kui ka jaainvestorid.³⁰ Üheks taristu osaks on näiteks ühispaiknemisteenus, mille kaudu kauplejad on füüsiliselt ühendatud kauplemiskohtadega ning mida EL-s reguleerib MiFID II.³¹

Regulatsioonide erinevus tähendab, et välkkauplemisel puudub rahvusvaheliselt üldine ja ühetaoline kirjeldus. Kuigi üldised põhimõtted ja arusaam on sarnane. Sarnasusena võib välja tuua algoritmide ja ühispaiknemisteenuse kasutamise, tehingute kiiruse ja tehingute tühistamise kiiruse.

Välkkauplemise reguleerimisel tuleb arvestada, millised on võimalikud mõjud, mis sellise kauplemisviisiga kaasnevad. Kuna välkkauplejad kasutavad erinevaid strateegiaid, siis võivad ka mõjud olla erinevad, mistõttu peab autor vajalikuks käsitleda enimlevinumaid strateegiaid.

1.2.1. Välkkauplemise strateegiad

Välkkauplemisel kasutatakse erinevaid strateegiaid. Välkkauplejate eesmärk on lühikese aja jooksul sooritada mitmeid tehinguid, mille hinna liikumine ei ole suur. Välkkauplemisel, kuna sooritatakse tehingud üldjuhul lühiajaliselt ja päeva jooksul, eesmärgiga lõpetada päev selliselt, et tehing ei liigu järgmisesse päeva ehk tehingud ei ole investeerimispõhised.³² Sooritatakse suur hulk tehinguid ning seetõttu ei ole vajalik hinna suur liikumine, vaid piisab väikesest liikumisest. Kuna reaalselt on strateegiaid väga palju, siis antud juhul kirjeldab autor kõige levinumaid strateegiaid, millede alavormid võimaldavad siseteabe õigusvastast kasutamist.

Kõige traditsioonilisem strateegia on nn turutegemine, kus teenitakse pakkumis- ja küsimishinna hinnavahet erinevusest.³³ Kuigi on leitud, et välkkauplejad ei tegutse nagu traditsioonilised turutegijad, st nende eesmärk ei ole üldjuhul tagada turul likviidsust.³⁴ Nimetus tuleneb sellest, et turutegijad tagavad turul likviidsuse, mis võimaldab sooritada tehinguid kiiresti ja palju, mis tagab

³⁰ Johnson, N. K. (2017). Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools. *Journal of Corporation Law*, Vol. 42, No. 4, 837.

³¹ Čuk, T., van Waeyenberge, A. (2018). *European Legal Framework for Algorithmic and High Frequency Trading (Mifid 2 and MAR): A Global Approach to Managing the Risks of the Modern Trading Paradigm*. Cambridge University Press, 150. Kättesaadav: <https://www.cambridge.org/core/journals/european-journal-of-risk-regulation/article/european-legal-framework-for-algorithmic-and-high-frequency-trading-mifid-2-and-mar/9BE3479107F55FC342F1F088EF1A1F8B> (22.03.2018).

³² Patkar, A. (2016). Technology Innovations in Securities Trading: Can SEBI's Bicycle Catch the High-Frequency Trading Ferrari. *Indian Journal of Law and Technology*, Vol. 12, 28.

³³ Crump, L. C. (2015). Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading. *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, Vol. 22, No. 1, 166.

³⁴ McNamara, S. (2016). The law and Ethics of High Frequency Trading. *Minnesota Journal of Law, Science and Technology*, Vol. 17, No. 1, 106.

turul likviidsuse ning mis toob omakorda tehinguhinnad allapoole. Selle strateegia eesmärk on tuua küsimis- ja pakkumishinna vahe allapoole, ehk mida rohkem on turul likviidsust seda väiksem on küsimis- ja pakkumishinna hinnavahe.³⁵

Turutegemise strateegiate seas kasutatakse ühe strateegiana nn *front-running*'t, kus turutegijal on võimalus ära kasutada kiiremat juurdepääsu informatsioonile, mis mõjutab finantsinstrumendi hinda.³⁶ Klassikaliselt selle strateegia puhul kasutavad turutegijad ära nt kliendi sisestavat infot, mille põhjal on neil võimalik jõuda tehinguni enne, kui seda saavad teha teised turuosalised.³⁷ Nagu selle strateegia inglise keelne nimigi ütleb, ollakse selle strateegia puhul turul teistest ees. *Front-running* strateegiat võib pidada strateegiaks, mille puhul kaubeldakse avalikustamata informatsiooniga, kuna see informatsioon saadakse enne, kui see jõuab teistele turuosalistele.³⁸

Teiseks levinumaks strateegiaks on arbitraaži strateegia, mis on sarnane turutegemise strateegiale, kus välkkauplejad otsivad erinevate turgude vahel arbitraaži võimalusi, milledes kasutatakse hindade ja vahetuskursi hindade erinevusi turgude lõikes.³⁹ Sarnaselt turutegemise strateegiale peetakse seda strateegiat positiivseks, kuna see strateegia mõjub positiivselt majanduslikule aktiivsusele.⁴⁰

Arbitraaži strateegia on jagatud kaheks peamiseks strateegiaks: latentsustrateegia, mis on kasutab börsiväliseid finantsinstrumentide hinnaerinevusi vahetuskursi hinnaerinevuste vahel, ning struktuurne arbitraaži strateegia, mis kasutab ära struktuurseid erinevusi turgudel.⁴¹

Teataval määral omab see sarnasust strateegiaga, mida nimetatakse nõ korralduse ootuse strateegiaks ehk *flash order*. Selle strateegia puhul kasutatakse ära informatsiooni eelist, mille eesmärk on saada ülevaade, milline order on turule tulemas, ehk siis informatsioon orderi kohta

³⁵ Crump, (2015). *Supra nota*, 166.

³⁶ Yadav, (2016). Insider Trading and Market Structure. *UCLA Law Review*, Vol. 63, No. 4, 988

³⁷ *Ibid*, 988.

³⁸ Adrian, J. (2016). Informational Inequality: How High Frequency Traders Use Premier Access to Information to Pray on Institutional Investors. *Duke Law & Technology Review*, Vol. 14, 271.

³⁹ Woodward, M. (2017). The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union. *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 50, No. 5, 1365.

⁴⁰ *Ibid*, 1365.

⁴¹ Abedine, A. (2018). The Symbiosis of High Frequency Traders and Stock Exchanges: A Macro Perspective. *New York University Journal of Law and Business*, Vol 14, No. 2, 615.

jõuab kohale enne, kui see saab avalikuks.⁴² Välikkauplemise korralduste ootamise strateegiat on turuosaliste ja turukommentaatorite poolt nimetatud ka siseteabega kauplemiseks.⁴³

Samuti eksisteerivad strateegiad, mis on kas siis suunavad- või nn röövellikud strateegiad. Suunavad strateegiad on seotud hinna liikumisega teatud suunas, mida teine kord põhjustavad ka vastavat strateegiat kasutavad välikkauplejad ise, eesmärgiga teenida tulu.⁴⁴ Osa suunavatest strateegiatest on seotud orderite ennetamise või likviidsuse tuvastamisega.⁴⁵ Neid strateegiaid ei peeta väga agressiivseteks strateegiateks ning põhinevad oodatavate orderite tuvastamine ja kauplemine vastupidiselt oodatavale hinnaliikumisele.⁴⁶

Strateegiate puhul nähtub, et levinumad strateegiad, nagu näiteks arbitraaži ja turutegemine, võivad sisaldada informatsiooni analüüsi. Näiteks *front-running*'u puhul saadakse teave enne, kui see on jõudnud teiste turuosalisteni või *flash order*, mis oma olemuselt on sarnane eelnimetatuga ja mille puhul teatud korralduste puhul jõutakse selleni teistest varem. Selliste strateegiatega kaubeldes võib olla tegemist siseteabega kauplemisega ning selline tegevus oma olemuselt on õigusvastane.

1.2.2. Välikkauplemisega kaasnevad positiivsed mõjud

Välikkauplemise ühe positiivse omadusena loetakse turgudele täiendava likviidsuse tekitamist.⁴⁷ Välikkauplemine tekitab likviidsust vahendades suuremahulisi ordineid, kus algoritmid on suutelised jagama suuremahulised orderid väiksemamahulisteks orderiteks ning seejärel leiavad algoritmid väga kiiresti vastavalt vajadusele kas siis ostjad või müüjad, kes on nõus tehingut soovitud hinnaga teostama.⁴⁸ Autori arvamus on, et likviidsuse positiivse omadusena saab välja tuua potentsiaalsete kauplejate lisandumist turule. Likviidsem turg võimaldab vara omandada ja võõrandada kiiresti, muretsmata, kas soovitud tehingut on võimalik teha täies ulatuses.

⁴² McNamara, (2016). *Supra nota*, 107

⁴³ Goldsmith, B. (2012). Regulatory challenges with respect to high frequency trading. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 27. No. 1, 23.

⁴⁴ Abedine, (2018). *Supra nota*, 619.

⁴⁵ *Ibid*, 619.

⁴⁶ *Ibid*, 619.

⁴⁷ Prewitt, M. (2012). High-Frequency Trading: Should Regulators Do More. *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, Vol. 19, No. 1, 139.

⁴⁸ *Ibid*, 139.

Samuti peetakse välkkauplemise positiivseks omaduseks tehingu tegemisele kuluva aja vähenemist ning tehingu väiksemat kulu.⁴⁹ Madalama kulu puhul eeldatakse, et investeeritakse rohkem ning see mõjub positiivselt majandusaktiivsusele, mis omakorda tõstab sisemajanduse kogutoodangut.⁵⁰ Hinnanguliselt on tänu algoritmidega kauplemisele tehingule tehtav kulu viimase kümnekonna aasta jooksul kukkunud ca 50%.⁵¹ Võib eeldada, et tehingutele tehtavad kulud on selle aja jooksul vähenenud ning teoreetiliselt mõjutanud majandust positiivselt. Kuna käesoleva magistritöö eesmärk ei ole uurida mõju kaasnevatele kuludele või kulude mõju majandusele, siis autor sellekohast uuringut teinud ei ole ning ei saa kindlalt väita, et sellised mõjud eksisteerivad.

Kulude mõju osas tuleb välja tuua, et üheks kulukomponendi mõjutajaks on kauplemisplatvormide paljus, kes võitlevad orderite voo pärast, mis muuhulgas peaks vähendama investorite või kauplejate jaoks ka tehingutele tehtavat kulu.⁵² Madalamad tehingukulud annavad omakorda turuosalistele, sh ka tavainvestoritele, võimaluse teenida pikemas perspektiivis suuremat tulu ja seeläbi kasvatada rikkust.

Üheks olulisemaks eeliseks välkkauplemisel peetakse, et selline kauplemise viis vähendab riski, mis on seotud investori poolt vara hoidmisega pikema perioodi jooksul.⁵³ Kuna välkkauplemisel tehakse tehingud väga lühikese aja jooksul, puudub välkkauplejatel vajadus investeerida finantsinstrumentidesse saamaks aru nende pikemaajalisest käitumisest ning seega puudub risk, mis on seotud kindlustamata positsioonidega.⁵⁴ Ehk tegemist on olukorraga, kus ei hoita finantsinstrumentides korruga suurt kapitali ning juhul ning see vähendab riski, kus turuolukorra muutudes võib toimuda positsioonidest väljumine. See aga võib kaasa tuua finantsinstrumendi puhul olulise hinna liikumise.

Üldiselt on leitud, et välkkauplemine ei mõjuta tavapärase tegevuse ja madala volatiilsuse keskkonnas puhul turgude likviidsust negatiivselt.⁵⁵ Võib öelda, et turu normaalsetes tingimustes välkkauplemine turu positsiooni ei mõjuta, mis teiste turuosaliste jaoks peaks olema julgustav.

⁴⁹ Allen, H. J. (2018). The SEC as Financial Stability Regulator. *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, No. 4, 731.

⁵⁰ Vazques. L. I. (2017) High Frequency Trading: Is Regulation the Answer. *Wake Forest Journal of Business and Intellectual Property Law*, Vol 17, No. 2, 172.

⁵¹ *Ibid*, 172.

⁵² Veil, (2017). *Supra nota*, 496.

⁵³ Woodward, M. (2017). The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union. *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 50, No. 5, 1368.

⁵⁴ *Ibid*, 1369.

⁵⁵ Prewitt, (2012). *Supra nota*, 141.

1.3. Välkkauplemisest tulenevad riskid

1.3.1. Välkkauplemine kui informatsiooni asümmeetria suurendaja

Informatsioon on tehingute teostamiseks oluline komponent. Informatsiooni olemasolu kauplejale annab võimalus teha selle põhjal kvaliteetsema ja parema otsuse. Informatsioon või informatsiooni puudus võib mõjutada, milline on kaupleja poolt sooritatud tehingu lõpptulemus. Piisava informatsiooni olemasolu tähendab üldjuhul, et tehing on kasumlik ning ebapiisava informatsiooni pealt tehtud tehing vastupidi kahjumlik. Siinkohal juhib autor tähelepanu, et kvaliteetse informatsiooni olemasolu üksi ei taga veel edu. Informatsiooni tuleb suuta töödelda, ehk suuta vahet teha milline informatsioon on otsuse tegemiseks vajalik. Kvaliteetne informatsioon on midagi, mis on vajalik loomaks turgudel võimalikult võrdne mänguväljak. Oma olemuselt on võrdne mänguväljak midagi sellist, mis esindab ideaalset olukorda, kuid mis reaalsuses ei eksisteeri.⁵⁶

Informatsiooni asümmeetriana saab nimetada olukorda, kus ühel tehingu osapoolel on alati rohkem informatsiooni või informatsioon on kvaliteetsem. Turgudel eeldatakse, et informatsiooni väljastajal ehk emitendil on informatsiooni osas monopol ning neil on alati suurem hulk kvaliteetset ja täpsemat informatsiooni.⁵⁷

Välkkauplemise puhul mõjutab informatsiooni asümmeetria turge, kuna puudub täielik arusaamine loodud kauplemismudelitest.⁵⁸ Seda seetõttu, et kauplejate poolt loodud algoritmid on erinevad, st iga kaupleja loob selle oma mudeli järgi, ja nendele algoritmidele rakendub ärisaladuse kaitse.⁵⁹ Kuna algoritmidega kauplemist ei ole võimalik jälgida, siis seetõttu ei ole turgudel toimuv täielikult läbipaistev ning see omakorda tekitab turgudel mittetäieliku infovälja, mida tavalisel turuosalisel on võimatu jälgida.⁶⁰ See tähendab, et välkkauplejal on turgudel tavalise investori või kaupleja ees suur eelis. Algoritmid võimaldavad väga lühikese aja jooksul töödelda suures koguses informatsiooni ning arvestades, et välkkauplejatel on otsene juurdepääs kauplemiskoha serveritele,

⁵⁶ McNamara, S. (2016). The law and Ethics of High Frequency Trading. *Minnesota Journal of Law, Science and Technology*, Vol. 17, No. 1, 145.

⁵⁷ Mülbart, P. O., Sajnovits, A. (2017). The Element of Trust in Financial Markets Law. *German Law Journal*, Vol. 16, No. 1, 16.

⁵⁸ Yadav, Y. (2015). How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 68, No. 6, 1650.

⁵⁹ *Ibid*, 1650.

⁶⁰ *Ibid*, 1650.

peavad teised investorid või kauplejad tegutsema teiste põhimõtete alusel. Kuid siinkohal tuleb juhtida tähelepanu, et välkkauplejate puhul on informatsioon ja selle olemasolu teistsuguse tähendusega. Kuna välkkauplejad tegutsevad tihti kui turutegijad, siis nende informatsioon ei pea olema sarnane investorite, kes investeerivad fundamentaalsete väärtuse alusel.⁶¹ Tegutsetakse lühikese ajaraami sees ja kaubeldakse korraka suurte mahtudega ning seetõttu on kujundatud nende algoritmid vastavalt strateegiale. Algoritmid võtavad arvesse kogu turuinfo, mis on hetkel saadaval, sealhulgas orderite info jms. Üldjuhul kauplejad tegutsevad juhul, kui nende informatsioon on sellisel tasemel, kus see annab neile kindluse tehingusse astuda.⁶²

Välkkauplejad omavad otsest juurdepääsu serveritele, kuid tuleb arvestada, et see on tasuline teenus, millega kaasneb parem ühendus ning parem ja kiirem juurdepääs informatsioonile. Mõned eksperdid on arvamisel, et välkkauplemise puhul tekitab ebavõrdsust mitte niivõrd informatsiooni asümmeetrilisus ja võimekus osta informatsiooni, mis sisaldab rohkem andmeid, vaid see kuidas saadud informatsiooni kasutatakse.⁶³ Välkkauplejatel on võimalik läbi eraldi andmeedastuse kanali, mis tuleb otse börsilt, ja ühispaiknemisteenuse kasutamist võimalik omandada informatsiooni, mis jõuab neile oluliselt kiiremini.⁶⁴ Ehk probleem ei ole mitte niivõrd informatsioonis kui sellises, vaid selles, kuidas ja mil viisil tehnoloogiat kasutatakse.⁶⁵ Välkkauplejate puhul on tehnoloogiliseks eeliseks juurdepääs informatsioonile ja tehingu teostamise kiirus.⁶⁶

1.3.2. Välkkauplemisest tulenev süsteemne risk

Algoritmipõhise tehnoloogia kasutamisel võivad kaasneda suured liikumised turgudel, millega kaasnevad riskid turu toimimisele. Selle negatiivne pool on kas siis väärtpaberi või turu järsk kukkumine ehk *flash crash*. Näiteks 06. mail 2010 toimus Ameerika Ühendriikide turgudel sündmus, mille käigus vähem kui poole tunniga kadus ligikaudu 1 trillion dollarit.⁶⁷ Müügilaine põhjustas programm, mis teostas tehingu ükskõik mis hinnaga ja mis ajal ning mis oli ajendatud

⁶¹ Fox, M. B., Glosten, L. R., Rauterberg, G. V. (2018). Informed Trading and Its Regulation. *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, No. 4, 829.

⁶² *Ibid*, 829.

⁶³ Adrian, (2016). *Supra nota*, 269.

⁶⁴ *Ibid*, 265.

⁶⁵ *Ibid*, 269.

⁶⁶ Allen, H. J. (2018). The SEC as Financial Stability Regulator. *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, No. 4, 739.

⁶⁷ Lin, T. C. W. (2013). The New Investor. *UCLA Law Review*, Vol. 60, 704.

hirmust Euroopa võlakriisi ees.⁶⁸ SEC reageeris sellele ning börsidel rakendati täiendavad kaitsemeetmed, millega nähti ette kauplemise peatamine viieks minutiks juhaks, kui finantsinstrumendi hind peaks kukkuma viie minuti jooksul 10%.⁶⁹ Sellise kaitsemeetme eesmärk on tagada kõrge volatiilsusega perioodil turgude stabiilsus.⁷⁰ Fundamentaalsel tasandil peetakse suurt volatiilsust seotuks süsteemse riskiga, mis tekitab pikemas plaanis ebastabiilsust ja -kindlust.⁷¹

Eelpool nimetatud sündmusega seoses on oma raportis toonud välja mõned murekohad ka Rahvusvahelise Väärtpapierijärelevalve Organisatsioon (edaspidi IOSCO). IOSCO nimetas ühe algoritmkauplemise probleemine, mille hulka kuulub ka välkkauplemine, et kasvav arv automatiseeritud kvantitatiivsete tehingute strateegiad võivad tekitada šokke, mis on turgudel seotud mõne varaklassiga või mis on lausa turgudeülesed ehk ühel turul toimuv võib mõjutada ka teistel turgudel toimuvat.⁷² Sellised šokid võivad halvenevates turu tingimustes käivitada protsessid, mis omavad destabiliseerivat mõju likviidsusele ja hinna kujunemise protsessidele, mis võib omada halba mõju turgude terviklikkusele ja efektiivsusele.⁷³ Selliste võimalike negatiivsetele tagajärgedele on viidanud ka CFTC, kes oma ettepanekus seaduse muudatusele on märkinud, et tulenevalt sellest, et algoritmid teostavad tehinguid väga kiiresti erinevate turgude vahel ning häired ühel turul võivad edasi kanduda teistele turgudele.⁷⁴

Välkkauplemise ühe positiivsete omaduste all tõi autor eelpool välja, et on välkkauplemine pakub turule täiendavat likviidsust, siis suurem volatiilsus ja ebakindlus turul võib omada hoopis vastupidist efekti ning sellisel juhul võib välkkauplemise vähenemine oluliselt vähendada turu likviidsust.⁷⁵ Näiteks turul suure languse korral võivad välkkauplejad vähendada kiiresti suures mahus ostupositsioone ning sisestada ostuhinna orderid ebamõistlikult madalal hinnatasemel,

⁶⁸ *Ibid*, 704.

⁶⁹ *Ibid*, 705.

⁷⁰ *Ibid*, 705.

⁷¹ Abedine, (2018). *Supra nota*, 632.

⁷² International Organization of Securities Commissions. (2011) Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency. Consultation Report, 10. [Online] <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf> (11.07.2011).

⁷³ *Ibid*, 11.

⁷⁴ Commodity Futures Trading Commission. (2013). *Proposed Rules: Concept Release on Risk Controls and System Safeguards for Automated Trading Environments: (FR DOC # 2013-22185)*, Vol. 76, no. 177, Thursday, September 12, 2013, 56547. Kättesaadav: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2013-09-12/pdf/2013-22185.pdf> (12.09.2013)

⁷⁵ Prewitt, M. (2012) High-Frequency Trading: Should Regulators Do More. *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, Vol. 19, No. 1, 140.

tekitades sellega turgudel omakorda veelgi suurema hinna kukkumise.⁷⁶ Sellise kukkumise tingib olukord, kus üldjuhul turul likviidsuse pakkujatel ja fundamentaalsetel alustel tegutsevatel investoritel tekib hirm.⁷⁷ Välkkauplejate poolt loodud algoritmid võivad hirmu levikule kaasa aidata, kui algoritmides tekivad tõrked ning selliste tõrgete käigus tekib näiteks veelgi tugevam müügisurve, mis omakorda tekitab täiendava müügisurve kas siis mõnel finantsinstrumendil või lausa turgudel.⁷⁸

Süsteemse riski puhul on suure volatiilsuse kõrval riskikohaks sellest tulenev ebastabiilsus ja -kindlus ning sellest omakorda tekkiv nõ „laineefekt“. Laineefekt tähendab, et volatiilsus ja stabiilsuse või kindluse puudumine võib tekitada olukorra, kus turgudel tekib usalduse kadumine ning see omakorda võib viia turuosaliste vähenemiseni, mis omakorda mõjutab turgude likviidsust ning vara hinda.⁷⁹ See omakorda võib avaldada mõju nt börsiettevõtete puhul rahastamisele, kus tulevaste projektide rahastamine muutub kallimaks jne.

Välkkauplemine võib omada turgudele mõju, mis võib viia suurema usaldamatuseni turgudel, mis omakorda kujutab ohtu ühiskonnale laiemalt. Osa eksperte on ennustanud, et arvutiseeritud kauplemine omab suuremat mõju turgudele üle maailma ning järgmised kriisid on kiiremad ja laiemalt levikuga.⁸⁰ Seda on täheldatud nüüd koroonaviirusest tingitud kriisi puhul, kus turutipust, mis oli 2020. a veebruarikuu keskel, liikus *Dow Jones Industrial Average* kuuel järjestikusel kauplemispäeval allapoole rohkem kui tuhat punkti ning seejärel neljal päeval taastunud rohkem kui tuhat punkti päevas.⁸¹ Selline volatiilsus on tingitud sellest, et turgudel domineerivad investorid, kelle käsutuses on tehnoloogia, mis reageerib erinevatele tehnilistele faktoritele, aga ka kiirele informatsiooni voole.⁸² Sellest tulenevalt on oluline pöörata tähelepanu välkkauplemisega seotud riskidele ja nende maandamisele.

Kuigi rahvusvaheliselt ei oma välkkauplemine üheseid standardeid, omavad mõningad riigid siiski ühiseid eesmärke kaitsmaks investorite huve, tagamaks võimalikult võrdsed tingimused,

⁷⁶ *Ibid*, 140.

⁷⁷ *Ibid*, 140.

⁷⁸ Allen. (2018). *Supra nota*, 743.

⁷⁹ Lin. (2013). *Supra nota*, 716.

⁸⁰ *Ibid*, 761.

⁸¹ Banerij, G., Zuckerman, G. (2020). Why Are Markets So Volatile? It's Not Just the Coronavirus. *The Wall Street Journal*. Kättesaadav: <https://www.wsj.com/articles/why-are-markets-so-volatile-its-not-just-the-coronavirus-11584393165> (16.05.2020).

⁸² *Ibid*

efektiivsus ja läbipaistvus ning vähendamaks süsteemset riski.⁸³ On leitud, et rahvusvaheliselt ühtsete standardite väljatöötamine, nagu seda on näiteks rahvusvahelised raamatupidamisstandardid, võiks seadusandjatele anda motivatsiooni luua ka riigiti ühtse arusaama ja sarnased vaated regulatsioonile.⁸⁴ Autor leiab, et teoreetiliselt võib see olla mõistlik, arvestades, et tänapäeval toimub kauplemine piiriülevalt. Piiriülene kauplemine tähendab, et ühe riigi turul toimuv sündmus mõjutab või võib mõjutada kogu maailma turge. Eelkõige omab täna maailma turgudele mõju Ameerika Ühendriikide turgudel toimuv. Samas on seadusandja avaldanud arvamust, et neil ei pruugi olla täna piisaval tasemel tehnoloogiat ja ressursi, et efektiivselt jälgida turul toimuvat ning milline on praktika välkkauplemise tehingute teostamisel.⁸⁵ Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvel kohustus tagada tehniliste standardite ühtlustamine ja investorite kaitse tagamine.⁸⁶ Kui selline seadusandja arvamus on tõene, siis sellisel juhul on tunnistanud seadusandja, et tehniliste standardite ja investorite kaitse tagamisel on probleeme. Üldiselt ühene arusaam välkkauplemise definitsioonist ja üldistest põhimõtetest võib lihtsustada välkkauplemisega seotud protsesse ja üldist lähenemist mõistlikule regulatsioonile.

Ameerika Ühendriikide õiguskirjanduses on toodud välja, et välkkauplemise strateegiad, mis on sõltuvuses turu orderite põhiselt, näiteks kauplemine ootel olevate orderite vastu, võivad kahjustada turge ja selle likviidsust kuna see mõjutab turgudel olevat usaldust.⁸⁷

Välkkauplemise puhul on oluline, et turgudel oleks riskid maandatud ja ei tekiks usaldamatust. Seetõttu on oluline, et tehnoloogiat kasutatakse viisil, millega turge ei kahjustataks. Süsteemse riskide maandamiseks on oluline turgudel läbipaistvuse tagamine ja tehnoloogia toimimine selliselt, et tõrgete tekkimine on minimaliseeritud. Antud juhul võib olla mõistlik leppida kokku rahvusvaheliselt tehnilised standardid, mis defineerivad välkkauplemise ning millistele nõuetele nad peavad vastama. Samuti on oluline roll järelevalvel, kes peab suutma muutuv

⁸³ Woodward, M. (2017). The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union. *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 50, No. 5, 187.

⁸⁴ *Ibid*, 187

⁸⁵ Becker, L. (2011). Regulating Risk: Regulators Say Cooperation and a Better Understanding of the Market are the Keys to Mitigating Systemic Risk – But Plenty of other Challenges Remain. *International Financial Law Review*, Vol. 30, No. 4, 57.

⁸⁶ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, p. 156.

⁸⁷ Morelli, M. (2017). Implementing High Frequency Trading Regulation: A Critical Analysis of Current Reforms. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol. 6, No. 2, 202.

tehnoloogilises keskkonnas ajaga kaasa käima ning kellel peab olema võimekus ka turul toimuvat jälgida ja vajadusel sekkuda, vähendamaks võimalikke negatiivseid mõjusid turgudele.

1.4. Välkkauplemise regulatsioon

EL-s on välkkauplemine peamiselt reguleeritud MiFID II direktiiviga, aga on seotud ka Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta. Kuna välkkauplemist käsitlev regulatsioon on mahukas, kajastab autor ainult kauplemistegevusega ja võimalike turu kuritarvitustega seonduvaid aspekte.

EL-s kohaldub regulatsioon kõigile isikutele, kes tegelevad algoritmipõhise välkkauplemisega, isegi, kui need isikud haldavad oma vara või ettevõtteid.⁸⁸ EL-s on regulaator võtnud seisukohta, et tavaliselt kasutavad algoritmipõhist välkkauplemist omakapitali kasutavad kauplejad ning välkkauplemine ei kujuta endast strateegiat, vaid keeruka tehnoloogia kasutamist traditsiooniliste kauplemisstrateegiate rakendamiseks nagu turutegemine ja arbitraaz.⁸⁹ ESMA on rõhutanud, et MiFID II ja MiFIR eesmärk on kindlustada, et turud oleks ausad, läbipaistvad ja turvalised ning investorite huvid oleks kaitstud.⁹⁰ Sama põhimõte on kirjas MiFID II-s⁹¹ ning MiFIR-s⁹². Ameerika Ühendriikides on föderaalset tasandil vastu võetud seaduste eesmärk investorite kaitse ja turgude stabiilsus ning selle üle peavad järelevalvet tegema nii Väärtpaberituru järelevalve, ehk SEC, kui ka muud organisatsioonid, nagu näiteks CFTC või FINRA.⁹³ Turgude toimimise kohapealt mõningane erinevus EL-i ja Ameerika Ühendriikide vahel eksisteerib, kus EL tegutseb

⁸⁸ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, p. 18.

⁸⁹ *Ibid*, p. 61.

⁹⁰ European Securities and Markets Authority. (2014) Press Release. ESMA provides implementing rules for MiFID II. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1574_press_release_-_esma_provides_implementing_rules_for_mifid_ii_final.pdf (19.12.2014).

⁹¹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, preambula, p. 4.

⁹² Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, p. 1.

⁹³ U.S. Securities and Exchange Commission. (2015) Press Release. SEC proposes Rule to Require Broker-Dealers Active in Off-Exchange Market to Become Members of National Securities Association. [Online] <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-48.html> (25.03.2015).

tasandil, kus järelevalve on liikmesriigi või EL-i ülese järelevalve käes, kuid Ameerika Ühendriigid kasutavad turul toimuva jälgimiseks lisaks eraldi organisatsioone.

EL-i regulatsioon näeb algoritmipõhise välkkauplemise puhul ette teatavad meetmed, mis peaks tagama riskide maandamise kauplemismeetmete, riskijuhtimiste, turgudel stabiilsuse tagamise, turgudele juurdepääsu, turukuritarvituste jms osas. Välkkauplejad peavad turule sisenemiseks saama loa regulaatoritelt ning nad peavad kasutama piisavalt häid süsteeme, mis võimaldavad minimaliseerida latentsusaega, käsitleda ordineid ilma inimsekkumiseta ja andma teavet tehingute kohta.⁹⁴ Välkkauplejatel on kohustus rajada tema tegevuse jaoks sobivad ja tõhusad süsteemid ja riskikontrollid, mis peavad olema nii usaldusväärsed, kui ka omama piisavat võimsust, mis aitaksid vältida vigaste korralduste saatmist või muul viisil ei tekitaks või süvendaks turgude ebastabiilsust.⁹⁵ Kohustused on ka liikmesriikidel ja Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvel. MiFID II kohaselt on pädeval asutusel võimalik nõuda välkkauplejatelt strateegiate kirjeldust, kauplemispiiranguid ja -parameetreid ning kontrollida kuidas on tagatud riskide maandamine ja seadusega ette nähtud vastavusnõuded.⁹⁶ Selliste nõuete analüüsimisel on seega võimalik tuvastada, kas potentsiaalselt on võimalik turgudel õigusvastase siseteabega kauplemine. Liikmesriikide ülesanne on nõuda reguleeritud turgudel selgeid ja läbipaistvaid eeskirju lubamaks finantsinstrumentidega kauplemisele juurdepääsu⁹⁷ ning Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvel omakorda kohustus välja töötada tehnilised standardid määramaks millised on finantsinstrumentide liikide tunnusjooned, vabalt võõrandatava väärtpaberi emitendi liidu õigusest tulenevate vastavuse korra selgitused ja selgitus korraks soodustamiseks oma liikmete või osaliste juurdepääsu avalikustatud teabele⁹⁸.

Välkkauplejatel on keelatud maksete teostamine korralduste vooga seoses, kui need tekitavad huvide konflikti või muid keelatud hüvesid.⁹⁹

Välkkauplejatel on teavitamiskohustus, mis puudutab nende tegevust liikmesriikides. Investeerimisettevõtted, kes kasutavad välkkauplemise tehnikat, peavad säilitama täpse ja

⁹⁴ Čuk, van Waeyenberge, (2018). *Supra nota*, 149.

⁹⁵ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art. 17(1).

⁹⁶ *Ibid*, art. 17(2).

⁹⁷ *Ibid*, art 51(1).

⁹⁸ *Ibid*, art 51(6).

⁹⁹ Čuk, van Waeyenberge, (2018). *Supra nota*, 150.

üksikasjaliku tehingute kohta käiva teabe, mis tuleb esitada kindlaks määratud vormis.¹⁰⁰ Algoritmkauplemisega tegelevad investeerimisühingud on kohustatud teavitama oma päritoluriigi pädevaid asutusi ja kauplemiskohta kus ta on liige või kus ta tegutseb.¹⁰¹ Pädeval asutusel on õigus nõuda kas siis regulaarselt või ühekordselt algoritmkauplemise strateegiate kirjeldust ja süsteemis järgitavate kauplemisparameetrite või – piirmäärade andmeid.¹⁰² Samuti on pädeval asutusel igal ajal õigus nõuda algoritmkauplemise ja selle kasutatavate süsteemide kohta täiendavat teavet.¹⁰³ Teabe säilitamise kohustus on toodud MiFIR-s, mis näeb ette asjakohaste andmete säilitamise ja kättesaadavaks tegemise võimaluse viie aasta jooksul ning need peavad sisaldama kogu teavet ja üksikasju, mis on vajalik kliendi tuvastamiseks.¹⁰⁴ Klientide nimel tegutsedes tuleb välkkauplejatel arvestada, et nad on rahapesu või terrorismi rahastamise eesmärgil kasutamise tõkestamise direktiivi mõistes kohustatud isikuteks¹⁰⁵ ning sellest tulenevalt võib tekkida täiendavaid kohustusi nii andmete säilitamise kui teavitamise osas. Finantsinstrumentidega tehinguid sooritavad isikud peavad edastama tehingu kohta käivad täpsed ja täielikud andmed pädevale ametile võimalikult kiiresti, kuid mitte hiljem, kui järgmise tööpäeva lõpuks.¹⁰⁶

Välkkauplejad, kes kasutavad turutegemise strateegiat, peavad, välja arvatud erakorralistel juhtudel, tagama turgudel korrapärase ja prognoositava liikumise, sõlmima vastava kauplemiskohaga siduva kirjaliku lepingu ning ta peab omama tõhusaid süsteeme ja olema võimeline teostama tõhusaid kontrole, et tagada lepingu täitmine.¹⁰⁷ Turutegemise strateegia teostajaks loetakse algoritmkauplemisega tegelevat isikut sellisel juhul, kui ta ühel või mitmel kauplemiskohas ühe või mitme finantsinstrumendiga omal arvel samaaegselt ja

¹⁰⁰ European Securities and Markets Authority. (2014) Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 319. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (19.12.2014).

¹⁰¹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art. 17(2).

¹⁰² *Ibid*, art 17(2).

¹⁰³ *Ibid*, art 17(2).

¹⁰⁴ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, art. 25(1).

¹⁰⁵ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv (EL) 2015/849, 20. mai 2015, mis käsitleb finantsüsteemi rahapesu või terrorismi rahastamise eesmärgil kasutamise tõkestamist ning millega muudetakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 648/2012 ja tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2005/60/EÜ ja komisjoni direktiiv 2006/70/EÜ (EMP's kohaldatav tekst), art. 2(1).

¹⁰⁶ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, art. 26(1).

¹⁰⁷ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art. 17(3).

konkurentsivõimeliste hindadega kaubeldes on tagatud kogu turu korrapärane ja pidev likviidsus.¹⁰⁸ ESMA on pidanud vajalikuks turutegijaid mitte välistada, kuna regulatsiooni eesmärk on täiendavalt kontrollida selliseid ettevõtteid, kes kasutavad välkkauplemise strateegiat.¹⁰⁹ Tõhusate kontrollide teostamiseks on nõutavad tõhusad süsteemid, millega on võimalik hinnata klientide sobivust, jälgitakse ja takistatakse ületamast klientidega kokkulepitud kauplemis- ja krediidiipiirmäärasid, jälgitakse kauplemistegevust ning, et see ei tekitaks teenusepakkujale riski ja ei mõjutaks turgudel stabiilsust.¹¹⁰ Ka siin tuleb arvestada, et on pädevatele asutustele teavitamiskohustus ning samuti tehingute ja kliendiandmete säilitamiskohustus ning pädevatel asutustel omakorda õigus nõuda tõendeid süsteemide ja nende kontrollide kirjelduse ja kohaldamise kohta.¹¹¹

Tõhusate süsteemide puhul tuleb algoritmkauplejatel arvestada, et neil on kohustus teostada oma süsteemide testimine ja luua testimist hõlbustavad keskkonnad, vältimaks turul mittevastavate kauplemistingimuste tekkimist või selliste kauplemistingimuste tekkele kaasaaitamist.¹¹² Mõiste „algoritm“ on ESMA käsitletud, kui kõiki süsteeme, mis sooritavad automaatselt tehinguid inimeste sekkumiseta.¹¹³ Ühtlasi kuuluvad algoritmidega kauplejate hulka välkkauplejad. Mittevastavate kauplemistingimuste osas on algoritmkauplejatel haldamiskohustus, mis sisaldab täitmata kohustusi ja tehingute suhtarvu piiravaid süsteeme, et juhul kui on oht süsteemi mahu ületamisele on vajadusel võimalik korralduste voogu aeglustada ning hinnasammu piirata korralduste täitmise tagamiseks.¹¹⁴ Liikmesriigid võivad lubada mh algoritmkauplejatele reguleeritud turul kehtestada täidetud korraldustega võrreldes suurema teenustasu hiljem tühistatava korralduse esitamisele kajastamiseks süsteemi mahu lisakoormust.¹¹⁵ Reguleeritud turud peavad olema suutelised kindlaks tegema algoritmipõhise kauplemise kaudu genereeritud

¹⁰⁸ *Ibid*, art. 17(4).

¹⁰⁹ European Securities and Markets Authority. (2014) Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 336. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (19.12.2014)

¹¹⁰ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art. 17(5).

¹¹¹ *Ibid*, art. 17(5).

¹¹² *Ibid*, art. 48(6).

¹¹³ European Securities and Markets Authority. (2017) Suunised. MiFID II tehinguaruandlus, korralduste arvestuse pidamine ja kellade sünkroniseerimine, 45. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1452_guidelines_mifid_ii_transaction_reporting_et.pdf (02.10.2017).

¹¹⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art. 48(6).

¹¹⁵ *Ibid*, art. 48(9).

korraldused, selleks kasutatud algoritmid ja asjaomased isikud, kes sellised korraldused algatasid ning tegema need pädevatele asutustele kättesaadavaks.¹¹⁶ Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve on kohustatud välja töötama tehniliste standardite eelnõu, millega täpsustatakse nõuded tagamaks algoritmide asjakohane testimine, millega tagatakse algoritmkauplemise süsteemid, sh sellised süsteemid ei tohi saada luua turul nõuetele mittevastavaid tingimusi ega aidata kaasa selliste tingimuste loomisele.¹¹⁷ Kauplemise koondteabe pakkujad peavad kehtestama korra ja poliitika, mis võimaldab asjakohasel juhul saada teavet, juhul kui investeerimisotsuse ja tehingu täitmise eest oli vastutav investeerimisühingu arvuti algoritm¹¹⁸, kaubeldavate finantsinstrumentide hindade, mahu ja tehingu aja kohta reaalselt.¹¹⁹

EL-s on algoritmkauplejatele, sh välkkauplejatele, ette nähtud teatud nõuded, milledele nad peavad vastama. Välkkauplejatel peab olema loodud piisavalt head süsteemid tagamaks selle toimimine, täidetud vastavusnõuded, olemas riskikontrollid ning samuti on neil teavitamiskohustus. Tehingute kohta on kohustus säilitada võimalikult täpsed andmed, sh tehingu aeg, maht, hinnad jne. Järelevalvel on õigus kontrollida vastavus nõuete ja riskikontrollide täitmist ning algoritmide parameetreid, mis mh võimaldab kindlaks teha võimalikud turukuritarvitused. EL-i välkkauplemist puudutavate regulatsioonide võimaliku efektiivsuse hindamiseks toob järgnevalt võrdlusena välja Ameerika Ühendriikide regulatsioonide peamised lähtekohad.

Kuna Ameerika Ühendriikide õigusaktid sõnastus on väga laialt tõlgendatav, siis nii nagu turukuritarvituste puhul, kasutatakse välkkauplemise reguleerimisel turukuritarvituse paragrahvi 10b-5 kui ka *Securities and Exchange Act of 1934* § 17(a) ja § 10(b) sätteid.¹²⁰ Näiteks on *Athena Capital*, pidanud tasuma paragrahv 10b-5 kui ka *Securities and Exchange Act of 1934* § 10(b) sätete alusel üks miljon Ameerika dollarit trahvidena, kuna kasutas NASDAQ turul järjepidevalt kaks sekundit enne selle sulgumist keerulisi algoritme, mis saatsid börsile sõnumeid ning mis omakorda manipuleerisid turul väärtpaberite hinda ning läbi selle olid mõjutatud kümnete tuhandete väärtpaberitega kauplemine.¹²¹ Ameerika Ühendriikide regulatsiooni kohaselt oli

¹¹⁶ *Ibid*, art. 48(10).

¹¹⁷ *Ibid*, art. 48(12)(g).

¹¹⁸ *Ibid*, art. 65(1)(h).

¹¹⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, art. 6(1).

¹²⁰ O'Connel, K. (2019). Has Regulation Affected the High Frequency Trading Market. *Catholic University Journal of Law and Technology*, Vol. 27, No. 2, 160.

¹²¹ *Ibid*, 160.

tegemist olukorraga, kus turul eelise saamiseks kasutati nn manipulatiivset kauplemise taktikat.¹²² Täna paljud kauplemiskohad juba takistavad saadetud teadete hulka, mida on võimalik ühe sekundi jooksul saata ning kauplejatel on võimalik sisestada nelja põhitüüpi ordineid: lisada limiitorder, tühistada limiitorder, muuta limiitorder ja sisestada turuhinnaga order.¹²³ Teadete piiramisel kasutatakse erinevaid meetmeid, nagu näiteks limiteeritud teadete hulga saatmisel on võimalik, et limiidi täitumisel lõigatakse ära turule juurdepääs või hinnastamissüsteemide puhul kasutatakse liigsete teadete hulga saatmisel rahalisi trahve.¹²⁴ Futuuride ja toorainete turul on CFTC teinud ettepaneku võtta vastu automatiseeritud kauplemise määruse, mis ühe algoritmidega kauplemise piiranguna näeks ette turgudel maksimaalse hulga teadete saatmise ning kauplemiseelsete riskikontrollide kehtestamise.¹²⁵ Küll aga on FINRA oma reeglis 3110 näinud järelevalve teostamise ülesannete täitmiseks, millega on kauplejatel vajalik luua kirjalikud protseduurid, millega identifitseerida ettevõtte riske, seejärel nõuded järelevalvet teostavatele isikutele, millega määratakse nende kompetents, järelevalve sagedus, vajalikud kontrollimehhanismid ning kuidas ja mida dokumenteerida.¹²⁶ teostavate isikute kompetentsi nõuded, Takistamaks välkkauplejate poolt turkuritarvitusi on käidud välja ka ideid, mida SEC võiks rakendada või proovida, milleks on: 1) võimaliku minimaalse hinnaliikumise suurendamine; 2) reeglid orderite tühistamisele; 3) reeglid informatsiooni jagamisele, mis käivad läbi SIP süsteemi ning läbi mille jagatakse infot juhul, kui selline info on avaldatud kõikidel turgudel; reeglid, millega pannakse paika minimaalne latentsusaeg; ning 4) reeglid, millega nõutakse orderite protsessimiseks partiidena, mitte järjepideva voona nagu praegu.¹²⁷ Samuti likviidsusele keskenduvad meetmed, millega vähendada välkkauplejate kasumlikkust, nt selle asemel, et luua nn kaitselülidid kaitsmaks suurte liikumiste eest turgude volatiilsus perioodil, tuleks tekitada nõue turgudel likviidsuse tagamiseks.¹²⁸ Välkkauplemise takistamiseks on välja käidud ka idee tehingute maksustamiseks, mis oleks piisavalt väike, et ei takistaks investeerimist, kuid piisav, et vähendada välkkauplejate kasumit.¹²⁹

¹²² *Ibid*, 160

¹²³ Morelli, M. (2017). Implementing High Frequency Trading Regulation: A Critical Analysis of Current Reforms. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol. 6, No. 2, 219.

¹²⁴ *Ibid*, 219.

¹²⁵ *Ibid*, 220.

¹²⁶ FINRA, Rule 3110. Supervision. Kättesaadav: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/3110> (07.05.2020).

¹²⁷ Allen, (2018). *Supra nota*, 762.

¹²⁸ *Ibid*, 762.

¹²⁹ *Ibid*, 762.

Autor nendib siinkohal, et võrreldes Ameerika Ühendriikide regulatsiooniga on EL-i regulatsioon oluliselt täpsem. Samuti mõningad ettepanekud, mis on välkkauplejate poolt turukuritarvitamiste takistamiseks tehtud on mõningad EL-i regulatsioonides olemas. Näiteks nõue minimaalsele latentsusajale,¹³⁰ hinnaliikumisele¹³¹ ja kohustus kauplemisskohtadele ja investeerimisettevõtetele kehtestada nõuded, et ei tekiks turu korratust.¹³² Kui vaadata EL-i regulatsioone, siis nendega on pandud omajagu halduskoormust nii kauplemisskohtadele, kui ka investeerimisega tegelevatele ettevõtetele.

¹³⁰ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, p. 14.

¹³¹ *Ibid*, p. 63.

¹³² *Ibid*, p. 64.

2. TURUKURITARVITUSE REGULATSIOON

Eelmises peatükis analüüsis autor välkkauplemise olemust. Täpsemalt, mis on välkkauplemine, mis on selle positiivsed pooled ning millised on riskid. Samuti, millises informatsiooni keskkonnas välkkauplejad võrreldes teiste turuosalistega kauplevad.

Käesolevas peatükis analüüsib autor turukuritarvituse, täpsemalt siseteabega seotud regulatsiooni EL-s. EL-s kehtivat regulatsiooni võrdleb autor Ameerika Ühendriikides kehtiva regulatsiooniga. Autor analüüsib milline on regulatsioon informatsiooni omandamiseks ja kuidas võib omastatud informatsiooni kasutada. Informatsioon saamist on oluline käsitleda, kuna välkkauplejate poolt kasutatavate strateegiate puhul võib tekkida vajadus hinnata kuidas on informatsioon omastatud. Samuti käsitleb autor käesolevas peatükis kuidas on tagatud investorite kaitse ning lõpetuseks milline omandatud informatsiooni ebaseaduslikul kasutamisel tekkida võib kahju turgudele ja teistele investoritele.

2.1. Siseteabe regulatsioon

2.1.1. Siseteabe regulatsioon Euroopa Liidu õiguses

Informatsioon on turul oluline ja vajalik otsustamiseks, milliste finantsinstrumentidega ja milliseid tehinguid teostada. Kuid turuosalistel tuleb arvestada, et informatsiooni kasutamiseks on turgudel pandud paika teatud reeglid. Igal tehingu osapoolel ei ole võimalik alati teostada tehinguid, kuna nad valdavad või võivad vallata informatsiooni, mis ei ole teistele isikutele teada ja seega võib sellise informatsiooniga tehingute tegemine olla teiste turuosaliste ees olulise eelise saamine, mida peetakse üldjuhul turgude toimimisele kahjulikuks. Sellist informatsiooni nimetatakse siseteabeks ning isikut, kes valdab sellist teavet kutsutakse insaideriks. Eeldatakse, et mõistlikud investorid tuginevad otsuste tegemisel neile teadaolevale teabele, sh kättesaadavale teabele.¹³³ Sealjuures arvestatakse eeldatavat mõju, emitendi tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid võimalikke

¹³³ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 14.

turumuutujaid, mis kaubeldavat finantsinstrumenti võivad mõjutada.¹³⁴ Siseteabe regulatsiooni on ühe põhjusena peetud vajalikuks kuna sellega soovitakse takistada tehingute teostamist informatsiooniga, mis ei ole kõigile turuosalistele kättesaadav ning seetõttu on tegemist ebavõrdse eelise.¹³⁵ Kuigi ei eeldata, et turuosalised teeavad otsuseid ühetaolise ja ühtemoodi kättesaadava informatsiooni pealt, on siiski eesmärk olnud keelata teatud informatsiooni kasutamine.¹³⁶ Selline käsitus on leidnud kajastamist ka Euroopa Liidus, kus turukuritarvituse määruses on toodud, et siseteabe alusel kauplemise keeldu tuleks kohaldada juhul, kui siseteavet omav isik kasutab sellise teabe eelist ebaõiglaselt ära.¹³⁷ Eeldatakse, et teatava informatsiooni omamisel on ühtedel turuosalistel ebaõiglane eelis ning selline ebaõiglane eelis mõjutab turu läbipaistvust ja usaldusväarsust.

Turukuritarvituse määrus kategoriseerib turukuritarvitused üldisemalt kolme kategooriasse, milleks on siseteabe alusel kauplemine, ebaseaduslik informatsiooni avaldamine ja turu manipulatsioon.¹³⁸ Turukuritarvituse määrusega on õiguskindluse suurendamiseks peetud vajalikuks määrata siseteabe mõiste puhul kaks esmatähtsat elementi, milledeks on teabe täpne laad ning sellise teabe võimalik oluline mõju finantsinstrumentidele.¹³⁹

EL-i õiguses defineerib siseteabe mõiste turukuritarvituse määrus. Siseteabeks on teave, mis on täpset laadi avalikustamata teave, mis on otseselt seotud või kaudselt seotud ühe või mitme emitendiga või finantsinstrumendiga või tuletisinstrumendiga ning mille avaldamine omaks märkimisväärset mõju nende või nendega seotud hinnale või nendega seotud tuletisinstrumentide hinnale.¹⁴⁰ Turukuritarvituse määruse kohaselt on oluline, et täidetud on peamiselt kolm tingimust, milleks on teabe täpne laad, teave ei ole avalik ja avalikustamise järgne märkimisväärne mõju hinnale.¹⁴¹ Euroopa Kohus on leidnud, et finantsinstrumendi hinna ebaharilikul või kunstlikul

¹³⁴ *Ibid*, p. 14.

¹³⁵ McNamara, (2016). *Supra nota*, 144.

¹³⁶ *Ibid*, 144

¹³⁷ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 23.

¹³⁸ Jandari, Y. (2019). Compliance in Global Markets Essay: The Importance of Identifying and Preventing Market Abuse, and the Role of Compliance and Regulators in Achieving This. *Queen Mary Law Journal*, Vol 10, p. 98.

¹³⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 18.

¹⁴⁰ *Ibid*, Art 7, p. 1(a).

¹⁴¹ European Securities and Markets Authority. (2019) Consultation Paper. MAR review report. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mar_review_-_cp.pdf (03.10.2019).

tasemel kindlaksmääramisel ei ole nõutav hinna püsimine ebaharilikul või kunstlikul tasemel teatavast ajast kauem.¹⁴² Ehk sisuliselt tähendab see seda, et hinna püsimine teatava aja teataval tasemel ei ole nõutav. Piisab, kui sellise teabe avalikustamisel finantsinstrumendi hind muutub.

Turukuritarvituse määrus tõi sisse uued sätted, millega täpsustati määratluste „täpsus“ ja „täpne hind“ tõlgendust, milles määrus ütleb, informatsiooni hinna täpsusele on antud tähendus selliselt, et tegemist on informatsiooniga, mida mõistlik investor tõenäoliselt kasutaks oma investeerimisotsuse tegemiseks.¹⁴³ Informatsiooni avalikustamine on oluline kindlustamiseks adekvaatse informatsiooni olemasolu, kusjuures avalikustamine peab toimuma selliselt, et informatsioon on võimalikult lihtsalt ja kiiresti kättesaadav.¹⁴⁴

Turukuritarvituse direktiiv näeb ette informatsiooni avaldamise võimalikult kiiresti, kusjuures emitent on kohustatud avaldama sellise informatsiooni selliselt, et see on avalikkusele kiiresti juurdepääsetav ning võimaldab informatsiooni täielikult, täpselt ja õigeaegselt hinnata.¹⁴⁵ Informatsiooni avalikustamisega viivitamine on teatud juhtudel lubatud, kuid see on informatsiooni valdaja risk. Turukuritarvituse määrus lubab omal vastutusel teabe edastamisega viivitada kui on täidetud kolm tingimust, kus viivimatult avalikustamine kahjustab emitendi huve; selline viivitamine ei eksita avalikust ning suudetakse tagada teabe konfidentsiaalsus.¹⁴⁶ Krediidi- ja finantseerimisasutustel on võimalik omal riisikol teabe avaldamisega viivitada ka juhul, kui see on finantssüsteemi stabiilsuse säilitamise huvides.¹⁴⁷ Küll aga juhib ESMA ka tähelepanu, et juhul, kui järelevalveasutus ei anna luba teabe avalikustamisega viivitada finantssüsteemi stabiilsuse huvides, siis teistele artiklitele või punktidele toetuda ei saa ning teave tuleb avaldada viivimatult.¹⁴⁸ ESMA on oma soovitusel juhtinud veel tähelepanu, et avalikustamisega viivitamisel ei ole võimalik selgelt defineerida tulevikus toimuda võivaid sündmusi ning seetõttu tuleb hinnata iga juhtumit ja sellega seotud konkreetseid asjaolusid eraldi,

¹⁴² Kohtuotsus, 07.07.2011, IMC Securities BV, C-445/09, EU:C:2011:459, punkt 31

¹⁴³ Sweet & Maxwell and its Contributors. (2018). Update on the market abuse regime. *Compliance Officer Bulletin*, Vol 154, 1-37.

¹⁴⁴ Lepetic, J. (2012). Public disclosure of inside information. *Annals of the Faculty of Law in Belgrade – International Edition*, Vol. 2012, 188-206.

¹⁴⁵ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art 17(1).

¹⁴⁶ Ibid, art 17(4).

¹⁴⁷ Ibid, art. 17(5).

¹⁴⁸ European Securities and Markets Authority. (2019) Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR). [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (29.03.2019).

hindamaks, kas teabe avalikustamisega viivitamine on põhjendatud.¹⁴⁹ ESMA on juhtinud ka tähelepanu, et juhul, kui emitendi kohta avaldatav informatsioon, kas siis läbi ajakirjanduse, kuulujuttude jms on piisavalt täpne ja selle tulemusel ei ole võimalik teabe konfidentsiaalsust tagada tuleb hinnata avalikustamist juhtumi põhiselt ning sellise teabe avalikuks tulemisel vaikimine ja kommentaaride mitte andmine ei ole aktsepteeritav.¹⁵⁰

Siseteabe regulatsiooni eesmärk on takistada, et siseteavet omavad isikud oma eelist ära kasutaksid. Enne turukuritarvituse määruse jõustumist kehtinud turukuritarvituse direktiivis leidsid kriitikud, et hinna täpne laad peaks oma tähenduses olema kitsamalt defineeritud, kuna turuosalised ei pruugi teatud tingimustel pidada informatsiooni piisavalt täpseks, järeldamaks, et selline informatsioon on piisavalt täpne muutmaks finantsinstrumendi hinda.¹⁵¹ Samas on informatsiooni täpsus siseteabe regulatsioonis üheks oluliseks komponendiks.¹⁵² Jõustunud turukuritarvituse määrus, mis asendab turukuritarvituse direktiivi, siseteabe definitsiooni oluliselt ei muutnud, jättes eelpool nimetatud kriitika suuresti tähelepanuta. ESMA oma suunises on selgitanud, et teatud liiki teabe loetellu mittekuulumine ei tähenda, et seda ei saa pidada siseteabeks.¹⁵³ Samas ütleb ESMA suunis, et see ei tähenda, et tegemist on siseteabega ning seda, kas tegemist on siseteabega tuleb hinnata iga juhtumi puhul eraldi.¹⁵⁴ ESMA on küll üritanud oma suunistes seda selgitada, kuid autori hinnangul see varasemat kriitikat täielikult ei välista ning sellisel kujul jätab endiselt ruumi tõlgendusteks. Samas tuleb siin ka tõdeda, et on ilmselt keeruline viia mõistet täpsemaks, ilma, et sellega kaasneksid võimalikud uued probleemid. Euroopa Kohus on öelnud, et teabe täpse laadi puhul ei tule mitte arvestada ainult seda kuidas selline teave eeldatavalt hinnale mõjub, vaid ka seda mil määral on sündmuse toimumine võimalik.¹⁵⁵ Turukuritarvituse määrus näeb siseteabe hindamisel ette vaheetapid, mis peaks täpsustama

¹⁴⁹ European Securities and Markets Authority. (2019) Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR). [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (29.03.2019).

¹⁵⁰ *Ibid*, 13.

¹⁵¹ Latui, J. (2011). Disclosure of Inside Information and Troubled Financial Institutions: A Critical Analysis of Member State Practice. *Law and Financial Markets Review*, Vol. 5, No. 1, 63.

¹⁵² *Ibid*, 63.

¹⁵³ European Securities and Markets Authority. (2017) Turukuritarvituse määruse suunised. Kaubatuletisinstrumentide turgude või seotud hetketurgudega seonduvaid kaubatuletisinstrumente käsitleva siseteabe määramise teave. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_et.pdf (17.01.2017).

¹⁵⁴ *Ibid*, 5.

¹⁵⁵ Kohtuotsus, 28.07.2012, Geltl, C-19/11, EU:C:2012:397, p. 55.

mõisteid täpne hind ja oluline mõju hinnale.¹⁵⁶ Vaheetapid moodustavad toimunud asjaolude või sündmuste kogumist, mis eksisteerivad või omavad realistlikku tõenäosust selliste asjaolude toimumiseks ja kus üldiste hinnangute põhjal saab väita, et need olemasoleval ajahetkel eksisteerivad.¹⁵⁷ Emitendi käekäiguga seotud teave, näiteks nagu lepingueelsed läbirääkimised, lepingute tingimuste läbirääkimised, teave finantseerimiste kohta jms siseteave, võib olla sellise vaheetapi osa, kuna sellega hinnatakse potentsiaalselt tulevikus toimuvat sündmust ja selle mõju.¹⁵⁸ Siseteabe hindamisel on Euroopa Kohus leidnud, et teatava aja kestva protsessi vaheetappi puudutav teave võib olla käsitletav siseteabena, kusjuures see ei kehti ainult ilmnenu asjaolude kohta, vaid ka mõistliku eelduse kohaselt ilmneva või toimuda võivate vaheetappide kohta.¹⁵⁹

2.1.2. Siseteabe regulatsioon Ameerika Ühendriikide õiguses

Kui EL on üritanud viia sisetabe mõiste ja regulatsiooni võimalikult täpseks, siis Ameerika Ühendriigid on siseteabe regulatsiooni käsitletud oluliselt laiemalt. Ameerika Ühendriikides on siseteabe regulatsiooni põhialused reguleeritud föderaalasel tasemel.¹⁶⁰

SEC on defineerinud siseteabe alusel kauplemist, kui väärtipaberite ostmist ja müümist materiaalse mitteavaliku informatsiooni alusel, millega rikutakse usalduskohustust või mõnda muud usaldussuhet.¹⁶¹ Siseteave laiemalt on reguleeritud *Securities Exchange Act of 1933*, *Securities Exchange Act of 1934* ja SEC pragrahviga 10b-5.¹⁶² Hiljem on täiendavalt võetud vastu seadusi, mis siseteabe regulatsiooni täiendavad, nagu 2002 aastal *Sarbanes-Oxley Act*, mis on fokusseeritud ettevõtete vastutusele ja käitumisstandarditele¹⁶³ ning 2010. aastal *Dodd-Frank Act*, mis on suunatud tuletisinstrumentide turgudele.¹⁶⁴

¹⁵⁶ Procter, A., Anderson, K., Ninan, C., Everitt, K. (2019). Update on the market abuse regime. *Compliance Officer Bulletin, Sweet & Maxwell and its Contributors*, Vol. 168, 5.

¹⁵⁷ *Ibid*, 5.

¹⁵⁸ *Ibid*, 5.

¹⁵⁹ Kohtuotsus, 28.07.2012, Geltl, C-19/11, EU:C:2012:397, p. 38.

¹⁶⁰ Steinberg, M. I. (2003). Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis. *International Lawyer (ABA)*, Vol. 37, No. 1, 154.

¹⁶¹ U.S. Securities and Exchange Commission. (2018) Fast Answers. Insider Trading. [Online] <https://www.sec.gov/fast-answers/answersinsiderhtm.html> (16.05.2018).

¹⁶² Bainbridge, S. M. (2005). Overview of Insider Trading Law - Lessons for the EU. *European Company Law*, Vol. 2, No. 1, 22.

¹⁶³ Steinberg, (2003). *Supra nota*, 153.

¹⁶⁴ Yadav, Y. (2015). Rethinking Insider Trading Regulation. *Jotwell: The Journal of Things We Like*, Vol. 2015, 451.

Ameerika Ühendriikide siseteabe regulatsiooni puhul tuleb tähele panna, et siseteavet - selle mõistet ja otsest keeldu – ei ole sõnaselgelt reguleeritud.¹⁶⁵ Põhiline siseteabeveet puudutav on toodud *Securities Exchange Act of 1934* paragrahvis 10(b) ja 10b-5.¹⁶⁶ Paragrahv 10(b) keelab mistahes registreeritud või registreerimata väärtpaberite ostmise või müümise või vahetustehingute puhul igasuguse manipuleeriva või eksitusse viia võiva vahendi, seadme või mistahes muu säärase võtte kasutamise.¹⁶⁷ Selle sätte mõte baseerub isikute usaldussuhtele ja muudest usaldusest tulenevatele põhimõtetele.¹⁶⁸

SEC paragrahv 10b-5 keelab isikutel, kes on seotud mistahes väärtpaberite omastamise või võõrandamisega otseselt või kaudselt kasutada seadmeid, skeeme või esemeid pettuste läbiviimiseks; avaldada mistahes ebaõiget informatsiooni või jätta välja teavet, mis on oluline; ning osaleda mistahes tegudes või ettevõtmistes, mis on või võivad olla seotud mistahes isikute petmiseks või eksitusse viimiseks.¹⁶⁹ Määruse puhul on selle kohustuste rikkumise peamisteks elementideks ebaseaduslik omastamine, informatsiooni konfidentsiaalsus, kauplemise eesmärk ja informatsiooni omanud isiku suhtes kohustuse rikkumine.¹⁷⁰

Kui vaadata regulatsiooni, siis see ei anna edasi väga selget ja otseselt tõlgendatavat juhust ja seetõttu on nii tsiviil- kui kriminaalmenetluses asunud tühimikku täitma kohus.¹⁷¹ Kohus on seadust üritanud tõlgendada ning anda juhised, mistõttu on regulatsioonile omistatud SEC ja kohtute leiutise tähendus.¹⁷² Selle tulemusel on tekkinud kolm põhilist tüüpi lähenemist: klassikaline teooria, vihje andja/saaja teooria ja ebaseadusliku omastamise teooria.¹⁷³

Klassikaline teooria käsitleb selliseid insaidereid, kes on kas püsivad insaiderid, ehk ettevõtte juhatus või muud juhtival positsioonil olevad isikud, ja isikud kes on ajutised insaiderid ehk on üldjuhul seotud sellega oma ametipositsiooni kaudu, nagu näiteks advokaadid, audiitorid jms.¹⁷⁴ Selle teooria kohaselt on sellistel insaideritel kohustus ettevõtte aktsionäride ees ning see näeb ette

¹⁶⁵ Steinberg, (2003). *Supra nota*, 155.

¹⁶⁶ *Ibid*, 155.

¹⁶⁷ *Securities Exchange Act of 1934*, § 10(b).

¹⁶⁸ Steinberg, (2003). *Supra nota*, 155.

¹⁶⁹ *Securities Exchange Act of 1934*, § 10b-5

¹⁷⁰ Engle, E. (2008). Insider Trading in U.S. and E.U. Law: a comparison. *European Business Law Review*, Vol 26, 474.

¹⁷¹ Heminway, J. M. (2003). Save Martha Stewart – Observations about Equal Justice in U.S. Insider Trading Regulation. *Texas Journal of Women and the Law*, Vol. 12, No. 2, 256.

¹⁷² *Ibid*, 256.

¹⁷³ *Ibid*, 257.

¹⁷⁴ Crimmins, S. J. (2013). Insider Trading: Where is the Line. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2013, No. 2, 335.

väärtpaberitega kauplemise keelu informatsiooni alusel, mis on saadud tänu oma positsioonile.¹⁷⁵ Välja arvatud juhul, kui selline informatsioon eelnevalt avaldatakse.¹⁷⁶ Ehk klassikalise teooria kohaselt on tegemist olukorraga, kus tehingu poolte vahel peab olema usaldussuhe.¹⁷⁷

Vihje saaja või andja puhul on kohus lugenud vihje saaja vastutuse tuletiseks vihje andja vastutusest, mis tähendab, et see vastutus tõusetub vihje saaja osaluse rollist, kui insaider on rikkunud oma usalduskohustust.¹⁷⁸ Ameerika Ühendriikide Ülemkohus oma otsuses *Dirks v. SEC* leidis, et vihje saajal puudub kohustus hoiduda avalikustamata informatsiooni kasutamisest, kui tal puudub ettevõtte aktsionäride ees usalduskohustus.¹⁷⁹

Ebaseadusliku omastamise teooria kohaselt tuleb arvestada, et insaider omab usalduskohustust oma aktsionäride ees, omab ta ka usalduskohustust konfidentsiaalse informatsiooni allika ees.¹⁸⁰ Sellise tõlgenduse andis Ameerika Ühendriikide Ülemkohus, kes otsustas *United States v. O'Hagan* asjas, et informatsiooni pahatahtliku mitteavaldamise puhul ei nõua §10, et see oleks usalduskohustuse rikkumine kummagi poole suhtes, vaid selline rikkumine tuleb usalduskohustusest informatsiooni allika suhtes.¹⁸¹ Seaduse selline tõlgendus laiendab siseteabega kauplemisel vastutuse isikutele, kes ei ole ettevõttega otseselt seotud ning kes ei oma aktsionäride ees usalduskohustust.¹⁸²

Eelpool toodust tulenevalt saab öelda, et Ameerika Ühendriikides koosneb siseteabe regulatsioon seadustest ning järelevalve asutuse ja kohtute poolt tehtavatest seaduse tõlgendamistest. Erinevus võrrelduna EL-i õigusega seisneb selles, et Ameerika Ühendriikides on regulatsioon umbmäärane. Riskikoht seisneb ka võimalikus kohtupraktikas, kus ühel hetkel võivad teatud vaated siseteabe käsitlusele muutuda.

2.2. Informatsiooni edastamine ja selle kasutamine

¹⁷⁵ *Ibid*, 335.

¹⁷⁶ *Ibid*, 335.

¹⁷⁷ Fox, Glosten, Rauterberg, (2018). *Supra nota*, 863.

¹⁷⁸ Bainbridge, (2003). *Supra nota*, 23.

¹⁷⁹ U.S. Supreme Court, No. 82-276, 07.01.1983, *Dirks v. SEC*

¹⁸⁰ Yadav, Y. (2016). Insider Trading and Market Structure. *UCLA Law Review*, Vol. 63, No. 4, 1005.

¹⁸¹ Montagano, C. P. (2012). The Global Crackdown on Insider Trading: A Silver Lining to the Great Recession. *Indiana Journal of Global Studies*, Vol. 19, No. 2, 586.

¹⁸² *Ibid*, 586.

Eelmises alapeatükis käsitles autor turukuritarvitusega, täpsemalt siseteabega, ning välkkauplemise regulatsiooni EL-s ning võrrelduna Ameerika Ühendriikides kehtiva regulatsiooniga üldisemalt. Käesolevas alapeatükis käsitleb autor informatsiooni edastamisega ja avaldamisega seotut ja kuidas toimub informatsiooni kasutamine turukuritarvituse ja välkkauplemise regulatsiooni mõistes. Informatsiooni avaldamisega seotud küsimused tõstatuvad teravalt esile välkkauplemisel seetõttu, et välkkauplejate kasutuses olevad keerulised algoritmid võimaldavad informatsiooni töödelda teistel alustel ja viisil, kui see on võimalik tavainvestoril. Selline informatsiooni töötlemise erisus muudab turul toimuvat ning seetõttu on oluline vaadata, kas selline informatsiooni töötlemine võimaldab saada eelist, mida seadusandja on soovinud vältida, kuid mis tänu tehnoloogiale sellist vältimist ei võimalda.

Informatsioon on midagi, mis on kauplemisel tehingu tegemiseks või tegemata jätmiseks otsuse jaoks ülimalt oluline. Sellest sõltub, kas tehing on kasumlik või kahjumlik. EL-i turukuritarvituse määrukses on nimetatud määrukse eesmärgiks seista finantsturu kaitsmises ja investorite kindlustunde suurendamises ning mis peaks põhinema investorite võrdse olukorra tagamises ja nende kaitsmisel kuritarvituste eest.¹⁸³ Sellist põhimõtet on nähtud Juhul, kui isik on rikkunud siseteabe alusel kauplemise keeldu või on teinud katse siseteabe alusel kaubelda, siis lähtuvalt eelnimetatud printsiibist tuleks ka asja sisu analüüsida.¹⁸⁴ Turukuritarvituse määrus näeb ette siseteabe kasutamise absoluutse keelu, mille kohaselt loetakse siseteabega kauplemiseks olukorda, kus siseteavet omav isik kasutab sellist teavet selleks, et otseselt või kaudselt enda või kolmanda isiku arvel omandada või võõrandada finantsinstrumente.¹⁸⁵ Siseteabega kauplemiseks peetakse ka sellist kauplemist, kus siseteavet kasutatakse selle teabega seotud finantsinstrumendi kohta tehtud tehingukorralduse tühistamiseks või muutmiseks, isegi, kui tehingu korraldus tehti enne, kui isik sellise teabe enda valdusesse sai.¹⁸⁶ Siseteabe kasutamise keeld kehtib sõltumata sellest, mil viisil isik selle teabe enda valdusesse sai ja piisab tõendusest, et kui isik teadis või pidi teadma, et selline teave klassifitseerub siseteabeks, sõltumata sellest, kuidas selline teave omandati.¹⁸⁷

¹⁸³ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 24.

¹⁸⁴ *Ibid*, p. 24.

¹⁸⁵ Balp, G., Strampelli, G. (2018). Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era. *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy*, Vol. 2018, No. 2, 373.

¹⁸⁶ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 8(1).

¹⁸⁷ Balp, Strampelli, (2018). *Supra nota*, 373.

Teabe avaldamine võib EL regulatsiooni kohaselt oma olemuselt olla kas õiguslik või õigusvastane. Õigusvastane avaldamine toimub juhtudel kus isik vallates siseteavet avaldab selle mõnele teisele isikule, va juhul, kui see on töösuhe, kutsealal tegutsemine muude kohustuste täitmise käigus avaldatud teave.¹⁸⁸ Samuti peetakse õigusvastaseks avaldamist asjaolu, kus soovitus edastav või teisi mõjutav isik teab või pidi teadma, et selline teave põhineb siseteabel.¹⁸⁹

Nagu eelmises alapeatükis sai kirjutatud, on Ameerika Ühendriikide puhul teabe kui sellise käsitlus erinev ning samamoodi on erinev vaade, kuidas käib teabe avalikustamine. Valdavalt on need ka seotud ühtede ja samade õigusaktide ja nende paragrahvide tõlgendamisega. Ameerika Ühendriikide puhul kasutatakse sellistel juhtudel tihti just paragrahv 10b-5 ja *Securities and Exchange Act of 1934* §10(b). Siseteabe reguleerimisel on informatsiooni avaldamisega seotud *Securities Act of 1933*, millega on nõutud, et väärtpaberite emitendid on kohustatud tegema kogu materiaalse avalikustama informatsiooni avalikkusele kättesaadavaks.¹⁹⁰ Erinevalt EL-i regulatsioonist, pole informatsiooniga kauplemise puhul keeld absoluutne, vaid see on piiratud väärtpaberi omandamise või võõrandamisega, kasutades selleks seadet, skeemi või pettusesse viivat tehnikat või osaleda mistahes teos, praktikas või ettevõtmises, mis tegutseb või mis võib tegutseda inimeste eksitusse viimisega.¹⁹¹ Pettusesse viiva tehnika all on näiteks mõistetud sellist olukorda, kus isik, kes on seotud ettevõtte usalduskohustusega ettevõtte aktsionäride suhtes ning kes omab informatsiooni tänu oma positsioonile selles ettevõttes, kaupleb informatsiooniga, mis ei ole üldisele avalikkusele teada ja mis võib mõjutada mõistliku investori poolt tehtavat otsust tehingu teostamiseks.¹⁹² Ebaseadusliku informatsiooni avaldamisega on tegemist juhul, kui isik saab sellest isiklikult otseselt või kaudselt kasu ning puhtalt informatsiooni avaldamine kolmandale osapoolle ei pruugi veel tähendada õigusrikkumist.¹⁹³

Eraldi nõuded on avalikustamisel ettevõttega seotud isikutele. EL-i õiguses loetakse siseteabe avaldamist seaduslikuks, kui selline teabe avaldamine toimub isiku töökoha, kutsealal tegutsemise

¹⁸⁸ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 10(1).

¹⁸⁹ *Ibid*, art. 10(2).

¹⁹⁰ Davis, K. R. (2017). The Equality Principle: How Title VII Can Save Insider Trading Law. *Cardozo Law Review*, Vol. 39, No. 1, 204.

¹⁹¹ Fox, Lawrence, Rauterberg, (2018). *Supra nota*, 861.

¹⁹² Silane, C. (2009). Electronic Data Theft: A Legal Loophole for Illegally Obtained Information – A Comparative Analysis of U.S. and E.U. Insider Trading Law. *Seton Hall Circuit Review*, Vol. 5, No. 2, 341

¹⁹³ *Ibid*, 865.

või muude kohustuste täitmisega seotult.¹⁹⁴ Turu sondeerimisel eeldatakse, et teabe avaldamisel, tegutsetakse eelpool nimetatud tegevustel, kuid avaldaja peab teavitama, et võidakse siseteavet avaldada ning ta peab saama isikult, kellele teave avaldatakse, nõusoleku, et sellise teabe avaldamisega kaasnevad siseteabega kauplemise või tegutsemise piirangud.¹⁹⁵

Ameerika Ühendriikides on erinev asjaolu, et sealne süsteem ei nõua erinevalt EL regulatsioonist järjepidevat avaldamise kohustust.¹⁹⁶ Sealne õiguslik regulatsioon näeb ette informatsiooni avaldamiseks mõningad erisused. Ettevõttega seotud insaiderite puhul on avalikustamata teabe puhul nähtud ette kauplemisest hoidumine või kui soovitakse siiski tehing teostada tuleb selline avalikustama informatsioon enne tehingu teostamist avaldada.¹⁹⁷

Ameerika Ühendriikide regulatsioon hõlmab kohustust ettevõtte töötajatele, osanikele jne. *Securities and Exchange Act of 1934* paragrahv 16(b) näeb ette nende isikute vastutuse.¹⁹⁸

Meedia kaudu teabe avalikustamise või levitamise puhul hinnatakse sellist avalikustamist või levitamist arvestades eeskirju, mis puudutavad ajakirjandus- ja sõnavabadust muudes meediakanalites ning ajakirjaniku kutset.¹⁹⁹ Sellisel käsitlusel on siiski erisused. Kui asjaomased isikud või nendega lähedalt seotud isikud saavad sellise teabe avalikustamisest otseselt või kaudselt eeliseid või kasu või selline teave avalikustatakse või levitatakse eesmärgiga eksitada turgu finantsinstrumentide pakkumise, nõudluse või hinna suhtes.²⁰⁰

Informatsiooni käsitlemisel on oluline kellel, mis tingimustel ja millal on võimalik anda juurdepääs sellisele teabele, mis ei ole avalik. Millised kohustused on ettevõtjal ja millised ettevõttega seotud isikutel.

Üks kohustus, mis emitendil informatsiooni käitlemiseks on insaiderite määratlemine. Selleks on turukuritarvituse määruses nähtud ette insaiderite nimekirja koostamine. Nimekirja koostamisel

¹⁹⁴ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 35.

¹⁹⁵ *Ibid*, p. 35.

¹⁹⁶ Park, J. J. (2018). Insider Trading and the Integrity of Mandatory Disclosure. *Wisconsin Law Review*. Vol. 2018, No. 6, 1164.

¹⁹⁷ Silane, (2009). *Supra nota*, 341.

¹⁹⁸ *Securities Exchange Act of 1934*, § 16(b).

¹⁹⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 21.

²⁰⁰ *Ibid*, art. 21.

tuleb arvestada, et sinna tuleb lisada kõik isikud, kes omavad siseteabele juurdepääsu ning töötavad või täidavad muul viisil emitendi heaks ülesandeid.²⁰¹ Isikud, kes töötavad või muul viisil täidavad emitendile ülesandeid, peavad arvestama, et neil on kohustus kirjalikult kinnitada, et nad on aru saanud oma kohustustest ja vastutusest, mis siseteabe valdamisega kaasneb.²⁰² Insaiderite nimekirja on kohustus hoida ajakohasena ja selle säilitamiskohustus on vähemalt viis aastat ning insaiderite nimekiri peab vastama teatud tehnilistele tingimustele, mis on paika pandud Komisjoni rakendusmäärusega, mis kehtestab insaiderite nimekirjale tehnilised standardid.²⁰³ Nimetatud rakendusmäärus näeb ette insaiderite nimekirjale standardvormi kasutamise, mis oma olemuselt peaks lihtsustama nimekirjade koostamist ja uuendamist ning peaks tagama, et pädevatel asutustel on võimalik seetõttu oma ülesandeid lihtsam täita.²⁰⁴ Rakendusmääruses on toodud välja insaiderite nimekirjade vormid, mis puudutavad püsivaid insaidereid, konkreetse tehingu või sündmusega seotud insaidereid ja VKE-de kasvuturul kauplejad. Insaiderite nimekirja hoiustatakse elektroonselt ja see peab olema ajakohane.²⁰⁵ Elektroonselt hoitavatele vormidele juurdepääs võib olla ainult kindlaks määratud isikutel, kellel on oma ametikohustuste tõttu sellistele nimekirjadele juurdepääsu vaja, selline nimekiri sisaldab millise teabega on tegemist ning juurdepääsu ja taasesitamise eelmistele versioonidele.²⁰⁶

Eraldi on kohustused toodud juhtidele ja nende lähedaste isikute tehingutele. Juhtimiskohustusi täitvad isikud on kohustatud pädevale asutusele teatama kõikidest tehingutest, mis nad on emitendi aktsiatega või muude seotud finantsinstrumentidega teinud, kuid mitte hiljem, kui kolmandal tööpäeval tehingu tegemisest arvates.²⁰⁷ Teavitamise kohustus tekib, kui aktsiate või muude finantsinstrumentidega tehinguid tehes ületatakse aastas viie tuhande euro piir.²⁰⁸ Küll aga tuleb siin tähele panna, et sellised tehingud kehtivad isikupõhiselt. Kui näiteks emitendi juht teeb tehinguid näiteks nelja tuhande euro väärtuses ja tema abikaasa kahe tuhande euro väärtuses, siis

²⁰¹ *Ibid*, art. 18(1).

²⁰² Procter, Anderson, Ninan, Everitt. (2019) *Supra nota*, 20.

²⁰³ *Ibid*, 20.

²⁰⁴ Komisjoni Rakendusmäärus (EL) 2016/347, 10. märts 2016, millega kehtestatakse rakendusliku tehnilised standardid seoses insaiderite nimekirja täpse vormingu ja ajakohastamisega kooskõlas Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusega (EL) nr 596/2014 (EMPs kohaldatav tekst), p. 3.

²⁰⁵ Procter, Anderson, Ninan, Everitt. (2019) *Supra nota*, 19.

²⁰⁶ Komisjoni Rakendusmäärus (EL) 2016/347, 10. märts 2016, millega kehtestatakse rakendusliku tehnilised standardid seoses insaiderite nimekirja täpse vormingu ja ajakohastamisega kooskõlas Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusega (EL) nr 596/2014 (EMPs kohaldatav tekst), art. 2(4).

²⁰⁷ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 19(1).

²⁰⁸ Procter, Anderson, Ninan, Everitt, (2019). *Supra nota*, 19.

viie tuhande euro piiri pole kumbki ületanud ja teavitamise kohustus seega puudub.²⁰⁹ ESMA on toonud välja, et sellist summa piirangut on peetud liigselt koormavaks ning sellise piirangu lävi peaks olema suurem.²¹⁰ ESMA on juhtinud tähelepanu, et teatud on võimalik tõsta läve kahekümne tuhande eurole, kuid seni on kehtivat piirmäära peetud piisavaks.²¹¹

Turukuritarvituse määrus sätestab, et emitendiga seotud isikutel on kolmekümne päevane tehingu tegemise keeluperiood, mis eelneb vahearuarande või aastaaruande esitamisele, mis on ettenähtud kas tulenevalt kauplemiskoha reeglitele või liikmesriigi sisemisele regulatsioonile.²¹² ESMA on öelnud, et turukuritarvituse määru mõistes peaks keeluperiood kehtima ühe korra, mis eelneb vahearuarannetele ja keeluperiood, mis eelneb aastaaruandele.²¹³ Keeluajal kauplemisele on antud erisused, kus juhtimiskohustusi täitev isik võib enda või kolmanda isiku nimel tehinguid teostada ainult juhul, kui tegemist on erakorralise asjaoludega esinemise tõttu, nagu finantsprobleemid, mis tingivad kohese võõrandamise²¹⁴ või mis oma kauplemise eripära tõttu on seotud tehinguga, mis on tehtud töötajate osaluskeemi, kogumishoiuse skeemi, aktsiate kvalifitseerimise või omandamise skeemi raames, või tehinguga omandiosalus ei muutu või mis on selliste skeemide või tehingutega seotud²¹⁵.

Nagu eelmises alapeatükis on käsitletud, siis seadusevastase omastamise teooria kohaselt on Ameerika Ühendriikides kohustus informatsioon enne tehingu teostamist avalikustada. See mängib kriitilist rolli just seetõttu, et selle alusel tekib ettevõtte juhtidel või töötajatel usalduskohustus oma ettevõtte aktsionäride ees.²¹⁶ Ameerika Ühendriikide ettevõtte seaduse mõistes omavad direktorid ja muud vastutavad juhid ettevõtte ja teatud juhtudel ka ettevõtte aktsionäride ees usalduskohustust.²¹⁷ Peamised usalduskohustuse komponendid on hoolsus ja

²⁰⁹ European Securities and Markets Authority. (2019) Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR). [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (29.03.2019).

²¹⁰ European Securities and Markets Authority. (2019) Consultation Paper. MAR review report. 56. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mar_review_cp.pdf (03.10.2019)

²¹¹ *Ibid*, 56

²¹² Procter, Anderson, Ninan, Everitt, (2019). *Supra nota*, 21.

²¹³ European Securities and Markets Authority. (2019) Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR), 20. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (29.03.2019).

²¹⁴ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 19(12)(a).

²¹⁵ *Ibid*, art. 19(12)(b).

²¹⁶ Yadav, (2016). *Supra nota*, 1004.

²¹⁷ Heminway, J. M. (2018). Tipper/Tippee Insider Trading as Unlawful Deceptive Conduct: Insider Gifts of Material nonpublic Information to Strangers. *Washington University Journal of Law & Policy*, Vol. 56, 71.

lojaalsus, mis küll oma olemuselt võivad sõltuvalt jurisdiktsioonist olla erinevad.²¹⁸ Ehk enne, kui ettevõttega seotud isikud soovivad teostada tehingu, peavad nad oma aktsionäre teavitama, et nad soovivad teostada avalikustamata informatsiooniga tehingut, sest vastasel korral puudub neil õigus tehingut teostada.²¹⁹

Ameerika Ühendriikide väärtpaberituru seadus loeb ettevõttega seotud isikuteks, kellel on teatamise kohustus, iga isiku, kes otseselt või kaudselt omab vähemalt 10% registreeritud väärtpaberitest või on emitendi direktor või juhataja.²²⁰ Seadusandluses on vastuvõetud reegel 14e-3, mille kohaselt on isikutel keelatud kaubelda avalikustamata informatsiooniga, kui on tegemist ootel ülevõtmispakkumisega ning ta teab või peaks teadma, et informatsioon on nii materiaalne kui ka avalikustama ja selline informatsioon tuli otseselt või kaudselt pakkuja insaiderilt.²²¹ Erinevus EL-i õigusega seisneb siin selles, et turukuritarvituse määrus keelab siseteabega igasuguse kauplemise, olenemata sellest, kas isik teadis või pidi teadma, et selline teave on siseteave.²²²

Üheks informatsiooni allikaks on samuti tehnilised lahendused, mille eesmärk on tagada teabe hoidmist ja säilitamist. Teabe säilitamiseks ja konfidentsiaalsuse tagamiseks on ette nähtud kasutusele võtta mõistlikud meetmed, mis on välja toodud tehnilises standardis.²²³ Tehnilistes standardites on ette nähtud, et sõltuvalt investeerimistootest peavad meetmed olema asjakohased ja proportsionaalsed, ettevõtted peavad hoolitsema protseduuride ja meetmete vastavusele regulatsioonidega, peab olema teostatud analüüs huvide konflikti kohta jms.²²⁴

Kui EL-s on välkkauplemise regulatsioon eksisteeriv, siis Ameerika Ühendriikides on nii mõneski osas see turu reguleerida. Olemasolevasse seadusandlusesse on tehtud muudatusettepanekuid, kuid käesolevaks hetkeks neid vastu võetud ja jõustatud ei ole. Sarnaselt EL-le on ettepanekud olnud seotud turu volatiilsuse ja turul tekkivate šokkide leevendamine, riskide maandamine, turu

²¹⁸ *Ibid*, 71.

²¹⁹ Yadav, (2016). *Supra nota*. 1004.

²²⁰ *Securities Exchange Act of 1934*, § 16(a).

²²¹ Davis, (2017). *Supra nota*, 210.

²²² *Ibid*, 210.

²²³ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 35.

²²⁴ European Securities and Markets Authority. (2014) Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 55. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (19.12.2014)

läbipaistvuse tagamine, turu likviidsus.²²⁵ Ettepanekud võib liigitada kolme suuremasse kategooriasse, milledeks on uute kauplejate registreerimise kohustus, kui ta tegeleb algoritmidega kauplemisega; uute riskikontrollide kehtestamine ja algoritmidega kauplemisel lähtekoodile juurdepääsu lubamine.²²⁶ Välkkauplejate puhul on CFTC näiteks tunnistanud, et teatud juhtudel saavad algoritmidega kauplejad varase juurdepääsu tasu makstes näiteks mittetulundusühingute majandusnäitajatele, kuid sellele ei ole veel lahendust pakutud.²²⁷

Tuleb tõdeda, et EL on oma regulatsioonides nii informatsiooni avaldamise kui ka edastamisega seotult reguleerinud oluliselt täpsemalt ja rohkem. Ameerika Ühendriigid on jätnud reguleerimise rolli rohkem kohtute otsustada ning see toimib osaliselt turgude enda või nende organisatsioonide kaudu. Erinevused on samuti kohustuste osas. EL on oma regulatsioonidega näinud ette hulga kohustusi, mis tuleb täita ning mis turuosalistele tähendab suuremat halduskoormust. Kuidas selline halduskoormus turgudel käitumist mõjutada võib ei ole päris selge ning käesolevas magistritöös seda ka ei analüüsita.

2.3. Siseteabe õigusevastane kasutamine ja selle mõju

Eelmises alapeatükis analüüsis autor siseteabe ja välkkauplemise reguleerimist avalikustamata teabe edastamise ja sellise teabe kaitsmise osas. Autor kasutas võrdlusena Ameerika Ühendriikide regulatsiooni, et analüüsida, kuidas EL-i regulatsioon erineb.

Käesolevas alapeatükis analüüsib autor mis on siseteabe õigusevastane kasutamine ning millist mõju õigusvastane kasutamine turgudele omab ning kuidas selline tegevus võib kahjustada turgudel tegutsevaid investoreid.

Investorite kaitseks võib ESMA välja astuda juhul, kui liikmesriigi pädevad asutused ei ole nende kaitseks või ohu vältimiseks mingisuguseid meetmeid vastu võtnud ehk sellise sekkumise näol on tegemist subsidiaarsusprintsiibiga.²²⁸ ESMA puhul tuleb arvestada, et tema peamine roll on olla soodustaja ja koordineerija ning jälgida, et liikmesriikide pädevate asutuste tegevus ja meetmed

²²⁵ Woodward, (2017). *Supra nota*, 1384.

²²⁶ *Ibid*, 1384.

²²⁷ Pasquale, (2015). *Supra nota*, 2110.

²²⁸ Fuhrmann, B. (2017). Produktinterventionen Durch BaFin und ESMA. *Anglo-German Law Journal*, Vol. 3, 83.

on põhjendatud ja proportsionaalsed.²²⁹ Investorite kaitse puhul tuleb arvestada, et lisaks õigusaktidele kehtivad erinevatel turgudel erinevad tavad ning seetõttu ühel turul kehtivad tavad ei pruugi kehtida mõnel teisel turul, va kui see turg on teisel turul kehtivat tava tunnustanud.²³⁰ Liikmesriikide enda pädevatel asutustel on siiski õigus keelata või piirata teatud finantsinstrumentide või investeerimistoodete turundust, levitamist või müüki ning teatud liiki finantstegevust või tava.²³¹ Siseteabega kauplemine on selgelt teatud liiki finantstegevus, mis jääb pädevate asutuste poolt keelatud tegevuste nimekirja. Kuna turukuritarvituse määrus kehtib liikmesriikide üleselt, siis EL-i liikmesriikide turul on selline tegevus üleüldiselt keelatud. Finantsinstrumentide puhul eeldab omandamine ja võõrandamine tehingu teostamist, siis ainuüksi tehingu teostamine ei ole midagi sellist, millede puhul automaatselt seostatakse siseteabe kasutamisega.²³² Rikkumist saab lugeda toimunuks alles seejärel, kui pädeva asutuse poolt tehakse kindlaks, et selliste tehingute või tehingukorralduste taga olevad ajendid olid ebaseadusliku või selleks kasutati siseteavet.²³³

Turukuritarvituse määrus sätestab, et isikul, kes omab siseteavet on keelatud, sellist teavet edastada teistele isikutele, va kui see on töö või ametikohustuste täitmiseks või muu seesuguse jaoks vajalik.²³⁴ Kuid siseteabe edastamise keeld ei ole ainuke keelatud praktika. Samamoodi on keelatud teistele isikutele siseteabe alusel kauplemise soovitamise või teise isiku siseteabe alusel kauplemise mõjutamine.²³⁵

Siseteabega kaasneva kahju puhul on avaldatud erinevaid teooriaid: turu ühtsuse teooria, mille kohaselt turg ise saab kahju, kui keegi omab üleliigset eelist; omanditeooria, mille kohaselt see kahjustab korporatsioone endid, kuna nad kaotavad informatsiooni üle kontrolli; avaldamise

²²⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, art. 43(1).

²³⁰ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 42.

²³¹ . 3, 83.

²³¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, art. 42(1).

²³² Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 31.

²³³ *Ibid*, p. 31.

²³⁴ Procter, Anderson, Ninan, Everitt, (2019). *Supra nota*, 5.

²³⁵ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), art. 14.

teooria leiab, et see mõjutab regulatiivset poolt, eriti järelevalvet, mis peaks korporatsioonide üle järelevalvet pidama.²³⁶

Turuühtsuse kohalt on teooriad käsitletud, et teataval määral turgude regulaatorite huvid põrkuvad, kuna finantsstabiilsuse otsijad keskenduvad süsteemi stabiilsuse tagamisele ning turu ühtsust taotlevad regulaatorid on fookuseeritud eelkõige teabe avaldamise ühtsusele.²³⁷ Kui siin tuua võrdlus EL-i regulatsiooniga, siis autori arvates on kehtiv regulatsioon üritanud katta mõlemat probleemi. Regulatsiooni ühe põhilise eesmärgina on toodud turgude stabiilsuse tagamine, samas nähakse selle ühe osana avalikustamata teabe puhul läbipaistev ja ühetaoline ligipääs.

Omanditeooria näeb teavet või informatsiooni kui avaliku kaubana, mis oma olemuselt on kergesti omastatav ja mille tarbimine on midagi ütleval ning mida ei toodeta kunagi piisavalt.²³⁸ Selle teooria kohaselt on ka vihje andmine võrdsustatud vargusega, kuna vihje andja on teadlik, et selline nn kaup on defitsiitne ning ta on teadlik selle tegevuse ebaseaduslikust olemusest.²³⁹ Selline käsitlus oma olemuselt sobib rohkem Ameerika Ühendriikide õigusruumi. Kuigi EL õigusruumis on siseteabe kasutamine keelatud, siis nähakse seda pigem turu ühtsuse, stabiilsuse ja läbipaistvuse vaatenurgast. Ameerika Ühendriikides kohtu poolt seaduse tõlgendamine viitab sellele, et informatsiooni käsitletakse pigem kui omandit.

Siseteabe õigusvastane avaldamise keelamise puhul on eeldatud, et selline tegevus võib mõjutada turge negatiivselt. Ühe negatiivse mõjutajana nähakse näiteks informatsiooni asümmeetriat. Regulatsiooni puhul eeldatakse, et informatsiooni asümmeetriat saab elimineerida, kui otsuseid saab teha informatsiooni alusel, mis põhinevad tegelikul informatsioonil.²⁴⁰ Kui otsused tuleb teostada informatsiooni asümmeetria keskkonnas, ehk informatsioon ei ole avalik ja insaiderid saavad selle tõttu eelise, tekib olukord, kus teised kauplejad või investorid saavad otsuseid teha spekulatiivselt, ning turgude efektiivsus saab seetõttu kahjustatud.²⁴¹ Autor märgib siinkohal, et turgude efektiivsuse vähenemine võib mõjutada võimalike turuosaliste käitumist selliselt, et see mõjub turgude arengule negatiivselt. Samas turgude ebaefektiivsus võib tekitada paremaid

²³⁶ Park, (2018). *Supra nota*, 1178

²³⁷ Spatt, S. C. (2010). Regulatory Conflict: Market Integrity vs. Financial Stability. *University of Pittsburgh Law Review*, Vol. 71, No. 3, 628.

²³⁸ Kim, S. H. (2014). Insider Trading as Private Corruption. *UCLA Law Review*, Vol. 61, No. 4, 975.

²³⁹ *Ibid*, 976.

²⁴⁰ Klock, M. (1994). Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Inside Trading. *Georgia State University Law Review*, Vol. 10, No. 2, 329.

²⁴¹ *Ibid*, 329.

teenimisvõimalusi. Ebaefektiivsel turul teenimise võimalust tuleb üldises plaanis vaadata selliselt, et kas see kaalub üles turgude efektiivsus või vastupidi. EL-i turukuritarvituse regulatsioon on loodud eeldusega, et tõhus ja läbipaistev turg eeldab turu terviklikkust ning majanduskasvu ja heaolu eeltingimuseks on turgude sujuv toimimine kui ka usaldus turgude vastu.²⁴² Ehk regulatsiooni sellisel kujul nähakse vajalikuna ka sotsiaalsest aspektist.

Välkkauplejate puhul on turul eelise saamiseks kolm peamist komponenti: 1) patenteeritud algoritm; 2) ühispaiknemisteenuse kasutamine ja 3) fiiber optilised kaablid, mis kiiret ühendust võimaldavad.²⁴³ Selline eelise saamine annab võimaluse kiiremale informatsioonile ning see omakorda tekitab riski turukuritarvitusteks, mh siseteabe õigusvastase kasutamise ja jagamise riski. Kaablite asemel on andmekeskuste vahel informatsiooni edastamiseks võetud kasutusele juhtmevaba ühendus ning informatsioon edastatakse mikrolainete ülekande abil, mis võimaldab kauplemisele kuluvat aega lühendada ca 1-2 mikrosekundit.²⁴⁴ See omakorda tähendab, et informatsiooni edastuse voog, milledele on avaldamise kohustus ja mis peaks olema kõikidele investoritele ja kauplejatele võrdselt kättesaadav on muutunud turukontekstis ühtedele kiiremini kättesaadavaks.²⁴⁵ Sellega on tekkinud olukord, kus informatsiooni asümmeetria on nende poolel, kellel on parem tehnoloogia. Autor peab siinkohal vajalikuks siiski välja tuua, et tehnoloogia keelamine ei ole iseenesest lahendus, vaid oluline on regulaatoritel leida viis, kuidas takistada selliseid praktikaid, millega loodetakse saada või saadakse ebaseaduslik eelis teiste ees. Regulatsioon peaks keskenduma mitte kitsalt reguleeritud käskudele ja keeldudele, vaid peaks eelkõige tõhustama turu struktuuri ja tehnoloogiliste vahendite kasutust.²⁴⁶

Turu ebavõrdsete informatsiooni tingimustes on erinevad koolkonnad erinevatel seisukohtadel ning uuringutega on leitud, et ka informeeritud kauplejad kannavad samuti kaotusi, eelkõige, kui see on seotud olukorraga, kus välkkauplejad on vastaspooleks või nad on sunnitud maksma teatud strateegilisi tasusid, varjamaks oma tehinguid välkkauplejate eest.²⁴⁷ Sellest tulenevalt on leitud üksikute koolkondade poolt, et isegi informeeritud kauplejad lahkuvad tänu struktuursele ebasoodsale olukorrale turgudel.²⁴⁸ Erinevad koolkonnad on jõudnud erinevatele tulemustele ning

²⁴² Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 2.

²⁴³ O'Connel, (2019). *Supra nota*, 149.

²⁴⁴ Yadav, (2016). *Supra nota*, 1017.

²⁴⁵ *Ibid*, 1017.

²⁴⁶ Sokol, (2016). *Supra nota*, 454.

²⁴⁷ Yadav, (2016). *Supra nota*, 1019.

²⁴⁸ *Ibid*, 1019.

seetõttu ei ole ilma turgudel tegutsevate kauplejate ja nende käitumismustrit analüüsimate võimalik öelda, kas ja mil määral see vastab tegelikkusele, kas see sõltub ka turgude eripäradest ja kui paljud sellised kauplejad on sellest tulenevalt otsustanud ise alustada algoritmipõhist kauplemist. Kuna käesolevas magistritöös ei ole ette nähtud sellist teemat eraldi käsitleda, siis sellest tulenevalt sellele vastust autor anda ei saa.

Turu efektiivsuse mõistes on peetud üldjuhul mõistlikumaks teabe avalikustamine, kuna see muudab turu efektiivsemaks ning kokkuvõttes võivad sellest kõik investorid.²⁴⁹ Sellise efektiivsuse positiivne mõju peaks seisnema selles, et turuosalistel on võimalik usaldada turul olevat infot ning selle põhjal tehinguid teostada.²⁵⁰

Uuringuid, mis on teostatud hinna täpsuse tuvastamiseks on samuti olnud vastuolulised.²⁵¹ Ühtede uuringute kohaselt on leitud, et välkkauplemine mõjutab hindade täpsust, samas teistes uuringutes on leitud, et välkkauplemine soodustab protsesse mille kaudu informatsioon kajastub finantsinstrumendi hindades ning turuefektiivsuse kohapealt on võimalik lõigata teistel kauplejal kasu hinna täpsusest, mis on määratud informeeritumate kauplejate poolt.²⁵²

Sõltuvalt uuringute tulemusest täna väga raske öelda, kui võrd mõjutavad erinevad protsessid ja nende reguleerimine või reguleerimata jätmine tegelikult turgudel ühtsust, läbipaistvust ja võrdsetele alustel toimimist. Üldiselt ollakse seisukohal, et teatav reguleerimine on vajalik, sest kui investorid ja kauplejad tunnevad, et neil ei ole turgudel võimalik normaalselt tegutseda ja neid nõ kasutatakse ära, ei saa turud enam toimida efektiivselt.

²⁴⁹ Sharma, N. P. (2018). A Reading into Insider Trading: Concept, Cases, Consequences and Countermeasures. *NJA Law Journal*, Vol. 12, 123.

²⁵⁰ *Ibid*, 123.

²⁵¹ Balp, Strampelli, (2018). *Supra nota*, 360.

²⁵² *Ibid*, 360.

3. VÄLKKAUPLEMISEGA KAASNEV MÕJU TURGUDELE

Eelmises peatükis analüüsis autor turukuritarvituste, täpsemalt siseteabe, ning välkkauplemise regulatsiooni. Autor analüüsis milline on siseteabe regulatsioon EL-s ja Ameerika Ühendriikides ning millised on nende regulatsioonide erisused ning kuidas avalikustamata teabega tuleb ümber käia. Sarnase käsitle andis autor välkkauplemise regulatsioonide kohta.

Käesolevas peatükis analüüsib autor, millised on turgudel õigusvastase välkkauplemisega või seadusandja poolt katmata aladel tegutsemisest saadavad eelised, millised on sellise kauplemisega tekkivad tagajärjed ning millised on võimalikud vastutused. Kuna käesolev magistr töö fookus on välkkauplemine siseteabega kauplemise vaatenurgast, siis käsitleb autor käesolevas peatükis välkkauplemisega saadavat eelist avalikustamata teabe kontekstist lähtuvalt.

3.1. Turgudel välkkauplemisega saadav eelis

Välkkauplemine võimaldab teostada tehinguid mikrosekundite jooksul ja ühes sekundis võib toimuda sadu tehinguid. Autor oma käesolevas töös on eelpool juba välja toonud, et välkkauplemise jaoks on oluline algoritm, ühiskasutus teenus ja võimalikult kiire ühendus kauplemiskohaga. Selliste parameetrite kombinatsioon annab võimaluse edukalt kaubelda, kuid annab ka võimaluse oma eelist ära kasutada seda kuritarvitades.

Välkkauplemisel kasutatakse erinevaid strateegiaid, mis võivad olla seotud turumanipulatsiooniga ja mida soovitakse seadusandja poolt takistada välkkauplemisega seonduvat reguleerides. Selleks, et välkkauplemist ja algoritmi põhist kauplemist üldisemalt reguleerida on vajalik aru saada, kuidas selline kauplemisviis toimib, milline on suhe kauplejate ja kauplemiskoha vahel ja kuidas see mõjutab teiste kauplejate tegevust. Autor on käesoleva töö eelmises peatükis toonud välja eeliste osas kolm peamist komponenti, milledeks on patenteeritud algoritm, ühispaiknemisteenuse kasutamine ja ühendus fiiberoptiliste kaablite kaudu.²⁵³ Välkkauplemisel saadav eelis ei teki mitte ühe või kahe komponendi koostoimel, vaid selleks on oluline, et on olemas kõik komponendid. Käesolevas peatükis analüüsibki autor turgudel saadavat eelist lähemalt.

²⁵³ O'Connel, (2019). *Supra nota*, 149.

3.1.1. Patenteeritud algoritm ja sellega kaasnevad eelised

Mis on patenteeritud algoritm? Patenteeritud algoritmi näol on tegemist lihtsustatult öeldes matemaatilise valemiga, mis on mõeldud lahendama mingisugust probleemi²⁵⁴ ning algoritmi väljamõelnud isik või isikutegrupp soovib oma loodud tulemit kaitsta ja sellelt tulu teenida. Näiteks Ameerika Ühendriikides on algoritmi patendiga kaitsmiseks kaks kategooriat, milledeks on kas siis seaduse poolt ettenähtu või majanduslik põhjendus.²⁵⁵ Seaduse poolt on ette nähtu puhul on lähtepunkt selles, et isikul on õigus oma loodud asjalt saada vilju ehk algoritmi loojate puhul peaks neil olema õigus kompensatsioonile, mis vastab nende loodud leiutise väärtusele.²⁵⁶ Patenteerimise majandusliku põhjendus on, et see tagab või aitab kaasa tulevikus uute leiutiste tekkele.²⁵⁷ Algoritmi patenteerimist eelistatakse autoriõigusele kuna algoritmi oma olemuselt ei ole võimalik autoriõigustega kaitsta.²⁵⁸ Algoritmi on võimalik kergesti kopeerida või uuesti kirjutada, mille käigus võidakse algoritmi teha väikseid muudatusi ning seetõttu ei taga autoriõigused piisavat kaitset.²⁵⁹

Algoritmi eelis sõltub sellest, milline on valitud kauplemise strateegia ehk millises turusituatsioonis on võimalik seda kasutada. Algoritmkauplemine hõlmab kiirusel põhinevaid strateegiaid ja on üldjuhul mõeldud päevasiseseks kauplemiseks, mistõttu positsioone turusulgemise ajaks avatuks ei jäeta.²⁶⁰ Algoritmide eesmärk on teha kindlaks millal astuda tehingusse, muuta või tühistada sisestatud order, millisel turul sellised tehingud teha, milline on võimalik orderi tüüp, millises ajavahemikus see teostatakse ning millises koguses ja mis hinnaga seda vara ostetakse jms.²⁶¹

Algoritmi eelis, mida autor on käesolevas töös põgusalt varem kirjeldanud peitub selles, et algoritmidega on võimalik valida erinevaid strateegiaid, nt *front-running*, arbitraažistrateegia või korralduste ootuse strateegia, ning algoritm ei oma emotsioone. Ehk algoritm teeb seda, mida ta

²⁵⁴ Zoracki, C. A. (2005). When Is an Algorithm Invented – the Need for a New Paradigm for Evaluating an Algorithm for Intellectual Property Protection. *Albany Law Journal of Science & Technology*, Vol. 15, No. 2 (2005), 581.

²⁵⁵ *Ibid*, 583.

²⁵⁶ *Ibid*, 583.

²⁵⁷ *Ibid*, 584

²⁵⁸ Avram, M. (2014). Software Legal Protection: Shaping the EU Software Patent. *Amsterdam Law Forum*, Vol. 6, No. 2 (Spring 2014), 24.

²⁵⁹ *Ibid*, 24.

²⁶⁰ Patkar, (2016). *Supra nota*, 28.

²⁶¹ *Ibid*, 27.

on loodud tegema. Samuti võimaldab algoritm sooritada tehingu kiiremini, kui seda on võimeline tegema inimene. Samas juhib autor siinkohal tähelepanu, et kuigi algoritm võimaldab tehingut sooritada kiiremini, annavad kiiruse eelise ühispaiknemisteenuse võimalus ning fiiberoptilise kaabli kasutamine kauplemiskoha vahel.

3.1.2. Ühispaiknemisteenus

Ühispaiknemisteenuse näol on tegemist teenusega, kus kauplejad üürivad pinda oma serveri ja seadmete paigutamiseks võimalikult lähedale kauplemiskohale.²⁶² See tähendab, et nii välkkauplejad, kui ka institutsionaalsed investorid, üürivad või muul moel kasutavad samu serveriruumi, mis majutavad kauplemiskoha servereid.²⁶³ Välkkauplejad ei kasuta kauplemiskohale ligipääsemiseks traditsioonilisi kanaleid, mida kasutavad näiteks tavainvestorid või -kauplejad. Selle kohta on avaldatud arvamust, et välkkauplejad on nõus ostma sellist eelist ja sellega kaasnevat paremat ühendust, kuna nad ei pühendu ettevõtte väärtuse tõstmisele pikemas perspektiivis.²⁶⁴ Ühispaiknemisteenus oma olemuselt aitab teostada erinevaid strateegiaid, nagu näiteks: turutegijate-, arbitraaži- ja suunastrateegia, kuna need võimaldavad välkkauplejatel luua uusi parima pakkumuse ordineid kiiremini, kui tavaliste informatsiooni kanalite kaudu.²⁶⁵ Ühispaiknemisteenus aitab kaasa tehingu kiiremini teostamisele ning selle puhul on mh üheks eeliseks informatsioonile ligipääs. Teenuse eelisteks on veel lisaks pideva orderite voo võimaldamine, madal latentsus,²⁶⁶ kuid see teenus võib sisaldada lisaks erinevaid seadmete hooldus, turva jms teenuseid. Ühispaiknemisteenust kasutavad isikud saavad selle kätte kiiremini ning tänu algoritmidele on neil võimalik seda omakorda kiiremini läbi töötada. Kuna välkkauplemine sõltub kiirusest, siis on nad eelise saamiseks nõus maksma sellise teenuse pakkujale, vähendamaks oma tehingu aega.²⁶⁷ Üldiselt eeldatakse, et välkkauplejad võistlevad kiiruse poolest omavahel, mitte institutsionaalsete investoritega.²⁶⁸ Samas leiab autor, et kuigi tõenäoliselt välkkauplejad võistlevad tehingu teostamise kiiruse osas omavahel on ilmselt siiski

²⁶² Gould, A. L. (2011). Regulating High Frequency Trading: Man v. Machine. *Journal of High Technology Law*, Vol. 12, No. 1, 287.

²⁶³ Sokol, (2016). *Supra nota*, 419.

²⁶⁴ Peirce, H. (2018). Meeting Market Structure Challenges Where They Are. *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, No. 2 (Winter 2018), 344.

²⁶⁵ Abedine, (2018). *Supra nota*, 623.

²⁶⁶ Ryder, S. (2014). How to Prevent Future Flash Crashes and Restore the Ordinary Investors' Confidence in the Financial Markets: The Implementation of Circuit Breakers and Speed Limits to Help Enforce the Market Access Rule. *Colorado Technology Law Journal*, Vol. 12, No. 1, 281.

²⁶⁷ Adrian, (2016). *Supra nota*, 265.

²⁶⁸ *Ibid*, 265.

oma roll ka institutsionaalsete investorite edastamises, kuna institutsionaalsed investorid sisestavad suuremaid ordineid ning see annab välkkauplejatele tõenäoliselt võimaluse teostada rohkem tehinguid ja suuremas mahus. Ehk institutsionaalsed investorid teatud mõttes aitavad likviidsusega. Läbi ühispaiknemisteenuse on võimalik jagada seda teenust kasutavatele isikutele eraldi infot, ehk osutatakse eraldi informatsiooni jagamise teenust, mida autor analüüsib järgmises alapeatükis.

3.1.3. Informatsiooni jagamise teenus

Välkkauplejad suudavad tänu eraldi andmevoogudele edastada info turule kiiremini, kui seda teevad teised turuosalised.²⁶⁹ Ameerika Ühendriikides on regulatsioonidega ette nähtud, et kauplemisskohad edastavad avalikkusele hinnainfo läbi spetsiaalselt loodud informatsiooni kanali, mis sisaldab teavitamise plaani.²⁷⁰ Kusjuures sellist infot on lubatud müüa või jagada ka kolmandatele isikutele, tingimusel, et seda tehakse samal ajal.²⁷¹ Sellist informatsiooni süsteemi kutsutakse *Securities Information Processors* (SIP). Oma olemuselt on tegemist riigi poolt loodud ja paika pandud monopoolse informatsiooni kokku kogumise ja jagamise süsteemiga, läbi mille turuosalised saavad informatsiooni turul toimuva kohta.²⁷² SIP süsteem loob eraldi üleriigilise parima pakkumise ja küsimise hinna (*National Best Bid and Offer* – NBBO) iga turul oleva ja regulatsioonile alluva väärtipaberi kohta.²⁷³ Seaduse poolt on selgituseks antud, et tegemist on parima kõrgeima hinna pakkumisega (*best bid*) ja madalaima hinna pakkumisega (*best offer*).²⁷⁴ See tähendab üks tehingu osapool üritab sooritada tehingu võimalikult kõrge hinnaga ning teine osapool võimalikult madala hinnaga või vastupidi. Sõltuvalt sellest kas turul on võetud nn pikk positsioon või nn lühike positsioon. Ameerika Ühendriikides näeb kehtiv regulatsioon informatsiooni puhul ette teatud tingimused sellise süsteemi kaudu jagamisele, konsolideerimisele ja avalikustamisele. Turuinfo on jagatud läbi kahetasandilise infosüsteemi, mis koosneb infovoost, mis edastab avalikkusele parima hinna ja viimase tehinguhinna info ning kiirem andmevarade süsteem, mis sisaldab veel turusügavuse infot, mis kuvab lisaks veel täiendavat informatsiooni

²⁶⁹ *Ibid*, 624.

²⁷⁰ Sokol, (2016). *Supra nota*, 419.

²⁷¹ *Ibid*, 420.

²⁷² Peirce, (2018). *Supra nota*, 356.

²⁷³ *Ibid*, 356.

²⁷⁴ *Regulation National Market System*, § 600(b).

pakkumiste kohta.²⁷⁵ SEC on selle klassifitseerinud põhiandmeteks ja põhiandmete välisteks andmeteks.²⁷⁶ SEC on teinud regulatsioonides täiendavaid muudatusi, tugevdamaks turgudel andmete süsteeme, millega võimaldatakse reaajas juurdepääsu parima hinna pakkumistele ja viimaste tehingu andmetele ning neid reguleerib *Regulation NMS* § 601 ja § 603.²⁷⁷ Seoses kauplemise läbipaistvusega on § 601 kohaselt vajalik saata kogu informatsioon turgudele ja FINRA-le, kes edastavad selle info läbi SIP süsteemi turuosalistele.²⁷⁸ SEC poolt täiendatud § 603 omakorda reguleerib andmete jagamist ja -kuvamist ning selle regulatsiooni kohaselt on vajalik, et kogu info jagamine toimub läbi ühe süsteemi, kusjuures on keelatud eraklientidele sataa info enne, kui see on süsteemi edastatud.²⁷⁹ SEC on teinud ettepaneku seaduses täpsustada mõningad terminid, et need oleksid vastavuses turuosaliste tänaste nõudmistega.²⁸⁰ Kui täna on kajastatud konsolideeritud andmete kuvamine ja viimase müügi informatsioon või andmed²⁸¹, siis SEC soovib viia sisse erinevad terminid, nagu konsolideeritud andmed, põhiandmed, regulatiivsed andmed, administratiivsed andmed, kauplemiskohale spetsiifilised andmed ning muud regulatiivsed, administratiivsed ja kauplemiskohale spetsiifilised andmed.²⁸² See tähendab, et Ameerika Ühendriigid soovivad turuandmed jagada tulevikus ka eraldi gruppidesse, mida siis ilmselt on võimalik ka eraldi jälgida. Kuna seda peetakse vajalikuks, et vastata turuosaliste soovidele, siis võib eeldada, et selline andmete grupeerimine võimaldab ka luua vastavad algoritmid tehingu orderite, sellise info jms analüüsimiseks. Kriitika, mida info jagamise osas läbi info jagamise süsteemi tehakse seisneb selles, et regulatsioonid ei täpsusta, mis on SIP süsteemi töötlemise kiirus, millega andmeid NBBO-s arvutatakse.²⁸³ Seega latentsusel täna piiranguid ei ole ning eelis on neil, kes suudavad tehingu teostada kiiremini.

EL-s on finantsinstrumentide ja nende taoliste toodete kauplemisega seotud läbipaistvuse nõuded kehtivad kõikidele kauplemiskohtadele (reguleeritud turud, mitmetasandilised – ja organiseeritud

²⁷⁵ Markham, J. W. (2019). Regulating the Scale of Stock Exchange Market Data to High-Frequency Traders. *Florida Law Review*, Vol. 71, No. 5, 1230.

²⁷⁶ *Ibid*, 1230.

²⁷⁷ Salger, A. C. (2020). *Dark trading: Shedding Light on Us and Eu Regulation of the Securities Markets Dark Sector*. De Gruyter

²⁷⁸ *Ibid*

²⁷⁹ *Ibid*

²⁸⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, (2020). Securities and Exchange Commission: Proposed Rules: Market Data Infrastructure. Vol. 85, no. Tuesday, March 24, 2020, 16734.

²⁸¹ *Regulation National Market System*, § 600(b).

²⁸² U.S. Securities and Exchange Commission, (2020). Securities and Exchange Commission: Proposed Rules: Market Data Infrastructure. Vol. 85, no. Tuesday, March 24, 2020, 16734.

²⁸³ Salger, (2020). *Supra nota*

kauplemiskohad).²⁸⁴ EL-i regulatsioon keskendub kauplemismeetoditele ja varadele, mitte kauplemiskoha põhised ning läbipaistvusega seotud küsimused koostatakse vastavalt sellele, millised on kauplemisel kasutatavad süsteemid.²⁸⁵ Kauplemiskohad peaksid kehtestama minimaalse latentsusaja, tingimusel, et seda tehakse avatult ja läbipaistvalt.²⁸⁶ Turul tegutsevad isikud ja investeerimisettevõtted, kes haldavad kauplemiskohti on kohustatud avalikustama hetke parima pakkumishinna, samuti turu sügavus hindadega, mis on nende süsteemis ning see kehtib ka hindadele, mis kajastavad tehingu teostamise huvi.²⁸⁷ Andmed peavad olema võimalikud kergesti ja käepäraselt kättesaadavad ning andmete edastus peaks toimima selliselt, et see on nn „lahtiharutatud“, ehk vastavalt ostja huvidele on võimalik informatsiooni edastada ilma liigse mürata.²⁸⁸ Seega võib öelda, et latentsuse juures märgib rolli lisaks ühispaiknemisteenusele ka andmete edastamine ja selle võimalused.²⁸⁹ Latentsus lihtsustatult öeldes on aeg, mis kulub andmete saatmiseks ja seda mõjutab vahemaa, mida andmed peavad läbima.²⁹⁰ Selleks, et turuinfo saada kätte võimalikult kiiresti peab latentsus olema võimalikult madal.²⁹¹ Madala latentsuse saavutab ühispaiknemisteenuse koos kõrge kvaliteediga fiiberoptiliste kaablite kasutamisega, mis tagab välkkauplejatele teiste ees turul eelise.²⁹² Isegi, kui konkurent kasutab kõrge kvaliteedilist fiiberoptilist kaablit, kuid näiteks ei kasuta ühispaiknemisteenust ja asub seetõttu kaugemal, siis saavutab eelise ühispaiknemisteenust kasutav kaupleja, kuna tema vahemaa kauplemiskohaga on väiksem ja seega latentsusaeg väiksem. Informatsiooni edastamise teenus koos muude tehnoloogiliste vahendite kasutamisega võimaldavad välkkauplejatel saada informatsiooni kätte kiiremini, kui see on võimalik teistele turuosalistele.²⁹³

Välkkauplejatele on oluline latentsusaega lühendada, mis ühtlasi loob motivatsiooni erinevate tehniliste lahenduste kasutamiseks, olles seejuures nõus selliste teenuste eest maksma. Siinkohal on oluline aru saada, et eelist ei anna mitte ainult üks komponent, vaid nende komponentide kasutamise koosmõju. Näiteks algoritmkauplemine üksi eelist ei anna. Eelise saamiseks on vajalik

²⁸⁴ Moloney, N. (2014). *EU Securities and Financial Markets Regulation, 3rd edition*. Oxford University Press, 480.

²⁸⁵ *Ibid*, 480.

²⁸⁶ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 14.

²⁸⁷ Moloney, (2014). *Supra nota*, 480.

²⁸⁸ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst, p 23.

²⁸⁹ Sokol, (2016). *Supra nota*, 419.

²⁹⁰ Benvegna, (2017). *Supra nota*, 314.

²⁹¹ *Ibid*, 314.

²⁹² *Ibid*, 314.

²⁹³ Peirce, (2018). *Supra nota*, 349.

ka sinna juurde kuuluv infrastruktuur – patenteeritud algoritm, ühispaiknemisteenus, info edastus, fiiber optiline kaabel, kauplemiskohtade süsteemid ja muud tehnilised lahendused. Ehk algoritmkauplejate puhul ei pruugi teabele ligipääs olla mõjutatud selle allikast, vaid tehnoloogilised eelised võivad tekitada olukorra, kus teabeni jõutakse teistest investoritest kiiremini. Seega on oluline, et teabe saamine toimub investoritele ühetaoliselt, et vältida algoritmkauplejate poolt õigusvastast kauplemist.

3.2. Õigusrikkumisega kaasnev vastutus

Eelmises peatükis analüüsis autor välkkauplemisega kaasnevaid eeliseid. Need eelised ühelt poolt omavad turgudele positiivset mõju, kuid samas kaasnevad sellega riskid, millele tuleb tähelepanu juhtida ning leida viisid nende riskide maandamiseks ja leida võimalus demotiveerida sellist riskide võtmist, millega saavutatakse turgudel edu teiste turuosaliste arvelt kasutades selleks ebaseaduslikke võtteid. Käesolevas töös analüüsib autor välkkauplejate poolt siseteabe kuritarvitamisega kaasnevas vastutust. Välkkauplejatel on tulenevalt oma eelistest teatavad võimalused jõuda teabeni, mida käsitletakse kui siseteavet, teistest turuosalistest varem. Ehk kauplejatel on võimalik saada finantsinstrumendi kohta teavet, mille avalikustamisel see mõjutab finantsinstrumendi hinda, näiteks väärtpaberiturul emiteeritud ettevõtte finantsaruanded või muutused juhtkonnas. Tulenevalt kohtupraktikast ei ole oluline, kui pika aja jooksul hind muutub või kui suur on hinnaliikumine, vaid piisab sellest, et selline sündmus aset leiab. Seejuures tuleb hinnata, kas teabe varem saamine oli ajalises piires võimalik või pidi olema selline teave teada varem. Selle jaoks on oluline vaadata, millised on siseteabe rikkumisega kaasnevad vastutused ning kas regulatsioonid on käinud ajaga kaasas ja võimaldavad sellise teo eest vastutusele võtmist. Kui mitte või kui autor oma analüüsi tulemusel leiab, et mingis osas võivad regulatsioonid vajada täiendamist, annab autor selles osas oma soovitused ja mõtted. Sellest tulenevalt on käesoleva alapeatükk jagatud kaheks, milles esimese osas analüüsib autor vastutuse regulatsiooni ja nende erinevusi EL-s ja Ameerika Ühendriikides ning teises osas võimalikke lahendusi turukuritarvituste takistamiseks. Kuna regulatsioonid on mahukad, siis autor ei käsitle eraldi halduskaristuste osa ning mainib seda ainult juhul, kui see on vajalik.

EL õiguses on soovitud tagada vastutus selliselt, et juriidilise isiku otsuste eest, kui selle taga on turukuritarvitus, vastutaks nii juriidiline- kui ka füüsiline isik.²⁹⁴ Välkkauplejate puhul ja turukuritarvituste puhul ka üldisemalt võib vastutus jaguneda kaheks – tsiviilõiguslik või kriminaalvastutus.

3.2.1. Tsiviilõiguslik vastutus

Eesti Vabariigi õiguses saab tsiviilõiguslik vastutus põhineda lepingu rikkumisel või deliktil.²⁹⁵ EL-s on tsiviilõiguslik vastutus reguleeritud määrus nr 864/2007 lepinguväliste võlasuhete suhtes kohaldatava õiguse kohta (Rooma II) (edaspidi Rooma II määrus), millega on soovitud EL üleselt tagada suurem õiguskindlus ja õiglase kohtlemise vajadus.²⁹⁶ Rooma II määruse üheks üldreeglis on *lex loci damni* ehk kohaldatakse selle riigi õigust, kus otsene kahju tekkis, kui Rooma II määrus teisiti ei sätesta.²⁹⁷ See üldreegel kehtib sõltumata sellest, millises riigis kahju põhjustanud sündmus aset leidis ning millises riigis või millistes riikides sündmuse kaudsed tagajärjed ilmnevad.²⁹⁸ Välkkauplejad füüsiliselt asuvad erinevates asukohtades ning üldjuhul tegutsevad korraga mitmel erineval turul ja seega sõltub sellest, millise riigi turul õigusvastase teoga kahju tekitati. Siseteabe puhul võib selline kahju tekkida siseteabega kauplemisel või õigusvastase avaldamisega seoses. Rooma II määrusega on reguleeritud lepingu välised suhted, mis on seotud õigusvastase kahju tekitamisega, alusetu rikastumisega, volitusteta asjaajamisega või lepingueelse vastutusega.²⁹⁹ Tsiviilvastutus eeldab välkkauplejate poolt siseteabega õigusvastase tehingute teostamist või süülist tegevust. Rooma II määruse kohaselt ei pea alati rakendama kahju tekkinud riigi õigust, vaid võib teatud juhtudel rakendada enda valitud õigust, kui selles lepitakse eraldi kokku või kui äritegevusega, mille käigus on enne sündmuse toimumist varasemalt kokku lepitud millise riigi õigust kohaldatakse.³⁰⁰

²⁹⁴ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 40.

²⁹⁵ RKTko 3-2-1-41-05, p 19.

²⁹⁶ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu Määrus (EÜ) nr 864/2007, lepinguväliste võlasuhete suhtes kohaldatava õiguse kohta (Rooma II), p. 14.

²⁹⁷ *Ibid*, p. 16.

²⁹⁸ *Ibid*, art.4.

²⁹⁹ Gwynne, R. (2011). Rome II Regulation. *Business Law International*, Vol. 12, No. 3, 294.

³⁰⁰ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu Määrus (EÜ) nr 864/2007, lepinguväliste võlasuhete suhtes kohaldatava õiguse kohta (Rooma II), art. 14, p. 1.

EL-s on tsiviilvastutuse osas abi ka Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusest nr 1215/2012 (edaspidi Brüsseli I määrus), mille kohaselt võib isiku, kelle alaline elukoht on liikmesriigis esitada hagi lepinguvälise kahju puhul selle paiga kohtusse, kus kahju tekitatud juhtum toimus või võib toimuda³⁰¹ või kriminaalmenetluse puhul tsiviilõigusliku kahjutasu- või hüvitisnõude puhul kohtusse, kus asja menetletakse, kui see kohus on tsiviilasjades pädev.³⁰² Brüsseli I määruse puhul ilmselt tuleb siiski arvestada asjaolu, et seda saab isikute puhul, kelle alaline elukoht on EL liikmesriigis, sõltumata tema kodakondsusest.³⁰³ Brüsseli I määrus ei kohaldu juhtudel, kui isiku alaline elukoht ei asu EL-s. Kahju tekkimisel on oluline, et see omab kas esmast või vahetat kahju.³⁰⁴ Esmase kahju puhul on tegemist kaitstava varaga, mille puhul tuleb eelnevalt kindlaks teha kaitstav vara ise, misjärel on võimalik teha kindlaks õigusvastasus.³⁰⁵ Kaudne finantskahju või muu kaudne kahju selle alla ei kvalifitseeru, kuna seda peetakse kostja jaoks liialt koormavaks.³⁰⁶

Turukuritarvituse määruse mõistes võib tsiviilvastutus tekkida kauplejate ja nende klientide vahelisest huvide konfliktist³⁰⁷ ja aruandluskohustusega.³⁰⁸ MiFID II näeb ette, et liikmesriigid tagavad, et neil on kehtestatud vajalikud meetmed rikkumise või rahalise kahju tekitamise eest hüvitamise maksmiseks või muid parandusmeetmeid vastavalt siseriiklikule õigusele.³⁰⁹ Tsiviilõiguslik vastutus on siin jäetud iga liikmesriigi kohaldada.

Ameerika Ühendriikides vastutuse osa võib lihtsustatult jagada kolmeks, milleks esimesel juhul on siseteabe kasutamise rasked juhud, nagu näiteks korduvad rikkumised või ühenduse loomine selliste rikkumiste toimepanemiseks.³¹⁰ Teisel juhul on tegemist isikutega, kes teadlikult ja tahtlikult kasutavad tehingute tegemiseks siseteavet ja on sellest tulenevalt rikkunud oma

³⁰¹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 1215/2012, 12. detsember 2012, kohtualluvuse ning kohtuotsuste tunnustamise ja täitmise kohta tsiviil- ja kaubandusajades (uuesti sõnastatud), art 7, p 2.

³⁰² *Ibid*, art 7, p 3.

³⁰³ *Ibid*, art. 4, p 1.

³⁰⁴ Magnus, U., Mankowski, P. (2007). *European Commentaries on Private Law. Brussels I Regulation*. European Law Publishers, 203.

³⁰⁵ *Ibid*, 203.

³⁰⁶ *Ibid*, 203.

³⁰⁷ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 56.

³⁰⁸ *Ibid*, Art. 90(1)(c)

³⁰⁹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, art. 69.

³¹⁰ Baer, M. H. (2017). Insider Trading's Legality Problem. *Yale Law Journal Forum*, Vol. 127, 146.

usalduskohustust ning kolmandal juhul on tegemist isikutega, kelle puhul saab rääkida hooletusest ehk isikud on tehingute tegemisel ignoreerinud asjaolu, et nad on teinud tehinguid olles kasutanud siseteavet ja on seetõttu rikkunud usalduskohustust.³¹¹ Tsviilasjad on reguleeritud föderaalset tasandil tsiviilkohtumenetluse normidega, kus § 8 ja 9 alusel on võimalik hageda kahjuhüvitisenõude saamiseks.³¹² Paragrahvi 8 alusel saab esitada nõudeid, mis ei põhine pettusega seotud asjaoludel ning hagi esitamisel peab olema selle sisu mitte ainult võimalik, vaid ka oma olemuselt usutav.³¹³ Samuti on tsiviilnõudeid käsitletud Ameerika Ühendriikide koodeksis, milles on toodu tsiviilkaristused siseteabega kauplemisel või siseteabe õigusvastase levitamise seadmisega.³¹⁴ Koodeksi paragrahv on leitav *Securities Exchange Act of 1934* jaos 21A.³¹⁵ Kaasaegses siseteabe käsitluses võivad, lisaks töö-, agendi- vms suhetele lisaks tõusetuda usaldus- ja konfidentsiaalsuskohustused ka isiklikes suhetes, nagu näiteks sõprussuhe.³¹⁶ Selline käsitlus põhineb arusaamal, et tsiviil- kui ka kriminaalvastutus on vaadeldav isiklikul tasandil oleva korruptsioonina.³¹⁷ Võimaluse tsiviilasja algatamiseks võimaldab ka määrus 10b-5, mida SEC saab kasutada nii tsiviil- kui ka kriminaalkaristuse määramiseks.³¹⁸ Tsviilasja asja saab algatada kas turujärelevalve poolt, ehk siis SEC, ja/või emitendi aktsionäride poolt, kes on siseteabe alusel tehtud kauplemisega saanud kahju.³¹⁹ Tsviilmenetlus võib seega olla seotud haldus- ja/või kriminaalmenetlusega või olla eraldi tsiviilhagi. Kohus on *Securities and Exchange Commission v. Raj Rajaratnam* otsuses leidnud, et *Securities Exchange Act of 1934* jaos 21A alusel on võimalik rakendada vastutust lisaks kriminaalkaristusele ja trahvidele ka tsiviilmenetluses.³²⁰ Tsviilasjas, sarnaselt kriminaalasjale, võetakse arvesse rikkumise suurust, arvestades väärtpaperite ostu- või müügitehingust teenitud kasu või välditud kahju võrreldes seda teiste aktsionäride tulemiga.³²¹ *Securities and Exchange Commission v. Raj Rajaratnam* kohtuotsuses leiti, et kuna regulatsiooni eesmärk on heidutus, siis tsiviilkaristusena on lubatav

³¹¹ *Ibid*, 146-147.

³¹² Kaplan, H. J. (2014). Corporate Criminal Liability for Insider Trading. *American Bar Association Section of Litigation. Securities Litigation*, Vol. 25, No. 1, 14.

³¹³ *Ibid*, 14.

³¹⁴ 15 U.S. Code, § 78u-1.

³¹⁵ *Securities Exchange Act of 1934, Section 21A*.

³¹⁶ Baumgartel, S. (2016). Privileging Professional Insider Trading. *Georgia Law Review*, Vol. 51, No. 1, 72.

³¹⁷ *Ibid*, 72.

³¹⁸ Walter, N. (2012). Prioritizing Enforcement in Insider Trading. *Yale Law & Policy Review*, Vol. 30, No. 2, 522.

³¹⁹ Sifuna, A. P. (2012). Disclose or abstain: the prohibition of insider trading on trial. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 27, No. 9, 13.

³²⁰ Circuit Upholds Rajaratnam SEC Civil Penalty, Patterson Belknap Webb & Tyler LLP. Kättesaadav: https://casetext.com/analysis/circuit-upholds-rajaratnam-sec-civil-penalty?PHONE_NUMBER_GROUP=P&sort=relevance&resultsNav=false&q, 19.aprill 2020.

³²¹ Sifuna, (2020).*Supra nota*, 20.

arvestada teenitud kasu või välditud kahju arvestamist kolmandate isikute arvelt ning kahjutasu arvestamisel võetakse aluseks kogu skeemi ulatus, mitte ei vaadata rikkuja poolt saadud otsest finantsilist kasu.³²²

EL-i ja Ameerika Ühendriikide on tsiviilvastutuse käsitlused erinevad. Tsiviilvastutuse puhul tuleb EL-s kõigepealt tuvastada, mis on kahju saanud objekt ning seejärel saab tuvastada õigusvastasuse. Tsiviilvastuse korral saab see tugineda lepingulisele- või lepinguvälisele suhtele. Tsiviilnõude puhul tuleb EL-s suuta oma nõue tõendada, arvestades iga liikmesriigi puhul siseriiklikku õigust. Ameerika Ühendriikides on tsiviilvastutuse puhul vajalik kõigepealt selgeks teha, kas isikul oli usalduskohustus aktsionäride ees. Seejärel saab kõiki fakte ja asjaolusid arvestades hinnata kahju suuruse. Erisusena saab välja tuua veel, et EL-s tsiviilhagi on kas füüsiliste- või juriidiliste isikute omavaheline vaidlus, mille võib esitada ka kriminaalmenetluse raames. Ameerika Ühendriikides on õigus tsiviilvaidlus algatada ka järelevalveasutusel ehk tsiviil- ja kriminaalmenetlus võivad toimida koos.

3.2.2. Kriminaalõiguslik vastutus

EL-s pidanud vajalikuks selleks, et juriidilised- ja füüsilised isikud, kes juriidiliste isikute otsustusprotsessides osalevad, kannaks vastutust, tunnistada erinevaid liikmesriikide õiguskordi ning selline õiguskord peaks olema otseselt vastuse omistamise meetoditega seotud.³²³ Turukuritarvitustega võitluses nähakse tulemuslikust kriminaalkaristuse rakendamist kõikides liikmesriikides.³²⁴ Üheks selliseks poliitikaks on ka karistuste miinimumnormid, mis ei keela liikmesriikidel rakendamast ka karmimaid karistusi.³²⁵ Nagu ka tsiviilõigusliku vastutuse puhul peavad kriminaalvastutuse puhul olema vastavad meetmed tõhusad, proportsionaalsed ja hoiatava iseloomuga.³²⁶ Vastutus turukuritarvituse eest peab olema proportsionaalne, võttes arvesse

³²² Circuit Upholds Rajaratnam SEC Civil Penalty, Patterson Belknap Webb & Tyler LLP. Kättesaadav: https://casetext.com/analysis/circuit-upholds-rajaratnam-sec-civil-penalty?PHONE_NUMBER_GROUP=P&sort=relevance&resultsNav=false&q, 19.aprill 2020

³²³ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p. 40.

³²⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/57/EL, 16. aprill 2014, turukuritarvituse korral kohaldatavate kriminaalkaristuste kohta (turukuritarvituse direktiiv), p. 8.

³²⁵ *Ibid*, p. 20.

³²⁶ *Ibid*, p. 18.

teenitud kasu või välditud kahju, samuti teistele isikutele tekitatud kahju, kui see peaks olema asjakohane ja vajalik turgude toimimisele või majandusele laiemalt.³²⁷

Turukuritarvituse direktiiviga on ette nähtud raskete juhtumite puhul vastavad karistused, ei ole turukuritarvituse korral karistuse mõistmiseks vaja tahtlikkust tõendada ega piirduda üksnes raskete juhtudega, kuid riigid peaksid tagama, et see ei tooks kaasa *ne bis in diem* põhimõtete rikkumist.³²⁸ Seda on ähelnud ka Euroopa Kohus, kes leidis, et kriminaal- ja väärteokaristuse kumuleerimine on lubatav, tingimusel, et järgitakse kõiki liidu õigusest tulenevaid piire ja EL põhiõiguste harta artiklis 50 tagatud *ne bis in diem* põhimõttest tulenevaid piire.³²⁹ Kumuleeruv karistuse rakendamine on siseteabega kauplemise takistamiseks lubatud, kui sellega soovitatakse investoreid kaitsta.³³⁰ Põhimõtteliselt on seega võimalik kriminaal- ja halduskaristuste rakendamine sama õigusrikkumise eest. Ühtepidi selline lähenemine võib omada positiivset mõju liidu poolt seatvatele eesmärkidele, mis puudutab finantsturgude kaitset. Samas isikute põhivabaduste kaitse aspektist vaadatuna ei pruugi see anda kõige positiivsemat tulemust. Samuti tekivad täiendavad küsimused finantsturgude üldise toimimise suhtes ja kuidas see mõjutab turuosaliste käitumist, kas siis välditakse tehinguid üleüldiselt või leitakse alternatiivsed võimalused. Samuti võib selline põhiõiguste kaitse nõrgendamine olla autori arvates problemaatiline õiguskindluse tagamise mõttes.

Välkkauplemise puhul on EL näinud õiguskindluse tagamiseks ette kohustuse mitte kasutada eraomandis olevaid seadmeid, vaid selliseid, mis võimaldaksid pädevatel asutustel teha kindlaks käitumist, mis ei ole kooskõlas õigusliku raamistikuga.³³¹ Välkkauplejatel puhul võetakse tehingu mahu hindamisel arvesse lõppkliendi isik, vaadeldava perioodi pikkus, turuaktiivsus ja tegevuse kontsentreerumist ja killustatust.³³² Välkkauplejatel on nõutav tegevusluba ning sellest tulenevalt peavad nad jälgima vastavaid nõudeid ja alluvad järelevalvele.³³³ Õigusrikkumise eest võib, ette näha ja mõista kriminaalkaristusi, kuid on lubatud ka halduskaristused.³³⁴ Kiiruslike eeliseid kasutades võib välkkauplejal sooritada õigusrikkumise siseteabe kasutamise osas, kui läbi

³²⁷ *Ibid*, p. 24.

³²⁸ *Ibid*, p. 23.

³²⁹ Kohtuotsus, 20.03.2018, Di Puma ja Zecca, C596/16 ja C-597/16, EU:C:2018:192, p.26.

³³⁰ Kohtuotsus, 23.12.2009, Spector Photo Group ja van Raemdonck, C45/06, EU:C:2009:806, p. 37.

³³¹ EUROOPA PARLAMENDI JA NÕUKOGU DIREKTIIV 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMPs kohaldatav tekst), p. 57.

³³² *Ibid*, p. 61.

³³³ *Ibid*, p. 63.

³³⁴ *Ibid*, art. 70(1).

seadmete kasutamise analüüsi selgub, et see eksisteerib. Kuna autor ei suutnud tuvastada, et latentsusajale on piirangud, siis on selline õigusrikkumine võimalik. Kuid see sõltub ilmselt ka algoritmi olemusest ning sellest, kuidas see oma töös on programmeeritud käituma ja milliseks otstarbeks see on loodud.

EL-i puhul määratakse rahalised trahvid haldustrahvina, mis peaks omama hoiatavat mõju, kusjuures trahvi määramisel võetakse arvesse saadud kasu või hoidutud kahju, õigusrikkumise kestus ja raskus, kergendavad ja raskendavad asjaolud jms.³³⁵ Trahvide puhul võidakse kasutada kas, siis turukuritarvituse määrusest või siseriiklikust õigusest tulenevat maksimummäära ning väiksemate õigusrikkumiste ja kokkulepete korral võib kohaldada väiksemaid trahvimäärasid.³³⁶ Haldustrahvid on ette nähtud ka MiFID II-s, mille kohaselt peaks olema tõhusad, proportsionaalsed ja hoiatavad, selleks, et MiFID II ja MiFIR nõuetele vastavad isikud neid nõudeid täidaksid.³³⁷

Füüsilisele isikule on siseteabega kauplemise või õigusvastase avaldamise või kihutamise kaasaitamise ja õhutamise eest võimalik kohaldada vajalikke, proportsionaalseid ja hoiatavaid kriminaalkaristusi.³³⁸ Siseteabega kauplemise ja/või õigusvastase avaldamisega seotud süütegude eest on võimalik ette näha maksimumkaristusena vähemalt nelja aastane vangistus.³³⁹

Juriidilise isiku puhul saab selliste tegude eest võtta vastutusele isikud, kellel on õigus juriidilist isikut esindada, teha tema nimel otsuseid või teda kontrollida³⁴⁰ ning samuti ei välistata selliste füüsiliste isikute suhtes kriminaalmenetluse alustamist.³⁴¹ Karistusmeetmetena on juriidiliselt isikult võimalik nõuda rahalisi karistusi või trahve ning rakendada muid vajalikke meetmeid, nagu avalik-õiguslikest meetmetest või abist ilma jätmine, ajutine või alaline ettevõtluskeeld, kohtulik järelevalve, sundlõpetamine või likvideerimine ja rikkumise toime pannud üksuse ajutine või lõplik sulgemine.³⁴² Sellest nähtub, et EL regulatsioonid näevad ette küllaltki laiapõhjalisi

³³⁵ Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst), p.71.

³³⁶ *Ibid*, p 71.

³³⁷ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014, p. 141.

³³⁸ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/57/EL, 16. aprill 2014, turukuritarvituse korral kohaldatavate kriminaalkaristuste kohta (turukuritarvituse direktiiv), art. 7(1).

³³⁹ *Ibid*, art. 7(2).

³⁴⁰ *Ibid*, art. 8(1).

³⁴¹ *Ibid*, art. 8(3).

³⁴² *Ibid*, art. 9(1).

meetmeid selleks, et isikuid vastutusele võtta. Turukuritarvituse direktiivist nähtub, et juriidilise isiku puhul on võimalik rakendada rahalist karistust või trahvi koos lisameetmetega.

Ameerika Ühendriikides on siseteabega kauplemise puhul enamasti ei ole vastutusele võetud juriidilised isikuid, vaid üldjuhul nende töötajaid.³⁴³ Näiteks *United States v. Gupta* juhtumi puhul tuli ettevõttel lisaks kriminaalkaristusele hüvitada Goldman Sachs pangale nende tasud ja kulutused, mida pank uurimisele kulutas.³⁴⁴ Vastutus tekib sõltuvalt sellest, kas kohustus tuleneb nn klassikalisest teooriast, kus kaubeldakse materiaalse avalikustamata informatsiooniga³⁴⁵ või ebaseadusliku omastamise teooria, mille kohaselt siseteabega kaupleb isik, kes on ettevõtte insaider või vihje andja.³⁴⁶ Kriminaalvastutust reguleerivad põhiliselt *Securities Exchange Act of 1934* paragrahvid 10(a), 10b-5 ja 32(a).³⁴⁷ Kui näiteks paragrahvi 10b-5 alusel on nii tsiviil- kui ka kriminaalasja algatamine sarnased, siis erinevus tuleb sellest, et kriminaalasjas peab olema tahtlus ning tsiviilasjas peab hageja tõendama, et kostja on sellise teo teinud teadlikult.³⁴⁸ Kriminaalvastutuse eeldusteks on tahtlus, mida kohus on tõlgendanud selliselt, et teo sooritaja peab olema aru saanud, et ta on sooritanud seadusvastase teo.³⁴⁹ Selline käsitlus koosneb kahest osast: esiteks peab süüdistatav mõistma teguviisi seadusvastasust ning teiseks peab olema seadusvastane tegu olema sooritatud teadlikult ja tahtlikult, kusjuures hooletus, süütu viga või tahtmatus selle alla ei kvalifitseeru.³⁵⁰ Spetsiifiline või kindel kavatsus ei ole seejuures oluline, vaid piisab, kui on olemas oht seaduse rikkumiseks.³⁵¹ Ebaseadusliku omastamise teooria nõrgaks kohaks on peetud asjaolu, kui isik ei ole informatsiooni omastanud õigusvastaselt võib ta sellist informatsiooni vabalt kasutada.³⁵²

Siseteabega kauplemise või vihje andmise vms eest on SEC-l võimalik alustada menetlust kriminaaltrahvi määramiseks.³⁵³ Tõendamaks, et isikul on kavatsus sooritada õigusrikkumine Ameerika Ühendriikide vastu, mh väärtpaberitega seotud kuritegu, peab „riik“ tõendama, et

³⁴³ Kaplan, (2014). *Supra nota*, 19.

³⁴⁴ *Ibid*, 19.

³⁴⁵ Baumgartel, (2016). *Supra nota*, 76.

³⁴⁶ *Ibid*, 83.

³⁴⁷ Neha, J. (2004). Significance of mens rea in insider trading. *Company Lawyer*, Vol. 25, No. 5, 136.

³⁴⁸ *Ibid*, 136.

³⁴⁹ Felsenthal, A. (2013). The Blindsided Insider: Insider Trading Liability for Supervising a Rogue Trader. *Cleveland State Law Review*, Vol. 61, No. 1, 192.

³⁵⁰ *Ibid*, 192.

³⁵¹ *Ibid*, 192.

³⁵² Cox, C. C., Fogarty, K. S. (1988). Bases of Insider Trading Law. *Ohio State Law Journal*, Vol. 49, No. 2, 366.

³⁵³ Walter, (2012). *Supra nota*, 522.

eksisteerib kokkulepe kostja ja teiste vahel seadusvastase toimepanemise osas, eksisteerib tahtlus õigusvastase teo toimepanemiseks ning on ilmselge tegu asja edendamiseks.³⁵⁴ Sarnaselt on võimalik vastutusele võtta ka isikut, kes on seadusvastase teo toimepanijat aidanud, nõu andnud, käskinud, sellise teo esile kutsunud või on isikut teole õhutanud.³⁵⁵ Selle nõrkuseks võib ilmselt pidada ka asjaolu, et võimalikku siseteabe kasutamist välkkauplemise puhul on tänaseks kahlustatud korduvalt, kuid karistus selle eest on määratud korra, kus SEC määras trahvi NYSE Euronext börsile võimaldades infole juurdepääsu varem, kui pidanuks ning millega börs rikkus vastavusnorme *Regulation NMS* § 603(a) ja ja väärtpaberituru seaduse § 17a-1 mõistes.³⁵⁶ Autor juhib siinkohal tähelepanu, et tehingu teinud isik selle eest karistada ei saanud ehk ilmselt ei suutnud järelevalve piisava kindlusega öelda, et siseteabe kasutamine kaupleja poolt aset leidis. See tähendab algoritmid on võimelised turule panema orderid ja vajadusel suurel hulgal ja oluliseks muutub järelevalve roll, tuvastamaks, kas info põhjal orderite sisestamine tuleneb algoritmi eripärast või on kellelgi olnud eelteadmised ja on algoritmi loonud vastavalt sellisele teadmisele. Samuti võib sellisel juhul olla oluline, kuidas informatsiooni jagatakse, kas on selleks erinevad info kanalid ja millist infot läbi nende infokanalite jagatakse, kuidas need kanalid on üles seatud ja millistele nõuetele need peavad vastama.

Siseteabega kauplemise või selle õigusvastase kasutamise eest võib määrata nii rahatrahvi kui ka vanglakaristuse.³⁵⁷ Vanglakaristuse määramisel saab süüdimõistev otsus tulla juhul, kui see on väljaspool mõistlikku kahtlust.³⁵⁸ Ainuüksi rahatrahvi määr või näiteks emitendi juhtivale isikule, aktsionärile, töötajatele jms olla kuni kaks miljonit dollarit ning ei ole välistatud ka tsiviilvastutus.³⁵⁹

Kui vaadata EL-s ja Ameerika Ühendriikides kehtivat regulatsiooni, siis võib öelda, et EL-i regulatsioonid näevad ette siseteabega kauplemise, õigusvastase avaldamise ja siseteabega kauplemisel õhutamise keeldu absoluutsena. Kahe õigussüsteemi vahe moodustab ka tahtluse käsitlus. EL puhul ei ole tahtlus oluline, vaid piisab, kui on sooritatud õigusvastane tegu, samas kui Ameerika Ühendriikides on tahtluse tõendamisel oluline roll. Ameerika Ühendriikide puhul

³⁵⁴ Felsenthal, (2013). *Supra nota*, 192.

³⁵⁵ *Ibid*, 192.

³⁵⁶ U.S. Securities and Exchange Commission. (2014). Press Release. SEC Charges New York Stock Exchange for Improper Distribution of Market Data. Kättesaadav: <https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-189htm>, 18. aprill 2020.

³⁵⁷ Baumgartel, (2016). *Supra nota*, 119.

³⁵⁸ Sifuna, (2012). *Supra nota*, 13.

³⁵⁹ *15 U.S. Code*, §78ff(a).

on oluline informatsiooni saamise allikas ja kas isikul võib olla usalduskohustus. Keeld ei ole absoluutne ja siseteabe omastamine iseenesest ei ole keelatud, kuid sellisel juhul tuleb tehingust hoiduda või enne tehingu teostamist informatsioon avaldada. Karistuste osas esinevad samuti erisused. Näiteks on EL lisaks rahalistele karistustele ja trahvidele ning võimalikule vangistusele näinud ette ka muud meetmed, mis teoreetiliselt peaks andma lisagarantii, et isikutel puudub huvi kas siis siseteabega kaubelda või seda õigusvastaselt avaldada. Oluline on järelevalve võimekus ja võimalikud informatsiooni jagamise meetodid ja nende vastavusnormid.

Välkkauplejad kasutavad erinevaid tehnoloogilisi lahendusi, mis koosmõjus loovad võimaluse siseteabe õigusvastaseks kasutamiseks. Sellised tehnoloogilised võimalused tulevad patenteeritud algoritmi, ühispaiknemis- ja tasulise informatsiooni teenuse kasutamisest, fiiberoptilise kaabli ja võimsate arvutite kasutamisest. Samuti sõltub informatsiooni saamise kiirus latentsusest, mida madalam see on seda kiiremini jõuab teave kauplejani. Siseteabe õigusvastase kasutamise vältimise puhul on seega oluline, kuidas toimub informatsiooni jagamine ja töötlemine. Investorige kaitse ja võrdse kohtlemise printsiibi puhul on seetõttu vajalik, et informatsiooni jagamine toimub ühetaoliselt ja samal ajal. Mida madalam see on seda kiiremini saab informatsioonile ligipääsu. EL-s on välkkauplejatel registreerimis ja aruandluskohustus ning samuti on kohustus tehingute andmete säilitamiseks, siis läbi selle on võimalik mõjutada nende käitumist. Siseteabe alusel kauplemise puhul on EL näinud ette, et vastutusele võetakse juriidiline isik, kui ka selle otsustusprotsessides osalevad füüsilised isikud. Selleks on võimalik määratta kriminaalkaristused ning sama asja puhul rakendada halduskaristusi. Kriminaalkaristus võib olla kriminaaltrahvina, kuid ka lisaks vangistus. Samuti on lisakaristustena võimalik kasutada täiendavaid meetmeid, nagu avalik-õiguslikest meetmetest või abist ilma jätmine, ettevõtluskeeld, kohtulik järelevalve, sundlõpetamine või likvideerimine ja rikkumise toime pannud üksuse ajutine või lõplik sulgemine. EL-i õigus ei ole siseteabe alusel kauplemise puhul vajalik tahtlust tõendada. Lisaks peavad siseteabe alusel kauplemisega õigusrikkumise toime pannud isikud arvestama, et neil võib tekkida tsiviilvastutus. Tsiviilvastutus saab olla kas õigusvastase kahju tekkimisega, alusetu rikastumisega, volitusteta asjaajamisega või lepingueelse vastutusega. Tegemist ei pea olema lepingulise suhtega.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö eesmärgiks on uurida, millised õiguslikud probleemid kaasnevad välkkauplemisega ning kuidas see mõjutab turukuritarvituse määrusega reguleeritud siseteabe kasutamist. Töös uuris autor, kas välkkauplejatel on võimalik teostada tehinguid selliselt, et EL-s kehtiv regulatsioon ei täida oma eesmärki.

Töös püstitas autor hüpoteesi, et välkkauplemine võimaldab teostada tehinguid enne, kui avaldatud informatsioon on täielikult jõudnud turuosalisteni, andes välkkauplejatele olulise eelise ning seetõttu EL-s kehtiv regulatsioon ei täida oma eesmärki ning ei taga turuosaliste suhtes võrdset kohtlemist teabe kättesaadavusel ja turu usaldusväarsust. Püstitatud hüpoteesi uurimiseks kasutas autor kvalitatiivset uurimismeetodit, analüüsis õiguskirjandust, õigusakte ja kohtupraktikat ning juhendeid ning EL-i ja Ameerika Ühendriikide regulatsioonide võrdlust.

Käesoleva magistritöö esimeses osas analüüsis autor välkkauplemist ja selle olemust. Välkkauplemine kujutab endast algoritmkauplemise ühte vormi, mille põhiline komponent on algoritm, mis on võimeline ilma inimsekkumiseta tegema erinevaid tehinguid. Välkkauplemise puhul kasutatakse erinevaid strateegiaid, millega teostatakse kas nt arbitraaži- või turutegemise strateegiaid, mis ei ole õigusvastased. Samas võimaldab välkkauplemisel kasutatav tehnoloogia teostada tehinguid, mis võimaldab siseteabe õigusvastast kasutamist. Välkkauplemisega kaasnevad positiivsed mõjud, kuid ka riskid. Positiivsete mõjudena on kindlasti turule täiendava likviidsuse pakkumine ja tehingute pealt kulude kokkuhoid, mis puudutab ka tavainvestoreid, ning samuti on maandatud riskid, kuna välkkauplejad üldjuhul turgude sulgemise ajaks positsioonid sulgevad. Välkkauplemise puhul tuleb arvestada informatsiooni asümmeetriast ja süsteemsest riskist tulenevate riskidega, mis võivad mõjutada turu liikumisi. Informatsiooni asümmeetria ei pruugi olla siiski tekkinud eraldi infoväljast, vaid pigem sellest kui kiiresti on võimalik informatsioon kätte saada, millega saavutatakse turul teiste kauplejate ees eelis.

Välkkauplemise regulatsioon on EL-s oluliselt täpsem ja põhjalikum ning võrreldes Ameerika Ühendriikidega on EL-s rohkem nõudeid ja kohustusi. Välkkauplejad peavad olema registreeritud ning neil on teavitamiskohustus. Samuti peavad olema loodud piisavalt head süsteemid tagamaks nende toimimine, vastavusnõuete täitmise ja riskikontrolli loomise kohustus. Tehingute kohta on kohustus säilitada võimalikult täpsed andmed, sh tehingu aeg, maht, hinnad. Samuti eksisteerivad EL-i õiguses mõningad nõuded ja kohustused, mida Ameerika Ühendriikides ei ole reguleeritud

nagu nõue minimaalsele latentsusajale, hinnaliikumiste monitoorimine ja kauplemiskohtadel nõuete kehtestamise kohustused.

Magistritöö teises osas analüüsis autor siseteabe ja välkkauplemise regulatsiooni EL-s ja Ameerika Ühendriikides. EL-i õiguses on siseteave määratletud kui täpset laadi avalikustamata teave emitendi või finantsinstrumendi kohta ning mille avaldamisel on tõenäoliselt emitendi või finantsinstrumendi hinnale oluline mõju. EL-i määratlus näeb ette kolme põhikomponenti, milledeks on teabe täpsus, teave ei ole avalik ja teabe oluline mõju hinnale. Teabe täpsust tuleb iga juhtumi puhul eraldi hinnata. Kriitikat on saanud hinna olulise mõju kohta käivad suunised, mille puhul osa kriitikud on seisukohal, et varasemat kriitikat selle selgemaks tegemiseks pole kuulda võetud ja see jätab endiselt palju ruumi tõlgendusteks. Hinna liikumise mõju puhul pole teatav aeg nõutav, vaid piisab kui selline hinna liikumine toimub.

Ameerika Ühendriikide siseteabe regulatsioon käsitleb siseteavet EL-st erinevalt. Siseteabe määratlus seaduses puudub ning selle on sisutanud kohtud. Siseteave on määratletud kui avalikustamata materiaalne informatsioon. Läbi selle on tekkinud kaks teooriat – klassikaline ja ebaseadusliku omastamise teooria. Klassikaline teooria põhineb usalduskohustusel ehk isik vastutab sel juhul, kui suudetakse tõendada, et tal on emitendi ja selle aktsionäride ees usalduskohustus. Ebaseadusliku omastamise teooria kohaselt on eeldatud, et informatsioon on saadud ebaseaduslikult ja seega on kohustus tehingu teostamisest hoiduda. Ameerika Ühendriikide regulatsioon ja kohtulahendid jätavad siseteabe mõistesse teatava umbmäärasuse, samas kui EL-i õiguses on see selgelt määratletud. EL-i käsitluses on ka siseteabe edastamine õigusvastane tegu, samas Ameerika Ühendriikides sellest üksi ei piisa.

EL-s võib teabe avaldamine olla kas õiguslik või õigusvastane, sõltuvalt sellest, kuidas teave ja mille käigus selline teave on avaldatud. Samuti on õigusvastane teisi mõjutav või soovitus edastav teave, mis põhineb siseteabel. Ameerika Ühendriikides on jäetud võimalus kas siis tehingust hoiduda või tuleb see sellisel juhul avaldada. EL-i on siseteabe kasutamine keeld absoluutne ning seda vaadatakse turu ühtsuse, stabiilsuse ja läbipaistvuse vaatenurgast. Ameerika Ühendriikides kohtu poolt seaduse tõlgendamine viitab sellele, et informatsiooni käsitletakse pigem kui omandit ehk sellega tekib vastutus teabe algse allika ees.

Töö kolmandas osas analüüsis autor siseteabe õigusvastase kasutamisega kaasnevat vastust. Töös analüüsiti tsiviil- ja karistusõiguslikku vastutust ning halduskaristuste osa kasutas autor ainult juhul, kui pidas seda vajalikuks. Tsiviilvastutuse puhul on EL-s vajalik tuvastada kahju objekt ja seejärel õigusvastastus, kusjuures saab tugineda kas lepingulisele või lepinguvälisele suhtele.

Ameerika Ühendriikides on jällegi oluline, kas avalikustamata informatsiooniga kaubelnud isikul oli usalduskohustus. Erisus EL-ga tuleneb ka sellest, et Ameerika Ühendriikides võib tsiviilasja algatada ka järelevalve. EL-s on see siiski kas juriidiliste- või füüsiliste isikute omavaheline vaidlus.

EL-s on siseteabega kauplemise, õigusvastane avaldamise ja siseteabega kauplemisele õhutamise keeld absoluutne. Tahtlus ei ole oluline, vaid piisab kui õigusvastane tegu on sooritatud. Ameerika Ühendriikide õigusruumis on oluline roll tahtluse tõendamisel. Puhtalt fakt, et avalikustamata informatsiooniga kaubeldi ei pruugi olla piisav, et võtta kriminaalvastutusele. Tahtluse puhul on oluline, et isik mõistis teo seadusvastasust ning seadusvastane tegu olema sooritatud teadlikult ja tahtlikult. Seega EL-i regulatsioon, juhul, kui tuvastatakse, et isik kauples siseteavet kasutades võimaldab hoolimata sellest kas tegu oli tahtlik või mitte isikut vastutusele võtta. Karistuse meetmetena on EL-s lisaks kriminaal- ja halduskaristustele määrata ning kasutada täiendavaid meetmeid. EL-s tegutsevatel välkkauplejatel on vajalik tegevusluba, mis toob kaasa teatavad nõuded ja kohustused, sh andmete säilitamise nõue, millega on võimalik hiljem tuvastada millal ja kuidas on tehinguid sooritatud.

Käesolevas magistritöös püstitatud hüpoteesis sai kinnitust, osas, mis puudutab võimalust jõuda teabeni enne teisi turuosalisi. Analüüsi tulemusel jõudis autor järeldusele, et välkkauplejate poolt kasutatav tehnoloogia, mis sisaldab patenteeritud algoritmi, ühispaiknemisteenuse ja informatsiooni jagamise teenuse kasutamist, koosmõjus strateegiatega, tänu millele jõutakse teabeni enne teisi turuosalisi, võimaldavad siseteabe õigusvastast kasutamist. Hüpotees ei saanud kinnitust osas, et EL-s kehtiv regulatsioon ei täida oma eesmärki ning ei taga turuosaliste suhtes võrdset kohtlemist teabe kättesaadavusel ja turu usaldusväärsust. EL-i regulatsioonid kohustavad välkkauplejaid registreerima ja esitama aruandlust, samuti on kohustus tehingute andmete säilitamiseks, läbi mille on võimalik tuvastada kas on toimunud siseteabe õigusvastane kauplemine. Siseteabe kasutamise keeld on EL-s absoluutne ning sellest tulenevalt tekib õigusvastase käitumise puhul kriminaalõiguslik vastutus läbi, mille on võimalik määrata karistusi nii juriidilisele isikule, kui ka selle otsustusprotsessides osalenud füüsilistele isikutele. Kriminaalkaristus võib olla rahalise karistusena, kuid füüsiliste isikute puhul ka vangistusena. EL-i regulatsioonid näevad ette võimaluse kasutada seejuures lisakaristusi, nagu abimeetmetest ilma jätmine, kohtulik järelevalve, likvideerimine ja sundlõpetamine jms. Siseteabe õigusvastase kasutamise puhul on võimalik tsiviilvastutuse tekkimine, mis võib olla õigusvastase kahju tekkimisega, alusetu rikastumisega, volitusteta asjaajamisega või lepinguelse vastutusega.

SUMMARY

High-frequency trading regulation and possible legal problems in the use of inside information on high-frequency trading in European Union law

Marko Künnapas

The aim of this thesis is to analyze the legal problems associated with high-frequency trading and how it affects the use of inside information regulated by the Market Abuse Regulation. Author analyzed whether high-frequency traders can carry out trades in a way that the regulation in force in the European Union does not fulfill its purpose.

In this thesis author hypothesized that high-frequency trading allows to execute trades before the information had been made public and reached market participants, giving high-frequency traders significant advantage and therefore European Union regulations do not serve their purpose and guarantee equal treatment of market participants in terms of information availability and market reliability. To analyze the hypothesis, the author used a qualitative research method by analyzing the legal literature, case law and guidelines and comparison of United States and European Union regulation.

In the first part of this thesis the author analyzed high-frequency trading and its nature. High-frequency trading is a form of algorithmic trading, of which the algorithm is the main component that can perform various trades without human intervention. High-frequency trading uses variety of strategies, for example arbitrage or market making, which are not illegal. However, at the same time the technology used in high-frequency trading is enabling to carry out trades, which allows the illegal use of inside information. High-frequency trading can have positive effects, but it also carries risks. The positive effects are the provision of additional liquidity to the markets and lower cost of transactions, which also affects retail investors, as well as the mitigation of risks, as high-frequency traders generally close positions when markets close. In high-frequency trading it is necessary to assess risks arising from information asymmetries and systemic risk that may affect market movements. However, the information asymmetry may not be due to a separate information field, but also how quickly the information can be obtained, which gives high-frequency traders the edge over other market participants.

High-frequency trading regulation in European Union, compared to United States regulation, is much more precise and comprehensive and has more requirements and obligations. High-

frequency traders in European Union must be registered and they have a duty to notify. High-frequency traders must have effective systems that are resilient and have sufficient capacity and have their risk management controls in place. Also, the duty to keep precise data information, such as trade times, volume, prices. There are also some requirements and duties in European Union regulation that are not regulated in United States, such as the requirement for minimal latency period, the monitoring of price movements and the obligations to trading venues.

In the second part of the master's thesis, the author analyzed the inside information regulation in the European Union and the United States. In European Union law, inside information is defined as information of a precise nature, which has not been made public and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those issuers or financial instruments price. The European Union definition sets out three main components, the precise nature of the information, the information is not public and the material impact on the price. The precise nature of the information must be assessed case by case. The guidelines to explain the precise nature of information have also been criticized for failing to address the former criticism to clarify it and there is still a lot of room for interpretation. The price movements are not required to have certain time, but it is sufficient if such a price movement occurs.

The United States regulation deals with insider information differently than in the European Union. The law does not specify what is inside information and it has been defined by courts. Inside information is defined as undisclosed material information. Two theories have emerged – classical theory and misappropriation theory. The classical theory is based on a breach of duty, i.e. the person is responsible if it can be proved that the insider had a duty in front of the issuer and its shareholders. According to misappropriation theory, it is assumed that the information has been obtained unlawfully and therefore the person has the obligation disclose the information or abstain from trading. Regulations and case law in the United States leave a certain degree of uncertainty in the concept of inside information, while in European Union it is clearly defined. The European Union law considers the provision of inside information as an unlawful act, while in the United States law this is not enough.

In the European Union, disclosure of information can be legal or unlawful, depending on how the information obtained and on what grounds it is obtained. It is also unlawful to disclose information in a manipulative manner or as a recommendation when it is based on inside information. In the United States it is necessary to either abstain from trading or disclose the information. In the European Union, the ban to use inside information is absolute and it is viewed from the market

unity, stability, and transparency perspective. In the United States the interpretation of the law implies that information is considered as a property and therefore the fiduciary duty is to the original source of that information.

In the third part of the thesis the author analyzed the liabilities arising from the unlawful use of inside information. Civil and criminal liabilities were analyzed in this thesis and author used administrative penalties only if it was necessary. In case of the civil liability, in the European Union law it is necessary to identify the object of the damage and then the unlawfulness of the act, and it can be relied either contractual or non-contractual relationship. However, in the United States it is important to identify if the person, who traded based on inside information, had a fiduciary duty. The difference also is that in the United States civil case can be initiated administrative body. In the European Union it is a dispute between legal- or natural persons.

In the European Union, the ban to trade based on inside information, to unlawfully disclose inside information and to encourage to trade based on inside information is unlawful. It is not necessary to prove intent and the action itself is considered enough. However, in the United States law intent has significant role. Merely the fact, that it was traded based on the inside information may not prove to be enough to find person criminally liable. In the case of intent, it is important that the person knew the act was illegal and the act had to be done knowingly and willingly. Therefore, the European Union regulation finds the person, if discovered that the person traded based on inside information, liable and it does not matter if the act was done intentionally or not. In the European Union it is possible, in addition to criminal- and administrative penalties, to impose additional measures. High-frequency traders in the European Union must have license and therefore they must meet certain requirements and obligations, i.e. data retention requirement, in which it is possible later to identify how and when the trades were executed.

In this master's thesis, the hypothesis was confirmed as regard to the possibility of reaching the information before other market participants. As a result of the analysis, the author concluded that the technology used by the high-frequency traders, which includes patented algorithm, co-location and the data sharing service, used with some strategies, results that the information is being obtained before other market participants and therefore allows the unlawful use of inside information. The hypothesis was not confirmed regarding that the European Union law does not fulfill its objective and does not ensure equal treatment of market participants regarding the availability of information and the reliability of the market. The European Union law requires the high-frequency traders to be registered and reporting duties, as well as obligation to keep records

of their trades, through which it is possible to identify any unlawful trade. The prohibition of the use of inside information in the European Union is absolute and in the case of any unlawful conduct criminal liability arises through which penalties can be imposed on both the legal persons and the natural persons who were participating in the decision making process. Criminal penalties can be pecuniary penalties, but in the case of natural persons it may also be imprisonment. European Union regulations provide additional penalties, such as exclusion from entitlement to public benefits or aid, judicial supervision, judicial winding-up, temporary, or permanent closure of establishments. In the case of unlawful use of inside information, the civil liability can arise from unlawful damage, unjust enrichment, unauthorized dealings, and pre-contractual liability.

KASUTATUD KIRJANDUS

Raamatud

1. Bergborsson, A. F. (2018). *What is Market Manipulation? An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context*. Brill Research Perspectives
2. Magnus, U., Mankowski, P. (2007). *European Commentaries on Private Law. Brussels I Regulation*. European Law Publishers
3. Moloney, N. (2014). *EU Securities and Financial Markets Regulation, 3rd edition*. Oxford University Press
4. Salger, A. C. (2020). *Dark trading: Shedding Light on Us and Eu Regulation of the Securities Markets Dark Sector*. De Gruyter

Teadusartiklid

5. Abedine, A. (2018). The Symbiosis of High Frequency Traders and Stock Exchanges: A Macro Perspective. *New York University Journal of Law and Business*, Vol 14, No. 2
6. Adrian, J. (2016). Informational Inequality: How High Frequency Traders Use Premier Access to Information to Prey on Institutional Investors. *Duke Law & Technology Review*, Vol. 14, 256-279
7. Allen, H. J. (2018). The SEC as Financial Stability Regulator. *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, No. 4, 715-774
8. Avram, M. (2014). Software Legal Protection: Shaping the EU Software Patent. *Amsterdam Law Forum*, Vol. 6, No. 2 (Spring 2014), 20-50
9. Baer, M. H. (2017). Insider Trading's Legality Problem. *Yale Law Journal Forum*, Vol. 127, 129-149
10. Bainbridge, S. M. (2005). Overview of Insider Trading Law - Lessons for the EU. *European Company Law*, Vol. 2, No. 1, 22-26
11. Balp, G., Strampelli, G. (2018). Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era. *University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy*, Vol. 2018, No. 2, 349-406
12. Batog, C. (2015). Blockchain: A Proposal to Reform High Frequency Regulation. *Cardozo Arts & Entertainment Law Journal*, Vol. 33, No. 3, 739-770

13. Baumgartel, S. (2016). Privileging Professional Insider Trading. *Georgia Law Review*, Vol. 51, No. 1, 71-120
14. Becker, L. (2011). Regulating Risk: Regulators Say Cooperation and a Better Understanding of the Market are the Keys to Mitigating Systemic Risk – But Plenty of other Challenges Remain. *International Financial Law Review*, Vol. 30, No. 4, 57
15. Benveгна, B. A. (2017). A Guiding Light to a More Efficient Market: Why High-Frequency Trading is Not a Flash in the Dark. *Journal of International Business and Law*, Vol. 16, No. 2, 309-332
16. Cox, C. C., Fogarty, K. S. (1988). Bases of Insider Trading Law. *Ohio State Law Journal*, Vol. 49, No. 2, 353-372
17. Crimmins, S. J. (2013). Insider Trading: Where is the Line. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2013, No. 2, 330-3681
18. Crump, L. C. (2015). Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading. *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, Vol. 22, no. 1, 161-193
19. Davis, K. R. (2017). The Equality Principle: How Title VII Can Save Insider Trading Law. *Cardozo Law Review*, Vol. 39, No. 1, 199-244
20. Engle, E. (2008). Insider Trading in U.S. and E.U. Law: a comparison. *European Business Law Review*, Vol 26, 465-490
21. Felsenthal, A. (2013). The Blinded Insider: Insider Trading Liability for Supervising a Rogue Trader. *Cleveland State Law Review*, Vol. 61, No. 1, 167-194
22. Fox, M. B., Glosten, L. R., Rauterberg, G. V. (2018). Informed Trading and Its Regulation. *Journal of Corporation Law*, Vol. 43, No. 4, 817-898
23. Fuhrmann, B. (2017). Produktinterventionen Durch BaFin und ESMA. *Anglo-German Law Journal*, Vol. 3, 63-113
24. Goldsmith, B. (2012). Regulatory challenges with respect to high frequency trading. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 27. No. 1, 19-26
25. Gould, A. L. (2011). Regulating High Frequency Trading: Man v. Machine. *Journal of High Technology Law*, Vol. 12, No. 1, 273-329
26. Gwynne, R. (2011). Rome II Regulation. *Business Law International*, Vol. 12, No. 3, 293-316
27. Heminway, J. M. (2018). Tipper/Tippee Insider Trading as Unlawful Deceptive Conduct: Insider Gifts of Material nonpublic Information to Strangers. *Washington University Journal of Law & Policy*, Vol. 56, 65-100

28. Heminway, J. M. (2003). Save Martha Stewart – Observations about Equal Justice in U.S. Insider Trading Regulation. *Texas Journal of Women and the Law*, Vol. 12, No. 2, 247-286
29. Jandari, Y. (2019). Compliance in Global Markets Essay: The Importance of Identifying and Preventing Market Abuse, and the Role of Compliance and Regulators in Achieving This. *Queen Mary Law Journal*, Vol 10, p. 95-114
30. Johnson, N. K. (2017). Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools. *Journal of Corporation Law*, Vol. 42, No. 4, 833-886
31. Kaplan, H. J. (2014). Corporate Criminal Liability for Insider Trading. *American Bar Association Section of Litigation. Securities Litigation*, Vol. 25, No. 1, 1-25
32. Kim, S. H. (2014). Insider Trading as Private Corruption. *UCLA Law Review*, Vol. 61, No. 4, 928-1009
33. Klock, M. (1994). Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Inside Trading. *Georgia State University Law Review*, Vol. 10, No. 2, 297-336
34. Korsmo, C. R. (2014). High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy. *University of Richmond Law Review*, Vol. 48, No. 2, 523-610
35. Latui, J. (2011). Disclosure of Inside Information and Troubled Financial Institutions: A Critical Analysis of Member State Practice. *Law and Financial Markets Review*, Vol. 5, No. 1, 62-76
36. Lepetic, J. (2012). Public disclosure of inside information. *Annals of the Faculty of Law in Belgrade – International Edition*, Vol. 2012, 188-206
37. Lin, T. C. W. (2013). The New Investor. *UCLA Law Review*, Vol. 60
38. Markham, J. W. (2019). Regulating the Scale of Stock Exchange Market Data to High-Frequency Traders. *Florida Law Review*, Vol. 71, No. 5, 1209-1260
39. McNamara, S. (2016). The law and Ethics of High Frequency Trading. *Minnesota Journal of Law, Science and Technology*, Vol. 17, No. 1, 71-152
40. Montagano, C. P. (2012). The Global Crackdown on Insider Trading: A Silver Lining to the Great Recession. *Indiana Journal of Global Studies*, Vol. 19, No. 2, 575-598
41. Morelli, M. (2017). Implementing High Frequency Trading Regulation: A Critical Analysis of Current Reforms. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol. 6, No. 2, 200-229
42. Mülbart, P. O., Sajnovits, A. (2017). The Element of Trust in Financial Markets Law. *German Law Journal*, Vol. 16, No. 1, 16
43. Neha, J. (2004). Significance of mens rea in insider trading. *Company Lawyer*, Vol. 25, No. 5, 132-140

44. O'Connel, K. (2019). Has Regulation Affected the High Frequency Trading Market. *Catholic University Journal of Law and Technology*, Vol. 27, No. 2, 145-172
45. Park, J. J. (2018). Insider Trading and the Integrity of Mandatory Disclosure. *Wisconsin Law Review*. Vol. 2018, No. 6, 1133-1192
46. Pasquale, F. (2015) Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High Frequency Trading, *Cardozo Law Review*, Vol 36, 2085
47. Patkar, A. (2016). Technology Innovations in Securities Trading: Can SEBI's Bicycle Catch the High-Frequency Trading Ferrari. *Indian Journal of Law and Technology*, Vol. 12, 24-52
48. Prewitt, M. (2012) High-Frequency Trading: Should Regulators Do More. *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, Vol. 19, No. 1, 131-162
49. Procter, A., Anderson, K., Ninan, C., Everitt, K. (2019). Update on the market abuse regime. *Compliance Officer Bulletin, Sweet & Maxwell and its Contributors*, Vol. 168, 1-42
50. Ryder, S. (2014). How to Prevent Future Flash Crashes and Restore the Ordinary Investors' Confidence in the Financial Markets: The Implementation of Circuit Breakers and Speed Limits to Help Enforce the Market Access Rule. *Colorado Technology Law Journal*, Vol. 12, No. 1, 265-xii
51. Sharma, N. P. (2018). A Reading into Insider Trading: Concept, Cases, Consequences and Countermeasures. *NJA Law Journal*, Vol. 12, 113-142
52. Sifuna, A. P. (2012). Disclose or abstain: the prohibition of insider trading on trial. *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 27, No. 9, 1-20
53. Silane, C. (2009). Electronic Data Theft: A Legal Loophole for Illegally Obtained Information – A Comparative Analysis of U.S. and E.U. Insider Trading Law. *Seton Hall Circuit Review*, Vol. 5, No. 2, 333-372
54. Sokol, E. N. (2016). High Frequency Litigation: SEC Responses to High Frequency Trading as a Case Study in Misplaced Regulatory Priorities. *Columbia Science and Technology Law Review*, Vol. 17, No. 2, 402-469
55. Spatt, S. C. (2010). Regulatory Conflict: Market Integrity vs. Financial Stability. *University of Pittsburgh Law Review*, Vol. 71, No. 3, 625-640
56. Steinberg, M. I. (2003). Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis. *International Lawyer (ABA)*, Vol. 37, No. 1, 153-172
57. Sweet & Maxwell and its Contributors. (2018). Update on the market abuse regime. *Compliance Officer Bulletin*, Vol 154, 1-37

58. Vazques, L. I. (2017) High Frequency Trading: Is Regulation the Answer. *Wake Forest Journal of Business and Intellectual Property Law*, Vol 17, No. 2, 151-177
59. Walter, N. (2012). Prioritizing Enforcement in Insider Trading. *Yale Law & Policy Review*, Vol. 30, No. 2, 521-530
60. Woodward, M. (2017). The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union. *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 50, No. 5, 1359-1394
61. Young, T. (2014). How to Regulate a Secret: The Clandestine Natur of High-Frequency Trading Makes It Nearly Impossible to Police; Thankfully, a New and Fairer Market is Emerging. *International Financial Law Review*, Vol. 33, No. 5, 34-38
62. Yadav, Y. (2015). How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 68, No. 6, 1607-1672
63. Yadav, Y. (2016). Insider Trading and Market Structure. *UCLA Law Review*, Vol. 63, No. 4, 968-1033
64. Yadav, Y. (2015). Rethinking Insider Trading Regulation. *Jotwell: The Journal of Things We Like*, Vol. 2015, 451
65. Zoracki, C. A. (2005). When Is an Algorithm Invented – the Need for a New Paradigm for Evaluating an Algorithm for Intellectual Property Protection. *Albany Law Journal of Science & Technology*, Vol. 15, No. 2 (2005), 579-606

Välisriigi õigusaktid

66. Securities Exchange Act of 1934
67. Regulation National Market System
68. 15 U.S. Code

Euroopa Liidu õigusaktid

69. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/57/EL, 16. aprill 2014, turukuritarvituse korral kohaldatavate kriminaalkaristuste kohta (turukuritarvituse direktiiv)
70. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (uuesti sõnastatud) (EMP's kohaldatav), ELT L 173, 12.6.2014
71. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv (EL) 2015/849, 20. mai 2015, mis käsitleb finantssüsteemi rahapesu või terrorismi rahastamise eesmärgil kasutamise tõkestamist

ning millega muudetakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 648/2012 ja tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2005/60/EÜ ja komisjoni direktiiv 2006/70/EÜ (EMPs kohaldatav tekst)

72. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu Määrus (EÜ) nr 864/2007, lepinguväliste võlasuhete suhtes kohaldatava õiguse kohta (Rooma II)
73. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 596/2014, 16. Aprill 2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ (EMPs kohaldatav tekst)
74. Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus nr 600/2014, 15. mai 2014, finantsturgude kohta ning millega muudetakse määrust (EL) nr 648/2012 EMPs kohaldatav tekst
75. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) nr 1215/2012, 12. detsember 2012, kohtualluvuse ning kohtuotsuste tunnustamise ja täitmise kohta tsiviil- ja kaubandusajades (uuesti sõnastatud)
76. Komisjoni Rakendusmäärus (EL) 2016/347, 10. märts 2016, millega kehtestatakse rakendusliku tehnilised standardid seoses insaiderite nimekirja täpse vormingu ja ajakohastamisega kooskõlas Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrusega (EL) nr 596/2014 (EMPs kohaldatav tekst)

Kohtulahendid

77. RKTko 3-2-1-41-05
78. Kohtuotsus, 23.12.2009, Spector Photo Group and van Raemdonck, C45/06, EU:C:2009:806
79. Kohtuotsus, 07.07.2011, IMC Securities BV, C-445/09, EU:C:2011:459
80. Kohtuotsus, 28.07.2012, Getl, C-19/11, EU:C:2012:397
81. Kohtuotsus, 20.03.2018, Di Puma ja Zecca, C596/16 ja C-597/16, EU:C:2018:192
82. U.S. Supreme Court, No. 82-276, 07.01.1983, *Dirks v. SEC*

Muud allikad

83. Banerij, G., Zuckerman, G. (2020). Why Are Markets So Volatile? It's Not Just the Coronavirus. *The Wall Street Journal*. Kättesaadav: <https://www.wsj.com/articles/why-are-markets-so-volatile-its-not-just-the-coronavirus-11584393165> (16.05.2020)
84. Bouveret, A., Guillaumie, C., Roqueiro, C. A., Winkler, C., Nauhaus, S. (2014). *ESMA Economic Report. High-frequency trading activity in EU equity markets*. No 1, 2014.

Kättesaadav:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf

85. Commodity Futures Trading Commission. (2013). *Proposed Rules: Concept Release on Risk Controls and System Safeguards for Automated Trading Environments: (FR DOC # 2013-22185)*, Vol. 76, no. 177, Thursday, September 12, 2013, 56541-56574.
Kättesaadav: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2013-09-12/pdf/2013-22185.pdf> (12.09.2013).
86. Čuk, T., van Waeyenberge, A. (2018). *European Legal Framework for Algorithmic and High Frequency Trading (Mifid 2 and MAR): A Global Approach to Managing the Risks of the Modern Trading Paradigm*. Cambridge University Press. Kättesaadav: <https://www.cambridge.org/core/journals/european-journal-of-risk-regulation/article/european-legal-framework-for-algorithmic-and-high-frequency-trading-mifid-2-and-mar/9BE3479107F55FC342F1F088EF1A1F8B> (22.03.2018)
87. ECB. (2012) OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 13 December 2012 on high frequency trading (CON/2012/107). [Online] https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2012_107_f_sign.pdf (07.03.2019)
88. European Securities and Markets Authority. (2017) Turukuritarvituse määruse suunised. Kaubatuletisinstrumentide turgude või seotud hetketurgudega seonduvaid kaubatuletisinstrumente käsitleva siseteabe määramise teave. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1480_et.pdf (17.01.2017)
89. European Securities and Markets Authority. (2019) Consultation Paper. MAR review report. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mar_review_-_cp.pdf (03.10.2019)
90. European Securities and Markets Authority. (2019) ESMA Report Trends, Risks and Vulnerabilities. No 1. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-report_on_trends_risks_and_vulnerabilities_no1_2019.pdf#page=42 (28.02.2019)
91. European Securities and Markets Authority. (2014) ESMA Sees Improved Securities Market Conditions, Although Risks Remain Elevated. 2014/258. [Online] <https://www.esma.europa.eu/search/site/hft> (12.03.2014)
92. European Securities and Markets Authority. (2014) Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (19.12.2014)
93. European Securities and Markets Authority. (2014) Press Release. ESMA provides implementing rules for MiFID II. [Online] <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014->

- [1574_press_release_-_esma_provides_implementing_rules_for_mifid_ii_final.pdf](#)
(19.12.2014)
94. European Securities and Markets Authority. (2017) Suunised. MiFID II tehinguaruandlus, korralduste arvestuse pidamine ja kellade sünkroniseerimine. [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1452_guidelines_mifid_ii_transaction_reporting_et.pdf (02.10.2017)
95. European Securities and Markets Authority. (2019) Questions and Answers. On the Market Abuse Regulation (MAR). [Online] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (29.03.2019)
96. LHV Pank. (2020). *Finantsportaal. Investeerimisõpik. Analüüsi alused*. Kättesaadav: <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide?locale=et&bookId=347>, (07.05.2020)
97. International Organization of Securities Commissions. (2011) Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency. Consultation Report. [Online] <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf> (11.07.2011)
98. U.S. Securities and Exchange Commission. (2018) Fast Answers. Insider Trading. [Online] <https://www.sec.gov/fast-answers/answersinsiderhtm.html> (16.05.2018)
99. U.S. Securities and Exchange Commission. (2014). Press Release. SEC Charges New York Stock Exchange for Improper Distribution of Market Data. Kättesaadav: <https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-189htm>, 18. aprill 2020
100. U.S. Securities and Exchange Commission. (2015) Press Release. SEC proposes Rule to Require Broker-Dealers Active in Off-Exchange Market to Become Members of National Securities Association. [Online] <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-48.html> (25.03.2015)
101. U.S. Securities and Exchange Commission, (2020). Securities and Exchange Commission: Proposed Rules: Market Data Infrastructure. Vol. 85, no. Tuesday, March 24, 2020, 16726-16886

LISAD

Lisa 1. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Marko Künnapas

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

Välkkauplemise regulatsioon ja võimalikud õiguslikud probleemid välkkauplemisel siseteabe kasutamisel Euroopa Liidu õiguses,

mille juhendaja on Janika Aben,

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh TalTechi raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks TalTechi veebikeskkonna kaudu, sealhulgas TalTechi raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

¹Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil.