

Äripäeva raamat

Investeerimise teejuht

Äripäev
2007

Toimetaja	Aita Nurga
Projektijuht	Kata Varblane (Tallinna Börs)
Kujundaja	Estel Eli
Keeletoimetaja	Tene Hook
Fotod	Corbis/Scanpix, Egert Kamenik
Trükk	Tallinna Raamatutrükikoda

Raamat on trükitud 100% taaskasutatud paberile Cyclus Print.

Infot Äripäeva raamatute kohta saate Äripäeva Raamatuklubist telefonil 667 0108 või veebist www.aripaev.ee/raamatuklubi.

© AS Äripäev, 2007

ISBN 978-9949-434-08-4

Eessõna

Inimkond on raha, säästmise ja investeerimisega kokku puutunud juba tuhandeid aastaid. Ajal, mil “rahaks” olid teokarbid või kivi kirved, võis säästmine tähendada vahetuskaubaks sobiva teravilja turvalist säilitamist koobastes ning investeerimine suurema jõudlusega härgade ostmist. Aegade jooksul on need valdkonnad muutunud palju mitmekesisemaks ja kindlasti ka efektiivsemaks. Eesmärgid on jäänud aga paljuski samaks – tulla toime ootamatutes rahalistes olukordades ja kindlustada enda tulevikku.

Investeerimine ja säästmine ei tunne vanusepiire. Enamik meist on juba lapsepõlves kogunud raha hoiupõrsasse, et osta endale jalgratas või rula. Suurem osa praegu tööl käivatest inimestest on sõlminud II samba pensionikindlustuse lepingu, et tagada muretu vanaduspõlv. Investeerimis- ja säästmisotsused puudutavad väga pikka perioodi inimese elust ja seetõttu on mõtestatud ja teadliku valiku tegemine väga oluline.

Ajakirjandusest võib aeg-ajalt lugeda, kuidas üks või teine inimene on pettunud mõnes säästu- või investeerimistootes, sest ta sai sellest valesti aru või ei vaevunud teemasse rohkem süvenema, kui lugeda läbi värviline reklaamtrükis.

Tallinna Börs ja Eesti Väärtpaberikeskus peavad väga oluliseks teadliku ja haritud investorkonna olemasolu Eestis. Seetõttu oleme koostöös turuosaliste ja teiste väärtpaberituru spetsialistidega pannud investorhariduse programmi ühe osana kokku käesoleva raamatu.

Raamat on mõeldud algajale investeerimishuvilisele, kelle eelnevad teadmised väärtpaberitest on kesised või puuduvad üldse. Meie eesmärk on juhatada nad säästmis- ja investeerimismaailma selle artiklikogumiku kaudu, kus iga peatüki autor on oma ala asjatundja.

Siinkohal soovin tänada kõiki kirjutajaid – Villu Zirnask, Hilma Naaber, Kalle Viks, Kristel Johanson, Kaidi Ruusalepp, Alo Vallikivi, Endriko Võrklaev, Kristel Kivinurm-Priisalm, Tiiu Pedaja, Erki Kert, Sten Pisang, Lauri Lind, Kristjan-Erik Suurväli, Kilvar Kessler, Tex Vertmann – ja Tallinna Börsi investorhariduse programmi “Invest Mentor” projektijuhti Kata Varblast, kelle kõigi hea tahteta see raamat poleks valminud!

USA kunagine kaubandusminister Luther H. Hodges on öelnud: “Kui ükskõiksuse eest makstaks dividende, võiksid ameeriklased teenida terve varanduse sellelt, mida nad majandusest ei tea.” Loodan, et see raamat aitab inimestel teha targemaid otsuseid nii oma isiklikes kui ka ettevõtete rahaasjades ning teenida edaspidi juba reaalseid dividende sellelt, mida nad TEAVAD.

Andrus Alber,

juhatuse esimees

OMX / Tallinna Börs / Eesti Väärtpaberikeskus

Sisukord

▲ Eessõna	<i>Andrus Alber</i>	5
▲ Miks investeerida?	<i>Villu Zirnask</i>	11
▲ Eesti väärtpaberite lugu		
Tallinna börsi saamislugu	<i>Hilma Naaber</i>	23
Tallinna Börsi tõusulaine	<i>Kalle Viks</i>	39
Eesti investor, milline sa oled?	<i>Kristel Johanson</i>	45
▲ Peamised mõisted		
Väärtpaberituru peamised mõisted	<i>Kaidi Ruusalepp</i>	53
Väärtpaberitega seotud mõisted	<i>Alo Vallikivi</i>	59
Investeerimise peamised mõisted	<i>Villu Zirnask</i>	72
▲ Investeerimise põhitõed	<i>Endriko Vörklaev</i>	79
▲ Investeerimise strateegiad	<i>Kristel Kivinurm-Priisalm</i>	103
▲ Aktsiate esmane avalik pakkumine (IPO)	<i>Tiiu Pedaja</i>	141

▲ Väärtpaberite analüüs	
Fundamentaalne analüüs	<i>Erki Kert</i> 159
Tehniline analüüs	<i>Sten Pisang</i> 171
▲ Kauplemine Balti börsidel	<i>Lauri Lind</i> 187
▲ Kauplemine muudel turgudel	
Euroopa	<i>Lauri Lind</i> 201
USA	<i>Alo Vallikivi</i> 206
▲ Väärtpaberiturujärelevalve	
Järelevalve	<i>Kristjan-Erik Suurväli</i> 215
Hea ühingujuhtimise tava	<i>Kilvar Kessler</i> 226
▲ Kokkuvõte	<i>Tex Vertmann</i> 235
▲ Kasulikud viited	243
▲ Autorite tutvustus	249

Miks investeerida?

Investeeringine on
kui tervisesport -
hoiab vormis



Miks investeerida?

Villu Zirnask,
majandusanalüütik

Et jõukaks saada... et mustadel päevadel oleks, kust raha võtta... et sääste inflatsiooni eest kaitsta... et majaostu omafinantseeringuks vajalik summa kokku saada... sest raha peab raha tegema... Need on vastused, millesarnaseid inimesed pealkirjas esitatud küsimusele enamasti annavad.

Kõik on viisakad ja väärikad põhjused, millele tulemine ei nõua tegelikult suurt vaeva. Igaüks suudaks juba nimetatud põhjustele mõne lisada. Selles mõttes on investeerimisega lugu nii, et kui tahtmist on, leiab põhjuse alati.

Mõttest konkreetsete tegudeni jõudmine investeerimise puhul tihti enam sama libedalt ei lähe. Üks kurdab, et raha ei jätku, teine kardab, et nahk tõmmatakse üle kõrvade, kolmas ütleb, et muu on tähtsam jne.

Kõhklustest, kahtlustest ja laiskusest jagu saamine eeldab, et inimene seab isiklike prioriteetide seas üsna tähtsale kohale rahalise sõltumatuse saavutamise – kas just kõige esimeseks, aga vähe-

malt esimeste hulka. Rahaliselt sõltumatu on inimene, kes ei pea töö lõpetamisel oma eluviisi muutma. Ta ei pea kartma sissetuleku vähenemist, töö kaotamist, ootamatuid kulusi, pensionile jäämist ja muud säärast, sest tööd teevad tema heaks ka tema investeeringud.

Mõistlik prioriteet, eks ole? Selle kohta on eesti keeleski palju kirjandust avaldatud (näiteks “Peremajanduse ABC”, “Rikas isa, vaene isa”, “Naabermaja miljonär”), sellepärast ei hakka ma seda filosoofiat siin pikemalt ümber jutustama.

Mis edasi ette võtta, kui nõustute, et rahaline sõltumatus on väärt eesmärk? Kas börsile aktsiaid ostma?

See ei ole ainus võimalus. Ettevõtjahingega inimestel tasub börsiinvesteeringute asemel kaaluda isikliku ettevõtte loomist või arendamist. Kui vaadata, kes domineerivad rikaste edetabelites, torkab kohe silma, et ettevõtjaid-ärimehi (nagu Bill Gates) on seal rohkem kui börsiinvestoreid (nagu Warren Buffett). Tee rikkamatest rikkamate hulka käib enamasti ettevõtluse kaudu, mitte börsiinvesteeringutega.

Ettevõtluse miinus on aga see, et alguses tuleb seal tõenäoliselt lõviosa oma sääste ühe idee alla panna. Edu korral õnnestub algkapitali pandud kroonid mitmesaja- või mitmetuhandekordistada, kuid risk ebaõnnestuda või lihtsalt keskpärasusse pidama jääda on ka väga suur. Igast ettevõttest ei saa Hansapanka, Olympicut, Skype'i või Playtech'i. Pealegi pole kaugeltki igal inimesel ettevõtjasoont.

Millised on börsile investeerimise väljavaated võrreldes ettevõtlusega? Ühest küljest – kui võrrelda sellega, kui kõrget tootlust Kesk- ja Ida-Euroopa turud selle kümnendi keskel pakkusid – võib tulevik valmistada pettumuse. Teisest küljest – kui mõelda sellele, mida negatiivset on kesk- ja idaeurooplaste (sh eestlaste) vara ja säästud viimase saja aasta jooksul üle pidanud elama – võib öelda, et kõigest hoolimata on aktsiaturult võimalik leida kaitset nii inflatsiooni kui ka poliitiliste vapustuste vastu.

Kokkuvõttes ja keskeltläbi – aktsiaoptimistidel on õigus

Paljude investeerimishoostajate standardvarustusse kuulub jutt, et ajaloos pole olnud ühtki üle 20aastast perioodi, kus aktsiatesse investeerimisega oleks miinusesse jäänud. Jutt on osalt tõsi – USA aktsiaturu ajaloos on pärast 1900. aastat pikim miinusperiood olnud 16 aastat, ajavahemikus 1905–1920.

Ent nagu näitavad London Business Schooli professorite kogutud andmed, pole teiste suurriikide investorid sama õnnelikud olnud. Elroy Dimsoni, Paul Marshi ja Mike Stauntoni uuringu järgi kehtsid pikimad miinusperioodid – kui vaadata reaaltootlust ehk inflatsioonijärgset tootlust – Saksamaal, Prantsusmaal ja Jaapanis üle poole sajandi.

1900. aastal oli aktsiaturg olemas vähemalt 33 riigis, neist 17 (vt tabel lk 15) kohta on professorid suutnud taastada ajavahemiku 1900–2006 tootluse. Peale nende on nad kokku saamas andmeid ka Soome, Austria ja Uus-Meremaa kohta. “Põhimõtteliselt on võimalik kokku koguda andmed ka Argentina, India, Hongkongi ja teiste turgude kohta,” on professorid optimistlikud. Ent tulemused ei tule paljude turgude kohta arvatavasti kuigi optimistlikud, sest Ladina-Ameerikast on korduvalt üle käinud hüperinflatsioon ning Venemaast, Hiinast ja osast Austria-Ungari impeeriumi järeltulijatest natsionaliseerimine.

“Saaks argumenteerida, et ettevõtete natsionaliseerimine 1917. aastal Venemaal ning 1949. aastal Hiinas ei tähendanud kapitali täielikku kaotamist, vaid ümberjaotamist, aga tolleaegsed Vene ja Hiina investorid ei peaks sellist arutlust kindlasti veenvaks. On siiski võimalik, et väike osa investorite varandusest säilis – näiteks neis Hiina ettevõtetes, millel oli palju varasid Hongkongis ja Taiwanis,” kirjutavad Dimson, Marsh ja Staunton.

Need 17 turgu, mille kohta LBSil on andmed kogutud, andsid 1900. aastal ligikaudu 90% maailma börside koguväärtusest. Venemaa osakaal oli umbes 5%, Austria-Ungari impeeriumil 2%, teis-

tel puuduvatel turgudel väiksem. See tähendab, et globaalselt korralikult hajutatud portfelliga investori kaotused ettevõtete natsionaliseerimisest oleksid möödunud sajandil olnud suhteliselt väikesed – väiksemad kui mõnest tõsisest börsikrahhist.

Kui vaadata, millised perioodid on ajaloos investoritele kõige õnnetumad olnud, selgub, et maailmasõdadest keskmiselt isegi hullemad on olnud suured majanduskriisid: 1920. aastate lõpus alanud Suur Depressioon, 1970. aastate naftašokk ja internetimulli lõhkemine aastatuhandevahetuse paiku. Aga keskmine tulemus on hea suuresti tänu USA-le, mis maailmasõdades otseselt kannatada ei saanud. Saksamaa ja Jaapani investorid kaotasid Teises maailmasõjas peaaegu kogu oma kapitali (turgude keskmine langus oli vastavalt 88 ja 96 protsenti). Aktsiaportfell, kus pool varast on investeeritud Saksamaa ja Jaapani ning teine pool USA ja Suurbritannia aktsiatesse, ei olnud tol ajal ilmselt praktiliselt koostatav. Asjaolust, et USA ja Briti aktsiad tõusid sõjaperioodil vastavalt 24 ja 34 protsenti, polnud Saksa ja Jaapani investoritel üldiselt võimalik kergendust tunda.

See-eest pakkusid Teise maailmasõja ajal suurema osa oma varast kaotanud Saksa ja Jaapani investoritele kõva lohutust sõjajärgse taastamisperioodi aastad. Aastail 1949–1959 tõusis Saksa aktsiaturg ligi 41 korda ehk keskmiselt 40% aastas.

Niisiis, ajalugu õpetab, et isegi suurte poliitiliste riskide eest on võimalik aktsiaturgudel kaitset leida, kui investeeritud hajutada mitmesse piirkonda. Teine õppetund on see, et suurte üleilmsete majanduskriiside eest pole võimalik peitu püüda – nende ajal kukuvad tavaliselt kõik aktsiaturud. Aga samas on igale sellisele langusele varem või hiljem jälle järgnenud tõus.

Tabel 1. Inflatsioonist on aktsiaturud suutnud ees käia
 Aktsiaturgude aasta keskmine reaaltootlus, %

Riik	2000-2005	1990-1999	1900-2005
Belgia	4,0	9,1	2,4
Itaalia	-0,7	6,4	2,5
Saksamaa	-4,1	9,9	3,1
Prantsusmaa	-1,6	12,5	3,6
Hispaania	2,5	12,2	3,7
Norra	10,9	8,3	4,3
Šveits	1,1	14,0	4,5
Jaapan	0,6	-5,2	4,5
Iirimaa	5,1	11,8	4,8
maailm, v.a USA	0,1	3,4	5,2
Taani	9,4	7,5	5,3
Holland	-5,4	17,8	5,3
Suurbritannia	-1,3	11,2	5,5
maailm	-1,3	7,9	5,8
Kanada	4,3	8,3	6,2
USA	-2,7	14,2	6,5
Lõuna-Aafrika	11,1	4,6	7,3
Austraalia	7,8	9,0	7,7
Rootsi	-0,7	15,0	7,8

Allikas: ABN AMRO/LBS Global Investment Returns Yearbook 2007

Tabel 2. Suurtes majanduskriisides on investorid kaotanud rohkem kui maailmasõdades

Pöördelised ajajärgud ja aktsiaturgude reaaltootlus, %

Periood, kirjeldus	USA	Suurbri-tannia	Prant-susmaa	Saksa-maa	Jaapan	maa-ilm	maa-ilm, v.a USA
1914-18 I maailma-sõda	-18	-36	-50	-66	66	-20	-21
1919-28 I maailma-sõja järgsed aastad	372	234	171	18	30	209	107
1929-31 Suur Depres-sioon	-60	-31	-44	-59	11	-54	-47
1939-48 II maailma-sõda	24	34	-41	-88	-96	-13	-47
1949-59 II maailma-sõja järgsed aastad	426	212	269	4094	1565	517	670
1973-74 naftašokk	-52	-71	-35	-26	-49	-47	-37
1980-89 ekspansiiv-sed aastad	184	319	318	272	431	255	326
1990-99 tehnoloogia-buum	279	188	226	157	-42	113	40
2000-02 internetimulli lõhkemine	-42	-40	-46	-57	-49	-44	-46

Allikas: ABN AMRO/LBS Global Investment Returns Yearbook 2007

Liitintressi müstiline võlu

Fakt, et kokkuvõttes ja keskeltläbi on aktsiaturud läbi ajaloo aidanud inimestel jõukust kasvatada, on investeerimisõpikute üheks keskseks teemaks teinud liitintressi n-ö müstilise võlu, mis tähendab õpetust lasta ajal ja rahal enda eest tööd teha.

Näiteks LHV veebilehelt leiab järgmise kirjelduse: “Mari investeeris 5000 krooni, kui ta oli 18aastane tütarlaps. Jüri alustas investeerimist pärast ülikooli lõpetamist 25aastaselt ja paigutas 10 aasta vältel iga aasta 1000 krooni, kokku 10 000 krooni. Riho, keda sõbrad kutsusid Riksiks, alustas investeerimist täismehena 35aastaselt ja investeeris järgmised 30 aastat kuni pensionini välja iga aasta 1000 krooni, kokku 30 000 krooni. Kellel neist on 65aastaselt rohkem raha, kui kõigi investeeringud on ühesuguse tootlusega (8% aastas) ja tuludelt ei maksa ükski maksu (jätame lihtsuse mõttes maksud kõrvale)? Õige. Maril on vanaduspõlves kõige rohkem raha, 201 052,90 krooni. Jüril on 170 030,00 krooni ja Riksil 133 213,50 krooni.”

1992. aastal pärast rublainflatsioonis säästude kaotamist oleks enamik eestlasi selle jutu kohe välja naernud. Nüüd, kui investeerimisvõimaluste valik on nii piirkondade kui ka instrumentide poolest tollasest võrreldamatult laiem, tegutseb enamik eestlasi vähemalt osaliselt (mõelge, kui paljud on kogumispensioni II või III samba omaks võtnud) sellest ideoloogiast lähtudes.

Õige ka – kuigi keegi ei saa anda sajaprotsendilist garantiid, et investeeritud raha tulevikus tõepoolest nii kenasti ja kindlalt kasvab kui toodud näites, on jõukust üksnes hädaldades ja ühegi positiivse tegevusplaanita võimatu kasvatada. Mõnes mõttes on tublid säästjad-investorid nagu tervisesportlased. Sporti teevad peamiselt sellised inimesed, kes on terved ja heas vormis – nende hea vorm tulebki just pidevast treenimisest. Säästmine ja investeerimine aitab vormi hoida rahalises mõttes: isegi kui ebasoodsad muutused majanduses (inflatsioon, börsikrahh jms) inimese vahel ja-

lust löövad (nagu gripp tervisesportlase), toibub ta sellest kiiremini kui treenimata inimene.

Kui ajalooline keskmine ei motiveeri

Üksnes liitintressi müstilise võlu peale lootes ja riske maksimaalselt hajutades ei teeni te oma aktsiainvesteeringutelt inflatsiooni-järgselt (ehk reaaltootlusena) tõenäoliselt mitte üle kümne protsendi aastas – mõnel aastal rohkem, mõnel aastal vähem, aga keskmiselt kümmekond protsenti aastas või pigem vähem.

Kes sellist tootlust liiga väikeseks peab ja selles piisavat põhjendust investeerimiseks ei näe, sellel on vabadus üritada enam. Tormata eesliinile – uutele turgudele ja sektoritesse; ostmise ja hoidmise asemel teha sageli tehinguid, et osta odavalt ja müüa kallilt; riskide hajutamise asemel keskenduda kõige suuremat tulu töötavatele aktsiatele, sektoritele ja piirkondadele.

Täpset statistikat selle kohta, kui paljudel investoritel õnnestub suuremaid riske võttes n-ö jõukuse ekspressile istuda ja kui suur osa tegelikult hoopis kõrbevad, ei ole olemas. Enamik ebaõnnestujaid vaikib oma kaotused tavaliselt maha ja ega edukadki investorid väga avameelsed ole. Pealegi on finantsturgudel rikastumise üritajaid nii palju, et arvestav hulk neist on edukad puhtalt sellepärast, et neil mitu aastat järjest lihtsalt veab. Isegi katkine kell näitab kaks korda päevas õiget aega, mis siis veel rääkida investorist, kes üritab sihipäraselt tegutseda.

Oletame, et meie vaateväljas on 10 000 investorit ning on 50% tõenäosus, et nad teenivad aastaga 10 000 eurot, ning 50% tõenäosus, et nad kaotavad aastaga 10 000 eurot. Esimese aasta lõpuks on 5000 investorit teeninud 10 000 eurot, teise aasta lõpuks on 2500 investorit kahel aastal järjest teeninud 10 000 eurot, kuni viienda aasta lõpuks on 313 staari teeninud viiel aastal järjest 10 000 eurot. Tõusvate turgude aegu on tõenäosus plussi jääda suurem kui 50% ja pinnas oma investeerimisostkustest väga heal arvamusel olevate õnneseente tekkimiseks veelgi soodsam.

Samas ei olegi mõnekümne tuhande krooniga alustades ja kiiresti miljonini jõuda soovides alguses muud valikut, kui osalt ka õnnele loota – umbes nagu ettevõtluseski. Pikalt edukad olnud börsispekulandid ja -investorid ütlevad küll, et edu võtmeks on riski kontrolli all hoidmine, aga kui palju sa kontrollid, kui esialgu jätkub raha korraga vaid ühe-kahe investeerimisidee alla panemiseks? Riskide hajutamine tuleks siiski omaks võtta niipea, kui on õnne ja investeeritavad rahasummad piisavalt suureks kasvavad, vastasel korral tuleb ühel hetkel öelda: “Kiirelt tulnud, kiirelt läinud.”

Kokkuvõtteks

Investeerida tasub sellepärast, et selle kaudu on võimalik jõuda väga erinevate eesmärkide täitmiseni – koguda raha mingite konkreetsete hüvede ostmiseks, kasvatada oma rahalist kindlustatust, teostada ennast (kui suhtuda investeerimisse nagu sporti või hobisse). Ebaõnnestuda on investeerimisel ka võimalik, aga see oht käib kaasas iga tegevusega. Söömisest keegi ju sellepärast veel ei loobu, et mõnikord võib toidust kõht valutama hakata.

Eesti väärtpaberite lugu

Tallinn - pika ajalooga börsilinn



Tallinna börsi saamislugu

Hilma Naaber,

riigikogu kantselei, majandus- ja sotsiaalinfo osakonna nõunik

Börsi mõiste

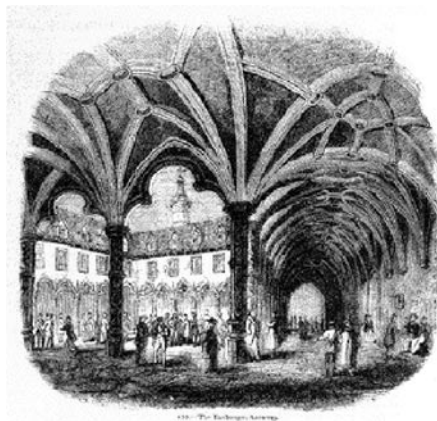
Nimetus “börs” tuleneb Brugge linna patriitside perekonnanimest van der Berus, kelle maja esisel platsil peeti 15.–16. sajandil kaupmeeste koosolekuid, et müüa ja osta kaupu.

Olgugi et majanduse elavnedes asusid kaupmehed korraldama koosolekuid ka teistes linnades, hakati kaupmeeste koosolekute paika nimetama Prantsusmaal *bourse*, Itaalias

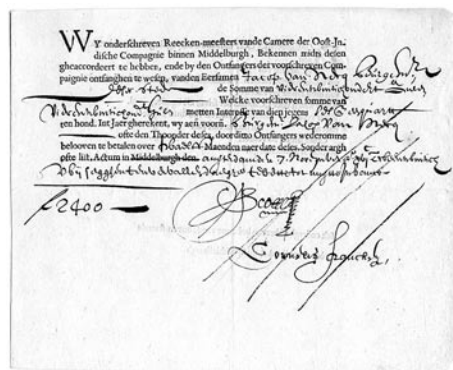


Brugge börs. Puugravüür, u 1875.

borsa, Saksamaal *börse* ja Hispaanias *bolsa*. Ainult Suurbritannias võeti kasutusele sõna *exchange*, sest kauplemiskoht oli Royal Exchange'i hoone, mis ehitati aastatel 1566–1570.



Antwerpeni börsihoone. Puugravüür, u 1860.



Ühendatud Ida-India Kompanii võlakiri.

Vanim börsihoone on aastast 1531 Antwerpenis. Amsterdami börs avati 1602. aastal ning samas toimus ka maailma esimene avalik väärtpaberite emissioon, seda tegi Ühendatud Ida-India Kompanii.

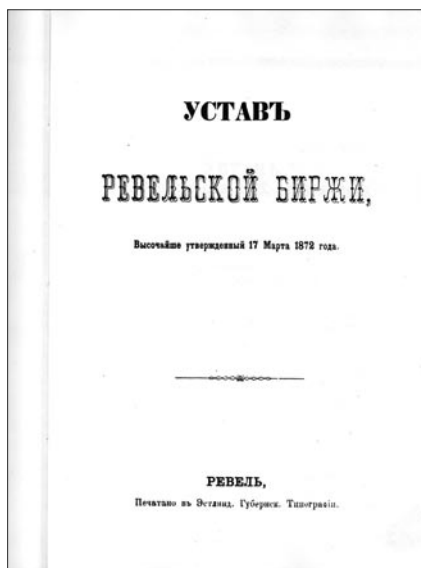
Ka tänapäeval mõistetakse börsi all üldjuhul kohta, kus ärimehed või vahendajad kogunevad, et müüa ja osta suurtes kogustes kaupu või väärtpabereid. Oluliselt on muidugi muutunud kauplemise korraldus, kauplemis-süsteemid ja börside klassifikatsioon.

Allikas: Wertpapiere in Theorie und Praxis, von Winfried Harter jt. Deutscher Sparkassen-verlag Stuttgart.

Tallinna börsi algus

Börside asutamine ja käivitamine on läbi ajaloo olnud enamasti seotud kaubanduse arenguga. Nõnda ka Tallinnas. Alates keskajast etendasid kaupmehed tähtsat osa nii linna majanduselu korraldamisel kui ka infrastruktuuride (sh sadama) väljaarendamisel. Pöörde Tallinna majandusellu tõi Tallinna–Peterburi raudtee ehitus 19. sajandi teisel poolel, mis elavdas märgatavalt Tallinna sadama tööd. Kõik eelnev kutsus omakorda esile vajaduse kaupmeeste ja töösturite huvide kaitsmiseks. 1869. aasta septembris otsustaski Tallinna kaupmeeskond oma huvide kaitseks asutada börsiseltsi ja avada börsi, kuid keerukate läbirääkimiste ja asjaajamiste tõttu kinnitas Vene tsaar Tallinna börsi (*Revelskaja birža*) põhikirja alles 17. märtsil 1872.

Selle põhikirja esimese paragrahvi järgi oli Tallinna börs vastastikku läbikäimise, kõigi kaubanduses ja tööstuses etetulevate tehingute sõlmimise ja tarviliste teadete saamise kohaks.



Tallinna börsi (*Revelskaja birža*) põhikirja, 1872.

Tallinna börs avati kauplemiseks 3. jaanuaril 1873 Suurgildi hoones (praegune aadress Pikk 17). Nimetatud sündmust meenutab tänini Tallinna vanalinnas tänav nimega Börsi käik.

Börsi ruumid olid börsiseltsi liikmetele avatud iga päev kell 10–15, sealt sai nii kursiinfot kui ka kõiksugust muud kaubandustea- vet. Börsiseltsi liikmeteks võisid olla nii kohalikud kui ka väljast-

poolt pärit esimese ja teise gildi kaupmehed. Börsiseltsi täidesaatev organ oli börsikomitee. Majanduse arenedes tekkis börsi vastu elavam huvi ja seetõttu hakati 1899. aasta novembris avaldama börsibülletääne, kus kauba hindade ja kohalike väärtpaberikursside kõrval avaldati ka kindlustuspreemiate hindu.

Tööstuse ja kaubanduse tempokas areng andis põhjuse eraldi fondi- ja kaubabörsi asutamiseks. Fondibörs, mille noteerimiskomisjon fikseeris välisvaluuta ja väärtpaberikursse, asutati 1920. aastal. Noteerimiskomisjoni kuulusid suuremate pankade esindajad. Esmakordselt noteeriti Tallinna Fondibörsil välisvaluuta kurss 21. mail 1920. Kuni 21. maini 1928 noteeriti valuutakursse kolm korda nädalas ja saadeti välja Tallinna Fondibörsi kursisedelitenä ning aasta viimasel tööpäeval noteeriti aktsiate ja väärtpaberite kurss. Alates 22. maist 1928 noteeriti valuutakursse iga päev ning alates 1934. aasta märtsist noteeriti väärtpaberikursse iga kuu viimasel päeval.

Kuigi Tallinna Fondibörs ei jõudnud kunagi silmatorkavalt aktiivse väärtpaberitega kauplemiseni, tegi omaaegne Eesti Pank kõik väärtpaberitehingud Fondibörsi kaudu.

▲ Fondibörs – börs, kus kaubeldakse väärtpaberitega, kõige sagedamini aktsiatega, ent ka obligatsioonide, pantkirjade jt väärtpaberitega.

▲ Noteerimine – väärtpaberi hinna või valuutakursi avalik määramine kui tegevus.

▲ Valuutakurss – kurss, millega ühe riigi raha teise riigi raha vastu vahetatakse või ümber arvestatakse.

Tallinna börsi eripära seisnes selles, et selle juhtivate ja täidesaatvate organite tegutsemine ei piirdunud vaid börsitegevuse korraldamise ja juhtimisega, vaid oli märksa laiaulatuslikum ning haaras peagi kogu Tallinna majanduselu.

Kuigi börsikomitee ülesandeks oli vahetu börsitegevuse juhtimine, toimusid selle eestvõttel ka järgmised suuremad tegevused:

▲ Tallinna sadama väljaehitamine aastatel 1880–1885; sadamavahtide tegevust korraldas börsikomitee aga kuni 1932. aasta maini;

▲ raudteeühenduste rajamine teiste piirkondadega (näiteks Tallinna–Viljandi liini rajamine);

▲ esimese Tallinna telefonivõrgu ehitamine ja haldamine 20 aasta jooksul (1885–1905);

▲ Tallinna Reaalkooli kaubandusklasside toetamine (kuni 1910. aastani);

▲ Tartu Ülikooli majandusteaduskonna üliõpilaste toetamine stipendiumite ja abirahaga;

▲ Tallinna Merekooli rajamisele kaasaaitamine ja muu toetamine (1930–1931);

▲ statistikamaterjalide kogumine ning ministeeriumite, ajakirjanduse ja välisriikide börside varustamine Eesti majandusteabega. 1927. aastast läksid need ülesanded Riigi Statistika Keskbüroole.

Kuigi börsiseltsi pädevusse kuulusid vaid börsi tegevuse ja seltsi kapitali haldamise küsimused, loodi börsiseltsi algatusel mitu suure tähtsusega majandusorganisatsiooni, nagu:

▲ Eestimaa Vabrikantide Ühing;

▲ Pankade Nõukogu;

▲ Kaubandus-Tööstuskoda.

Seega suutsid Tallinna Börsiselts ja tema juhtorganid ligi 70aastase tegevusaja jooksul edukalt kohaneda väga mitmesuguste majandus- ja poliitiliste oludega ning anda olulise panuse kogu Eesti majanduse arengule. Alates 1944. aasta sügisest lakkas börs ilma igasuguse ametliku sulgemiseta ja dokumenteerimiseta lihtsalt olemast.

Väärtpaberituru taassünd

Esimesed väärtpaberituru alged tekkisid Eestis uuesti 1991. aastal, kui ettevõtted hakkasid avalikult müüma esimesi aktsiaid. Enamikus olid need pangad, kes vaevlesid kapitalivajaduses, meelitades investoreid väga kõrgete dividendimääradega. Esimene taoline pakkumine oli Balti Ühispanga ligikaudu 35 miljoni rubla suurune emissioon 1991. aasta augustist 1992. aasta jaanuarini. Ainsa tööstusettevõttega hakkas

1991. aastal oma aktsiaid müüma AS Lekto.

Järgmisel aastal tulid väärtpaberiturule esimesed võlakirjad aktsiaseltsidelt Levi ja Baltika. 1992. aasta aprillis emiteeris valitsus riigieelarve puudujäägi katteks nn 10% dollarivõlakirju 10 miljoni USA dollari väärtuses.

Mõni aeg enne krooni kasutuselevõttu toimus Esttexpanga aktsiaemissioon ja aasta lõpus alustas turule tulnud Keila Pank eelisaktsiate müü-



Dollarivõlakiri.

ki. 1993. aastal oli väärtpaberiturg juba tunduvalt mitmekesisem, esindatud olid nii riigi kui ka ettevõtete väärtpaberid. Valitsus kuulutas jaanuaris välja võlakirjade emissiooni, mille kogumaht oli 300 miljonit krooni. Võlakirja nimiväärtus oli 100 000 krooni ning intressimäär 10%. Riigi võlakirju plaaniti emiteerida kümnes seerias, 300 võlakirja igas seerias. Esmalevitaja oli Põhja-Eesti Pank.

Turule tulid veel Maapank, Eesti Krediidipank ja Sotsiaalpank. Üks edukamaid oli Sotsiaalpank, mille 10 miljoni kroonine aktsiaemissioon realiseeriti kiiresti. Hoolimata investeerimisvõimaluste vähesusest loodi esimesed avatud investeerimisfondid 1993. aastal.

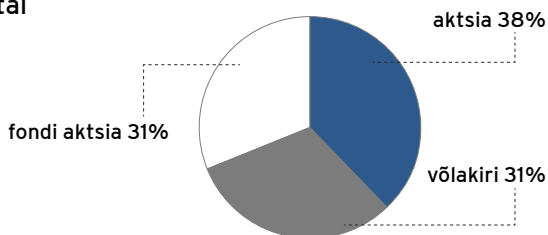
Tuntumad olid tol ajal Eesti Börside Investeerimisfond, mille portfelliimaht oli aasta lõpuks 22,8 miljonit krooni, ja Broker Balticu investeerimisfond, mis oli mõeldud eelkõige väikeinvestoritele.

1993. aasta teisel poolel oli inimeste üldine arusaam ja teadmistase piisavalt suurenenud, et Eesti Foreksbank võis avada esimese lääne väärtpaberitesse investeeriva Scan-Am fondi. Investeerimisfondide väärtpaberid olid tol ajal küllaltki atraktiivsed, sest need olid likviidsed ja nendelt makstavad intressid olid märksa suuremad kui pangakontolt saadav intress.

1993. aasta oli oluline eelkõige seetõttu, et võeti vastu väärtpaberituru seadus, mis andis raamistiku väärtpaberituru arendamiseks ja järelevalveks ning lõi eeldused investorite usalduse tekkimiseks väärtpaberituru vastu. Samuti aitasid väärtpaberituru korras- tamisele kaasa valitsuse määrused väärtpaberiemissioonide korraldamise ja väärtpaberivahendajate tegevuslitsentside kohta.

1994. aastast, seoses väärtpaberiameti rakendumisega, hakati Eesti väärtpaberiturul toimuva kohta pidama järelevalvet ning statistikat. Väärtpaberiametis registreeriti aasta jooksul 25 avaliku väärtpaberiemissiooni, mille kogumaht oli 482 miljonit krooni. Suurim oli Eesti Investeerimisfondi aktsiate emissioon – 130 miljonit krooni.

**Joonis 1. 1994. aastal
Väärtpaberiametis
registreeritud
emissioonid**



Esimest korda emiteeriti Eestis kohalike omavalitsuste (Tallinna, Tartu, Narva) munitsipaalvõlakirju. Munitsipaalväärtpaberid olid seotud kindlate palju raha nõudvate projektide finantseerimisega. Näiteks finantseeriti tol ajal nende abil linna teede ja tänavate remonte ning korrastati veemajandus. Eesti eripära munitsipaalvõlakirjade puhul oli tõik, et nendest huvitusid põhiliselt konservatiivsed investorid (pangad), kes said oma vahendeid paigutada suhteliselt riskivabalt. See omakorda tähendas seda, et munitsipaalvõlakirjade järelturg jäi väheaktiivseks, sest pangad kippusid neid hoidma nende lunastamiseni.

Väärtpaberituru infrastruktuuri arengus oli väga tähtis Eesti Väärtpaberite Keskdepositooriumi (tänapäevase nimega Eesti Väärtpaberikeskus) käivitamine. Asutamisleping sõlmiti 16. veebruaril 1994, aktsiakapitalist kuulus osa riigile Eesti Panga, Põhja-Eesti Panga, rahandusministeeriumi ja Hüvitusfondi kaudu ning osa Hansapanga, Hoiupanga, Sotsiaalpanga, Tallinna Panga, Virumaa Kommertspanga ja Ühispanga kaudu kommertspankadele.

Taoline aktsiakapitali kooslus, kus väärtpaberituru infrastruktuuri suunas oma vahendeid ka riik, oli suhteliselt ainulaadne. Eesti oludes oli see tol ajal ainuvõimalik, sest riik oma osalusega aitas kaasa väärtpaberituru arendamisele ning tõstis selle usaldusväärsust kõigi investorite silmis ja seda nii Eesti kui ka välisinvestorite seas. Eesti Väärtpaberite Keskdepositooriumi põhiülesanne oli väärtpaberite turvaline hoiustamine, hoiustatud väärtpaberitega tehtud tehingute realiseerimine ja väärtpaberitehingute teostamiseks vajaliku informatsiooni töötlemine.

Keskdepositooriumi rakendumine viis järelevalve teostamise väärtpaberituru üle hoopis uuele tasemele, sest kõik Eestis emiteeritud ja käibivad elektroonilised väärtpaberid kuulusid väärtpaberite keskregistris registreerimisele. Keskregistris registreeritud väärtpaberile antud rahvusvaheline kood (ISIN) võimaldas asjatundjatel kindlaks teha riigi, kus väärtpaber on registreeritud, emitendi, väärtpaberi liigi jms. Esimesena registreeriti keskregistris Tallinna linna võlakirjade emissioon (18.11.1994).

Kuni 1994. aasta detsembrini organiseeriti enamik tehinguid emitentide endi, kommertspankade ja maaklerfirmade poolt esmasturul. Selle väärtpaberituru infrastruktuuriüksusega loodi võimalused elektrooniliste väärtpaberite turu tekkele. Peaaegu samal ajal, kui arenenud väärtpaberituruga riigid tegelesid paberkandjatel väärtpaberite dematerialiseerimise ehk elektrooniliseks muutmise probleematikaga, alustati Eestis dematerialiseeritud väärtpaberikaubandusega. Eeltoodu oli ka põhjus, miks Eestis jäi paberkandjatel väärtpaberitega kauplemise maht üsna väikseks.

1995. aasta märtsist tulid väärtpaberiturule esimesed järelturukõlbulikud väärtpaberid: Hansapanga, Tallinna Kaubamaja, Saku Õlletehase lihtaktsiad ning Hüvitusfondi obligatsioonid. Kui eelnevatel aastatel müüsid aktsiaid eelkõige pangad, siis 1995. aastal olid kahekümnest registreeritud aktsiaemissioonist vaid neli pangakaktsiate emissioonid. Tolle aja aktsiaemissioone võib põhjuste järgi jaotada kahte gruppi:

- ▲ ettevõtted, mis vajasisid arendamiseks lisakapitali (nt Estiko, Eesti Gaas, Levicom);

- ▲ ettevõtted, mida riik soovis erastada (nt Tallinna Kaubamaja, Saku Õlletehas, Norma).

Aktsiaturu tempokas areng võimaldas alates juulist 1995 alustada Eesti Väärtpaberite Keskdepositooriumil aktsiaindeksi arvutamist. Aktsiaindeksisse pääses aktsia siis, kui Keskdepositoorium oli nendega kolme kuu jooksul registreerinud vähemalt 15 tehingut ja käive ulatus 1%-ni aktsiate turuväärtusest.

Võlakirjaturu jõulist edenemist soodustas ennekõike munitsipaalvõlakirjade arvukus (Tallinna, Tartu, Pärnu, Rapla jt), kuid võlaturule tulid ka ettevõtted (Baltika, ETK, Maksimarket jt). Suurima käibega olid võlakirjaturul Hüvitusfondi võlakirjad. Hüvitusfondi võlakirjad olid unikaalsed, sest sisaldasid riikliku organisatsiooni Hüvitusfondi garantiid ning investeerijad said kasutada rah-

vakapitali obligatsioone. Völakirjad polnud kuigi tulusad, kuid see-
eest turvalised.

Avalike väärtpaberiemissioonide kogumaht moodustas 543 mil-
jonit krooni, olles kasvanud võrreldes 1994. aastaga 15,3%. Väärt-
paberiturule tulid esimesed väliskapitali osalusega väärtpaberiva-
hendusfirmad Hansa Investeeringute AS, ICI Trust, Talinvest jt.

Hoogsalt toimus investeermisfondide moodustamine ning ju-
ba 1995. aasta lõpus tegutses Eestis 14 litsentseeritud fondi, nende
portfellimaht moodustas 91,7 miljonit krooni (1994. aastal 5,4 mil-
jonit krooni). Tol ajal Eestis tegutsenud investeermisfondid paistsid
silma suure tulususega. Nii oli investeermisfondide tasuvus 1993.
aastal 25–70%, 1994. aastal 25–60% ja 1995. aastal 19–64%.

1995. aastat ilmestab ka investeermisfondide kriis. Likviidsus-
raskustesse sattus börside investeermisfond, fondiaktsiate ümber-
hindamisel langes fondiühiku hind 15 korda. See omakorda põh-
justas suure paanika investorite hulgas, mistõttu sattusid raskustes-
se Eesti Kunsti Investeermisfond, Balti Intellektuaalomandi Börsi
Investeermisfond jt.

Oluline päev väärtpaberituru arengus oli 19. aprill 1995, kui 23
finantsorganisatsiooni – 10 panka, 10 fondihaldur- ja maaklerfirmat
ning kolm riiklikku institutsiooni (Eesti Pank, rahandusministeer-
ium, Hüvitusfond) – asutasid Tallinna Väärtpaberibörsi (nüüdse
nimega AS Tallinna Börs). Börsi asutamise eelduseks oli juba loo-
dud ja edukalt tööle rakendunud Eesti väärtpaberite keskregister.
Loodava börsi eesmärgid olid:

- ▲ dematerialiseeritud kujul väärtpaberite kauplemise korral-
damine;
- ▲ kauplemis-, arveldus- ja infosüsteemide kindluse ja efektiiv-
suse tagamine;
- ▲ usaldusväärse info edastamine börsil kaubeldavate väärtpa-
berite kohta.

Nii nagu Keskdepositooriumi puhul, osales ka börsi asutamisel

riik (rahandusministeerium). Eelkõige selleks, et tagada börsi usaldusväärsus nii Eesti kui ka välisinvestorite silmis ning võimaldada samas suurendada börsi liikmeskonda.

1995. aasta oli olulise ajajärgu lõpp väärtpaberituru korrastumise seisukohalt, sest väärtpaberiturul toimuv tegevus sai õiguslikud raamid (väärtpaberituru seadus), järelevalvet teostas väärtpaberiamet ning elektroonilised väärtpaberid tuli keskregistris (EVK) registreerida.

1996. aastal jätkus väärtpaberituru tormiline areng. Käibivate aktsiate arv suurenes lakkamatult, peale erastatud ettevõtete aktsiate tulid müüki ka pankade aktsiad.

Väärtpaberiametis registreeriti aasta jooksul 39 avalikku väärtpaberiemissiooni, mille kogumaht müügihinnas oli üle 1 261,2 miljoni krooni. Järelturul liikusid aktsiahinnad tõusuperioodil kohati 10% päevas. Hindade arengut iseloomustab eriti Eesti Väärtpaberite Keskedepositooriumi aktsiaindeks, mis tõusis aasta alguse 136,95 punkti tasemelt 527,9 punkti tasemele aasta lõpuks (31.12.1996). Turu mahu hindamisel kasutatav näitaja nn turukapitalisatsioon ehk kõigi aktsiate turuväärtus oli aasta algul 2,1 miljardit krooni ning ületas aasta lõpus kaheksa miljardi krooni taseme.

Kauplemismahtude kasvu näitab seegi, et novembris oli nädala käive ligikaudu 300 miljonit krooni, mis oli suurem kui kogu 1995. aasta järelturu käive. Väärtpaberituru hoogsal arengul oli oma osa ka ajakirjandusel, mis hakkas kajastama väärtpaberituru kohta nii jooksvat väärtpaberihindade infot, infot emitentide majandusolukorra kohta kui ka finantsturualast üldharivat informatsiooni.

Tallinn taas börsilinnaks

Kõige kaalukam sündmus 1996. aastal oli kahtlematult Tallinna Väärtpaberibörsi käivitumine 31. mail. Kui alguses oli börsi õnnestumises kahtlejaid ja liigeses kiirustamises süüdistajaid hulganisti, siis ajapikku suutis börs oma tegevusega suurema osa kahtlusi kõr-

valdada ning nüüd ei kujuta Eesti väärtpaberiturgu ilma Tallinna Börsita enam keegi ette.

▲ Tallinna Väärtpaberibörs asutati 19. aprillil 1995.

▲ Tallinna Väärtpaberibörs avati 31. mail 1996. Eesti Forekspanga nõukogu esimees Rein Usin kuulutas Tallinna Väärtpaberibörsi avatuks ja president Lennart Meri sooritas kell 14.15 esimese tehingu börsi ajaloos, ostes maakler Riho Talumaalt neli Hüvitusfondi VI seeria obligatsiooni. Tehing tehti ürituselt telefoni teel.

▲ Regulaarne kauplemine Tallinna Väärtpaberibörsil algas 3. juunil 1996. Esimesel päeval registreeriti 41 tehingut üheksa väärtpaberiga, kogukäibeks kujunes 1,8 miljonit krooni. Esimese börsinädala käive oli 15 miljonit krooni, koos vabaturu käibega 49 miljonit krooni.



President Lennart Meri telefonitsi esimest börsitehingut sooritamas.

Kui Tallinna Väärtpaberibörsi esimesel tööpäeval oli käive vaid 1,8 miljonit krooni, siis sama aasta detsembrikuu viimase nädala käive oli juba üle 114 miljoni krooni. Eesmärgiga kajastada Tallinna Väärtpaberibörsil kaubeldavate aktsiahindade muutusi alustati 3. juunil 1996 börsiindeksi TALSE (lühend ingliskeelsest nimetusest *Tallinn stock exchange*) arvutamist.

Indeksi koosseisu arvati ainult Tallinna Väärtpaberibörsil noteeritud põhi- või lisanimekirjas olevad aktsiad.

Väärtpaberibörsi kiiret arengut mõjutas tublisti asjaolu, et Eestis oli enne börsi rakendumist likviidne väärtpaberiturgu, kuid info väärtpaberiturul pakutavate väärtpaberite hinna kohta oli ebasta-

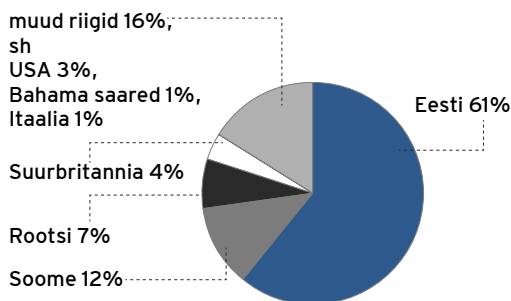
biilne. Rakendunud väärtpaberibörs tagas aga investeerijatele võimaluse saada igal hetkel väärtpaberite kohta vajalikku teavet. Kuna Tallinna Väärtpaberibörs suutis kohe luua usaldusväärse reguleeritud keskkonna väärtpaberitega kauplemiseks, huvitusid äriühingud oma aktsiate börsil noteerimisest. Firmajuhtide esmane huvi seenes eelkõige täiendava kapitali kaasamises, äriühingu turuväärtuse kindlaksmääramise võimaluses ning meedia pidevas kõrgendatud tähelepanus.

Kui avamisel noteeriti börsil vaid viie panga aktsiaid ja Hüvitusfondi kuus obligatsiooni, siis aasta lõpuks oli börsil peale pankade esindatud veel kümne äriühingu aktsiad ja fondide nimekirjas oli kolm investeerimisfondi. Tõsi küll, suurem osa aktsiatest olid börsi vabaturul. Börsi populaarsust kinnitab ka noteeritud väärtpaberite arvu kiire kasv, eriti 1997. aastal, kui noteeritud oli 40 väärtpaberit.

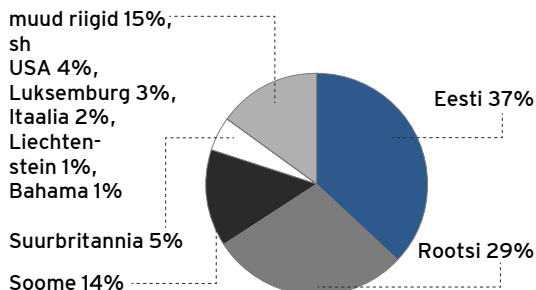
Kuigi börsi reeglid kohustasid noteeritud ettevõtteid avalikus-tama teavet oma tegevuste kohta, ei vähendanud see firmajuhtide huvi ettevõtete aktsiate noteerimise vastu.

Ehkki Tallinna Väärtpaberibörs käivitus Balti börsidest viimasena (Vilniuses septembris 1993, Riias juulis 1995), tõusis ta peagi käibe poolest piirkonna liidriks. Välisinvestorite osatähtsus väärtpaberituru käibest moodustas Tallinna Väärtpaberibörsil juba ava-aastal üle 30% (vt joonis 2), 1997. aastal vastavalt 45,1%, 1998. aastal 63% ja 1999. aastal juba 73%.

Joonis 2.
Investeeringud
Tallinna Väärtpaberibörsil kaubeldavatesse väärtpaberitesse
1996. aastal



Joonis 3.
Investeeringud börsil
kaubeldavatesse
väärtpaberitesse
1998. aastal



Üheks eelnimetatud edu põhjuseks oli asjaolu, et börsireglement töötati välja Euroopa direktiivide alusel, mistõttu nõuded, mis esitati (ja esitatakse ka praegu) börsil noteeritavatele ettevõtetele, vastasid kohe ka arenenud riikide väärtpaberiturgude tasemele. Teine tähtis asjaolu, mis tagas välisinvestorite suure huvi, oli seotud noteeritud ettevõtete heade majandustulemuste ning soodsa makromajandusliku kliimaga (eriti 1997. aastal).

Kindlasti oli Tallinna Väärtpaberibörsi edukas käivitumises oma osa ka õnnestunud valitud börsimudelil. Eestis võeti kasutusele nn *market-maker*'i ehk turutegija börsisüsteem, mis saavutas kohest edu, hoolimata sellest et oksjonibörsi kauplemissüsteem võimaldab investori poolt vaadatuna kujundada aktsiahinda objektiivselt, kuna hind kujuneb välja tasakaaluhinnana investorite pakku-miste vahel. Samas ei oleks selle kauplemismudeli eelis meie väikeste tehingumahtude ja investorite esialgse umbusu korral lihtsalt esile tulnud.

Riia ja Vilniuse väärtpaberibörsid olid oksjonibörsid. Kui Riia ja Vilniuse börsid said nende rakendamise perioodil ja ka hiljem valitsuse toetust, siis Eestis piirdus valitsuse toetus vaid rakendamise ja käivitamise alguses rahandusministeeriumi poolt iga börsiettevõt-te ühe aktsia omandamisega. Eestis loodi väärtpaberibörs eelkõige kohaliku erasektori ning Saksamaa ja Suurbritannia koostöötoel ja nõul, samas näiteks Vilniuse börs rajati suures osas Prantsusmaa finantsabi ja Leedu oma valitsuse toetusel.

▲ Olenemata väärtpaberibörsi kauplemissüsteemi tehnilisest aspektist, liigitatakse väärtpaberibörse eelkõige väärtpaberihinna kujunemise ja fikseerimise järgi: turutegijabörs ja oksjonibörs.

▲ Turutegija ehk *market-maker*'i börsimudel. Maakler (börsi liige), kes on registreeritud teatud väärtpaberi turutegijaks, on kohustatud sellele väärtpaberile pidevalt ostu-müügi noteeringut andma ehk turgu tegema. Maakler, kes investori tellimust täidab, võrdleb turutegijate pakkumisi ja on kohustatud täitma investori tehingu turul pakutava soodsaima hinnaga. Börsireglemendi kohaselt peab turul tehinguid sooritanud investeerija saama alati õige hinna ning seda jälgib ka börs. Selline börsimudel on näiteks kasutusel NASDAQi börsil USAs ja Londoni aktsiabörsil.

▲ Oksjonibörsi ehk *order-driven*'i mudeli põhialuseks on suurima käibe põhimõte. Kauplemine ei toimu mitte väärtpaberitele esitatud orderite järjekorras, vaid suur hulk ordineid realiseeritakse ühel ajal. Seega on kõik orderid olenemata arvust, limiidist ja saabumise ajahetkest võrdväärsed, samas pole kurss enne kauplemisessiooni teada. Kauplemise eesmärgiks on vahendada ühe kursiga võimalikult palju tehinguid. Börsisessiooni jooksul pole võimalik hindu muuta. Selline börsimudel on kasutusel näiteks Deutsche Börsel Frankfurdis.

1997. aastal jätkus väärtpaberituru tormiline areng. Väärtpaberinspeksioonis registreeriti aasta jooksul 44 väärtpaberite avalikku emissiooni, kogumahus 780,8 miljonit krooni, börsitehinguid ning börsiväliseid väärtpaberitehinguid tehti aasta jooksul 38 miljardi krooni väärtuses, mis oli 9,5 korda enam kui 1996. aastal.

Tallinna Väärtpaberibörsil noteeritud aktsiate turukapitalisatsioon ulatus aasta lõpuks ligi 17 miljardi kroonini. Väärtpaberituru jõuline areng kajastus ka börsindeksis TALSE, mis aasta alguse 163 punkti tasemelt saavutas augusti lõpus kõrgeima 493 punkti tase. Sellele järgnes indeksi järsk langus, kuid aasta lõpetas TALSE

pisut kosununa 265 punkti tasemel. Seega elas Eesti suhteliselt ruttu pärast börsi käivitamist üle tõsise börsikrahi, kus paari nädala jooksul kaotas enamik aktsiaid üle poole oma eelnevast väärtusest. Börsi ülekuumenemine oli seotud asjaoluga, et kommerts pankade vahendusel hakkas Eestisse tulema rohkesti odavat laenuraha, millest kaalukas osa jõudis aktsiaturule. Kuigi aktsiate laenuga ostmist peetakse väga riskantseks strateegiaks, pidas tol ajal enamik suuremaid investoreid seda loomulikuks, ent kogemused aktsiaturul tegutsemiseks olid väga väikesed.

1998. aasta esimesel poolel algas püsivam hindade tõus, kuid mais toimus teine suurem hindade kukkumine pärast 1997. aastat, mil TALSE alanes kuu jooksul 29,4%. Tallinna Väärtpaberibörsi käive moodustas 1998. aastal 13,3 miljardit krooni, mis võrreldes eelneva aastaga oli 8,5 miljardit krooni vähem.

Hoolimata väärtpaberiturul toimunud tagasilöökidest jätkus Tallinna Väärtpaberibörsi areng.

Tallinna Börsi tõusulaine

Kalle Viks,
Tallinna Börs, tegevdirektor

Alates 2000. aastast on Eesti väärtpaberiturul aset leidnud palju turu arengu seisukohalt olulisi sündmusi, mis on muu hulgas aidanud süvendada eestlaste säästmisharjumusi ning muutnud kohaliku turu märksa rahvusvahelisemaks.

2000. aasta oktoobris omandas Tallinna Börs 100% Eesti Väärtpaberikeskuse aktsiatest, mille tulemusena tekkis pikem väärtusahel ning kasvas ettevõtete võime pakkuda investoritele paremat ning komplekssemat teenust.

Sama aasta oktoobris korraldas Tallinna Börs esmakordselt eraisikutele suunatud messi Rahakompass, mille eesmärk oli tõsta investorite teadlikkust ning hoogustada säästmist ja investeerimist.

Aprillis 2001 toimus oluline muudatus Tallinna Börsi omanikeringis – strateegilise 62% osaluse omandas Soome börsikorraldaja HEX Group. Vähem kui aasta hiljem – 25. veebruaril 2002 – võttis Tallinna Börs kasutusele Soome börsi kauplemiskeskonna OpenHETI. Süsteemivahetus ning rahvusvahelistumine võimalda-

sid Tallinna Börsil võtta ametliku kauplemisvaluutana käibele euro. Jooksvate ja ajalooliste aktsiahindade kuvamine eurodes lihtsustas hindade mõistetavust välisinvestoritele ning suurendas turgude võrreldavust. Samast päevast sai Tallinna Börsi ja Eesti Väärtpaberikeskust ühendava grupi nimeks HEX Tallinn.

2002. aasta jaanuaris jõustus Eestis uus väärtpaberituru seadus, mis viis väärtpaberituru seadusandluse Euroopa Liidu tasemele. Ühtlasi käivitus seniste Väärtpaberiinspeksiooni, Kindlustusinspeksiooni ja Pangainspeksiooni põhjal finantssektori riiklikku järelevalvet teostav ühtne Finantsinspeksioon.

2002. aasta mais käivitus pensionisüsteemi teine samm ehk kogumispension. Esimesel aastal kogumispensioniga liitunute arv (207 000 inimest) näitas, et teine samm saab kohalikul kapitaliturul olulise rolli nii pikaajalise kohaliku kapitali kasvu kui ka eraisikute rahapaigutamise mõtteviisi levimise seisukohalt üldiselt. Hõlbustamiseks pensionifondide käekäigu jälgimist ja võrreldavust, käivitas Eesti Väärtpaberikeskus juulis kogumispensioni indekseid (EPI).

2002. aastal omandas HEX Tallinna emaettevõtte HEX Group strateegilise osaluse ka Riia börsil, mis pani aluse Balti turgude sisulisemale integreerimisele.

Seisuga 1. juuli 2003 on kõikide Eestis tegutsevate aktsiaseltside aktsiad arvel Eesti väärtpaberite keskreistris, mille pidajaks on Eesti Väärtpaberikeskus. Keskne elektrooniline register lisab Eesti ettevõtluskeskkonnale usaldusväärsust ja läbipaistvust. Tähtaegselt registreeris end 5360 aktsiaseltsi ehk 90% kõigist tegutsevatest seltsidest.

Seni kolme riiki hõlmanud kontserni laienemine sai uue hoo, kui HEX Tallinna emaettevõtte HEX Group teatas 10. mail 2003 liitumiskavatsusest Rootsi börsioperaatoriga OM. Soome ja Rootsi juhtivate väärtpaberituru ettevõtete ühinemise tulemusena sündinud OMHEX alustas tegevust 4. septembril 2003. Kontserni rahvusvahelised mõõtmed avarusid veelgi, kui HEX Tallinna uueks emaettevõtteks saanud OMHEX valiti 30. märtsil 2004 Vilniuse

börsi enamusaktsiate erastajaks. Seoses Vilniuse börsi erastamisega hakkasid kõik kolm Balti börsi kuuluma ühte kontserni, mis lõi eeldused Balti ühisturu tekkeks. Eesti, Läti ja Leedu börsid käivitasid ühtse Balti nimekirja, Balti indeksi BALTIX ja ühise börsiinfo internetilehekülje.

7. aprillil 2004 astusid Tallinna, Helsingi ja Riia börs Põhja- ja Baltimaade börside liidu NOREX liikmeteks. Laienev kontsern tõi endaga kaasa uue kaubamärgi – 1. septembril võttis OMHEX grupp kasutusele uue kaubamärgi OMX.

27. septembril 2004 ühtlustasid Tallinna, Riia ja Helsingi börs oma kauplemisreeglid NOREXi reeglitega ning võtsid kasutusele OMXi kauplemissüsteemi SAXESS. Põhja- ja Baltimaades on see kauplemissüsteem kasutusel kokku kaheksa riigi börsidel – Rootsis, Taanis, Islandil, Norras, Soomes, Eestis ja Lätis. Leedus võeti sama kauplemissüsteem kasutusele 30. mail 2005.

26. aprillil 2005 ületas Balti börside indeks BALTIX 500 punkti taseme, olles tõusnud aasta algusest 18,9%. Alates 1. jaanuarist 2000, mil indeks alustas 100 punktilt, on indeksisse kuuluvate aktsiate väärtus kasvanud viis korda.

Juulis 2005 omistati Tallinna, Riia ja Vilniuse börsi põhinimekirja ettevõtetele rahvusvahelise tegevusalade klassifitseerimise standardi GICS (*global industry classification standard*) tunnus. Alates 2006. aasta algusest omistati nimetatud tunnused kõigile Balti börsidel noteeritud ettevõtetele.

Septembris 2005 võttis Finantsinspektsiooni juhatus vastu soovitusliku juhendi “Hea ühingujuhtimise tava”, mis on mõeldud järgimiseks eeskätt börsil noteeritud ettevõtetele ning on jõustatud Tallinna Börsi reglemendi kaudu. Tava annab ettevõtetele käitumisjuhised ning aitab lahendada huvide konflikte ja vältida huvigruppide liigset survet ettevõtete juhtimisele. Tava kehtib alates 1. jaanuarist 2006.

Ühe sammuna turgude integreerimisel ühtlustas OMX 3. oktoobril 2005 OMX Kopenhaageni, Stockholmi, Helsingi, Riia,

Tallinna ja Vilniuse börsiindeksi nimed. Tallinna Börsi indeksi (TALSE) uueks nimeks sai OMX Tallinn (OMXT).

2005. aasta kevadel tegi Swedbank Hansapanga aktsionäridele väljaostupakkumise eesmärgiga lõpetada Hansapanga aktsiate noteerimine Tallinna Börsil. Sel hetkel oli Hansapanga aktsia tähtsaks, moodustades 2/3 Tallinna Börsil noteeritud aktsiate kogukäibest ja summaarsest turuväärtusest.

Pakkumise aktsepteerimise tulemusena vabanes paljude investorite raha, mis peale osalise tarbimise suundumise hakkas otsima uut investeeringuobjekti. Paljuskki just vaba raha olemasolu tõttu hakkas üle kuue aasta Tallinna Börsile taas uusi ettevõtteid tulema. Esimestena jõudsid 2005. aasta mais-juunis investoriteni Tallinna Vee ja Starmani aktsiad, neile järgnes aasta lõpus Tallink Grupp. 2006. aasta kevadel tuli börsile Eesti Ehitus ning sügisel Olympic Entertainment Group. 2007. aasta kevadsuvel järgnesid neile Ekspress Grupp ja Arco Vara. Uute ettevõtete lisandumine tõstis oluliselt turu aktiivsust ning meelitas investeerima või spekuldeerima ka palju seniseid kõrvalseisjaid.

2006. aastal jätkas Tallinna Börs tööd noteeritud ettevõtete nähtavuse ning kvaliteedi tõstmise suunal. Suvel käivitati Tallinnas, Riias ja Vilniuses börsiettevõtete teabe avalikustamise kvaliteeti ja investorsuhteid hindav konkurss Baltic Market Awards.

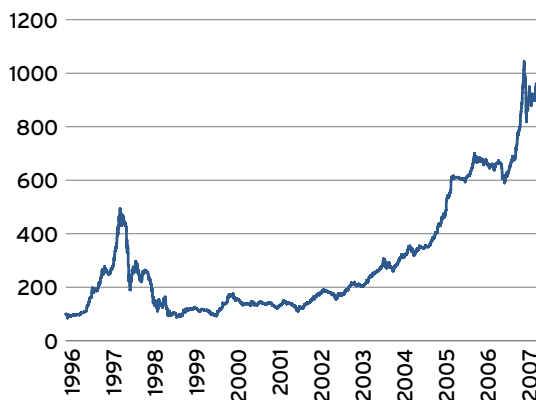
2006. aasta detsembris käivitasid Balti börsid Balti indeksipekkonna, mis koosneb kokku 27 indeksist – kaubeldavast (*tradable*) indeksist, võrdlusindeksitest (*benchmark*), sektoriindeksitest ja üldindeksitest (*all-share*). Sellega seoses lõppes 30. juunil 2007 senise ainsa Balti indeksi BALTIX arvutamine. 2007. aasta mai lõpus avalikustasid OMX ja NASDAQ ühinemiskavatsuse, mille tulemuseks tekib 2007. aasta jooksul uus kontinentideülene börsigrupp. Oma soovist omandada osalus OMXis on teatanud ka Dubai börsi omanik Borse Dubai.

Tabel 1. Tallinna Börsi ajalooline statistika 1996–2007

	1 ja 2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
OMX Tallinn, Indeks	961,55	856,27	664,08	448,82	285,65	212,47	144,69	138,24	125,51	90,74	265,35	160,32
OMX Baltic Benchmark Cap GI, Indeks	724,09	655,78	557,75	386,73	267,69	160,36	140,44	131,83	100,00	-	-	-
Börsiettevõtete aktsiate turuväärtus (mln EUR)	5 229,4	4 521,9	2 962,8	4 563,6	3 005,0	2 308,8	1 665,5	1 931,9	1 785,1	442,8	918,9	430,1
Tallinna Börsi käive (mln EUR)	791,2	766,2	1 941,9	669,4	501,9	264,4	262,7	353,9	285,9	853,3	1 395,5	146,6
Aktsiatehingute arv	8 4261	62 889	41 278	19 992	22 445	21 638	29 302	35 082	42 906	92 502	123 233	19 114
Keskmine aktsiatehingute väärtus (EUR)	9 390	12 174	46 972	33 188	21 998	12 135	8 831	9 937	6 519	9 195	11 301	7 583
Eraisikust investimisfondi omanike arv	14 731	14 827	11 546	6 640	4 781	3 479	2 217	2 351	4 767	7 582	8 397	6 539
Eraisikust investitorite kehtivate väärtpapierikontode arv EVKs	103 402	91 710	77 800	60 220	56 590	54 197	47 637	47 517	54 088	60 682	57 795	39 821
Aktiivsete investorite arv (vähemalt viis börsitehingut aasta jooksul)	4 344	3 788	2 434	842	852	1 003	1 372	1 400	1 151	n/a*	n/a*	n/a*

* n/a - not applicable, puuduvad võrreldavad andmed

Joonis 1. OMX Tallinn indeks 1996-2007



Kokkuvõtteks

1997. aasta augusti lõpus jäi Tallinna Börsi üldindeksi tippmargiks 493 punkti, misjärel langes indeks novembris 190 punkti tasemele ning 1998. aasta oktoobris lausa alla 100 punkti taseme. Indeksi taastumine ning uute rekordtasemete saavutamine võttis aega 7,5 aastat – veebruarini 2005, kuid praegune 6. veebruarist 2007 pärinev tippmark – 1043 punkti – ületab toonast enam kui kaks korda.

Eesti investor, milline sa oled?

Kristel Johanson,
Eesti Väärtpaberikeskus, tegevjuht

Olukord Eesti väärtpaberiturul – kõik liigub, muutub, areneb

Viimastel aastatel on Eesti väärtpaberiturg märgatavalt aktiveerunud. Kiiresti on kasvanud nii avatud väärtpaberikontode kui ka väärtpabereid omavate kontode arv; alates 2005. aastast järjekindlalt suurenenud tehinguaktiivsus jõudis haripunkti 2007. aasta esimeses kvartalis. Kui suur osa on üldises investeerimisaktiivsuse kasvus aga välisinvestorite ja juriidiliste isikute kõrval Eesti füüsilisest isikust investoritel?

Eesti väärtpaberite keskregistri statistikat analüüsid näeme, et nii Eesti erainvestorite kui ka kogu turu investeeringute maht on aastatega kasvanud. Hansapanga lahkumine börsilt 2005. aastal tõi kaasa nii börsi kui ka kõigi noteeritud ettevõtete turuväär-

tuse ajutise vähenemise. Samas tõi Hansapanga börsilt lahkumine turule suure hulga vaba raha ning mitmed sellele järgnenud uued väärtpaperite avalikud pakkumised koos üldise majanduskasvuga on Eesti erainvestorite investeeringute kogumahtu aastatega järjekindlalt tõstnud. Ka investeeringute osakaalu poolest on Eesti erainvestorid võrreldes välismaiste ja Eesti juriidilisest isikust investoritega viimastel aastatel stabiilset tõusutendentsi näidanud. Tõsi, alates 2006. aasta keskpaigast on Eesti erainvestorite investeeringute osakaal pisut langenud, jäädes siiski kaheksa ja üheksa protsendi vahele.

Kuna väärtpaperitesse ning ettevõtlusse investeerimine on paljude Eesti elanikkonna gruppide seas senisest laiemalt leviku saanud, on siinjuures paslik korraga aeg maha võtta ning lähemalt vaadata, kas üldlevinud ootused ja eelarvamused väärtpaperiturul aktiivsete inimeste kohta peavad endiselt paika.

Kes on aktiivsem - mees või naine?

Võib oletada, et suurem osa inimesi kujutab sõna “investor” kuuldes ette nooremas keskeas olevat lipsustatud ja portfelliga meesterahvast. Aga miks mitte mõnd koduema, lapsed käe otsas? Siinkohal meenub enam kui aastatagune artikkel kahe väikelapse emast Kristiina Vesilinnust, kes julgustas naisi julgemalt investeerima, kinnitades muu hulgas, et finantsturge ei tasu karta ja et börs ei hammusta.

Võiksime eeldada, et viimaste aastate investeerimisaktiivsuse kasv on investorite hulka toonud üha rohkem naisi, kuid päris nii see siiski ei ole. Eesti investorit portreeterides leiab kinnitust tõsi, et ükskõik missugused parameetrid me aluseks võtame, kindel on see, et läbi aastate on asi võrdõiguslikkusest väga kaugel olnud – mehed on investeerimisturul ohjad kindlalt enda kätte haaranud.

Eesti nais- ja meesinvestorite arvu ja nende investeeringute mahusid võrreldes selgub, et kui näiteks 1999. aasta lõpu seisuga oli nais- ja meesinvestorite arv enam-vähem võrdne, siis 2006. aas-

ta lõpu seisuga oli naisinvestorite osakaal ligikaudu 40%. Veelgi suurem erinevus on aga investeringute rahalistes mahtudes: mahu poolest on naiste osakaal olnud läbi aastate stabiilselt 20–25% meeste 75–80% vastu.

Naiste investeringute väikese osakaalu põhjuseid võib olla mitu:

- ▲ naistel on vähem vaba raha (statistika järgi on naiste palk väiksem);
- ▲ naised on vähem riskialtid ja paigutavad oma vaba raha vähem riskantsetesse vahenditesse (nt pangahoiustesse);
- ▲ naised eelistavad suunata oma vaba raha tarbimisse.

Selgitamaks, missugustel teguritel on tõepoolest määrav roll, tuleks läbi viia juba põhjalikum analüüs.

Veelgi teravamalt tuleb sooline erinevus esile, kui võrrelda aktiivseid investoreid, kes on ühes kuus teinud vähemalt viis börsitehingut. Statistika näitab, et selliste aktiivsete investorite hulgas on meeste ülekaal mäekõrgune, seega võib järeldada, et peale väiksemate investeeritud summade teevad naised ka tehinguid suhteliselt harvem.

Viimaste aastate trend – lapsinvestor

Eeltoodu põhjal jõudsime järeldusele, et Eesti erainvestor on suurema tõenäosusega mees, aga missuguses vanuses? Loogiline oleks eeldada, et investeerimisaktiivsuse laiema levikuga on investorite vanusepiirid avardunud.

Vähemalt osaliselt vastab see eeldus ka tegelikkusele. Mõnevõrra ootuspärane on ka see, et alaealiste investorite osakaal tõusis hüppeliselt just 2005. aastal, kasvades aastaga peaaegu viis korda: 306-st 1458 alaealise investorini.

2006. aasta lõpu seisuga moodustasid alaealised 1,8% kogu Eesti erainvestorite arvust, sealhulgas hõlmasid eelkooliealised lapsed

0,55% (586 last). Lapsinvestorite kasv võib olla eelkõige seotud laste maksuvaba tulu kasutamisega vanemate poolt ning uute avalike aktsiaemissioonidega, kus ühele investorile eraldatavate aktsiate arv võib olla piiratud. Tulumaksukohustuse vähendamiseks ning esmaemissioonist suurema aktsiapaki omandamiseks on vanemad avanud peale enda ka oma lastele väärtpaberikontod. Statistika näitab, et lapsinvestorid (loe: nende vanemad või eestkostjad) on ka järjest aktiivsemad: näiteks 2005. aastal tegid alaealised isikud juba 2153 väärtpaberitehingut, võrreldes keskmiselt 150–180 tehinguga aastatel 2000–2004.

Vastupidi noortele investoritele on eakate investorite osakaal aasta-aastalt vähenenud. Üle 60aastaste investorite hulk moodustas 2006. aasta lõpus kõigest investoritest 25%, samas kui aastatuhande vahetusel oli nende osakaal veel 40%.

Ühe tendentsina saab veel välja tuua huvitava asjaolu, et kuigi arvuliselt on nooremaid investoreid iga aastaga järjest rohkem (nende osakaal koguinvestorite arvust suureneb), siis investeeringute mahtude poolest jäävad nad vanematele investoritele alla. Näiteks 60–74aastaste investorite investeeringute rahaline osakaal on 2006. aasta lõpuks jõudnud 22 protsendini turu kogumahust, samas kui selliste investorite arvuline osakaal on aja jooksul vähenedes langenud juba alla 21%. Ka üle 75aastaste investorite investeeringute osakaal suureneb ja investorite arvuline osakaal väheneb järjest. Seega on keskmine eakas investor aja jooksul jõukamaks muutunud, sarnanedes üha enam turu keskmisele investorile.

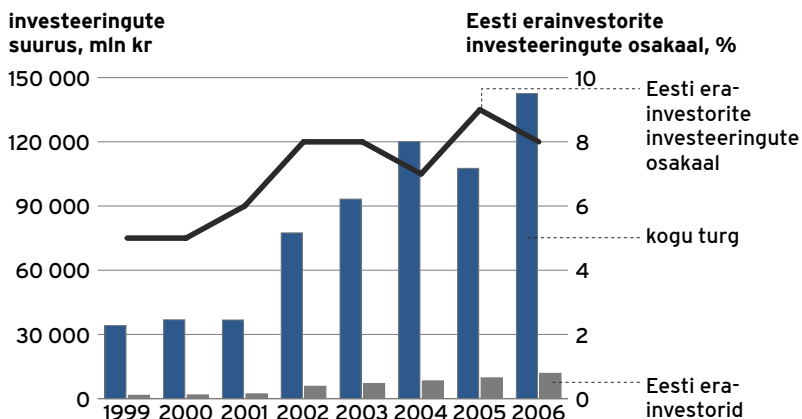
Jättes välja alaealised ja üle 60aastased isikud, on keskmiste vanusegruppide arvestuses läbi aastate kõige arvukam grupp olnud 40. aastates investorid, ka nende koguinvesteeringute maht on teiste vanusegruppidega võrreldes proportsionaalselt suurim.

Kokkuvõtteks

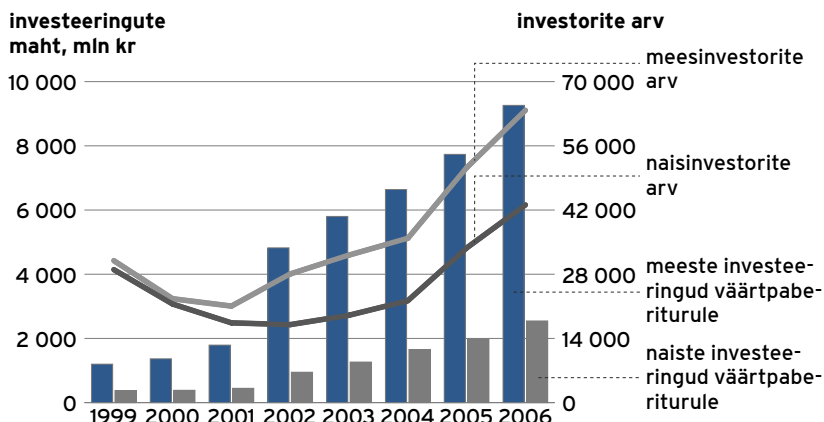
Eesti väärtpaberite keskregistri statistiliste andmete alusel on Eesti füüsilisest isikust investor sel aastatuhandel muutunud in-

vesteeringisaltimaks ja teeb järjest rohkem tehinguid, suurim tõenäosus teda kohata on 40. aastates meeste hulgas. Ei jäägi muud üle, kui kutsuda Eesti investoreid, eriti naisi, olema investeeringuotsustes ärksamad ning võtma väärtpaberitesse investeeringut loomuliku tegevusena oma vabade vahendite paigutamisel ning tuleviku kindlustamisel.

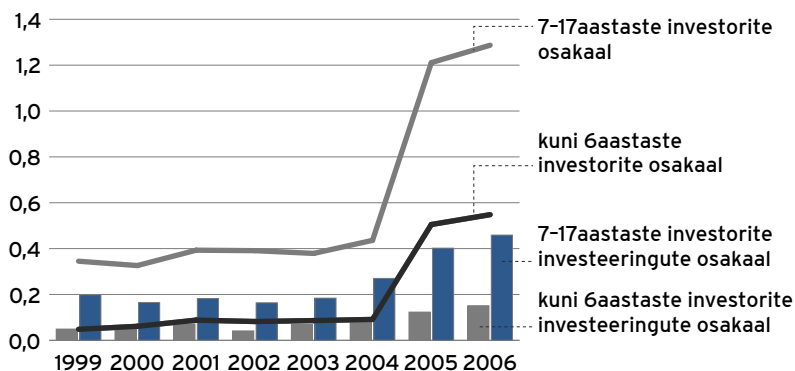
Joonis 1. Investeeringud Eesti väärtpaberiturule (2006. aasta lõpu seisuga)



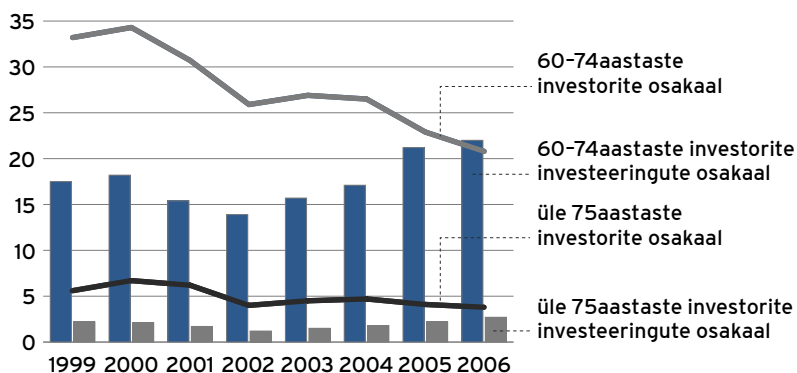
Joonis 2. Nais- ja meesinvestorite arv ja nende investeeringute maht (2006. aasta lõpu seisuga)



Joonis 3. Alaealiste investorite osakaal (2006. aasta lõpu seisuga, %)



Joonis 4. Eakate investorite osakaal vanusegrupiti (2006. aasta lõpu seisuga, %)



Peamised mõiſted

Tunne turgu ja selle keelt -
esmalt omanda põhimõisted



Väärtpaberituru peamised mõisted

Kaidi Ruusalepp,
Tallinna Börs, juhatuse liige

Tänapäeval jagunevad väärtpaberiturud maailmas kolme kategooriasse: väärtpaberibörs, reguleeritud turg ja alternatiivturg. Kaks esimest turgu on üldises tähenduses reguleeritud väärtpaberituru osad, alternatiivturg on aga reguleerimata turg. Viimane ei tähenda metsikut läänt, vaid seda, et reeglid on leebemad, neid on vähem ning seeläbi on investori riskid kõrgemad.

Enamik väärtpaberibörsi ja reguleeritud turu reegleid on paigas juba seaduste tasemel. Üldjuhul antakse mõlema turu korraldamise tegevuslubasid igas riigis välja üks. Eestis on väärtpaberibörsi ja reguleeritud turu korraldamise tegevusluba välja antud Tallinna Börsile. Erandiks maailmas on näiteks Ameerika Ühendriigid, kus peale riigi peamise börsi – New Yorgi börsi – tegutsevad ka sektoripõhised väärtpaberibörsid. Enim tuntud on valdavalt tehnoloogia-sektorile keskendunud börs NASDAQ. Peale sektoripõhise jaotu-

se on maailmas eraldi väärtpaberiturge ka eri väärtpaberite jaoks – nt optsioonibörs.

Väärtpaberibörsi ja reguleeritud turu toimimine on täpselt paika pandud kuni börsi kauplemisreegliteni välja. Kuigi paljud börsid kasutavad sama kauplemissüsteemi (näiteks Tallinna Börs kuulub Põhjamaade börside gruppi OMX ja kasutab Helsingi, Stockholmi, Kopenhaageni, Reykjaviki, Riia ja Vilniuse börsiga sama kauplemisplatvormi), tuleb igas riigis arvestada kohalike regulatsioonidega. Euroopa tasandil viiakse regulatsioonid vastavusse Euroopa Liidu direktiivides toodud põhimõtetega, kuid sellegi poolest tuleb iga riigi regulatiivsete nüansside tõttu neis riikides kauplemisel arvestada kohalike reeglite ja tavadega.

Alternatiivturg on turg, mille üldised põhimõtted on samuti paigas seaduste tasandil, kuid väärtpaberibörsi puudutava regulatsiooniga võrreldavasse detailsusse alternatiivturgu käsitlevad paragrahvid ei lähe. Igas riigis võib olla terve hulk alternatiivturge, turgude arvu ja edukuse paneb paika konkurents. Riiklik järelevalve hoiab silma peal ka alternatiivturgudel, seal tegutsevatel ettevõtetel, maakleritel ning turu korraldajal. Nagu mainitud – nii-öelda metsikut läänt väärtpaberiturgudel tekkida ei lasta.

Väärtpaberibörs (*stock exchange*)

Investorite seisukohast vaadates on kõige kvaliteetsem ja usaldusväärsem turg väärtpaberibörs (Balti börsidel tuntud põhinimekirjana). Väärtpaberibörsil noteeritakse need ettevõtted, mis on oma majandustegevuselt, juhtimiskultuurilt ja suuruselt eeskujuks teistele ettevõtetele. Noteerimine on justkui kvaliteedimärk, mis omistatakse ettevõttele pärast seda, kui ta on kinnitanud oma vastavust kõige rangematele nõuetele ja läbinud kogu noteerimisprotsessi. Kuna noteerimine toob endaga kaasa väga suure annuse avalikku kontrolli – aktsionäride, meedia, börsi ja järelevalveorganite poolt –, peab ettevõtte olema noteerimiseks valmis nii omanike, juhtkonna kui ka töötajate poolt.

Reguleeritud turg (*regulated market*)

Teine kategooria on reguleeritud turg kitsamas tähenduses (Balti börsidel tuntud lisanimekirjana). Kui väärtpaberibörsil ettevõtte noteeritakse (noteerimine on investoritele n-ö riiklik kvaliteedimärk), siis reguleeritud turul ja alternatiivturul võetakse ettevõtte kauplemisele. Reguleeritud turule kauplemisele võtmiseks kehtivad ettevõtetele lihtsamad reeglid ning see on ettevõtetele nagu börsil olemise prooviharjutus. Pärast seda, kui ettevõtte on reguleeritud turule võetud, peab ta investoritega suhtlemise ja info avalikustamise osas käituma samamoodi nagu põhinimekirja ettevõtte. Ka reguleeritud turu ettevõtte peab olema usaldusväärne ja pakkuma investoritele kindlust. Reguleeritud turg on mõeldud eelkõige keskmise suurusega ja väikestele stabiilsetele ettevõtetele. Reguleeritud turule lubatakse väärtpaberid siis, kui need vastavad järgmistele tingimustele:

- ▲ ettevõtte ja selle väärtpaberid vastavad reglemendis sätestatud üldnõuetele;
- ▲ väärtpaberiga kauplemise vastu on oodata piisavalt suurt investorite huvi.

Investorid peaksid arvestama, et väärtpaberibörsiga võrreldes on reguleeritud turg riskantsem, kuna turule pääsemise reeglid on leebemad. Tallinna Börsi lisanimekirjas 2007. aasta suve seisuga ühtegi väärtpaberit ei ole.

Alternatiivturg (*alternative market*)

Kolmas väärtpaberituru kategooria on alternatiivturg (Balti börsidel tuntud nime all First North). Alternatiivturg on mõeldud eelkõige väikestele kasvuettevõtetele ning on oma olemuselt riskantsem segment. On selge, et mida agressiivsemas kasvufaasis on ettevõtte, seda suuremaid riske ta võtab ja seda suuremaid riske võtab ka investor. Tihti on alternatiivturg ettevõtetele ka enda tut-

vustamise kanal. Alternatiivturule eesmärk ongi anda kasvuettevõtetele lisakapitali kasvatamiseks ning võimalus enda tuntuse suurendamiseks. Alternatiivturule on olemas näiteks Londonis (AIM) ja Põhjamaades (First North), aga ka teistes Mandri-Euroopa riikides. Seoses Euroopa Liidu tasandil vastu võetavate uute regulatsioonidega kaalub suurem osa Euroopa turukorraldajatest alternatiivturule loomist.

Alternatiivturule toimib nagu minibörs või ostu-müügikuulutus- te internetifoorum. Kui ettevõtte soovib kaasata lisakapitali, võib ta seda teha kas aktsiate müügiga paljudele investoritele või ainult mõnele strateegilisele investorile. Alternatiivturule võib saada ka kohaks, kust riskikapitali fondid leiavad enda portfelli huvitavaid investeeringuid.

Kui väärtipaberibörsil ja vabaturul suhtleb ettevõtte investoritega tavaliselt ise, siis alternatiivturule ettevõtte suhtleb börsi ja avalikkusega enamasti nõustajate kaudu. Alternatiivturule korraldaja poolt atesteeritud nõustajate (tavaliselt audiitorifirma, advokaadibüroo või investeerimispank) kaudu tuuakse ettevõtte turule ning nõustaja jääb ettevõtte kõrval ka edaspidi. Ent nõustaja kasutamine ei keela ettevõtet ise börsi ja investoritega suhelda.

Nagu eespool mainitud, võib erinevalt väärtipaberibörsist ja reguleeritud turust alternatiivturule hallata ka mis tahes muu nõuetele vastav ettevõtte peale börsi. Küll aga on börsil olemasoleva kogemustepagasi ja kauplemissüsteemiga alternatiivturule lihtsam käivitada ja hallata.

Tallinna, Riia ja Vilniuse börsil toimib alternatiivturule First North alates 2007. aastast.

Väärtipaberibörsi, reguleeritud turule ja alternatiivturule erinevused leiate järgnevast tabelist.

Tabel 1. Reguleeritud ja reguleerimata turu erinevused

Reguleeritud väärtpaberiturg üldises tähenduses		Reguleerimata turg
Väärtpaberibörs	Reguleeritud turg	Alternatiivturg
Põhinimekiri	Lisanimetikiri	First North
Noteerimine	Kauplemisele võtmine	Kauplemisele võtmine
Täisnõuetele vastav prospekt	Täisnõuetele vastav prospekt	Prospekt lihtsustatud kujul või täisprospekt
Tagatud nn europass	Tagatud nn europass	Kauplemine europassita või europassiga
Prospekti kinnitab finantsinspeksioon	Prospekti kinnitab finantsinspeksioon	Prospekti kinnitab börs või finantsinspeksioon
Omakapital: min 4 mln eurot	Omakapital: min 1 mln eurot	Omakapitalinõue puudub
<i>Free float</i> * vähemalt 25% või piisav (25 mln eurot)	<i>Free float</i> 'i nõuded puuduvad	<i>Free float</i> 'i nõuded puuduvad
Ettevõtte ajalugu vähemalt kolm aastat	Ettevõtte ajalugu võib olla alla kolme aasta	Ettevõtte ajaloo nõuded puuduvad
Finantstulemused stabiilsed, omakapital positiivne, hooajalisuse riskid hajutatud	Finantstulemustes võib esineda kõikumisi ja hooajalisust, suured investeeringud ja kõrged riskid	Finantstulemustes võib esineda kõikumisi ja hooajalisust, suured investeeringud ja kõrged riskid
Kõrged info avalikustamise nõuded	Kõrged info avalikustamise nõuded	Nõuded info avalikustamisele madalamad
Kontrollitud riskid, mistõttu kõrge investorkaitse	Kõrgemad riskid, mistõttu madalam investorkaitse	Kõrged riskid, mistõttu madal investorkaitse
Kõrgliiga ettevõtted	Hüppelaud börsile	Börsi kasulava

* väikeinvestorite käes olevate aktsiate osakaal

Igal turul võib kaubelda väärtpaberitega: aktsiate, fondiosakute, võlakirjade, optsioonide, derivatiividega. Väärtpaberitesse investeerides tuleb kindlasti esmalt vaadata, millise turusegmen-diga on tegemist. Seejärel tuleb põhjalikult uurida ettevõtet ja väärt-paberit. Kui riskitaluvus on suhteliselt madal, tasub investeerida eel-kõige börsiettevõtetesse.

Väärtpaberitega seotud mõisted

Alo Vallikivi,

Lõhmus, Haavel & Viisemann, veebitoodete juht

Väärtpaber (*security*)

Väärtpaber on kõige laiemalt kasutatav termin, mis tähistab investeerimisinstrumenti.

Väärtpaber on aktsia, võlakiri, optsoon, futuur või ükskõik milline teine finantsvara. Minevikus oli igal väärtpaberi omanikul finantsvara omamise kohta paberil tõend, nüüdseks on paberist omandiõigused kadunud ning arvepidamine toimub elektroonilisel kujul.

Väärtpaber on instrument, mis võib kirjeldada omandisuhet (aktsia, fond), võlasuhet (võlakiri) või õigust omandisuhtele (optsoon). Aktsiad, fondid, võlakirjad ja optsoonid on peamised väärtpaberi liigid, mida kasutavad eri investeerimissihtide ja teadmistega investorid. Aktsia on kõige laiemalt levinud väärtpaber ning sobib

nii kauplejale kui ka investorile. Fondid on mõeldud eelkõige investorile, kuid börsil kaubeldavad fondid on viimastel aastatel populaarsust kogunud ja teinud selle instrumendi huvitavaks ka kauplejatele. Optsioone kasutavad eelkõige teadlikud kauplejad ning võlakirju soetavad teadlikud investorid oma väärtpaberiportfelli riskide maandamiseks.

Aksia (stock)

Aksia on väärtpaber, mis näitab selle omaniku õigust osale ettevõtte varast ja kasumist. Aksia omamine ei anna otsest õigust ettevõtte igapäevatöös kaasa lüüa, kuid sisuliselt on tegemist tõendiga, mis võimaldab saada osa ettevõtte röömudest ja muredest. Kaks põhilist aktsiatüüpi on lihtaktsiad ja eelisaktsiad. Peale selle võib aktsiaid jaotada vastavalt ettevõtte küpsusele: kas ettevõtte on kiirelt laienev, stabiilselt dividende maksev või pankrotiohus.

Lihtaktsia (common stock)

Lihtaktsia annab omanikule hääleõiguse üldkoosolekul. Firma pankroti korral rahuldatakse lihtaktsiate omanike nõudmised kõige viimasena: esimeses järjekorras makstakse tagasi võlad, rahuldatakse võlakirjaomanike nõuded ning eelisaktsiate omanike nõuded. Börsil kaubeldakse enamasti lihtaktsiatega ning pikas perspektiivis on suurimat tulu pakkunud just see instrument.

Eelisaktsia (preferred stock)

Eelisaktsia annab omanikule suurema õiguse dividendidele. Firma pankroti korral on selliste aktsiate omanikel eelisõigus ettevõtte allesjäänud varale. Eelisaktsia omanikel ei ole hääleõigust üldkoosolekul.

Kvaliteetaksia (*blue chip*)

Kvaliteetaksiaid on tuntud, hästi juhitud ja finantsiliselt tugeval ettevõttel. Sellisele ettevõttele on omane stabiilne ja kindel kasv ning ebakindla majandussituatsiooni korral suudab ettevõtte kasumisse jääda ning maksta dividende. Sellise ettevõtte aksia on kindel investeering, kuid suuri hinnahüppeid ei tasu oodata. *Blue chip*'i nimetus pärineb pokkerimängust, kus sinine žetoon on kõige kõrgema väärtusega. Eesti turult võiks *blue chip*'i näitena tuua Eesti Telekom aksia: ettevõttel on pikk ajalugu, tugev juhtkond, väike võlgnevus ning stabiilne dividendipoliitika. Aktsia liikumine on stabiilne ning suuri kõikumisi ei toimu.

Kasvuaksia (*growth stock*)

Kasvuaksia on sellise ettevõtte aksia, millelt oodatakse keskmisest kiiremat käibe ja kasumi kasvatamist. Kasvuaksia enamasti dividende ei maksa, sest kogu teenitud raha suunatakse ettevõtte edasise arengu toetamisse. Enamasti on kasvuaktsiateks selliste ettevõtete aksiad, mis tegelevad uute tehnoloogiatega või on kiires laienemisfaasis. Kasvuaksia näitena võiks tuua Baltika aksia pärast otsust muutuda tootmisettevõttest teenindusettevõtteks. Esi-
algu ei suutnud ettevõtte kasumit teenida ning uute poodide sisse-
elamine võttis aega, hiljem suutsid varasemad poed oma teenitud kasumiga toetada uute poodide avamist ning ettevõtte turuväärtus mitmekordistus üsna kiiresti.

Väärtusaksia (*value stock*)

Väärtusaksia on aksia, mis kaupleb suhteliselt madalal hinnatasemel võrreldes ettevõtte fundamentaalsete näitajatega (dividendid, kasum, müügikäive). Tihti on väärtusaksia vastandina välja toodud kasvuaktsiat, mis on küll kõrgelt hinnatud, kuid peab oma hinna tõestamiseks kiirelt käivet ja kasumit kasvatama.

Rämpsaktsia (*penny stock*)

Rämpsaktsiateks ehk *penny stock*'ideks kutsutakse aktsiaid, mis maksavad alla viie dollari. Tegemist on väikese ettevõtte aktsiatega, mille hinnad liiguvad närviliselt, on kergesti manipuleeritavad ja väga spekulatiivsed. Selliste aktsiate kohta on tihti vähe infot ning analüütikud neid ei jälgi. Hind ei ole ilma põhjusest madal ning sellistesse aktsiatesse investeerimisel tuleb olla eriti tähelepanelik, sest kuigi investering võib kiirelt mitmekordistuda, on suurem tõenäosus kogu investeeritud summast ilma jääda.

Lähiturgudel võiks rämpsaktsia näitena välja tuua Leedu teleritootja Ekranase aktsia viimastel kauplemiskuudel enne pankrotti. Ettevõttel olid suured probleemid konkurentsis püsimisega ning aktsia hind oli langenud väga madalale. Paljud investorid lootsid siiski, et Ekranas suudab pankrotti vältida, kuid kokkuvõttes läks ettevõtte põhja ning aktsia kaotas kogu oma väärtuse.

Dividendiaktsia (*dividend stock*)

Dividendiaktsia on sellise ettevõtte aktsia, mis maksab turu keskmisest paremaid dividende, lisaks on dividendipoliitika stabiilne. Dividendiaktsiateks on enamasti vanade tööstusharude esindajad, mis on oma tegevusalal pikalt tegutsenud, uutele turgudele edasi laieneda ei plaani ning maksavad teenitud kasumi suures ulatuses välja. Dividendiaktsia näiteks sobib Saku Õlletehase aktsia: ettevõtte on maksnud stabiilselt dividende, milleks on kulunud suur osa aasta jooksul teenitud kasumist.

Lühikeseks müüma (*short selling*)

Aktsiatega kauplemisel on oluline teada lühikeseks müümise mõistet. Lühikeseks müümine tähendab seda, et investor müüb selliseid aktsiaid, mida tal hetkel oma portfellis ei ole. Müüdavad akt-

siad on laenatud. Investor eeldab, et tulevikus aktsia hind langeb ning ta saab aktsiad odavama hinnaga tagasi osta.

Aktsiatega seotud korporatiivsed sündmused

Fondiemissioon (*fund emission*)

Fondiemissioon on aktsiakapitali suurendamine omakapitali arvel ilma sissemakseid tegemata. Uusi aktsiaid omandavad ainult olemasolevad aktsionärid. Fondiemissioon on Eestis väga levinud ning aitab tõsta aktsiaga tehtavate tehingute arvu, kuna aktsia hind on pärast fondiemissiooni madalam ning investoril on psühholoogiliselt lihtsam aktsiaid osta.

Aktsiate jaotamine (*split*)

Aktsiate jaotamine on aktsiate nimiväärtuse vähendamine, ilma et aktsiakapital muutuks. Nii võib ettevõtte otsustada jagada aktsia nominaalväärtuse kaheks, kolmeks või rohkemaks osaks. Näiteks: 100 krooni maksvale aktsiale tehakse 2:1 jaotus. Ühe aktsia hind on pärast seda 50 krooni. Endistel aktsiaomanikel on pärast seda kaks korda rohkem aktsiaid, kuid igaüks nendest maksab poole endisest hinnast. Aktsiate jaotamise põhjuseks on tavaliselt aktsia kõrge hind: tahetakse hinda väikeinvestoritele sobivamaks teha. Võib toimuda ka vastupidiseid jaotamisi (*reverse split*), mille puhul aktsia hind suureneb ning omatavate aktsiate kogus väheneb.

Dividend (*dividend*)

Dividend on osa ettevõtte kasumist, mis makstakse lihtaktsiate ja eelisaktsiate omanikele. Enamasti maksavad ettevõtted dividende korra aastas, USAs on levinud ka kvartaalsete dividendimaksete tegemine. Aktsiadividend (*stock dividend*) on dividend, mida makstakse aktsiates. Dividendide puhul on oluline teada kahte mõistet,

mis annavad infot, millisel päeval aktsia omanikul enam õigust dividendile ei ole. *Cum-dividend* tähendab aktsiat koos dividendiga, seega *cum-dividend*'i kuupäev märgib viimast kauplemispäeva, mil ostetud aktsial on veel õigus dividendidele. *Ex-dividend* tähendab, et aktsial ei ole enam õigust dividendile. *Ex-dividend*'i kuupäeval langeb aktsia hind dividendi võrra.

Eraldamine (*spin-off*)

Eraldamine on ettevõttest ühe osakonna uueks eraldi ettevõtteks ümberkujundamine. Loogiliselt võttes on see ettevõtete ühendamisele vastupidine protsess. Eraldamisi ei juhtu nii sageli kui ühendamisi.

Eraldamise põhjuseks on ettevõtte juhatuse arvamus, et osakonna eraldamine ja ümberkujundamine uueks avalikuks ettevõtteks annab mõlemale ettevõttele võimaluse paremini täita neile seatud majanduslikke eesmärgi ja paindlikumalt juhtida ettevõtte tegevust. Kokkuvõttes toimub üleminek efektiivsemale majandamisele, mis tekitab kummagi ettevõtte juhtkonnas uut tööindu.

Märkimisõigused (*rights*)

Märkimisõigus või eelisõigus lubab olemasolevatel aktsionäridel eelisjärjekorras osta uuest emissioonist aktsiaid. Selline eelisõigus kehtib tavaliselt kaks kuni neli nädalat ning selle pakkumise hind on madalam kui aktsia turuhind. Märkimisõigused võivad olla kaubeldavad nagu aktsiadki.

Fondiosak ja sellega seotud mõisted

Investeerimisfond (*mutual fund*)

Investeerimisfond on investorite raha kogum, mida juhib selleks palgatud fondijuht. Fond tagab oma osakute kaubeldavuse, ostes need osanike soovil tagasi. Fondid erinevad üksteisest investeermiseesmärkide, fondijuhtide ning osakute likviidsuse poolest. Samuti on palju eri investeermisstrateegiaid, mille tulemusena fondide tootlused võivad üksteisest kardinaalselt erineda. Fondide põhiline tunnus on aga ikkagi ühesugune: fondivalitseja investeerib teatud tasu eest investorite vahendeid eelnevalt kindlaks määratud tingimustel. Katmaks fondi tegevuse kulusid makstakse fondijuhile teenustasu.

Investeerimisfondid jagunevad esmalt selle järgi, kas nende osakute arv on piiratud või mitte (suletud ja avatud fondid). Lisaks on fondide eristamisel oluline, kas nende osakutega saab kaubelda börsil või tuleb neid otse emitendilt osta.

Avatud fond (*open-end fund*)

Avatud fondi puhul ei ole müüdavate osakute arv piiratud. Avatud fondid kehtestavad regulaarselt ning tavaliselt igal tööpäeval oma osakutele hinna, mida kutsutakse osaku puhasväärtuseks (NAV). Puhasväärtus leitakse, jagades fondi varade ja maksmata kohustuste vahe fondi poolt välja lastud fondiosakute arvuga. Fondiosakuid saab osta otse fondilt või maaklerfirma kaudu.

Suletud fond (*closed-end mutual fund*)

Suletud fondid lasevad välja kindla arvu osakuid. Pärast väljalaskmist võib suletud fondi osakutega kaubelda väärtpaberiturul, kus hinna dikteerivad juba nõudlus ja pakkumine. Erinevalt avatud fondidest, kuhu saab raha igal hetkel juurde panna ning välja võtta,

on kinniste fondide maht üldjuhul piiratud fondi käivitamisel kaasatud investeeringutega.

Börsil kaubeldav fond (ETF – exchange traded fund)

Fondi kaubeldavus börsil annab sellele tavalise aktsia omadused ja eelised. Erinevalt tavalisest fondist saab börsil kaubeldavat fondi lühikeseks müüa ja võimendusega osta, kaubelda päevasiseselt ning kasutada erinevaid orderitüüpe. Börsil kaubeldaval fondil on mitmeid eeliseid otse emitendilt ostetava fondi ees.

Kaubeldavus – börsil kaubeldavat fondi on võimalik osta ja müüa kohe ning selle hind muutub päeva jooksul reaalajas.

Lühikeseks müük ja võimendus – börsil kaubeldavat fondi on sarnaselt aktsiaga võimalik müüa lühikeseks või osta võimendusega, samuti on võimalik kaubelda optsioone.

Erinevad orderitüübid – börsil kaubeldava fondi ostul ja müügil saab kasutada määratud hinnaga orderit, mõnedel turgudel ka kahjumit piiravat (*stop-loss*) orderit.

Madalad kulud – börsil kaubeldava fondi ostmisel ja müümisel ei pea tasuma kõrgeid sisenemis- ja väljumistasusid, teenustasu on sama mis aktsiate ostmisel.

Börsil kaubeldav indeksfond (index ETF)

Börsil kaubeldavate indeksfondide portfelli koosseis vastab mõne indeksi koosseisule ja selle hind järgib seetõttu indeksi liikumist ega sõltu fondijuhi otsustest.

Börsil kaubeldavaid indeksfonde on kolme tüüpi: konkreetset turuindeksit jälgivad fondid, majandussektorit jälgivad fondid ja geograafilist piirkonda jälgivad fondid. Turuindeksit jälgivad indeksfondid jälgivad indekseid, mis koondavad mitut tööstusharu või turusektorit. Investoril on ühe tehinguga võimalik omandada tervet turu hõlmav portfelli.

Sektorit jälgivad indeksfondid vaatlevad indekseid, mis kirjelda-

vad ühe sektori liikumist. Investoril on võimalik ühe tehinguga luua hajutatud riskidega portfelli talle huvi pakkuv sektoris.

Geograafilist piirkonda jälgivad indeksfondid vaatlevad riikide või regiooni indekseid. See võimaldab investeerida globaalselt. Investorile annab see võimaluse võtta seisukoht ühe või teise riigi börsil toimuva suhtes.

Indeksi järgimine annab indeksfondile mitmeid eeliseid. Indeksfondi eelis on suurem hajutus, mis tähendab madalamat riski.

Indeksfondi tootlus on etteaimatav. Indeksfondi osakuid omades teab investor täpselt, kuidas ja millistesse firmadesse tema raha investeeritud on. Tavalise investeerimisfondi tootlus sõltub oluliselt fondijuhi õnnestumistest või ebaõnnestumistest.

Indeksfondil on madalad halduskulud. Indeksfondide puhul võib arvestada madalama juhtimistasuga: kuna aktiivset juhtimist ei toimu, on kulud madalad, ligikaudu 0,2% investeerimisfondide tavalise 1% vastu.

Börsil kaubeldav kinnine fond (*closed-end ETF*)

Börsil kaubeldavad kinnised fondid lähtuvad investeerimisel fondijuhi otsustest ning osakute arv on piiratud.

Börsil kaubeldav kinnine fond on sisuliselt avalikult noteeritud investeerimisfirma, mis investeerib mitmesugustesse väärtpaberitesse, nagu võlakirjad, aktsiad, ja mitmesugustesse tegevusaladesse, nagu maavarade kaevandamine või kinnisvara arendamine. Kapital kogutakse enamasti aktsiate esmase emissiooniga ning see investeeritakse vastavalt investeerimispõhimõtetele. Sõna "kinnine" tähendab selle fondi puhul, et kui kapital on juba kokku saadud, siis uusi osakuid turule juurde ei tooda.

Börsil kaubeldava fondi puhul puuduvad piirangud. Börsil on võimalik osta ka ainult üks investeerimisfondi osak, puudub nii investeeritava summa kui ka osakute arvu piirang. Fondid maksavad tihti kvartaalseid dividende ning nii on võimalik oma rahavooge paremini juhtida.

Börsil kaubeldava fondi osaku hind kujuneb vastavalt nõudlusele ja pakkumisele. Kinnise fondi puhul on tihti oluliseks hinna kujunemise elemendiks turul valitsev nõudlus ja pakkumine, fondiosaku puhaskväärtus (NAV) ei pruugi olla kõige olulisem, see on pigem ankur, mille ümber hind liigub. Selline olukord tekitab nii riske kui ka võimalusi, sest enamasti kaubeldakse osakut kas preemia või diskontoga.

Võlakirjade liigid

Võlakiri (*bond*)

Võlakiri on võlakohustus. Oates näiteks ettevõtte võlakirju, laenab investor sellele ettevõttele raha. Võrreldes aktsiatega on eduka ettevõtte võlakirjade tulukus väiksem, kuid teisest küljest on väiksem ka risk: kui ettevõttel läheb kehvasti, makstakse võlakirjale ikkagi kokkulepitud intressi. Ka pankroti puhul makstakse võlakirjad välja enne aktsiaid.

Tänapäeva võlakirjad on ettevõtte, kohaliku omavalitsuse või riigi valitsuse poolt emiteeritud väärtpaberid, mida emitent kohustub teatud perioodi möödudes (lunastustähtajal) kindla summa eest ehk nominaalväärtuses tagasi ostma.

Tavaliselt maksab emitent ehk võlakirja väljalaskja võlakirjaomanikele kindla aja tagant intresse, mille garanteeritud protsent nominaalväärtusest on märgitud emissiooniprospetsis. Erinevalt aktsiast ei anna võlakiri selle omanikule õigust ettevõtte tegevuse üle otsustamiseks.

Võlakirju nimetatakse fikseeritud sissetulekuga väärtpaberiteks, sest saadav tulu lepitakse kokku kohe võlakirjade väljalaskmisel. Pole oluline, kes võlakirja ostab või mis muutused toimuvad turul, võlakirja omanik peab ikka teenima algselt kindlaks määratud summa raha.

Võlakirju võib liigitada mitme parameetri alusel. Üks võimalus on võlakirjade liigitamine emitendi järgi.

Valitsuse võlakirjad (*government bonds*)

Valitsuse võlakirjade aegumistähtaeg on üldjuhul kolmest kuust kuni kolmekümne aastani. Sellised väärtpaberid garanteerib üldjuhul riigi valitsus ning nendega seotud riski peetakse, olenevalt riigist, suhteliselt madalaks. Valitsuse võlakirju liigitatakse omakorda tähtaja järgi:

- ▲ lühiajalised (*treasury bills*) – tähtaeg kuni üks aasta;
- ▲ keskmise pikkusega (*treasury notes*) – tähtaeg kuni seitse aastat;
- ▲ pikaajalised (*treasury bonds*) – tähtaeg tavaliselt kuni 30 aastat, kuid maksimaalset tähtaega ei ole võimalik nimetada, sest esineb ka lõpmatu tähtajaga võlakirju.

Munitsipaalväärtpabereid annavad välja kohalikud omavalitsused. Munitsipaalvõlakirjadelt tasutavad intressimäärad on kõrgemad kui valitsuse võlakirjadelt makstavad, sest ka nende puhul eksisteerib teoreetiline võimalus, et emitent pankrotistub ja võlakirja ostja kaotab oma raha.

Ettevõtete võlakirjad (*corporate bonds*)

Ettevõtete võlakirjad on tavaliselt kõrgema intressiga kui valitsuse võlakirjad, sest nendega kaasnev risk on suurem. Ka ettevõtte võlakirju võib liigitada mitmeti.

- ▲ Kommertspaber (*commercial paper* ehk CP)
Ettevõtte poolt välja antud lühiajaline võlakiri pikima kestusega 270 päeva.

- ▲ Konverteeritav võlakiri (*convertible bond*)
Sellise väärtpaberi omanik võib teatud tingimustel oma võlakirja vahetada ettevõtte aktsiate vastu. Võlakirja vahetamise suhe aktsiate arvuks on määratud konverteerimissuhtega (*conversion ratio*).

Konverteerimisaja võib kindlaks määrata näiteks alates mingist tulevasesst kuupäevast. Konverteerimissuhe võib väheneda, kui võlakirja lõpptähtaeg hakkab kätte jõudma.

▲ Tagasikutsutav võlakiri (*callable bond*)

Sellise võlakirja emiteerijal on õigus võlakiri ennetähtaegselt nii-öelda tagasi kutsuda (eelnevalt kindlaksmääratud hinnaga). Tagasikutsumise võimalus hakkab üldjuhul kehtima siis, kui võlakirja emiteerimisest on möödunud teatud ajavahemik (*call protection period*).

Tagasikutsumishind (*call price*) algab üldjuhul hinnast, mis on lähedal nominaalile koos aastase intressisummaga. See hind väheneb võlakirja lõppemistähtaja lähenedes, jõudes üha lähemale nominaalhinnale.

▲ Hüpoteekvõlakiri (*mortgage bond*)

Selline võlakiri on tagatud mingi kinnisvaraga, mis tähendab, et laen on võetud kindla kinnisvaraobjekti või kinnisvaraobjektide kogumi finantseerimiseks.

Opsioon (*option*)

Opsioon annab omanikule õiguse osta (ostuopsioon) või müüa (müügiopsioon) kindlaks määratud ajal tulevikus kindel kogus finantsvara varem kokkulepitud hinnaga (tehinguhind ehk *strike price*). Opsioonilepingu tehingu hind on fikseeritud, kuid see võib muutuda, kui alusvara hind muutub korporatiivsete sündmuste tõttu.

Opsioonide puhul pole opsiooni ostjal kohustust kokkulepitut tehingut teha ja sellise õiguse eest tuleb maksta. Opsiooni eest makstavat summat nimetatakse opsioonipremiaks. Opsiooni ostmisel on risk piiratud makstud premia suurusega, rohkem kaotada pole võimalik. Üks opsioonileping on tehtud enamasti sajale aktsiale. Opsiooniomanikule ei laiene aktsiaomaniku õigused, tal

puudub üldkoosolekul hääleõigus ning samuti ei ole tal õigust dividendidele.

▲ Ostuoptsioon (*call option*)

Ostuoptsioon annab optsiooni omajale õiguse osta finantsvara eelnevalt kokkulepitud hinnaga. Ostuoptsiooni ostja peaks eeldama, et optsiooni aluseks oleva finantsvara (alusvara) hind tõuseb.

▲ Müügioptsioon (*put option*)

Annab ostjale õiguse (mitte kohustuse) müüa teatud kogus väärtpabereid fikseeritud hinnaga. Optsiooni võib käiku lasta kas tähtajal (*European option*) või kogu perioodi jooksul ostmisest tähtajani (*American option*). Müügioptsioonide ostjad ootavad hindade langemist. Müügioptsioone kasutatakse ka investearingu kaitsmiseks juhul, kui börs langeb.

Opsioonide kolm kõige olulisemat näitajat

▲ Opsiooni lõppemispäev (*maturity date*) – viimane kuupäev, millal optsiooniomanik saab otsustada, kas optsiooni kasutada või mitte.

▲ Tehinguhind (*strike price*) – näitab, millise hinnaga saab optsiooni omanik aktsiaid osta või müüa.

▲ Opsioonipremia (*option premium*) – hind, mida optsioonikirjutajale makstakse optsiooni ostmisel. Näiteks kui optsiooni hind on 2 dollarit, läheb selle ostmine maksma 200 dollarit (2×100 , kuna optsioonileping on saajale aktsiale).

Investeermise peamised mõisted

Villu Zirnask,
majandusanalüütik

Investor (*investor*)

Investor on üksikisik või ettevõtte, kes paigutab (investeerib) oma raha väärtpaberitesse või ka muusse varasse (näiteks kinnisvarasse või toorainetesse). Investeermine on oma raha paigutamine eesmärgiga teenida paigutatud raha arvel täiendavat tulu.

Investeeringu kontrollimise järgi jagunevad investorid kahte liiki: otseinvestorid ja portfelliinvestorid. Portfelliinvestori ja otseinvestori põhiline erinevus seisneb nende rollis ettevõtte juhtimisel. Portfelliinvestori osa ettevõtte strateegia kujundamisel ja juhtimisel on passiivne, otseinvestoril aga aktiivne. Kui ettevõtte käekäik ei rahulda portfelliinvestorit, siis ta üldjuhul n-ö hääletab jalgadega: müüb ettevõtte aktsiad või võlakirjad maha ja paigutab raha mujale. Otseinvestor lööb ettevõtte juhtimises aktiivselt kaasa, olles esindatud ettevõtte juhtorganites (nõukogus). Otseinvesteeringuga kaas-

neb tavaliselt ka tehnoloogia ja teadmiste ülekandmine, portfelliinvesteeringu korral saab investeeringu vastuvõtja vaid raha.

Organisatsioonilises mõttes jagunevad raha paigutajad kaheks: institutsionaalsed investorid ja üksikinvestorid. Esimesed on investeerimisfondid, pensionifondid ja kindlustusseltsid, teised aga üksikisikud või väikesed ja suhteliselt vabalt organiseeritud üksikisikute ühendused. Tegelikult esindavad ka institutsionaalsed investorid peamiselt üksikisikute raha – inimesed, kes ei tunne ennast finantsturgudel kindlalt, kellel on turgude jälgimiseks vähe aega või kelle rahasummad on otse investeerimiseks liiga väikesed, on neid volitanud oma investeeringuid juhtima.

Emitent (*issuer*)

Emitent on juriidiline isik (ettevõtte, kohalik omavalitsus, valitsus vm), kes on väärtpabereid emiteerinud (välja lasknud) või võtnud kohustuse väärtpabereid emiteerida. Emitendi eesmärk on saada raha oma tegevuse finantseerimiseks.

Väärtpaberite avalik pakkumine

Väärtpaberite avalik pakkumine on väärtpaberite emiteerimine, mille puhul pakutakse väärtpabereid kõikidele soovijatele (avalikusele). Kõige tavapärasemalt pakutakse avaliku pakkumise kaudu aktsiaid, harvem ka võlakirju või nn hübriidväärtpabereid (vahetusvõlakirju vms), et saada ettevõtte arendamiseks täiendavat raha.

Avaliku pakkumise korral võib tegemist olla nii väärtpaberite esmakordse avaliku pakkumisega (sellest rääkides kasutatakse tihti lühendit IPO – *initial public offering*) kui ka teisese avaliku pakkumisega (*secondary public offering*), mille käigus IPO juba teinud ning avalikuks ettevõtteks muutunud firma müüb lisakapitali saamiseks täiendava koguse uusi aktsiaid või tuumikomaniku osaluse vähendamiseks sellele kuuluvaid aktsiaid.

Avaliku pakkumise teel aktsiaid või võlakirju ostes on investo-

ril oluline teada, et esimesel etapil toimub aktsiate märkimine, mis pole veel ostutehing. Võib juhtuda, et osta soovijaid on rohkem kui väärtpabereid, mida pakutakse, samuti võib juhtuda, et märgitakse vähem aktsiaid ja emissioon ebaõnnestub.

Väärtpaberituruseaduse järgi ei loeta Eestis väärtpaberite pakumist avalikuks, kui väärtpabereid pakutakse üksnes kutselistele investoritele või mitte rohkem kui 99-le sama riigi isikule, kes ei ole kutselised investorid. Samuti siis, kui väärtpabereid pakutakse igale investorile vähemalt 50 000 euro eest, kui pakutakse väärtpabereid nimiväärtusega vähemalt 50 000 eurot, või emissiooni, mille koguväärtus on väiksem kui 100 000 eurot.

Prospekt (*prospectus*)

Dokument, mille peab avaldama väärtpaberite avalikku pakumist korraldav ettevõtte. Prospekt kirjeldab ettevõtte ühingujuhtimise põhimõtteid, sisaldab ettevõtte äritegevuse analüüsi, konkurentsieliseid ja strateegiat, organisatsioonilist ülesehitust ja aktsionäride struktuuri, tulevikusuundumusi, dividendipoliitikat, finantsnäitajaid ning ettevõtte ja väärtpaberite pakkumisega seotud riskifaktoreid. Aga samuti seotud pooltega tehtud tehinguid ja muid olulisi ettevõttega seotud asjaolusid.

Esitlusturnee (*roadshow*)

Väärtpabereid pakkuva ettevõtte juhtkonna esitlusturnee, mille käigus on juhtkonnal võimalus kohtuda kõigi oluliste institutsionaalsete investoritega ning selgitada ettevõtte strateegiat, finantsseisu jne.

Bookbuilding

Müügihinna määramise meetoodika aktsiate avalikul pakumisel. Aktsia hind määratakse siin pakumisperioodi lõpus tulenevalt

nõudluse ja pakkumise vahekorrast ehk ülemärkimise tasemest. *Bookbuilding*'u metoodika on enam levinud viis hinna määramiseks, sest nii saab arvesse võtta investorite hinnangut ettevõttele (märkimise tase) ning institutsionaalsete investorite seisukohti.

Alternatiivne, harvem kasutamist leiduv võimalus on oksjoni põhine hinna kujundamine, mille puhul valitakse hinnaks näiteks oksjonil kujunenud kõrgeim hind.

Turuosalised (*market participants*)

Finantsturu osalised jagunevad nelja rühma: raha paigutajad (investorid), raha hankijad (emitendid), vahendajad ning infrastruktuuri- ja järelevalveasutused.

Vahendajate hulka kuuluvad kõik laiemas mõttes asutused, mis seisavad lõplike laenuandjate ja laenuvõtjate vahel: pangad, kindlustusseltsid, investeerimispangad, maaklerifirmad, investeerimisfondid, pensionifondid. Kitsamas mõistes on vahendajad need asutused, kes vahendavad väärtpaberite liikumist ühe tehingupoole käest teise kätte ehk pakuvad maakleriteenust – pangad, investeerimispangad, maaklerifirmad.

Infrastruktuuriasutused pakuvad väärtpaberitega kauplemise ja arveldamise ning väärtpaberite hoidmise teenust (Eestis on need Tallinna Börs, Eesti Väärtpaberikeskus ja selle kontohalduriks olevad pangad).

Järelevalveasutuste eesmärk on tagada, et kõik turuosalised täidaksid kehtivaid mängureegleid. Eestis täidab seda ülesannet Finantsinspeksioon, mõnes osas ka Tallinna Börs.

Investeerimise põhitõed

Iga investor peab seadma
endale investeerimiseesmärgi



Investeermise põhitõed

Endriko Võrklaev,
SEB, fondijuht

Inflatsioon ja raha ajaväärtus

Investeermisel võib olla palju erisuguseid eesmärke: näiteks koguda lapsele kapitali hariduse omandamiseks tulevikus, kindlustada enese vanaduspõlv või koguda raha suuremateks ostudeks. Kõiki neid eesmärke ühendab aga soov oma kapitali kasvatada. Kuid milline kasvumäär on piisav? Kas 3% aastas, vara väärtuse kahekordistumine kümne aastaga või hoopis mõni teine suurus? Enamik investoreid soovib, et nende vara kasv oleks kiirem kui inflatsioon – teisiti öeldes soovitakse, et investeeritud kapital ei kaotaks ostujõudu.

Inflatsiooni all mõistetakse raha ostujõu vähenemist ajas. Inflatsiooni tõttu on üks kroon täna väärt rohkem kui homme ja on suur erinevus, kas teenida investeeringult 10 000 krooni tulu praegu või kahe aasta pärast. Inflatsioonile lisaks on kohene 10 000 kroonine tulu eelistatud ka investeeringutega seonduva riski tõttu. Isegi kui

inflatsioon oleks null, oleksid investorid vaevalt rahul samaväärse tuluga kauges tulevikus. Eelneva kokkuvõtteks oleme jõudnud tõdemuseni, et rahal on ajaväärtus. Tulevikus laekuva raha väärtust täna sel päeval nimetatakse nüüdisväärtuseks ja praegu investeeritava raha väärtust tulevikus tulevikuväärtuseks. Nüüdisväärtuse leidmiseks võib kasutada järgmist valemit:

$$PV = \frac{CF_n}{(1 + R)^n}$$

kus

PV on tulevikus laekuva rahasumma väärtus praegu (*present value*);

CF_n on tulevikus aastal n laekuv rahavoog (*cash flow*);

R on investoril nõutav tulumäär.

Investoril nõutav tulumäär võib sõltuda mitmesugustest teguritest: millist tulusust pakuvad teised sarnase riskitasemega investeerimisvõimalused, milline on oodatav inflatsioonimäär vms. Vaatleme nüüdisväärtuse leidmist järgmise näite abil.

Investorile pakutakse kahte sarnase riskitasemega alternatiivi 100 000 krooni investeerimiseks. Esimese võimaluse puhul oleks investeeringu oodatav väärtus ühe aasta pärast 150 000 krooni. Teise võimaluse valimisel eeldatakse aga investeeringu väärtuseks kolme aasta pärast 250 000 krooni. Kui investoril oleks võimalik valida vaid üks neist, siis millise alternatiivi nüüdisväärtus on kõrgem? Eeldame, et arvestades inflatsiooni ja nende investeerimisvõimalustega seonduvat riski, ei oleks investor rahul alla 25% tulumääraga aastas. Esimese investeerimisvõimaluse nüüdisväärtus avaldub järgmiselt:

$$PV = \frac{150\,000}{1 + 0,25} = 120\,000 \text{ kr}$$

Analoogselt võime leida teise investeermisvõimaluse nüüdisväärtuse:

$$PV = \frac{250\,000}{(1 + 0,25)^3} = 128\,000 \text{ kr}$$

Seega on teise investeermisvõimaluse nüüdisväärtus mõnevõrra suurem ning puhtalt nüüdisväärtuse põhjal otsustades teine investeermisvõimalus atraktiivsem.

Tulevikuväärtuse leidmiseks võib kasutada järgmist valemit:

$$FV = PV (1 + R)^n$$

kus

FV on investeeringu tulevikuväärtus perioodil n (*future value*);

PV on praegu investeeritavate vahendite suurus ehk nüüdisväärtus (*present value*);

R on investeeringu oodatav (aastane) tulumäär või investori nõutav tulumäär.

Vaatleme tulevikuväärtuse arvutamist järgneva näite abil. Investor plaanib kümneks aastaks investeerida 50 000 krooni ning võrdleb pangahoiuse intressimäära ja aktsiafondi oodatavat tulumäära. Kui pangahoiuse intressimäär on 4% aastas ning aktsiafondi oodatav tulusus 11% aastas, siis millist erinevust tähendaks see investeeringu tulevikuväärtuses 10 aasta pärast? Paigutades raha pangahoiusele, oleks investeeringu tulevikuväärtus järgmine:

$$FV = 50\,000 \times (1 + 0,04)^{10} = 74\,012 \text{ kr}$$

Aktsiafondis oodatava tulususega kasvades saavutaks investering aga tulevikuväärtuseks

$$FV = 50\,000 \times (1 + 0,11)^{10} = 141\,971 \text{ kr}$$

Seega tähendaks aktsiafondi kõrgem oodatav tulumäär umbes kahekordset erinevust investeeringu tulevikuväärtuses kümne aasta pärast.

Investeeritud vahendite kasvu nimetatakse tootluseks või tuluseks. Tulust väljendatakse harilikult protsentides. Tulus võib endas sisaldada nii vara väärtuse kasvu kui ka investeeringult laekuvaid rahavoogusid (näiteks dividendid või intressid). Rääkides tulususest on oluline eristada nominaaltulust ja reaaltulust. Üldjuhul kui on juttu tulususest, mõistetakse selle all nominaaltulust – erinevalt reaaltulusest ei kohandata nominaaltulust inflatsiooniga. Nominaaltulust ehk lihtsalt tulusust võib leida järgmise valemi abil:

$$R = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

kus

R on tulus mingi perioodi (näiteks kuu, kvartali või aasta) jooksul;

P_1 on investeeringu väärtus perioodi lõpus;

P_0 on investeeringu väärtus perioodi alguses;

D on perioodi jooksul investeeringult laekunud rahavood (näiteks dividendid või intressid).

Reaaltuluse leidmiseks võib nominaaltulusest lahutada vastava perioodi inflatsioonimäära või täpsema tulemuse saavutamiseks kasutada järgmist valemit:

$$R_R = \frac{1 + R}{1 + i} - 1$$

kus

R_R on reaaltulus;

R on nominaaltulus;

i on inflatsioonimäär.

Seega, kui investeeritud raha kasvab täpselt inflatsioonimäära võrra, on reaaltulusus null. Viimasel juhul aitab investeering küll raha ostujõudu säilitada, kuid ei võimalda ostujõu kasvu. Kuna investeerimine tähendab üldjuhul ka riskide võtmist, ei rahuldu enamik investoreid vaid raha ostujõu säilitamisega, vaid otsivad investeeringuid, mille oodatav tulumäär ületaks inflatsiooni.

Järgnevas näites on leitud investeeringu reaaltulusus neljal aastal. 2003. aasta reaaltulusus avaldub kujul:

$$R_R = \frac{1 + 0,0809}{1 + 0,012} - 1 = 0,0681 \text{ ehk } 6,81\%$$

Tabel 1. Investeeringu reaaltulusus 2003–2006.

Aasta	SEB Ühispanga Progressiivse Pensionifondi osaku väärtuse kasv (nominaaltulusus), %	Tarbijahinna- indeksi muutus (inflatsioon), %	Reaaltulusus, %
2003	8,09	1,20	6,81
2004	12,2	4,89	7,03
2005	16,59	3,55	12,59
2006	9,19	5,11	3,88

Aastast pikemate perioodide tulususi väljendatakse sageli aasta baasil. Et väljendada pikema perioodi tulusust aasta kohta (annualiseerituna), võib kasutada järgmist valemit:

$$R_A = (1 + R)^{(1/n)} - 1$$

kus

R_A on tulusus aasta baasil;

R on perioodi tulusus kokku;

n perioodi pikkus aastates.

Üldjuhul ei annualiseerita aastast lühemate perioodide tootlusi, kuid siin on ka erandeid – näiteks rahaturu- ja likviidsusfondide lühiajalisi tootlusi väljendatakse sageli aasta baasil. Seega tuleb investoril tootluste hindamisel ja võrdlemisel olla tähelepanelik. Mõnikord rõhutatakse aasta baasil väljendusviisi täheühendiga *p.a.*, mis tuleb terminist *per annum* (aasta kohta).

Järgnevalt leitakse eelnevates näidetes kasutatud fondi nelja aasta tulusus aasta baasil.

Kõigepealt leiame tulususe nelja aasta kohta kokku:

$$R = \frac{15,7436 - 10,1917}{10,1917} = 54,48\%$$

Seejärel leiame keskmise annualiseeritud tootluse:

$$R_A = (1 + 0,5448)^{(1/4)} - 1 = 0,1149 \text{ ehk } 11,49\%$$

Tabel 2. Pensionifondi tulusus 2002–2006.

Aasta	SEB Ühispanga Progressiivse Pensionifondi osaku väärtus
31.12.2002	10,1917
31.12.2003	11,0164
31.12.2004	12,3674
31.12.2005	14,4192
31.12.2006	15,7436
Keskmine tulumäär aasta kohta (<i>p.a.</i>)	11,49%

Riski ja tulu seos

Ilmselt ei ole enamikule investoritele üllatuseks, et suurema tulusega käib harilikult kaasas ka kõrgem risk. See üldistus ei ole absoluutne ja kindlasti on olemas alternatiivseid investeerimisvõimalusi, mis on samal ajal kõrgema tulusega ja madalama riskiga.

Kuidas saavutada sama riski juures kõrgem tootlus või kuidas saavutada mingi tootlus madalama riskiga – need on ülesanded, millega tegelevad igapäevaselt finantsturgudel tuhanded investorid, analüütikud ja fondijuhid. Kui kõrgem tulus madalama riskiga on võimalik, siis kõrge tootlus riskivabalt ei kõla usutavalt ja kõiksugused sellekohased lubadused peaksid valvsaks muutma iga investori. Nii kõrge tootlus kui ka riski puudumine on eraldivõetuna võimalikud, kuid koos need tingimused ei esine.

Riskivabaks investeeringuks peetakse arenenud riikide valitsuste lühiajalisi võlakirju. Tulusus, mida need võlakirjad pakuvad, sõltub konkreetsest riigist, valuutast ja muudest tingimustest, kuid üldjuhul on selliste investeeringute tootlus madal ning mõnikord jääb alla ka inflatsioonile (st reaaltulusus on negatiivne).

Investeeringu tulumäära võib jagada kaheks komponendiks: riskivaba tulumäär ja riskipreemia. Riskivaba tulumäära mõõdupuuks peetaksegi harilikult keskvalitsuste võlakirjade tulumäära ja see on keskvalitsuste võlakirjade puhul riskipreemia null. Enamiku teiste investeerimisvõimaluste puhul nõuavad investorid väiksemat või suuremat riskipreemiat, et saada võetud riski eest kompenseeritud.

Keskvalitsuste võlakirjadest järgmisse klassi võib paigutada pangahoiused, mis pakuvad samuti suhteliselt tagasihoidlikku tulusust, kuid mille risk on valitsusvõlakirjadest õige pisut suurem. Päris riskivabaks investeeringuks ei saa pangahoiuseid pidada seetõttu, et erinevalt keskvalitsustest puuduvad eraettevõtetest pankadel võimalused raha n-ö juurde trükkida ja niiviisi investorite ees oma võlgu kustutada. Kuid enamasti on vähemalt eraisikute hoiused mitmesu-

guste tagatismehhanismide abil suhteliselt hästi kaitstud ning seega on pangahoiusega seonduv risk investori jaoks väga madal.

Liikudes riski ja tulu telgedel edasi, jõuame mitmesuguste võlakirjade ja võlakirjafondideni. Kui võlakirjad on emiteeritud muude institutsioonide poolt kui keskvalitsused, eksisteerib väiksem või suurem risk, et emitent ei suuda oma kohustusi investorite ees täita. Võlakirjafondide riski võib pidada üksikvõlakirjadest madalamaks, kuna fondis on riskid hajutatud eri võlakirjade vahel.

Võlakirjadest ja võlakirjafondidest järgmisele astmele võib paigutada mitmesugused segafondid, mis koosnevad nii võlakirjadest kui ka aktsiatest. Sellesse kategooriasse võib paigutada ka näiteks Eesti pensionifondid, millest enamik paigutab investorite vara võlakirjadesse ja aktsiatesse. Segafondidest veelgi kõrgema tulupotentiaaliga ja riskantsemad on aktsiafondid ja aktsiad. Ka siin kehtib seaduspärasus, et fondi risk on üksikaktsia riskist väiksem, kuna fondi paigutused on hajutatud.

Tulu-riski skaala väga kõrge riski kategoorias võib leida tuletisväärtipaberid ehk derivatiivid.

Joonis 1. Finantsinvesteeringute paiknemine tulu-riski skaalal



Realistlike investeermiseesmärkide seadmine

Nagu eelnevalt selgus, ei ole olemas riskivaba ja kõrget tulu-
sust ehk siis tasuta lõunaid ei eksisteeri ka investeermismaail-
mas. Seetõttu peaks iga investor endale seadma investeermisees-
märgid, mis sobiksid investori iseloomu ja piirangutega ning olek-
sid ka realistlikud.

Investorite *võime* ja *soov* võtta riske võivad olla väga erinevad.
Üksikisiku võime aktsepteerida riske sõltub näiteks järgmistest te-
guritest:

- ▲ investeeringu plaanitav ajaline kestus ehk investeermis-
horisont;
- ▲ vanus;
- ▲ varanduslik seisund;
- ▲ ülalpeetavate arv;
- ▲ vajadus katta investeeringult laekuvate rahavoogudega jook-
s-
vaid kulusi.

Institutsionaalse investori võime võtta riske sõltub peamiselt
järgmistest asjaoludest:

- ▲ investeeringu plaanitav ajaline kestus ehk investeermis-
horisont;
- ▲ investeeringutelt laekuva rahavoo olulisus organisatsiooni
eelarves;
- ▲ ettevõtte äritegevuse käigus võetavate muude riskide ulatus
ja tüüp.

Üksikisikust investori soov võtta riske sõltub eelkõige konkreet-
se üksikisiku iseloomuomadustest ning negatiivsetest või positiivse-
test investeermiskogemustest minevikus. Investori soov võtta ris-
ke võib ka investori eluajal muutuda.

Järgnevalt on toodud mõned näited investeermiseesmärkidest. Loomulikult võivad eesmärgid eri investoritel väga erinevad olla ega piirdu siin loetletud võimalustega.

- ▲ Lühiajaline kauplemine väikese turukapitalisatsiooniga ettevõtete aktsiatega tehniliste indikaatorite abil. Oodatav tulusus 25% aastas, aktsepteeritav kõrge risk

- ▲ Passiivne investeermine lapsele ülikooliks kapitali kogumiseks. Investeermishorisont 12 aastat, tulususe ootus 10% aastas, maksimaalne negatiivne tulusus aastase perioodi jooksul –12%.

Börsibuum ja börsikrahh

Mull ja selle tekkimise tagamaad

Mulliks nimetatakse investeermismaailmas varade (sh väärt-paberite) hindade erinemist fundamentaalselt põhjendatud väärtu-sest. Mulli puhul ei osteta enam seepärast, et hind on soodne või odav, vaid seepärast, et teised ostavad ka ja püsib lootus vara kelle-legi edasi müüa veelgi kõrgema hinnaga. Spekulatiivsed mullid te-kivad ikka ja jälle hoolimata kaotustest ja õppetundidest, mida need on investoritele kaasa toonud. Tuntud füüsik Isaac Newton on kord öelnud: “Ma võin arvutada taevaste jõudude liikumisi, kuid mitte rahvahulkade rumalust.”

Mullide tekkimisele aitab kaasa hulk tegureid:

- ▲ investorite usk mingi uudse olukorra või reaalsuse tekkesse;
- ▲ keskpankade ekspansiivne rahapoliitika, mis ujutab turu likviidsusega üle ja aitab kaasa varade hindade kasvule;
- ▲ valitsuste ekspansiivne eelarvepoliitika, mis suurendab majan-dusaktiivsust ja soodustab teatud liiki varade hinnakasvu;
- ▲ finantsvõimenduse (näiteks pangalaen) laialdane kättesaa-davus;
- ▲ konkurents professionaalsete investorite ja fondijuhtide va-hel, mis sunnib omandama ka ülehinnatud varasid, sest vastupi-

diselt toimimine tähendaks mahajäämust lühiajalises tootluse võimalu-
dujooksus.

Mullid lõhkevad üldjuhul väga lühikese aja jooksul ja tunduvalt kiiremini, kui needsamad mullid tekkisid. Mullide tõttu kaotavad tavaliselt enim väheminformeeritud väikeinvestorid. Kui mull läheneb oma tipule ja meediaväljaanded kihavad pealkirjadest selle kohta, kuidas tuntud investorid on oma vara kasvatanud, on informeeritumad investorid juba müümas. Kui ka väikeinvestorid kaotavad hinnatõusu seiskumise tõttu kindlustunde, algab justkui suurest ruumist väljatunglemine üheainsa kitsa ukse kaudu.

Tänapäeva tehnoloogiaajastul võimendavad mullide lõhkemisi ka kauplemisprogrammid, mis edastavad automaatseid müügiordereid teatud tingimuste täitumisel. Nii kuhjuvad arvutite saadetud müügi käsud lühikesele ajaperioodile, mis võimendab juba niigi tekkinud paanikat. Väiksemate kaotustega suudavad tavaliselt väljuda investorid, kellel jätkub meeleskindlust aktsepteerida väikest kahjumit ja müüa kohe.

Tuntumad mullid ajaloost

Hollandi tulbisibulate maania

Holland on olnud sajandeid tuntud tulbikasvatavate maana, kuid 17. sajandil saavutas tulbisibulate äri seninägematud mõõtmed. Tulbisibulate aretamise käigus tekkisid uued ja haruldased sordid, mis muutusid populaarseks spekulatsiooni objektiks. Kui haruldaste sortide hinnatõusu võib mingil määral selgitada nõudluse-pakkumise jõududega, siis suhteliselt tavaliste tulbisortide tohutut hinnatõusu saab nimetada maaniaks. Tulbisibulate nimel loobuti kariloomadest ja isegi kinnisvarast. Et anda aimu eufooria mõõtmetest, võib tuua järgnevad võrdlused: ühe tulbisibula eest oldi valmis tipphetkel andma 25 tonni võid või seitse keskmist aastapalka. Tulbisibulatega kaubeldi selle ajastu mõistes reguleeritud turgudel

(börsidel) ning aktiivsest spekulatsioonist võtsid osa eri ühiskonnakihiid. Tekkisid ka tulevikutehingud (peamiselt optsioonid), mille käigus müüdi tulevikus istutatavaid tulbisibulaid.

Tulbisibulatega kauplemisele Hollandis pani aluse Conrad Giestner, kes importis 1593. aastal Konstantinoopolist (praegune İstanbul) esimesed sibulad. Üsna pea muutusid tulbisibulad rikkaste ja ilusate jaoks justkui staatuse sümboliteks.

Tänu suhteliselt ohutule taimehaigusele tekkisid tulbiõitele uued värvivarjundid, mis omakorda küttis üles nõudlust haruldaste värvikombinatsioonide järele. Kui alguses tundis sibulate vastu huvi vaid kitsam ring taimekasvatajaid, siis 1634. aastaks oli tulbihuvi laienenud Hollandi keskklassi sekka ning enam ei omandatud tulbisibulaid mitte niivõrd istutamiseks kui edasimüümiseks.

Mullikulmineerus 1636. aasta lõpus, kui tulbisibulate hind tõusis kuu ajaga üle kahekümne korra. 1637. aasta algus jäi ka spekulatiivse maania tipuks ja mõne järgneva nädalaga langesid needsamad tulbisibulad hinnas üle kahekümne korra. Mulli lõhkemisele aitas toleaks ajaks kaasa tulbikasvatuse laienemine ja pakkumise järsk tõus. Ühtäkki avastasid investorid, et tulbisibulad polegi niivõrd haruldased, kui algselt eeldati.

Hollandi valitsus ei sekkunud kriisi otseselt, ehkki soovitas tulbisibulatega kauplejatel püüda hindu stabiliseerida. Nagu selliste mullide lõhkemise puhul ikka, laostus märkimisväärne osa kauplejatest ning ka varem kokku lepitud tulevikutehinguid ei suudetud täita. Kuna tulbisibulate maania oli haaranud niivõrd suure osa elanikkonnast, tähendas mulli lõhkemine valusaid tagajärgi paljude majandussektorite jaoks. (Loe lähemalt: www.stock-market-crash.net/tulip-mania.htm.)

USA 1920ndate börsibuum

1920. aastad oli nii USAs kui ka maailmamajanduses tervikuna õitsengu ajajärk. Turule tuli hulk uusi tehnoloogilisi saavutusi (raadio ja auto) ning levima hakkas lennutransport. Majandusbuu-

mi kajastasid ka tõusvad aktsiahinnad: perioodil 1921–1929 tõusis näiteks USA olulisemate ettevõtete aktsiate käekäiku kajastav Dow Jonesi tööstuskeskmise indeks 60 punktilt 400 punktini, mis tähendas kumulatiivset aastatootlust ligi 30%.

Tõusvad aktsiahinnad muutsid populaarseks aktsiate ostmise laenurahaga. Investorite valimatut ostmist kasutasid ära ka emitendid ning turule tuli terve rida ettevõtteid, mille ärimudeliks oli investoritelt raha välja petmine. Investorite hulgas levis mõtteviis, et aktsiahinnad saavad ainult tõusta. Ka paljud analüütikud uskusid, et aktsiahinnad on saavutanud püsivalt kõrge platoo.

Mulli lõhkemise üheks katalüsaatoriks said USA Föderaalreservi poolt 1929. aastal tõstetud intressimäärad, kuna Föderaalreserv soovis ülekuumenenud majandust jahutada. 24. oktoobril algas paaniline aktsiate müük, millele järgnes ridamisi musti börsipäevi. Novembriks 1929 olid aktsiahinnad oma tipust kaotanud pea-aegu kaks kolmandikku.

Edasist langust võimendasid muu hulgas:

- ▲ suur hulk laenurahaga ostetud aktsiapositsioone, mis läksid sundmüüki;
- ▲ kommertspankade ebaadekvaatne riskide juhtimine, mis tõi kaasa hoiustajate raha kadumise ja süvendas usaldamatust finants-süsteemi suhtes.

1929. aasta börsikrahi järel domineerisid mitme aasta vältel langevad aktsiahinnad (nn karuturg) ning kogu majandust haaras tagasimineku, mida hakati kutsuma Suureks Depressiooniks. Dow Jonesi indeks saavutas taas oma krahhieelse taseme alles 26 aastat hiljem ehk 1955. aastal.

1990. aastate internetimull

Sarnaselt 1920. aastate tehnoloogilise revolutsiooniga toimus ka 1990ndatel uue tehnoloogia võidukäik. Nüüd oli edasiviivaks

jõuks infotehnoloogia. Arvutite laialdane levik tõi kaasa tarkvara-tööstuse õitsengu, mis meelitas ligi ohtralt riskikapitalistide raha. Esmaste avalike aktsiaemissioonidega (IPO) toodi börsile üha uusi ettevõtteid.

Tehnoloogiaetevõtete aktsiad lülitati NASDAQi börsi nimekirjadesse. Elektroonilisel platvormil töötav NASDAQi aktsiabörs muutus arvestatavaks konkurendiks senisele liidrile New Yorgi aktsiabörsile (NYSE). Uuenduslikke tarkvara-, telekom- ja internetiettevõtteid hakati kutsuma uue majanduse ettevõteteks. Senised traditsioonilised tööstusharud liigitati aga vana majanduse kategooriasse.

Enamik uue majanduse ettevõtteid ei olnud kasumlikud, kuid esialgu see investoreid ei häirinud. Eeldati, et uued innovatsiooniliidrid suudavad peagi saavutada ka käibemahte ja muutuda kasumlikuks. Buumi edenedes ei olnudki enam vaja olla niivõrd uuen-duslik, sest investorid tervitasid enamiku internetiäri ettevõtete (nn *dot-com* ettevõtted) börsiletulekut.

Kuna uue majanduse ettevõtted üldjuhul kasumit ei teeninud, siis leutasid analüütikud firmade hindamiseks uusi meetodeid ja suhtarve. Need olid justkui õigustuseks hindadele, mida oldi nõus maksma kasumit mitte teenivate ettevõtete eest.

Tehnoloogiahulluse tipp saabus 2000. aastal. Kuna aktsiate hinnad olid üles ehitatud lootustele ettevõtete kunagi tulevikus teenitavate kasumite suhtes, hakkasid investorid vaagima, kuivõrd põhjendatud need ootused-lootused ikkagi on. Esimesed kahtlejad asusid müügipoolele ning muli lõhkemiseks polnudki palju rohkemat vaja.

Nagu ikka, headel aegadel probleeme ei märgata, kuid halbadel aegadel saavad avalikuks mitmesugused kuritarvitused. Nii ka see-kord – ilmsiks tulid mitme internetifirma manipulatsioonid raamatupidamisandmetega, mis muutis niigi finantsiliselt ebakindlate ettevõtete tegeliku olukorra veel raskemaks. NASDAQi börsi koondindeks langes oma 2000. aasta alguse tippphetkest ligi 80% ning pole siiani krahhieelset taset saavutanud.

Kokkuvõtteks

Olgugi et uus majandus ei suutnud kõigutada senist majanduse toimimise loogikat, oli tehnoloogiabuumil ka positiivseid mõjusid. Neid mõjusid ülehinnati aga aktsiaturul, mis viis buumi ja sellele järgnenud krahhini. Kuna väga suure osa tarbijate säästud olid seotud aktsiaturuga, kandus langus aktsiaturul paratamatult edasi ka tarbimisaktiivsusesse ja majandusse tervikuna.

Tallinna Börsi õppetunnid 1997. aastast

Ka Eesti investorid on kohalikul turul kogenud ühte suuremat börsibuumi ja -krahhi. 1996. aastal asutatud Tallinna Börs koges juba oma teisel tegutsemisaastal märkimisväärsed vapustusi, mis kõigutasid paljude investorite usku investeerimisse.

Tallinna Börsil noteeritud väärtpaberite nimekiri oli 1996. aastal suhteliselt panganduskeskne – likviidsemad ja enamkaubeldavamad väärtpaberid olid kohalike kommertspankade aktsiad.

Eesti majandus oli üle saanud 1990ndate alguse üleminekupeerioidi šokist ning ka pangandussektoril läks kiirelt areneva eraettevõtluse taustal suhteliselt hästi. Kommertspangad olid Tallinna Börsiga seotud mitut pidi – ühest küljest kaubeldi börsil nende enesete aktsiatega, teisest küljest olid pangad ise börsi olulisemad kauplejad ja turutegijad. Peale turutegemise hoidsid pangad ka iseenda portfellides teiste börsifirmade aktsiaid.

Tõusvate aktsiahindade taustal tähendasid arvestatavad aktsiapositsioonid pankadele ka kasvavaid erakorralisi kasumeid. Nii tekkis justkui suletud ring – pankadepoolne nõudlus tõstis aktsiahindu, tõusvad aktsiahinnad kergitasid pankade kasumit ja tõusnud kasuminumbriid andsid aktsiahindadele omakorda põhjust tõusta. Tallinna Börsi aktsiahindade liikumist sel ajal kajastanud TALSE indeks tõusis 1996. aasta 100punktiselt algväärtuselt 1997. aasta augusti lõpuks peaaegu 500 punktini. Meedias tekkis rohkelt lugusid aktsiaturul rikastunud inimestest.

Nagu paljude teiste mullide korral ajaloos, muutus ka Eesti 1997. aasta börsibuumi ajal populaarseks võimenduse kasutamine ehk siis laenuraha abil aktsiate ostmine. Laenurahaga ostmine tähendab nii hinnatõusude kui ka languste võimendumist investori jaoks – aktsia 5% hinnatõus võib investori jaoks tähendada 10% tulusust. Finantsvõimendus on aga justkui kahe teraga mõõk – aktsiahindade languse korral kaotab investor topelt või veelgi rohkem. Kui aktsiate väärtusest ei piisa enam laenu tagasimaksmiseks, nõuavad laenuandjad lisatagatisi. Lisatagatiste puudumisel aga paisatakse aktiapositsioonid sundmüüki.

Eesti investorite õnnetuseks algas samal 1997. aastal Kagu-Aasia finantskriis, mis sai avalöögi Tai bahti devalveerimisega hilissuvel. Spekulatiivsed rahvusvahelised investorid nägid Kagu-Aasia riikide ja Eesti majanduste vahel sarnaseid kriisile viitavaid jooni ning see sai ajendiks aktsiate müügilainele ka siinses piirkonnas.

1997. aasta oktoobris-novembris toimunud mustad börsipäevad olid alguseks eelseisvale langevale turule. TALSE indeks langes paari järgneva aastaga tagasi oma algväärtusele saja punkti juurde, mis tähendas tipust langust umbes 80%. Võimenduse kasutamise tõttu kaotasid paljud investorid kogu oma raha ja jäid veel võlgugi.

Börsikrahh kõigutas tugevasti ka pangandusturgu, sundides nii mõnegi panga hiljem uksi sulgema. 1998. aastal andis langusele hoogu juurde puhkenud Venemaa finantskriis, mille käigus muutus Venemaa keskvalitsus rahvusvaheliste investorite silmis maksejõuetuks ning devalveeriti ka Venemaa rubla.

Eesti 1997. aasta börsikrahhil olid niivõrd laastavad tagajärjed mitme teguri kokkulangevuse tõttu:

- ▲ börsikrahhi esmakordsus ja senise kogemuse puudumine;
- ▲ finantsvõimenduse kasutamine;
- ▲ keskpanga sammud rahamassi piiramiseks;
- ▲ samaaegne kriis rahvusvahelistel finantsturgudel;
- ▲ Eesti kui väikese avatud majanduse haavatavus spekulatiivse kapitali sisse- ja väljavoolu suhtes.

Paljud 1997. aasta börsikrahhis raha kaotanud väikeinvestorid on seniajani jäänud börsist ja aktsiainvesteeringutest eemale. Samas on Eesti aktsiahinnad alates 2000. aastast jõudsalt taastunud ning keskeltläbi ületavad 1997. aasta krahhieelset taset.

Kas investorid õpivad mineviku vigadest?

Kõigi toimunud maaniate ja mullide ühiseks jooneks on olnud uskumus, et fundamentaalsetes alustingimustes on toimunud radikaalne muutus, mis õigustab uut moodi lähenemist väärtuse hindamisele. Kõigi mullide puhul usuvad investorid, et seekord on teisiti. Peamine põhjus, miks investorid ei õpi enese mineviku vigadest, on muutumatu inimloomus. Ahnus ja hirm kui kaks investoreid iseloomustavat põhitunnust olid turgudel minevikus ja on seda ka tulevikus. Valusad mälestused börsikrahhist hirmutavad investoreid sageli sedavõrd, et jäädakse ilma ka krahhijärgsest taastumisest ja uuest tõusulainest.

Riskid ja ohud

Kuidas mõistavad investorid riski tähendust?

Nagu eelnevalt teada saime, käivad investeeringu tulusus ja risk käsikäes. Mida aga risk endast täpsemalt kujutab ja kas riski on võimalik mõõta? Finantsteoorias on alates 1960. aastatest riski mõõdupuuks peetud tulususe varieeruvust. Varieeruvust saab mõõta näiteks standardhälbe abil. Lihtsustatult väljendades näitab standardhälve, kuivõrd hälbivad eri perioodide tulumäärad keskmisest tulumäärast. Mida ühtlasem on tulumäär, seda väiksem on standardhälve. Suurem standardhälve tähendab suuremat riski ja väiksem standardhälve väiksemat riski. Näiteks kui võlakirjade ja võlakirjafondide tootluste standardhälbed jäävad enamasti mõne protsendi piirsesse, siis aktsiate ja aktsiafondide riskinäitaja võib olla mitukümmend protsenti. Kui näiteks investeeringu oodatav tulumäär

on 10% aastas ja tulumäära standardhälve 8%, siis võib seda tõlgendada selliselt: suure tõenäosusega jääb investeeringu tulumäär piiridesse 10% $\pm$ 8% ehk 2% kuni 18%.

Standardhälvel on riski mõõdupuuna mitu puudust: näiteks käsitleb standardhälve riskina ka positiivseid üllatusi.

Paljud investorid pole aga niivõrd huvitatud tootluse võimalikust varieerumisest kui sellest, milline on tõenäosus jääda investeerimise miinusesse. Kaotuste vältimine on inimloomusele omane ja seetõttu kasutatakse riski mõõdupuuna ka alternatiivseid suurusid: maksimaalse kaotuse suurus, maksimaalne kaotus teatud tõenäosuse juures jmt.

Tähtsamad finantsriskide liigid

Tururisk

Üksikaktsiate edu või ebaedu sõltub konkreetse ettevõtte tegevusest ja tulevikuväljavaadetest, kuid olulist mõju avaldab ka turu üldine meelestatus. Kui investorid on üldjoontes pessimistlikult meelestatud, ei aita ühte aktsiat ka see, kui konkreetne firma on avaldanud üllatuslikult head kvartalitulemused või teatanud väga perspektiivikast ülevõtmistehingust. Samamoodi võivad üldise euforia taustal tõusta ka nende ettevõtete aktsiate hinnad, mis seda tegelikult ei vääriks. Seega mõjutab investeeringu tulemuslikkust turu üldine liikumine ja meelestatus ning seda seost nimetatakse tururiskiks.

Ettevõtete tundlikkus turu üldiste arengute suhtes võib olla erinev. Näiteks luksuskaupade tootja võib olla väga sõltuv sellest, kas parasjagu on majanduses buum või depressioon. Buumi ajal ostavad tarbijad meelsasti kallima segmendi kaupu ning selliseid kaupu tootvatel või vahendavatel ettevõtetel läheb eriti hästi. Kui ettevõttel läheb hästi, käitub üldjuhul positiivselt ka tema aktsia hind. Selliseid agressiivsema loomuga aktsiaid on seega kasulik omada majandusliku öitsengu perioodidel.

Esmatarbekaupu tootvatel firmadel võib seevastu ühtlaselt hästi minna nii majanduse päikeselistel kui ka vihmastel perioodidel. Kuna esmatarbekaupu ollakse sunnitud ostma ka siis, kui tööpuudus kasvab ja kindlustunne tuleviku suhtes väheneb, võivad selliste firmade aktsiad üldise negatiivsuse taustal käituda suhteliselt hästi. Selliseid väiksema tururiskiga aktsiaid nimetatakse vahel ka defensiivseteks või kaitsvateks aktsiateks.

Tururiski võib mõõta beetakordajaga: kui see kordaja on ühest suurem, annab see tunnistust suhteliselt agressiivsest investeeringust. Ühest väiksema beetaga väärtpaberid seevastu kuuluvad pigem defensiivsete väärtpaberite gruppi. Kui investorid usuvad eesootavat majandusbuumi, püütakse oma investeeringusportfell koostada kõrgema beetaga väärtpaberitest. Kui väljavaated on ebakindlad, eelistatakse madalama tururiskiga aktsiaid.

Finantsturud on tänapäeval globaliseerunud ja arengud mõnedel turgudel kanduvad vähemal või suuremal määral edasi ka teistele turgudele. Eriti tugev kipub see seos olema kriiside ja börsikrahhide puhul. Maailma olulisim finantsturg asub USAs ja paratamatult joonduvad USA arengute põhjal ka Euroopa turud ning paljud arenevad turud üle maailma. Selline seos pole ainult emotsionaalne: kuna USAs on maailma suurim majandus, avaldab sealne majanduskasvu aeglustumine otsesemat või kaudsemat mõju ka majanduskasvule teistes piirkondades.

Ettevõtte risk

Erinevalt tururiskist on ettevõtte risk omane konkreetsele firmale. Ettevõtte risk võib väljenduda näiteks ootamatult heas või halvas finantstulemuses, edus või ebaedus uutel turgudel, juhtkonnapoolsetes väärttegudes jmt. Tavaliselt on investori jaoks halvim, mis konkreetse ettevõttega juhtuda saab, pikaajaline ja püsiv maksejõuetus ehk pankrot. Pankroti korral saavad investorid oma paigutatud raha tagasi vastavalt nõuete rahuldamise järjekorrale. Esiemeses järjekorras makstakse enamasti välja riigimaksud, töötaja-

te saamatajäänud palgad ning pandiga tagatud laenud. Võlakirja- ja aktsiainvestoritel on lootust midagi saada alles siis, kui kõrgema järgu nõuded on rahuldatud.

Praktikas tähendab pankrot tavaliselt seda, et võlakirjaomanikud saavad oma investeeritud raha osaliselt tagasi ja aktsionärid kui järjekorras viimased ei saa enamasti midagi ehk kaotavad kõik. Selles väljendub aktsionäri kõrgem risk võrreldes võlausaldajaga ja see on üks põhjuseid, miks investorid nõuavad aktsiainvesteeringutelt kõrgemat tulumäära.

Ettevõttespetsiifilist riski saab edukalt vähendada nii tõhusa analüüsiga kui ka investeeringute hajutamiseega. Üheks näiteks hajutatud investeeringust on investeerimis- ja pensionifondid, kus ettevõttespetsiifilise riski tase on suhteliselt madal. Kui tururisk mõjub sarnaselt paljudele investeeringutele, siis ettevõtteriskid on üksteisest sõltumatud. Näiteks tõenäosus, et paljude ettevõtete juhtkonnad varastavad ühekorraga suure summa aktsionäride raha, on imeväike.

Likviidsusrisk

Kui suurte ja tuntud ettevõtete börsil kaubeldavaid aktsiaid on suhteliselt lihtne osta ja müüa, siis paljude väiksemate firmade väärtpaberitega kauplemine on tunduvalt passiivsem. Väheaktiivne või juhuslik kauplemine aga tähendab seda, et vajalikul hetkel tehingu sooritamine ei pruugi olla võimalik, kuna puudub tehingust huvitatud vastaspool. Kui väikesele kogusele võib vastaspool isegi leiduda, siis vähegi suurema summa investeerimine võib tähendada väärtpaberite omandamist planeeritust tunduvalt kõrgema hinnaga.

Samamoodi võib olla keerukas investeeringu realiseerimine ning müügi lõpuleviimiseks tuleb aktsepteerida algselt planeeritust oluliselt madalamat hinda. Likviidsusrisk väljendubki raskuses väärt-pabereid ilma hindu märkimisväärselt mõjutamata suuremas koguses osta või müüa.

Tavaliselt on keskmisest likviidsemad börside põhinimekirjades kaubeldavad väärtpaberid. Lisanimekirjades või börsiväliselt kaubeldavad väärtpaberid on seevastu vähemlikviidsed. Kuna turg pakub enamasti igasuguste riskide eest teatavat hüvitist, võivad vähemlikviidsed väärtpaberid olla kõrgema tulupotentsiaaliga. Likviidsusrisi aktsepteerimine sõltub paljuski sellest, milline on investori investeermishorisont ja kas võib ette tulla ootamatuid vajadusi investeeringu realiseerimiseks.

Muud riskid

Eelnevalt mainitud riskide liigid on vaid mõned näited võimalikest riskidest, millega investoril tuleb silmitsi seista. Peale eelnevate on veel teisigi riske.

▲ **Valuutarisk** – risk, et investeeringute väärtus väheneb valuutakursi ebasoodsa arengu tõttu. Risk puudutab investoreid, kes investeerivad välisvaluutas kaubeldavatesse väärtpaberitesse.

▲ **Krediidirisk** ehk vastaspoole risk – risk, et vastaspool ei suuda oma kohustusi täita kas maksejõuetuse tõttu või muudel põhjustel. Krediidiriski võib välja tuua näiteks võlakirjade puhul, kus eksisteerib risk, et võlakirja emitent ei suuda kas võlakirja intresse või põhiosa investoritele välja maksta. Krediidirisk võib aga esineda ka tuletisväärtpaberite puhul, näiteks kui optsiooni välja kirjutanud vastaspool ei suuda endale võetud kohustust täita.

▲ **Poliitiline risk** – oht, et valitsuse tegevuse tõttu jääb oodatav tulu investeeringult saamata. Poliitilise riski äärmuslik vorm on juhtum, kui näiteks välisriigi valitsus konfiskeerib või natsionaliseerib välisinvestorite vara. Vähem äärmuslikud juhtumid võivad olla seotud näiteks maksuseaduste muutmisega, mis võib osa investore rite jaoks kaasa tuua olulisi kahjusid.

Riskide maandamine ja juhtimine

Riskid investeerimismaailmas olid, on ja jäävad. Riske ei tule iga hinna eest vältida, kuid riske tuleb õppida mõistma, kontrollima ja enda heaks rakendama. Üks lihtsamaid viise riske hajutada on piltlikult öeldes mitte paigutada kõiki mune ühte korvi.

Investeeringute oskamatu kombineerimine aga ei pruugi saavutada püstitatud riskide maandamise eesmärki. Näiteks investeerimisportfelli koostamine kümne autofirma aktsiatest ei pruugi olla efektiivne tee riski maandamiseks. Kuna autofirmade finantstulemusi mõjutavad suhteliselt sarnased tegurid (näiteks kütuse hind, majanduskasv jms), liiguvad autofirmade aktsiad ka väiksemal või suuremal määral üheskoos. Teisiti öeldes on seos ehk korrelatsioon nende aktsiate vahel tugev.

Kui aga ühe autofirma aktsia kõrvale otsida veel farmaatsiatööstuse, toiduainetööstuse ja infrastruktuuri ettevõtete väärtpabereid, on riskide hajutamise efektiivsus juba oluliselt kõrgem. Seega aitab riske efektiivselt hajutada nõrgalt seotud ehk nõrgalt korreleeruvate investeeringute kombineerimine.

Portfelli hajutamine ei pea aga olema eesmärk iseeneses. Portfelli liigne hajutamine võib kaasa tuua negatiivseid kõrvalmõjusid: näiteks kasvavaid tehingukulusid ning fookuse hajumist. Ka kontsentreeritud investeerimisportfellid võivad olla väga edukad, kui investor saab aru võetavate riskide iseloomust ning suudab investeeringuid oskuslikult analüüsides riske ohjata.

Peale investeeringute kaupa hajutamise soovitatakse investeeringuid hajutada ka ajas. Selle asemel et investeerida suurem summa korraga, võib olla mõistlik siseneda turule järk-järgult. Niiviisi vähendatakse ohtu, et investeeringu ajastus osutub valeks (näiteks börsikrahhi eelõhtu). Regulaarselt väikeste summadega investeerimine sobib näiteks investeerimisfondidesse raha paigutamiseks. Üksikväärtpaberite puhul võib investeeritavate vahendite liigne killustamine tähendada ebaproportsionaalselt kõrgeid tehingukulusid.

Investeerimise strateegiad



Investeerimisel
käivad risk ja
tulu käsikäes

Investeermise strateegiad

Kristel Kivinurm-Priisalm,
Avaron, juhtivpartner

Kuidas alustada investeermist?

Väga paljud inimesed ei tee oma eluea jooksul ise mitte midagi selleks, et kasvatada oma vara ning tagada enda majanduslik kindlustatus. Põhjusteks on enamasti vähene ettevõtlikkus, müütides ja eksiarvamustes kinni olemine või uskumus, et isikliku jõukuse tagamise kohustus on tööandjal.

Tegelikkuses on suur osa rikastest inimestest jõukaks saanud just väljaspool palgatööd või oma vabal ajal ja teadlikul valikul. Majandusliku kindlustunde saamiseks on mitu võimalust: hakata ettevõtjaks, leida endale rikas elukaaslane, võita lotoga miljon või teha endale selgeks, kuidas juhtida oma finantse ja investeerida. Viimast saab teha nii palgatöö kui ka oma firma ehitamise kõrval vabal ajal ja sellega võib alustada igas vanuses.

Mis on investeermine?

Investeermist võib defineerida erinevalt. Mulle sümpatiseerib enim mõtteviis, et investeermine on proaktiivne rahakasutus, mille kaudu raha pannakse tegema raha ehk teisisõnu raha pannakse enda eest tööle. Siinkohal peab silmas pidama, et investeermine erineb säästmisest.

Kui säästmine on passiivne raha kogumine, siis investeermine keskendub raha teenimisele ehk tootlusele, võttes selleks säästmisest oluliselt kõrgemaid riske. Investeermise eesmärk on võtta mõistlikke riske lootuses teenida head tootlust, et saavutada oma finantseesmärk. Säästmise ja investeermise erinevus on ka see, et kui säästmisel paigutatakse raha pangadeposiiti, mille tagajärjel ei teki omandit, siis investeermisel omandatakse ettevõtte aktsia, võlakiri, fondiosak või kinnisvaraobjekt. Seega on investeermise iseloomustamisel kesksel kohal kolm märksõna: risk, tõusupotentsiaal ja omand.

Eelarvamused investeermise kohta

Investeermine on paljude inimeste jaoks kauge ja keeruline müsteerium, mis kätkeb endas lipsustatud noormehi, kes loobivad telefonitsi rääkides võõrsõnu ja kasutavad arusaamatuid elektroonilisi süsteeme. Samuti on investeermises paljude inimeste jaoks arusaamatuid võite ja kaotusi. See on ka põhjus, miks investeermise suhtes on tekkinud hulk eelarvamusi.

▲ **Investeermiseks on vaja palju raha.** Investeerida on võimalik ja tihti ka igati mõistlik väikeste summadega. Alustada võib vabalt paarisajakroonise paigutusega investeermisfondi. Osa inimesi mõtleb end vaeseks, öeldes, et mul ei ole raha, mida investeerida. Investeerides 10% oma sissetulekust, ei tunneta enamik inimesi olulist muudatust elatusasemes, küll aga tekib ajapikku kindlus tuleviku suhtes.

▲ **Investeerimine on väga riskantne ja ma võin valede otsuste tõttu kaotada kogu raha, pigem võiks siis juba praegu elust mõnu tunda ja tarbida.** Kui investeerida läbimõeldult ja hajutatult ehk jagada oma investeeringud paljude ettevõtete, majandussektore ja riikide vahel, on võimalik mõistliku riskitaseme juures luua alus majanduslikule sõltumatusele.

▲ **Investeerimiseks on vaja eriharidust ja mul pole selleks õiget ettevalmistust.** Investeermist võib alustada igas vanuses ning seda on võimalik õppida, lugedes investeermisraamatuid ja internetiportaale, konsulteerides investeermiskogemust omavate sõprade või professionaalidega. Alustada võib väiksemate summadega, et omandada kogemusi. Kui teil pole soovi ise investeermisega tegeleda, võite usaldada oma portfelli professionaalide kätte.

▲ **Investeerimine on õnnemäng ja mul pole kunagi vedanud.** Investeermine ei ole õnnemäng, vaid kaalutletud riskide võtmine, mille siht on jõuda oma finantseesmärkide täitmiseni.

Need on vaid mõned eksiarvamused, mida investeermisnõustajana pea iga päev kuulnud olen.

Kas ma olen majanduslikult kindlustatud?

Investeermine on lihtne ning üks paremaid viise oma jõukuse kasvatamiseks. Raha annab meile vabaduse keskenduda sellele, mida me teha armastame, ning vabastab meid kammitsaist.

Lihtne viis oma jõukuse teada saamiseks on jagada oma praeguse vara väärtus (varast lahutage kodu ja auto väärtus ning laenukohustused) kuu kuludega. Jagamistehte vastus näitab, mitu kuud saaksite elada ilma tööl käimata. Et oleksite vabad oma otsuste tegemisel, peaks see aeg olema vähemalt kuus kuud. Majanduslikult kindlustatuna tunnete end alles siis, kui teil on nelja-viie aasta kulude ulatuses finantsvara. Teine lihtne meetod jõukuse mõõtmiseks on liita kokku oma finantsinvesteeringutelt laekuv aastatulu ja jagada see oma aasta kuludega. Kui number on üle ühe, olete majanduslikult kindlustatud.

Et saada jõukaks ning nautida pensionipõlves praegusega samaväärset või paremat elatustaset, peaks pidevalt investeerima 10% oma sissetulekust. Investeerida on võimalik iga kuu väikes-te summade kaupa investeerimisfondidesse või koguda raha ja see-järel soetada suuremas mahus investeerimisfondide osakuid, akt-siaid või kinnisvara. Kolmas võimalus on appi kutsuda professio-naalne portfellihaldur, kes investeerib aktiivselt teie raha ja haldab väärtpaberiportfelli.

Missugune on minu investeerimisprofiil?

Investeermisega alustamine nõuab natuke pühendumist, vaba aega ja huvi. Enne investeerima asumist tasuks enda jaoks vastata mõnele küsimusele.

▲ Kui palju võimaldab minu praegune majanduslik olukord mul investeerida?

Võta selleks paber ja pliiats ning pane kirja oma varad ja nende hinnanguline turuväärtus ning oma kohustused. Lahuta oma va-rade väärtusest kohustused, eluase, auto, suvila ning muud varad, ilma milleta sul oleks raske ette kujutada oma igapäevast elu. See number, mis joone alla jäi, on sinu finantsvara, mida võiksid aktiiv-selt investeerida. Kui su finantsvara on alles väike, kaalu igakuist investeerimisvõimalust ehk investee-ri iga kuu kindel summa või protsent oma sissetulekust.

▲ Kui pikaks ajaks plaanin raha investeerida?

Suurimaid vigu, mida investeerimisel tehakse, on see, et ei pla-neerita täpselt oma rahavajadusi ning investeeritakse raha, mida ühe või kahe aasta jooksul läheb vaja ülikooliõpinguteks, maja ehituseks või tarbimiseks. Enne investeerimist mõtle läbi, kas vajad investee-ritavat kapitali juba lähema paari aasta jooksul või plaanid inves-teerida pikemaks ajaks, näiteks 3–5 aastaks. Et saada parimaid tu-lemusi, võiks investeerimishorisont olla vähemalt 7–10 aastat ehk

investeeritav raha on pigem tagavararaha, laste ülikooliõpinguteks või enda pensionipõlveks kogutav vara.

▲ Mis riskitasemega soovin investeerida?

Risk ja oodatav tulu käivad käsikäes. Peaksid endalt küsima, mis on sinu tootlusootus ja kui palju oled valmis kaotama? Kas oled valmis, et sinu investeerimisportfelli väärtus kõigub ajas oluliselt? Kas soovid, et sinu portfelli oleks pigem kõrge riskiga või pigem hajutatud? Riskitaseme valikul tuleks kindlasti arvesse võtta ka investeeringu pikkust (vt eelmist punkti).

▲ Kui likviidne peaks minu portfelli olema?

Kas soovid, et saaksid portfellis olevad väärtpaberid igal ajahetkel hiljemalt nädala või kuu jooksul müüa või võib seal leiduda ka instrumente, mida pole võimalik rahaks teha enne 5–7 aastat?

▲ Kui palju olen valmis pühendama oma aega investeerimiste tegemiseks ja jälgimiseks?

Kas mind paelub investeerimisobjektide valik ning jälgimine või tahan pigem, et keegi teeks seda minu eest, et ma saaksin pühendada oma põhitööle, perele ja hobidele?

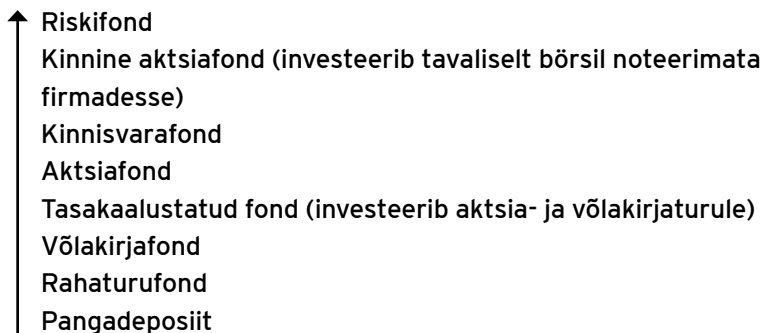
Risk ja tulu käivad käsikäes

Investeermisel tuleks meeles pidada asjaolu, et risk ja oodatav tulu käivad käsikäes. Investeermisel ei saa investor 100% garantiid, et ta teenib investeeringult kasumit, kuna alati on võimalus ka raha kaotada. Samas, kui olla investeermisel liiga ettevaatlik, on alati risk, et inflatsioon sööb teenitud tulu ära ning ostuvõime tulevikus tegelikult väheneb. Erineva riskitaluvuse, vanuse, investeerimishorisondi ja majandusliku seisuga investoritele sobivad erineva riskitasemega investeerimisvõimalused ning investeerimisstiilid.

Risk ja tulu on seoses

Joonis 1. Riskitase ja tulu

Kõrge risk, kõrge oodatav tulu



Madal risk, madal oodatav tulu

Investorite profiilid

Konservatiivne investor. Kardab väga raha kaotada ning soovib, et alginvesteering jääks alati alles. Tema portfellis on üldjuhul pangadeposiidid, rahaturufondid, võlakirjad, võlakirjafondid ja kapitaligarantiiga deposiidid. Sellise investorite eesmärk on madala riskitaseme juures säilitada olemasoleva vara väärtus ning teenida tagasihoidlikku intressi. Konservatiivne investor peaks silmas pidama, et inflatsioon võib hakata närma alginvesteeringut, kaotades selle ostujõudu.

Keskmise riskitaluvusega investor. Ei soovi kaotada alginvesteeringut, kuid mõistab väga hästi, et suurema tulu teenimiseks peab võtma suurema riski. Keskmise riskiga investorile sobib kõige paremini segu madala ja kõrge riskiga investeeringutest, kombineerides võlakirju aktsia- ja kinnisvarafondidega. Tema portfelli on hästi hajutatud ja ühegi üksiku aktsia või väärtpaberi osakaal portfellis ei ole kõrge.

Agressiivne investor. Eesmärk on maksimeerida iga investeeritud kroonilt teenitud tulu. Seda tüüpi investorite jaoks pole probleem, kui turud aja jooksul palju üles-alla kõiguvad. Tema portfelist leiame peale aktsia-, kinnisvara- ja indeksfondide ka otseseid aktsiapositsioone, optsioone ja futuure, rämps võlakirju. Sellise investori portfelli ei pruugi olla kuigi hajutatud ning ühe instrumendi kaal portfellis võib olla suur. Portfelli risk on laes, aga ka tootluspotentsiaal on hea. Kuna kaotusest taastumine võib võtta pikalt aega, peab agressiivse investori investeerimishorisont olema võrreldes konservatiivse ja keskmise riskiga investoritega pikaajalisem.

Investeeringu ajahorisont

Riski ja oodatava tulu taseme valimine on üks olulisemaid küsimusi, millega investor peaks tegelema. Sobiva riskitaseme valimisel tuleks kindlasti paika panna, mis on investeeringu ajahorisont ehk millal soovitakse investeeringust väljuda ja raha tarbimisse võtta.

Noorele inimesele, kes on valmis raha investeerima vähemalt viieks kuni seitsmeks aastaks, sobivad pigem kõrgema riskiga investeeringud, nagu aktsiad, aktsia- ning kinnisvarafondid. Kui aga investoril on plaanis järgmise seitsme aasta jooksul aktiivsest tööelust kõrvale jääda või investeerimisportfelli muul eesmärgil rahaks teha, et teenitud summa kasutusse võtta, sobivad talle pigem madalama riski ja stabiilse tootlusega väärtpaberid, nagu tasakaalustatud fondid, kapitaligarantiiga väärtpaberid või võlakirjafondid.

Investeeringute hajutamine

Riskide vähendamiseks peaks investeeringuid hajutama eri ettevõtete, majandussektorite ning riikide vahel. Selliselt väheneb näiteks üht majandussektorit või teatud ettevõtet puudutavate halba uudiste mõju investori portfelliga. Parim hajutamise viis on investeerida investeerimisfondidesse, mille portfelist leiad tihtipeale paljude riikide ja sektorite väärtpabereid.

Kas juhtida ise investeeringuid või usaldada professionaale?

Paljudel algajatel investoritel on soov investeerida, kuid nad ei tea, kust ja kuidas alustada. Sellisel juhul peaks endale kõigepealt selgeks tegema, mis summa soovitakse investeerida, mis on investeeringu ajahorisont ning soovitud riskitase. Seejärel peab läbi mõtlema, kas jälgida turgudel toimuvat ning võtta vastu investeerimisotsuseid ise või usaldada see proffide kätte.

Kui sul on tahtmist, aega ja teadmisi, et ise investeerimisotsuseid teha ja investeeringuid jälgida, võid oma portfelli iseseisvalt kokku panna, valides sinna nii aktsiaid, aktsiafonde ja -indekseid kui ka muid kõrge riskiga finantsinstrumente. Kui oled algaja investor, aga soovid siiski ise kätt proovida, soovitan alustada väiksemate summadega ja esialgu teha investeeringud vaid hajutatud fondidesse ning alles pärast kogemuste kogumist hakata investeerima üksikutesse aktsiatesse ja muudesse kõrge riskiga väärtpaberitesse.

Kui sul puuduvad investeerimisteadmised ja sa ei soovi oma investeeringutega ise tegeleda, võta julgelt ühendust professionaalsete nõustajatega. Parim tee alustamiseks on avada ajaleht Äripäev, kus on igapäevaselt ära toodud kõikide Eestis tegutsevate fondivalitsete kontaktandmed, fondide nimed, nende riskitasemed ja tootlused. Äripäevast ja Tallinna Börsi kodulehelt leiab samuti infot Tallinna Börsil noteeritud firmade kohta. Samuti on kasulikku infot Finantsinspektsiooni loodud internetilehel www.minuraha.ee.

Pane pension tiksuma

Kui oled otsustanud hakata investeerima, võiks teoks teha veel ühe targa sammu, et kindlustada kõrgem elatustase pensioniajaks, ning liituda teise samba pensionifondiga ehk kohustusliku kogumispensioni süsteemiga. Fondiga liitumise avalduse saab esitada näiteks internetileheküljel www.pensionikeskus.ee. Samas on saadaval ka info erinevate pensionifondide kohta.

Pärast teise samba ehk kohustusliku pensionifondiga liitumist peab sinu tööandja su brutopalgast igakuiselt kinni 2%, millele lisab riik 4% sinu palgast makstava sotsiaalmaksu pealt. Kokku kogud igas kuus pensionifondi 6% brutopalgast. On võimalik valida eri riskitasemega teise samba pensionifondide vahel – konservatiivsed fondid, mis investeerivad vaid võlakirjadesse, või riskantsemad fondid, mis kombineerivad võlakirju aktsiainvesteeringutega.

Kui sul on pensionini aega rohkem kui kümme aastat, võiksid eelistada riskantsemat fondi. Pensioniaja lähenedes võiks vahetada riskantsema fondi konservatiivsema vastu. Kui jõuad pensioniikka, vahetatakse pensionifondi osakud üldjuhul kindlustuslepingu vastu, mille alusel hakatakse sulle riikliku esimese samba pensionile lisaks maksma pensioni ka kindlustusseltsist. Pensionifondi osakud kuuluvad nimeliselt sulle ning on su surma korral päritavad.

Peale teise samba fondide võiksid huvi tunda ka kolmanda samba pensionifondide vastu, millesse investeerimisele on riik kehtestanud tulumaksusoodustuse. Nimelt on kolmanda samba pensionifondidesse tehtud sissemaksed tulumaksuvabad ehk riik tagastab sulle tehtud sissemaksete pealt tulumaksu osa, mis on praegu 22% (tingimusel, et su sissemaksed fondidesse ei ületa 15% aastast sissetulekust).

Mõtle maksuefektiivselt

Kui alustad investeerimistegevust suuremate summadega, võiksid enda jaoks läbi mõelda ka selle, et juhiksid oma varasid maksuefektiivselt. Näiteks kasutavad praegu paljud investorid maksuefektiivsema tulemuse saavutamiseks investeerimisel äriühinguid.

Loodame, et tulevikus hakkab Eesti riik nii nagu Läti ja Leedu gi oma maksupoliitikaga rohkem eraisikute väärtpaberiinvesteeringuid soodustama. Konsulteerige parima ja turvalise tulemuse saavutamiseks kindlasti mõne asjatundliku maksuspetsialistiga.

Investeeringud fondidesse

Mis on investeerimisfond?

Investeerimisfond on paljude investorite vara kogum, mida juhib spetsiaalse tegevusloa saanud fondivalitseja, kes paigutab investorite poolt fondi pandud raha vastavalt fondi investeerimispoliitika aktsiatesse, võlakirjadesse, rahaturuinstrumentidesse ja teistesse väärtpaberitesse. Investeerimisfondi kaudu kogutakse kokku paljude investorite rahasummad, et nii saadud kapital ühiselt väärtpaberitesse investeerida.

Investori osalust fondis tõendab omakorda väärtpaber ehk fondi osak. Kõikide ühe fondi investorite samaliigilistel osakutel on võrdne hind ehk fondiosaku puhasväärtus. Fondi rohkem raha paigutanud investor saab lihtsalt rohkem fondi osakuid. Fond teenib investeeringutelt kasumit või kahjumit, milles osalevad proportsionaalselt kõik fondi investorid. Fondi tegevuse kasumlikkust või kahjumlikkust mõjutab fondi varasse kuuluvate väärtpaberite hindade liikumine.

Kui väärtpaberitelt, millesse fond on investeerinud, makstakse dividende või intresse, jäävad ka need fondi varade hulka ning aitavad kaasa osaku puhasväärtuse suurenemisele. Investor saab fondi kasumist või kahjumist osa fondi osaku puhasväärtuse tõusu või languse kaudu. Lisaks võib fond maksta intresse, kuid Eestis maksvad intressi vaid mõned rahaturufondid.

Ise fondidel on ise investeerimisstrateegia. Näiteks on olemas võlakirjafondid, mis investeerivad peamiselt võlakirjadesse ja rahaturuinstrumentidesse; tasakaalustatud fondid, mis investeerivad nii võlakirjadesse kui ka aktsiaturule; aktsiafondid, mis investeerivad peamiselt börsidel noteeritud ettevõtetesse; kinnisvarafondid, mis paigutavad raha kinnisvarasse ja kinnisvaraettevõtetesse; kinnised aktsiafondid (*private equity funds*), mis tegutsevad peamiselt börsidel mittenoteeritud firmadesse investeerimisega; riskifondid (*hedge funds*), mis investeerivad eri strateegiatega nii aktsia- ja võ-

lakirjaturule kui ka tuletisväärtpaberitesse ja noteerimata ettevõtetesse. Eestis registreeritud investeermisfondid investeervad peamiselt aktsia- ja võlakirjaturule. Lisaks spetsialiseervad fondid riikide kaupa – näiteks pakutakse Eestis palju Kesk- ja Ida-Euroopasse investeervaid фонде.

Investeermisfondide eelised

Investeermisfondid on mõeldud nii algajale kui ka kogunud investorile, nii eraisikust investeermishuvilisele kui ka professionaalile. Neile, kellel ei ole kogemusi ja teadmisi või aega igapäevaselt jälgida, mis aktsia- ja võlakirjaturgudel toimub, on fondid parim viis investeermiseks.

Investeermisfondide seitse suuremat eelist võrreldes ise otse investeermisega.

▲ **Professionaalselt juhitud.** Investeermisfondid pakuvad tavainvestorile võimalust saada osa professionaalselt juhitud investeeringutest, mida haldavad pikaajalise kogemusega fondijuhid.

▲ **Hajutus ja kättesaadavus.** Kui investor investerib suurde hulka eri väärtpaberitesse, alaneb tema portfelli risk. Investeermisfondis on tavaliselt oluliselt rohkem erinevaid väärtpabereid kui tavainvestori portfellis. Kui kohaliku aktsiaturu oludega on väikeinvestorid tihti kursis, siis välisturgudel tegutsemine võib nende jaoks keeruliseks osutuda. Investeermisfondid võimaldavad hajutatud portfelliga investeermida välisturgudele ja instrumentidesse, mis võivad olla väikeinvestorile raskesti kättesaadavad.

▲ **Mahuefekt.** Suurem maht võimaldab investeermida madalamate kuludega.

▲ **Likviidsus.** Avatud investeermisfondide puhasväärtus (NAV) arvutatakse üldjuhul välja iga päev ning investoril on soovi korral võimalik iga päev või iga nädal osta uusi fondiosakuid või olemasolevaid müüa. Kui investor paigutab raha otse aktsia- või võlainst-

rumentidesse, võib portfelli likvideerimine vähemlikviidsete väärt-paberite puhul palju aega võtta.

▲ **Tulumaks.** Eesti eraisik peab väärt-paberitelt teenitud reali-seeritud kasumilt tasuma tulumaksu, kuid siinsed fondid on sel-lest vabastatud. Fondidesse investeerimine ongi suureks eeliseks just siis, kui investeerid eraisiku konto kaudu, sest peale tulumak-su edasilükkamise (maksad tulumaksu siis, kui said kasumi fondi-osaku müügist) saad Eestis ka ühe fondivalitseja ulatuses fonde tu-lumaksu maksmata vahetada. Samas on tõenäoline, et järgnevate aastate jooksul muudab Eesti riik investeerimise eraisikutele sood-samaks, et võrdsustada maksu aspektist investeerimine osaühingu ja eraisiku konto kaudu. Siinkohal peaks jälgima võimalikke uudi-seid tulumaksu muudatuste kohta.

▲ **Mugavus ja suur valik.** Eesti investoril on võimalik valida sadade erinevate nii Eestist juhitud kui ka välisfondide vahel. Fon-de on lihtne osta ja müüa internetipankade ja pangakontorite va-hendusel. On võimalik valida eri regioonidesse investeerivaid ning eri investeerimisstiili ja riskiastmega fondide vahel.

▲ **Järelevalve.** Kui investor investeerib Finantsinspektsiooni poolt järelevalvatavasse fondi, on tema riskitase kontrollitum võr-reldes mittereguleeritud fondiga. Samuti on selliste investeerimis-fondide investeerimisstrateegiad, -eesmärgid ja tasud ning finants-aruanded avalikud ja investorile kättesaadavad.

Kuidas alustada?

Parim viis fondidesse investeerimisega alustamiseks on otsida ajalehes Äripäev üles fondide nimekiri, kus on välja toodud Eestis avalikuks müügiks registreeritud ja Eesti fondivalitsejate poolt ju-hitavad fondid. Nimekiri annab ülevaate fondidest, osaku hinda-dest, tootlustest ja riskitasemest. Kasulik on külastada ka Finants-inspektsiooni kodulehekülge www.fi.ee, kust leiab Eesti fondivalit-sejate kontaktandmed ja viited nende internetilehekülgedele. Küsi-muste korral võib julgelt võtta ühendust fondivalitsejate esindajate-

ga, et leppida kokku konsultatsiooni aeg. Samuti soovitan aktiivselt lugeda fondijuhtide kirjutatud kuu- või kvartalikommentaare ning käia fondivalitsejate korraldatavatel investeerimisseminaridel.

Kas iga välja kuulutatud fond on ka tegelikult fond?

Investeermisfonde võivad juhtida fondivalitsejad ehk ettevõtted, mis on saanud selleks tegevusloa Eesti või mõne teise riigi finantsinspeksioonilt. Fondivalitsejates töötavad erialase ettevalmistuse, kogemuste ning ärialselt kõrge reputatsiooniga töötajad. Ka tuleb iga tegevust alustav fond Finantsinspeksioonis registreerida.

Investeermistegevusega alustamisel on alati mõistlik kontrollida, kas firma, kes fondi juhib või reklaamib, on Finantsinspeksioonilt tegevusloa saanud. Lisaks uurige välja, kas fond, millesse oma raha plaanite paigutada, on ka tegelikult Finantsinspeksiooni heakskiidu saanud fond või suvaline ettevõte, mida vaid nimetatakse fondiks.

Finantsinspeksiooni järelevalve all olevaid investeerimisfonde, fondivalitsemisettevõtteid ja nende töötajaid kontrollib Finantsinspeksioon pidevalt, kindlustamaks investorile, et investeerimisfondide tegevus on seaduste ja fondi tingimustega kooskõlas.

Finantsinspeksioon jälgib ka seda, et fondivalitseja tegutseks kõigi investorite huvides ja et tema äri oleks jätkusuutlik. Enne fondi investeerimist tutvuge fondi tingimuste, prospekti ja lihtsustatud prospektiga. Need materjalid peab teile tasuta andma fondivalitseja. Vastavalt seadusele peavad need dokumendid olema väljas ka fondivalitseja veebilehel.

Miks on see temaatika investeerimisfondide puhul oluline? Nimelt on Eestis tekkinud hulk ettevõtteid, kes on asutanud tavalise aktsiaseltsi, mis investeerib kas aktsiatesse või kinnisvarasse ja emiteerib võlakirju, mida omakorda ostavad investorid. Tihtipeale on selliste firmade kodulehel märgitud võimalus investeerida fondi. Tegelikuses pole sellise investeeringu puhul tegemist fondiga, vaid tavalise firmaga, mis emiteerib võlakirju. Investor peaks aga teadma, et firma pankroti, investeerimislubadustest kõrvalekaldu-

mise või muude probleemide korral on investoril raskem oma õigusi kaitsta, sest neid ettevõtteid Finantsinspektsioon ei kontrolli. Seega võiks investeerimisel alati tähelepanu pöörata asjaolule, kas tegemist on tõelise investeerimisfondiga või tavalise ettevõttega.

Tavainvestori jaoks - avatud avalikud investeerimisfondid

Investeerimisfonde saab mitut moodi liigitada. Esiteks jagatakse investeerimisfondid kahte rühma: avalikud ja mitteavalikud investeerimisfondid. Kui avalikud investeerimisfondid on registreeritud avalikuks müügiks laiale investorite ringile, siis mitteavalike fonde üldjuhul tavainvestorile ei turustata ning neis võivad olla ka kõrgemad minimaalse investeeringu nõuded.

Teine fondide liigitamise viis on tavainvestorile ehk isegi olulisem: avatud fondid ja kinnised fondid. Peaaegu kõik ajalehes Äripäev välja toodud fondid on avatud fondid, see tähendab, et need fondid võtavad kogu aeg vastu lisainvesteeringuid ja ostavad investorite nõudel neilt fondiosakud tagasi, tehes seda hinnaga, mis on võrdne fondiosaku puhasväärtuse ehk NAViga.

Kinnine investeerimisfond emiteerib ja ostab osakuid tagasi harva (näiteks kord kvartalis või aastas) või ka vaid siis, kui fond läheb likvideerimisele. Kinnised investeerimisfondid noteeritakse tihti börsil, et võimaldada investoritele likviidsust.

Börsil noteeritud kinniste investeerimisfondide osakuid või aktsiaid kaubeldakse samamoodi nagu börsifirmade aktsiad, mis tähendab, et fondi börsihind võib kujuneda erinevaks fondi puhasväärtusest. Tavaliselt on kinnised fondid need, mis investeerivad kinnisvarasse, börsidel mittenoteeritud firmadesse või muudesse vähelikviidsetesse instrumentidesse.

Eurofondid on kõrge hajutatusega

Peale eelneva jaotuse erinevad fondid selle osas, mis on nende nõuded investeeringute hajutamisele. Näiteks eurofond on fond,

millel on kõrged hajutatuse nõuded ning ühtsed toimimispõhimõtted üle kogu Euroopa Liidu. Eurofondi ükski üksik investeering ei tohi ületada 10% fondi varadest. Lisaks ei tohi sellised väärtpaberid, mille osakaal on üle 5%, kokku moodustada üle 40% fondist (nn 5/40 reegel). Samuti on eurofondidel piiratud tuletisinstrumentide kasutamine, laenu võtmine ja börsidel noteerimata ettevõtetesse investeerimine. Fondid, mis ei ole eurofondid, on tavaliselt oma investeerimistegevuses vähem piiratud ja seepärast on nende riskitase tavaliselt oluliselt kõrgem. Seega, algajal investoril soovitatakse investeerida alguses peamiselt eurofondidesse.

Fondivalitseja ja fondijuht

Investeermisfonde valitsevad selleks tegevusloa saanud fondivalitsemisfirmad ehk fondivalitsejad. Fondi valitsemine sisaldab fondi vara investeerimist, fondi osakute väljalaske ja tagasivõtmise korraldamist, fondi vara üle arvestuse pidamist ja puhasväärtuse arvutamist, fondi osakute omanike registri pidamist, klienditeenindust ja muid seotud tegevusi.

Fondivalitseja võib teostada kõiki neid vajalikke toiminguid ise või osa neist teistelt kvalifitseeritud osalistelt allhankena sisse osta. Nii võib fondivalitseja osta sisse fondiosaku puhasväärtuse arvutamise, fondi turustamise või fondi osakute registri pidamise. Näiteks peab paljude Eesti fondide investorite registrit hoopis Eesti Väärtpaberikeskus, keda on selleks volitanud fondivalitsejad.

Fondivalitseja peab hoidma fondi varasid oma varadest eraldi kontodel. Fondi vara ei kuulu fondivalitseja pankrotivara hulka, mis tähendab, et juhul kui fondivalitseja peaks minema pankrotti, jätkab fond oma tegevust. Fondivalitsejas töötavad fondijuhid ehk professionaalsed investeerimisspetsialistid, kes investeerivad fondi vara. Fondijuhi ülesanne on otsida ja analüüsida fondi portfelli sobivaid väärtpabereid, jälgida fondi investeeringuid ning anda ostu- ja müügi korraldusi, samas alati järgides fondide investeerimisstrateegiat.

Fondide investeetrimiseesmärgid ja -strateegia, investeetrimispiirangud, tasud ning muu oluline informatsioon on kirjas fondi tingimustes, prospektis ja lihtsustatud prospektis. Need dokumendid peavad olema kättesaadavad fondivalitseja internetileheküljel. Kui investoril on vähe aega nende dokumentidega tutvumiseks, võiks siiski läbi vaadata lihtsustatud prospekti, mis annab kõige kiirema ülevaate fondi tegevusest, investeetrimiseesmärkidest ja tasudest. Investeetrimisnõu saamiseks tasub ka ise otse fondivalitsejaga julgelt ühendust võtta.

Depoopank ja audiitor

Investeetrimisfondi vara hoitakse depoopangas, mis jälgib, et fondivalitseja tegevus vastaks õigusaktidele, ning teavitab probleemide korral Finantsinspektsiooni. Peale selle jälgib depoopank fondi portfellis toimuvat ning osaleb fondi ostu- ja müügitehingute arveldamisel. Depoopangale makstakse selle teenuse eest depootasu, mis on tavaliselt määratud kui teatud protsent fondi varadest. Depootasu võib sisalduda fondi valitsemistasus või maksab fond selle eest eraldi (määratud fondi tingimustes ja prospektis).

Investeetrimisfonde ja fondivalitsejat ning nende aastaaruandeid peab kontrollima sõltumatu audiitor. Eesti investeetrimisfondide aastaaruanded on avalikud ning need peavad olema investoritele kättesaadavad fondivalitseja kodulehel. Tihti uurivad investorid, kas fondide investeetrimisportfelli koosseis on avalik või mitte. Tegelikult peab kogu investeetrimisportfelli avaldama kaks korda aastas – fondi aasta- ja poolaastaaruandes. Osa fondihaldureid avaldab ka regulaarselt näiteks fondi kümme suuremat positsiooni.

Mis on fondi ja osaku puhasväärtus?

Fondidest rääkides mainitakse tihtipeale sõna puhasväärtus (kasutatakse ka ingliskeelsest väljendist *net asset value* tulenevat lühendit NAV). Fondi puhasväärtus ehk fondi NAV on fondi varade tu-

ruväärtus, millest on maha arvatud fondi kohustused. Fondi varad ehk fondi investeerimisportfell koosneb väärtpaberitest, kuhu fond investeerinud on.

Fondi kohustused koosnevad näiteks tasumata arvetest fondivalitsejale ja depoopangale ning maakleritele maksmata tehingutasudest ega moodusta tavaliselt kuigi suurt summat võrreldes fondi varadega. Mõned riskifondid võivad võtta ka laenu, mis näidatakse sellisel juhul samuti fondi kohustuste all. Äripäeva investeerimisfondide tabelis leiad fondi puhasväärtuse tulbast “Fondi maht”.

Samuti räägitakse osaku puhasväärtusest, mis on investori jaoks ilmselt kõige olulisem näitaja fondi kohta, kuna kajastab fondi kasumit või kahjumit. Osaku puhasväärtuse arvutamisel jagatakse fondi puhasväärtus fondi ringluses olevate osakute arvuga. Näiteks kui fondi väärtpaberiportfelli väärtus on 101 miljonit krooni ja fondi poolt tasumata arved fondivalitsejale ja maaklerfirmadele ulatuvad 1 miljoni kroonini, on fondi vara puhasväärtus 100 miljonit krooni ($101 - 1$). Kui fondil on ringluses näiteks 0,5 miljonit osakut, on ühe osaku puhasväärtus 200 krooni ($100 \div 0,5$).

Eestis tegutsevad avatud investeerimisfondid arvutavad osaku puhasväärtust üldjuhul iga päev, tavaliselt eelmise päeva börside sulgemishindade alusel. Kinniste fondide osaku puhasväärtust arvutatakse harvem, näiteks kord kvartalis või kord aastas. Ühel fondil võib olla mitut liiki osakuid, mis erinevad näiteks minimaalse investeeringu nõude, tehinguvaluuta või tasude poolest. Sellisel juhul on iga liiki osakul oma puhasväärtus.

Mis hinnaga ma fondiosakut ostan?

Algajatel investoritel tekib fondidesse investeerimisel tihti küsimus: mis hinnaga ma fondi ostan ja müün ning mis juhtub, kui keegi ei tahagi minu fondiosakut osta, kui mina ühel hetkel selle müüa tahan?

Avatud investeerimisfondide osakuid emiteeritakse ja lunastatakse vastavalt märkimis- ja lunastushinnaga, mis kujuneb osaku

puhasväärtuse alusel. Tavaliselt võtab fondivalitseja osaku emiteerimisel ja tagasivõtmisel märkimis- ja lunastustasu, mis arvutatakse tavaliselt kui teatud protsent osaku puhasväärtusest. Kui investor soovib osta või müüa avatud fondi osakuid, ei ole sellise tehingu teiseks pooleks üldjuhul teine investor, vaid fond ise. Kui investor ostab osakuid, siis fond emiteerib (laseb välja) uusi fondiosakuid ning kui investor soovib fondist väljuda, ostab fond fondiosakud investorilt tagasi (lunastab).

Fondiosakutega tehingute tegemisel kasutatakse tulevikuhinna ehk *forward pricing*'u põhimõtet. See tähendab, et tehing fondiosakutega tehakse ostu- või müügikorralduse andmise päeva börsi sulgemishindade alusel arvutatud fondiosaku hinnaga, mille fondivalitseja arvutab välja järgneval päeval. Selline hinnameetod on sisse viidud võimalike spekulatsioonide vältimiseks investorite poolt, kes jälgivad pidevalt aktsiaturgudel toimuvat ning võiksid ajastada fondiosakute ostu- ja müügikorraldusi, et teiste investorite kulul kasu saada.

Tänapäeval kasutab enamik fondivalitsejaid just eelkirjeldatud tulevikuhinna põhimõtet. Sellele vastandub ajaloolise hinna ehk *historic pricing*'u meetod, mille puhul tehakse fondiosaku ost või müük viimase arvutatud hinnaga. See aga võimaldab teatud investoritel oma tehinguid ajastada ja nõnda teistele investoritele kahju teha. Kuna tulevikuhinna kasutamise korral ei tea investor korralduse andmisel hinda, mis osaku eest maksta tuleb või müügist saadakse, antakse tihti korraldus mitte osakute arvu, vaid summana (näiteks osta 1000 krooni eest osakuid). See on võimalik, kuna enamasti saab fondiosakuid osta nn murdosakutena (näiteks 2,57 osakut).

Fondiosaku ostu- või müügikorralduse edastamisel on tähtis järgida selleks kehtestatud tähtaega ehk *cut-off*'i aega. See on kindlaks määratud tähtaeg, enne mida peab laekuma ostu- või müügikorraldus, et investor saaks fondi osta või müüa järgmise avaldatava märkimis- või lunastushinnaga. Tavaliselt jääb see tähtaeg keskpäeva ja pärastlõuna vahele.

Kinniste fondide osakud on tihti noteeritud mõnel börsil ning nende turuhinna määrab peale osaku puhasväärtuse, mida arvutatakse enamasti kord kvartalis või aastas, ka nõudluse ja pakkumise suhe nagu tavaliste aktsiate puhul. Seega võidakse selliste fondide osakuid kaubelda kõrgemal kui puhasväärtus ehk preemiaga või madalamal kui puhasväärtus ehk allahindlusega.

Mis tasud on fondidel?

Fondi investeermise eest tuleb investoril maksta teatud tasusid ja kanda kulusid. Kindlasti peaks fondi valikul endale selgeks tegema, mis tasusid mingist fondist maksta tuleb. Selle kohta saab infot fondi tingimustest, prospektist ja lihtsustatud prospektist, kus peab olema ära toodud ammendav loetelu tasudest ja kuludest, mida fondi investeermisel maksta tuleb.

Enamasti kannab fond järgnevad tasud ja kulud: valitsemistasu (võib olla fikseeritud määr fondi varadest või sõltuda fondi tootlusest, nn edukustasu), depootasu (ehk tasu depositooriumile fondi varade hoidmise eest), maaklertasud ja muud fondi varaga tehingute tegemisega seotud kulud. Need kulud on enamasti arvestatud juba osaku puhasväärtuse sisse ning need tasutakse fondi kontolt fondivalitsejale.

Valitsemistasu ehk haldustasu on tavaliselt määratud teatud protsendina fondi varadest aasta kohta ning see makstakse fondivalitsejale fondi valitsemise eest. Rahaturu- ja võlakirjafondidel ning indeksfondidel on see tasu madalam, aktiivselt juhitud aktsiafondidel kõrgem.

Valitsemistasu jääb tavaliselt 0,25 ja 3 protsendi vahele ning see võetakse fondi puhasväärtuses arvesse igapäevaselt (näiteks kui valitsemistasu määr on 2% aastas, siis võetakse iga päev arvesse $2\% \div 365$) ning makstakse teatud regulaarsusega (näiteks kord kuus) fondi kontolt. Sarnaselt võetakse jooksvalt arvesse ja tasutakse perioodiliselt fondi kontolt depootasu, mis on samuti määratud teatud protsendina fondi varadest.

Osa aktiivselt juhitud ja absoluutsele tootlusele suunatud fondide puhul võib fondivalitsejale makstavale valitsemistasu fikseeritud määrale lisanduda fondi varade eduka juhtimise eest tootlusest sõltuv nn edukustasu. Edukustasu on tavaliselt kindel protsent teatud indeksit või muud määra (*hurdle rate*) ületavalt tootluselt. Kui fond tegutseb *high watermark*'i põhimõttel (üle kõrgeima ajaloolise puhasväärtuse), võetakse edukustasu vaid fondi uutelt rekordtasemetelt, mitte siis, kui fond pärast langust kaotusi tagasi teeb. Edukustasu rakendavate fondide valikul on oluline jälgida, et fond kasutaks *high watermark*'i põhimõtet.

Peale eelnevalt nimetatud tasude katavad fondid kulud, mis kaasnevad fondi varas olevate väärtpaberitega tehingute tegemisega, näiteks maaklertasud ja tehingu arveldamise tasud.

Maaklertasu makstakse maaklerfirmale, kes vahendas väärtpaberi ostu-müügi tehingut (näiteks börsil). Tasu on tavaliselt määratud kui teatud protsent tehingu mahust sõltuvalt konkreetsest turust ja väärtpaberist. Ka sellised kulud makstakse otse fondi kontolt ning investor ei pea muretsema selle üle, et tal tuleks jooksvalt midagi fondi eest juurde tasuda.

Märkimis- ja lunastustasud

Osaku ostmisel ja müümisel võtavad fondivalitsejad märkimistasu (ehk väljalasketasu) ja lunastustasu (ehk tagasivõtmistasu). Märkimistasu ja lunastustasu kajastuvad osaku märkimis- ja lunastushinnas ning on tavaliselt määratud teatud protsendina osaku puhasväärtusest (enamasti 0–5%).

Märkimistasu liidetakse osaku puhasväärtusele, näiteks kui osaku puhasväärtus on 100 krooni ja märkimistasu 3%, on märkimishind 103 krooni. Lunastustasu lahutatakse osaku puhasväärtusest, näiteks kui osaku puhasväärtus on 100 krooni ja lunastustasu 3%, on lunastushind 97 krooni. Mõnikord määratakse märkimis- ja lunastushind konkreetse summana (näiteks 100 krooni tehingult).

Veel peaks investor arvestama sellega, et investeetrimisfondide

ostmiseks on üldjuhul vaja peale arvelduskonto avada pangas väärt-paberikonto. Eesti fondihaldurite fondide osakud on suures osas elektroonilised väärtpaberid, mis kajastatakse teie väärtpaberikon-tol. Välisfondide puhul võib, kuid ei pruugi see nii olla.

Kui fondiosakud laekuvad väärtpaberikontole, peaks investor ar-vestama ka igakuise kontohooldustasuga, mida pank võtab osakute ja muude väärtpaberite hoidmise eest.

Fondi kauplemisaktiivsus

Fondi poolt tehtud väärtpaberite ostu-müügitehingute käivet (*turnover*) mõõdetakse selleks, et aru saada, kui tihti fondijuht os-tab ja müüb portfellis olevaid väärtpabereid. Käibe mõõtmiseks on mitmesuguseid valemeid, kuid enamasti liidetakse kokku fon-di teostatud ostu- ja müügitehingute väärtus, jagatakse summa ka-hega ning see omakorda fondi mahuga. Tulemus, mida mõõdetak-se protsendina, näitab, kui kiiresti fondijuht vahetab portfellis akt-siaid või võlakirju aasta jooksul. Käive on hea viis võrrelda fondide strateegiaid ning seda, kui palju fondi portfelli aastaga muutub, kas fondi juhitakse aktiivselt ning kui pikaajalised on tüüpilised inves-teeringud. Ostu ja müügiga kaasnevad loomulikult fondile kulud: maakler- ja arveldustasud ning eri valuutade korral ka valuuta kon-verteerimisega seotud kulud.

Kes maksab tulumaksu?

Fondide ja investorite tulumaksustamine erineb riigiti suurel määral, kuid Eesti fondide üks suur pluss on see, et fondid ei ole tulumaksukohuslased. Fondid võivad osta ja müüa väärtpabereid, kuid ei maksa kasumi pealt Eestis tulumaksu. Küll aga peavad in-vestorid, kes ostavad ja müüvad fondiosakuid, sellest tekkinud ka-sumi deklareerima ning tasuma tulumaksu.

Tulu investeerimisfondist võib investorile tekkida kas osaku puhaskasvatuse suurenemisest või fondi makstavatest intressidest.

Nagu eespool mainitud, ei maksa enamik Eesti investeerimisfondide intresse.

Fondidesse investeerimisega kaasneb veel üks tulumaksusoodustus. Nimelt on võimalik ühe fondivalitseja fondide osakuid omavahel vahetada ning lükata edasi tulumaksu maksmist kuni kõigi osakute müümiseni ehk raha investori poolt kasutusse võtmiseni. Fondiosakute vahetamisel raha investori kontole ei laeku, vaid ühed fondiosakud asendatakse samas väärtuses teiste fondiosakutega ning rahaline arveldamine käib fondide vahel, mitte investori kontol. Osakuid saab vahetada puhasväärtusega, st ilma märkimis- või lunastustasudeta.

Investeermisfondide tüübid

Börsidel kaubeldavad fondid

Viimasel ajal on kiiresti arenenud börsidel kaubeldavad fondid (*exchange traded funds* ehk ETF). Need on tavaliselt küll kinnised fondid, kuid kuna neid saab aktiivselt börsil kaubelda, pakuvad nad investorile avatud fondidega sarnast likviidsust. Tavaliselt toetavad börsidel ETFide likviidsust suurinvestorid, kes tegutsevad nn turategijatena. Kuna ETFid järgivad üldjuhul indekseid ning seega ei pea fondivalitseja panema erilisi ressursse nende varade haldamiseks, on neil tihti ka suhteliselt madalad tasud.

Aktsiafondid

Avatud aktsiafondid investeerivad peamiselt börsidel noteeritud ettevõtetesse. On erineva strateegiaga aktsiafonde. Osa fonde on regionaalsed, keskendudes Kesk- ja Ida-Euroopa regioonile, Aasia riikidele või USA-le, teised fondid jälle sektoriaalsed, investeerides näiteks vaid farmaatsiasektorisse või telekomi- ja IT-firmadesse. Samuti võivad fondid jaguneda selle järgi, kui suurtesse ettevõtetesse nad investeerivad. Näiteks võib fond investeerida vaid suurettevõtte-

tesse (inglise keeles *blue chip* või *big cap*) või keskenduda väikestele ja keskmise suurusega firmadele (*small cap* ja *mid cap*).

Kasvufondid vs. väärtusfondid

Peale geograafilise ja sektoriaalse spetsialiseerumise jagunevad fondid kasvufondideks ja väärtusfondideks. Kasvufondid investeerivad firmadesse, millel on suur potentsiaal aktsiahinna kasvuks. Väärtusfondid aga keskenduvad ettevõtetele, mis on alahinnatud, tihtipeale analüüsiga katmata ning ebapopulaarsed. Kuna kasvufondid investeerivad tihti ettevõtetesse kõrgetel hinnatasemetel, lootes kõrget kasvu, peaks investor arvestama sellistesse fondidesse investeerimisel ka oluliselt kõrgema riskiga. Väärtusfondide riskitase on tavaliselt madalam, sest nende portfellides olevad ettevõtted on alahinnatud ning nende korrelatsioon turuga pole tihtipeale nii kõrge.

Fondi riski hindamiseks on mitu viisi. Üks võimalus on jälgida fondi tootluse volatiilsust ehk standardhälvet. Fondide riskinäitajaid avaldatakse Äripäevas ja OMX Fondikeskuses.

Aktiivselt juhitud fondid vs. indeksfondid

Investoril on võimalik investeerida aktiivselt juhitud fondide või indeksfondide kaudu. Indeksfond (*index fund* või *index tracker*) on fond, mille portfelli pannakse kokku täpselt vastavalt mõne indeksi koostisele. Indeksfondi portfellis olevad väärt-paberid ja nende portsioonid vastavad täpselt järgitava indeksi omadele ning fondi-valitseja ei analüüsi ega otsi oma hinnangul keskmisest huvipakkuvamaid investeerimisobjekte.

Tänapäeval tegutsevad indeksfondid arvuti abil suhteliselt vähe- se inimsisendiga ning ostavad ja müüvad proportsionaalselt väärt-pabereid, sõltuvalt sellest, kas indeksfondi osakuid ostetakse juurde või lunastatakse. Sellist juhtimisstiili nimetatakse passiivseks juhtimiseks.

Kuna fondijuhi roll indeksfondi varade haldamises on madal (fondijuht ei tegele aktsiate valimise ega turuolukorra jälgimisega), võimaldab see investoritel investeerida indeksfondi ka oluliselt madalamate kuludega. Tavaliselt on indeksfondi valitsemistasu oluliselt madalam kui aktiivselt juhitud fondil. Kuna indeksfondist võetakse tasusid ning portfellis esineb tavaliselt siiski väikseid erisusi võrreldes indeksiga, võivad esineda erinevused indeksfondi ja järgitava indeksi tootlustes. Indeksi tootluse ja fondi tootluse erinevust nimetatakse järgimisveaks (*tracking error*).

Aktiivselt juhitud fondi puhul on fondivalitseja eesmärk erinevalt indeksfondist juhtida fondi portfelli aktiivselt, valides ise välja fondi portfelli sobivad ettevõtted (*stock picking*). Aktiivselt juhitud fondi eesmärk on ületada indeksi tootlust, investeerides eriti hea potentsiaaliga ettevõtetesse.

Fondifondid

Fondifondid investeerivad teistesse fondidesse, pannes erinevatest fondidest kokku investori jaoks sobivaima portfelli. Fondifondid sobivad investorile, kes ei viitsi või ei taha oma investeeringutega üldse tegelda, kuid sooviks investeerida laiemasse hulka fondidesse ja väga hästi portfelli hajutades.

Fondifondide tasud on tavaliselt aktiivselt juhitud fondidest madalamad, sest fondifondid tegelevad peamiselt heade fondijuhtide valikuga, mitte ei vali portfelli konkreetseid aktsiaid. Siiski peaks arvestama sellega, et kuna fondifondid investeerivad teistesse fondidesse, millest nende haldamise eest samuti võetakse tasusid, võib fondifondi investor maksta kaudselt kahekordseid tasusid.

Riskifondid

Professionaalsed või suure portfelliga investorid võivad investeerida ka riskifondidesse (*hedge funds*), mis on sarnaselt investeerimisfondidega vara kogumid, mis on moodustatud teadlikule inves-

torile. Tavaliselt on sellistes fondides suhteliselt kõrge miinimum-investeeringu nõue. Sellised fondid järgivad väga erinevaid investeermisstrateegiaid, kasutavad finantsvõimendust (laenamine) ja derivatiive (optsioonid, futuurid) ning on kõrgema riskiga võrreldes avatud investeermisfondidega. Kuna riskifondid on üldiselt mõeldud professionaalsetele investoritele, kes ise suudavad hästi riske hinnata, ei ole riskifondid ka nii range riikliku järelevalve all kui tavainvestorile suunatud fondid.

Investeermine aktsiatesse

Kas peaksin investeerima üksikaktsiatesse?

Investeermine üksikaktsiatesse tundub tihti kõige atraktiivsem, kuivõrd ajalooliselt on aktsiaturud pakkunud kõige kõrgemat tootlust. Samas kaasneb aktsiainvesteeringutega ka kõrgem risk ning üksikaktsiatesse investeermisel peaks lähtuma finants-turgude üldisest seisust – aktsiate atraktiivsusest ehk võimalikust tulust võrreldes teiste varaklassidega. Võimalik teenitav tulu sõltub aga konkreetse ettevõtte käekäigust ning hinnast, mida selle eest maksad.

Investeermine üksikaktsiatesse eeldab:

- ▲ pühendumist, valmisolekut panustada investeermistegevusele oma vaba aega oluliselt rohkem kui jättes selle tegevuse professionaalide jaoks (võrrelduna investeeringuga aktsiafondi);
- ▲ suuremate riskide aktsepteermist teenimaks kõrgemat potentsiaalset tulu (võrrelduna aktsiafondidega on eraisikute aktsiaportfellid tavaliselt vähem hajutatud);
- ▲ vastutusvalmidust oma otsuste eest;
- ▲ arvestatavat portfelli mahtu, mis võimaldab riskide hajutamist (soovitavalt võiks investeermisportfelli maht olla vähemalt miljon krooni, et tagada mõistlik hajutus, alla selle soovitan paigutada enamuse portfelist fondidesse);

▲ ratsionaalset käitumist, kuivõrd üksikaktsiatesse investeermine on kallim tehingukulude tõttu, mida kaubeldes kulutad.

Kuidas valida häid aktsiaid?

Aktsiate ostule lähene nagu igale teiselegi ostule: iga toote või teenuse puhul hindame tavaliselt enne ostmist selle väärtust. Sama loogikat kasuta ka aktsiatele lähenedes, sest aktsiahind väljendab osa reaalsest ettevõttest, mida on võimalik hinnata. Küsi endalt:

- ▲ kas see ettevõtte on väärt hinda, mida turg küsib?
- ▲ mis hinda olen mina valmis maksma selle ettevõtte eest?

Et nendele küsimustele vastata, pead suutma anda oma hinnangu sellele ettevõttele, pidades ühtlasi meeles, et igasuguse hinnangu aluseks olev analüüs oleks võimalikult objektiivne ning mõistlikel alustel läbi viidud, emotsioonidega on siin vähe pistmist.

Ettevõtte üldisel analüüsil lähtu järgnevast:

- ▲ tee selgeks, milline on keskkond, kus ettevõtte tegutseb;
- ▲ saa aru, milline on selle ettevõtte ärimudel.

Selline lähenemine võimaldab sul hinnata, millised on ettevõtte mõjualas ja sellest väljaspool asuvad tegurid, millest ettevõtte käekäik oleneb.

Ettevõtluskeskkonna analüüsimisel pööra tähelepanu:

- ▲ valitsuse sekkumise aktiivsusele (regulatsioonid, maksud jne);
- ▲ majanduskliimale (tsüklifaas, arengusuunad, intresside tase, valuutade stabiilsus);
- ▲ sektorispetsiifilisele infole (mis on selle sektori ettevõtete potentsiaal vaadeldavas majanduskeskkonnas, peamised trendid, konkurendid jne).

Ärimudeli puhul analüüsi ettevõtte põhitegevust, väärtuse loomise ahelat:

- ▲ sisendeid (tooraine olemus, hind, kättesaadavus, vajalik tööjõud jne);
- ▲ tootmis- või teenuse pakkumise protsessi (töö- või kapitalimahukus, tehnoloogia jne);
- ▲ toodet või teenust – milline on põhitegevuse väljund;
- ▲ turgu, kus ettevõtte oma tegevuse realiseerib (turustamiskanalid ja kliendid).

Tasub tähele panna asjaolu, et igasuguse ärimudeli toimimine konkreetsetes ettevõtluskeskkonnas sõltub ettevõtte juhtkonnast ja nende tegevusstrateegiast. Juhtkonna töö edukus avaldub omakorda investorite jaoks finantsilistes näitajates, mille abil saad anda ettevõttele numbriliselt väljendatava hinnangu. Samas tuleb meeles pidada, et ettevõtte väärtuse hindamine ei ole täppisteadus, mistõttu ei ole hindamiseks olemas ka ühtset valemit.

Üks aspekt, mis kindlasti mõjutab hindamist, on ettevõtte suurus – suurettevõtete ja väikeettevõtete hindamine on erinev. Väikeettevõtted kasvavad tihtipeale kiiremini ja on dünaamilisemad, kuid ühtlasi haavatavamad keskkonna muutustele ning tihtipeale vähem läbipaistvad kui suurettevõtted. Seetõttu võib neid pidada riskantsemateks, mis peaks omakorda väljenduma hinnas. Teine aspekt seoses ettevõtte suurusega on börsil kaubeldavate aktsiate arv (*free float*) ehk likviidsus, mille korral on võimalik teha investeeringuid ilma hinda oluliselt mõjutamata.

Aktsia väärtus ja hind

Millest alustada ettevõtte hindamist ning kuidas siduda ettevõtte väärtust tema kaubeldava aktsiahinnaga turul? Alusta ajaloolise finantsinfo töötlemisest, selle info leiad aruannetest. Ideaalis võiksid kasutada viimase kolme kuni viie aasta andmeid, et jälgida:

- ▲ käibe ja kasumi dünaamikat;
- ▲ kulude koosseisu muutusi ning osakaalu käibest;
- ▲ kapitalistruktuuri, laenupoliitikat;
- ▲ kapitalikulutusi;
- ▲ marginaalide arengut;
- ▲ tasuvusnäitajad jne.

Kogu selle plokki võib kokku võtta kui vertikaal- ja horisontaal-analüüsi.

Ajalooline info võimaldab sul ühtlasi hinnata tuleviku potentsiaalseid arenguid, mis sind investorina kõige rohkem huvitavad. Selleks uuri ettevõtte juhtkonna kommentaare, avaldatud eesmäärke järgnevateks aastateks ning nende käekirja oma varasemate lubaduste täitmise osas. Prognoosidesse suhtu pigem konservatiivselt, kuivõrd väiksemate ja kiiresti kasvavate ettevõtete puhul, eriti kui nad tegutsevad pidevalt muutuv keskkonnas, on pikemate kui paariaastaste täpsete finantsprognooside usaldatavus küsitav. Analüüsi, mida sa küsitava aktsiahinna eest praegu juba saad ja kui palju peegeldab hind tulevikuootusi.

Finantsinfo töötlemisel on sul palju abi professionaalsetest analüütikutest, kuivõrd nende koostatud materjalides on see töö juba tehtud. Samuti saad sealt tihti vajalikku infot kogu sektoris toimivate arengute kohta ning võrdlusmomendi teiste sarnaste ettevõtetega. Ligipääsu analüüsile võimaldab sulle sinu maakler, kellelt ühtlasi saad infot viimaste arengute ning turu meelestatuse kohta selle ettevõtte suhtes. Analüütikute ostu- ja müügisoovitustesse suhtu teatud reservatsiooniga – nende töö tasu on komisjonid, mida maksad tehinguid tehes. Seega on nende huvides tekitada võimalikult suurt käivet, mis tihti tähendab näiteks populaarsete ja juba ülehinnatud ettevõtete hinnasihtide tõstmist ilma fundamentaalse põhjendusega, st ilma ettevõtte tulemusi oluliselt mõjutava tegurita või ressursside kokkuhoidmisega selliste ettevõtete analüüsil, mis on liiga väikesed oma likviidsusepotentsiaalilt ning seega neile ebahuvitavad.

Töödeldud finantsinfo seotakse aktsiahinnaga suhtarvude abil. Enim kasutatavad neist on:

$$\blacktriangle P/E \text{ (price to earnings)} \quad \frac{\text{aktsia hind}}{\text{kasum aktsia kohta}}$$

Näitab, mitu ühikut on investor nõus maksma ühe ühiku kasumi eest või mitu aastat kulub antud kasumi- ja hinnataseme juures investeeringu tasateenimiseks, mille alusel saad arvutada ka aastatootluse.

$$\blacktriangle P/B \text{ (price to book)} \quad \frac{\text{aktsia hind}}{\text{omakapital aktsia kohta}}$$

Väljendab ettevõtte raamatupidamislikku väärtust ehk võimalikku jääkväärtust juhul, kui ettevõtte likvideeritaks.

$$\blacktriangle P/S \text{ (price to sales)} \quad \frac{\text{aktsia hind}}{\text{käive aktsia kohta}}$$

Näitab, mitu ühikut on investor nõus maksma ühe ühiku käibe eest, mida ettevõtte on suuteline realiseerima.

$$\blacktriangle P/CF \text{ (price to cashflow)} \quad \frac{\text{aktsia hind}}{\text{rahavoog aktsia kohta}}$$

Näitab, mitu ühikut on investor nõus maksma ühe ühiku reaalse rahavoo eest, mida ettevõtte on võimeline oma põhitegevusega genereerima; võib pidada vähem manipuleeritavaks, kui P/E-d, kui-võrd kasumi kujunemist on võimalik raamatupidamislike võtete-ga mõjutada (varude hindamismeetod, amortisatsioonimeetod ja -norm jne).

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{puhasvõlg} + \text{turukapitalisatsioon}}{\text{kasum enne intresse, makse, amortisatsiooni}}$$

(enterprise value to earnings before interest taxes depreciation and amortization)

kusjuures puhasvõlg = intressikandvad kohustused – sularaha ja selle ekvivalendid
 ning turukapitalisatsioon = aktsiate arv × aktsia hind

Võimaldab hinnata ettevõtet ülevõtmise seisukohalt, kuivõrd võtab arvesse ka ettevõtte laenuid ning ühtlasi kasutab kasumitaset, mis on vähem manipuleeritav kui puhaskasum.

$$\text{DY (dividend yield)} = \frac{\text{dividend aktsia kohta}}{\text{aktsia hind}}$$

Näitab dividenditootlust ehk milline on tootlus, mis on genereeritud dividendi maksmisest antud hinnataseme juures.

Mõned tähelepanekud

▲ Aktsiate arv siinses kontekstis väljendab lihtaktsiate arvu (turukapitalisatsiooni puhul arvesta ka eelisaktsiatega). Samuti arvesta vahetusväärtpaperite (võlakirjad või eelisaktsiad, mida on võimalik vahetada lihtaktsiateks) olemasoluga, kui vahetusprotsessi tarvis on ettevõtte kohustatud uusi aktsiaid emitteerima.

▲ Kasumi ja omakapitali puhul arvesta vähemusosaluse, eelisaktsiate ja vahetusväärtpaperitega seotud kohustustega, mis vähendavad lihtaktsionärile kuuluvat osa ettevõttest.

Suhtarvude kasutamiseks võrdle viimase aruandeaasta, viimase jooksva kaheteistkümne kuu või käesoleva aasta oodatavate and-

mete baasil arvutatud näitajaid sama ettevõtte ajalooliste näitajatega, teiste ettevõtete näitajatega samas sektoris ning turu üldise tasemega.

Aktsiahindade liikumise mõjutajad

Kuidas eelneva info põhjal teha edukaid investeermisotsuseid? Eduka investeermisotsuse eelduseks pead sa suutma objektiivselt hinnata oodatavat tootlust ning riski ja tulu suhet sinu ostuotsuse hetkel. Selleks on oluline teada, millest on tootlus enim mõjutatud, kusjuures selline lähenemine kehtib eelkõige siiski pikaajalises plaanis, kuivõrd lühiajaliselt on aktsiahindade liikumised ettearvamatud.

Tootlus investeeringult kujuneb kolmest komponendist:

- ▲ ettevõtte kasumi kasvust;
- ▲ dividenditootlusest;
- ▲ suhtarvu enda kasvust või kahanemisest.

Kaks esimest komponenti on fundamentaalsed ehk seotud ettevõtte reaalse arengu ja kasumlikkusega ning seega ka hinnatavad. Kolmas komponent on aga üsna prognoosimatu ning sõltub eelkõige börsil kauplejate meelestatusest ning kõrgendatud või põhjendamatult madalatest ootustest konkreetse ettevõtte, sektori või turu suhtes ning on seega spekulatiivse loomuga. Pikaajaliselt saad hinnata oma tootlust vaid ettevõtte kasumi kasvu dünaamika ning dividendipoliitika alusel.

Hinnangu reaalsus sõltub aga komponentide osakaaludest tootluse kujunemisel ning siin muutub oluliseks hind. Et atraktiivseks peetakse ettevõtteid, mis kasvavad kiiresti, on kasumi kasvu osatähtsus fundamentaalse hinnangu poolel tavaliselt oluliselt suurema kaaluga kui dividenditootlus, kuigi on ka vastupidiseid olukordi, mille puhul kõrge dividenditootlus võib olla peamine argument investeermisotsuse tegemisel. Et mõlemad fundamentaalnäitajad

annaksid tõetruu indikatsiooni oodatavast tootlusest, on ainuke võimalus spekulatiivse osa negatiivse mõju vältimine või selle enda kasuks tööle panemine. Teisisõnu tähendab see investeerimist ettevõtetesse, mis turul on hinnatud ligilähedaselt oma õiglasele väärtusele või, mis veel parem, alla selle, vältimaks fundamentaalselt mittepõhjendatud hinnatasemete korrigeerumist.

Seega on positiivse tootluse saavutamise eeldus eelkõige õigete ettevõtete valik, mis võimaldab osa saada korralikust kasumi kasvust, kuid sama oluline on hind, mida selle eest makstakse.

Väärtusinvesteering

Investeeringisstiili, mis otsib võimalusi saamaks osa kasumikavast ettevõtetes, mis on turul alahinnatud võrreldes õiglase hinnaga, nimetatakse väärtusinvesteeringuks (*value investing*). Alahinnatud ettevõtete puhul on aktuaalne ka nende ettevõtete dividenditootlus, kuivõrd see osa muutub madalamate hinnatasemete puhul üha olulisemaks. Investeering ettevõttesse, mis on alahinnatud, võimaldab saavutada positiivse riski ja tulu suhte ehk tõenäosus spekulatiivseks hindade languseks on oluliselt madalam kui tõenäosus ettevõtte hinna liikumisest tema õiglase väärtuse suunas. Seega on tõusupotentsiaal suurem languspotentsiaalst.

Eelkirjeldatud hinnast lähtuv investeeringisstiil minimeerib ka ajastamise faktori – pole võimalik ennustada täpselt tulevikku lühiajalises plaanis, hinnaliikumiste arenguid ehk turu psühholoogiat. Sellisel juhul ei teeks ju keegi valesid otsuseid ega kaotaks seeläbi raha.

Teha investeeringisotsuseid üksnes lähtuvalt õige ajastamise faktorist, lootes alati tabada kõige madalamat hinda ja müüa tipus, on üsna ebatõenäoline, ehkki mõni erandlik juhul võib tekitada algajas investoris oraakli tunde. Seega, makstes korralikult kasvava ettevõtte eest hinda, mis on madalam ettevõtte tegelikust potentsiaalsest väärtusest (vähemalt 20% madalam), oled teinud vää-

tusinvesteeringu teadmisega, et makstud hind on kulutust väärt või rohkemgi, olenemata sellest, millised on spekulatiivsed hinnaliikumised aktsiaturul.

Kui reaalne on aga leida ettevõtteid, mis kasvavad korralikult, on hästi juhitud ning samas alahinnatud? Tundub ebatõenäoline, aga turu ebaefektiivsuste tõttu on see võimalik. Selliseid ettevõtteid võib kõige rohkem leida just väikese, aga ka keskmise suurusega ettevõtete hulgast, kuivõrd enamjaolt on nad analüütikutest katmata ja seega turule tundmatud. Samuti võib leida selliseid ettevõtteid suurettevõtete seast, mis on mittefundamentaalsel põhjustel ebapopulaarsed või mille tulemustele, mis oma olemuselt on ühekordsed, on turg üle reageerinud.

Mis on need suhtarvude tasemed, mis on väärtusinvesteermise orientiiriks? Konkreetsete suhtarvude väärtuste asemel tasub tähele panna, et eri sektorite puhul on need erinevad ning samuti tuleb arvestada ettevõttespetsiifiliste teguritega, mille tõttu konkreetne suhtarv on moonutatud või ei võimalda hinnata tegelikku väärtust. Kui aga ikkagi rääkida konkreetsetest arvudest, siis pigem on need olulisemate suhtarvude vahemikud, mille puhul võib rääkida väärtusinvesteermisest (arvutatakse järgneva ühe kuni kolme aasta kasumi ja omakapitali suhtes):

	väärtusinvesteermine	investeeritav	kallis
▲ P/E	<10	<15	>20
▲ P/B	<1	<1,5	>3

Eraldi tasuks pöörata tähelepanu dividenditootlusele, mis on otseselt mõjutatud aktsiahinna ostutasemest ning dividenditootluse hindamisel peaks arvestama intressi keskkonda, mis võimaldab anda adekvaatsema hinnangu, kuivõrd dividenditootluse puhul on tegemist tootlusega, mis on sulle stabiilse dividendipoliitika puhul kindlustatud olenemata hinnaliikumisest, sarnanedes intressitootlusega võlakirjadelt.

Mida pidada meeles investeerimisel üksikaktsiatesse?

▲ Kujunda oma investeerimisstiil, sisenemis- ja väljumisstrateegia, hoia see võimalikult lihtne, kuid piisavalt informatiivne, arvestades panustatud aja efektiivsusega.

▲ Järgi oma investeerimisstiili – distsipliin (pea meeles, et selles osas ei ole olemas ainuõiget viisi, vaid pigem oleneb see investori enda eesmärkidest ning peab võimaldama paindlikkust ehk praktika teeb sinna oma korrektuurid).

▲ Ole mõistlik – investeerimisotsus peab põhinema ratsionaalsetel kaalutlustel ning objektiivsel infol, emotsioonidega on edukal investeerimisel vähe pistmist.

▲ Ole kannatlik – sinu netotootlus võrdub sinu brutotootlus miinus kulud ehk positiivse tootluse eelduseks on pikaajalised investeerimisotsused ning vähene kauplemise osakaal.

▲ Ole iseseisev – turu keskmisest kõrgemat tootlust saad sa saavutada ainult siis, kui ei jookse karjaga kaasa ning õpid ise hindama oma investeeringute väärtust.

▲ Tee endale selgeks keskkond, kus sinule huvipakuv ettevõtte tegutseb, ning saa aru ettevõtte ärimudelist, et hinnata õigesti võimalikke tegureid, mis ettevõtte tegevust mõjutavad.

▲ Ettevõtte analüüsil pööra peatähelepanu ettevõtte suurusele, juhtkonnale, kasvule, kasumlikkusele, stabiilsusele, finantspositsioonile, dividendipoliitikale, tulevikuväljavaadetele.

▲ Maksa ettevõtte eest hinda, mis võimaldab saavutada positiivset tootlust reaalsete ootuste alusel.

▲ Käitu nagu omanik – hoia ennast kursis ettevõtte käekäigu ja ole valmis reageerima olulistele muutustele ja vastutama oma otsuste eest.

Nõuanded investorile: mõtle läbi oma investeerimisstrateegia

▲ Mõtle korralikult läbi oma investeerimisvõimalused.

a. Mis summa võiksid investeerida – kas tahad investeerida suu-

rema summa korraga või sobib sulle pigem investeerida igakuiselt püsikorraldusega?

b. Millal sul investeeritavat raha vaja läheb? Kas pigem 1–3 aasta pärast, 5–7 aasta pärast või mitte niipea (investeering pensionipõlveks)?

▲ Mõttele läbi oma riskitase.

a. Kui suurt riski, mis osaga portfelist, oled valmis võtma – mis on su tootlusootused? Kas oled konservatiivne investor, keskmise riskiga või agressiivne? Või midagi nende vahepealset?

b. Missugune peaks olema su portfelli likviidsus – kui kiiresti peaks saama suure osa portfelist rahaks teha?

c. Kui hajutatud peaks su portfell olema – regioonide, sektorite, fondide ja üksikute väärtipaberite arvestuses?

▲ Mõttele, kuhu ja kuidas tahad investeerida.

a. Kas sinu portfell peaks olema globaalne või pigem regionaalne?

b. Kas oled pigem indekseerija (võtad turgudel positsioone indeksite järgi) või usud rohkem fondijuhtide oskustesse valida häid aktsiaid (aktiivselt juhitud fondid)?

c. Kas oled rohkem kasvuinvestor (kõrgem risk, trendijärgija) või väärtusinvestor (madalam risk, rohkem vastu turgu liikuja)?

d. Kas sinu portfellis peaksid olema ainult fondid või fondid kombineerituna otseste aktsia- ja/või võlakirjapositsioonidega? Või hoopis ainult üksikud aktsiad?

e. Kas su riskitase ja likviidsusootus lubab investeerida ka kinnistesse fondidesse (kinnisvara, erakapital (*private equity*), riskifondid)?

f. Kas valid fondid ja väärtipaberid oma portfelli ise või soovid professionaalset abi?

▲ Mõttele oma põhimõtted läbi ja jää strateegiale kindlaks.

a. Kui oled strateegia välja töötanud, jälgi oma investeeringuid

vähemalt kord kvartalis (viska internetipangas pilk peale või helista oma investeerimisinõustajale).

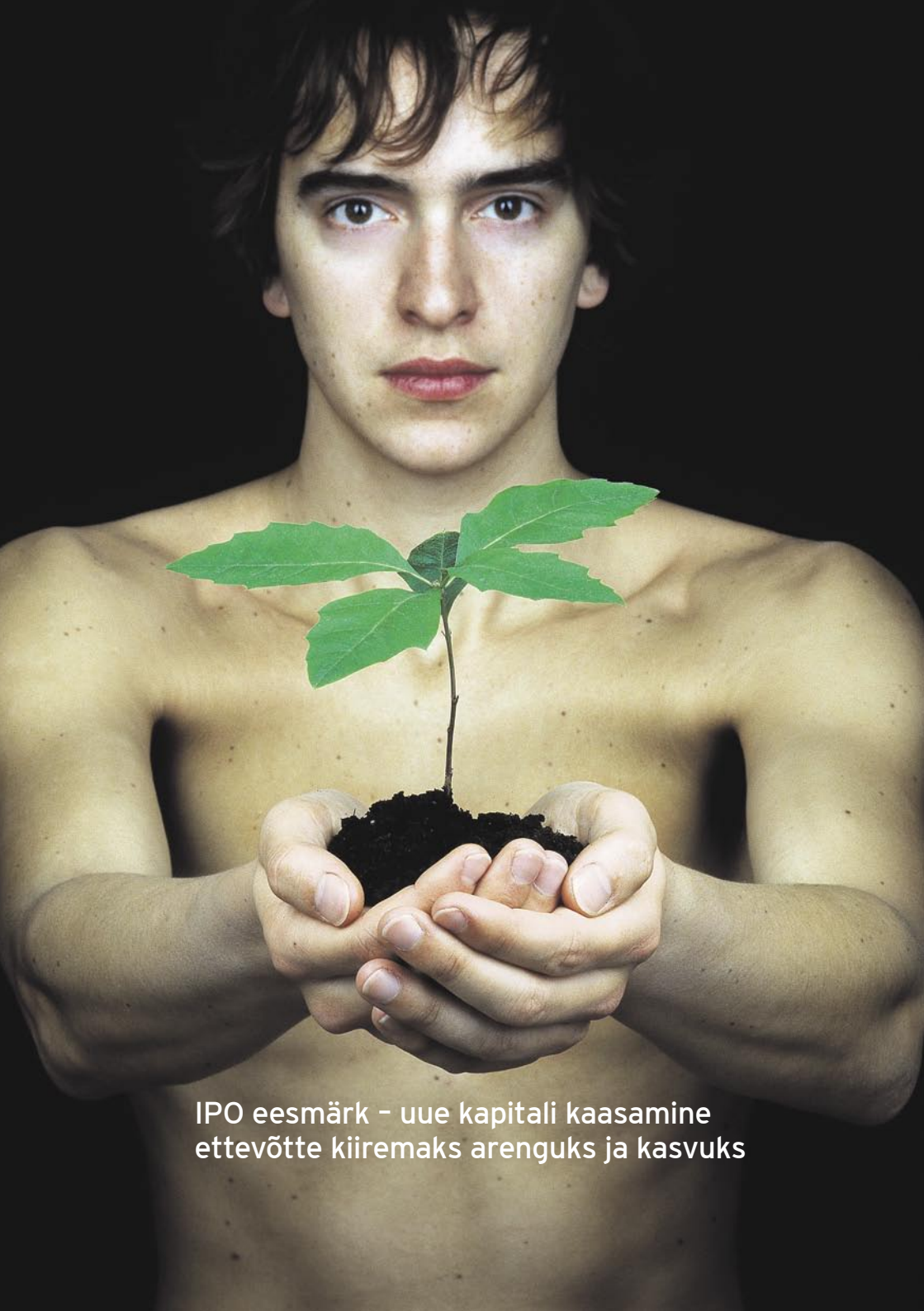
b. Ole kannatlik ja ära tõmble – kui on atraktiivsed fondid või väärtpaberid, oska ära oodata aeg, millal väljuda, sest tavaliselt võtab 3–7 aastat aega, et investeerimisstrateegiad materialiseeruks.

Kokkuvõtteks

Paljud algajad investorid arvavad, et investeerimine on õnnemäng või et neil puudub selleks vastav ettevalmistus ja miljonid kroonid, mida investeerida. Tegelikuses saab investeerimisega alustada igas vanuses, investeerides alustuseks paarsada või paar tuhat krooni ning tehes selgeks investeerimise põhitõed ja põhimõtted, millest eelnevalt juttu oli. Neile, kes on investoriteed alles alustamas, soovitan kõigepealt tutvuda www.minuraha.ee portaalliga ning lugeda läbi paar investeerimisraamatut. Lihtsaim on alustada Robert Kyosaki “Rikka isa” sarja raamatutega, mis käsitlevad investeerimise ja rikastumise põhitõdesid. Samuti tasub aktiivselt käia finantsasutuste ja fondivalitsejate seminaridel, kust saab professionaalset investeerimisinõu.

Eduka investori kolm märksõna investeerimisel on mõistlikkus, riski-tulu suhe ja pikaajalisus. Investeerimine on proaktiivne rahakasutus, kus raha pannakse enda eest tööle, nii et soovin sulle head pealehakkamist – alusta juba täna!

Aktsiate esmane avalik pakkumine (IPO)



IPO eesmärk - uue kapitali kaasamine
ettevõtte kiiremaks arenguks ja kasvuks

Aktsiate esmane avalik pakkumine (IPO)

Tiiu Pedaja,

Suprema Securities, ettevõtte rahanduse osakonna juht

Aktsiate esmase avaliku pakkumise (*initial public offering* ehk IPO) käigus müüb ettevõtte ehk emitent esimest korda oma aktsiaid avalikkusele. Avalikkusele pakutavateks aktsiateks võivad olla nii pakkumise käigus emiteeritavad uued aktsiad kui ka juba olemasolevad aktsiad. Uute aktsiate eest makstav raha laekub ettevõttele ning üldjuhul kasutab ettevõtte saadud vahendeid uute investeeringute finantseerimiseks, laenukoormuse vähendamiseks jne. Uute aktsiate emiteerimisel ettevõttele laekuv raha tõstab ettevõtte väärtust. Olemasolevad ettevõtte aktsiad kuuluvad enamasti mõnele ettevõtte aktsionärile ning nende müügist laekub raha müüvale aktsionärile. Eestis seni korraldatud avalike pakkumiste puhul on enamasti tegu enam-vähem võrdse proportsiooniga olemasolevatest ja uutest aktsiatest.

Aktsiate esmase avaliku pakkumisega kaasneb tavaliselt ka et-

tevõtte aktsiate noteerimine börsil. Teoreetiliselt on võimalik korraldada avalik pakkumine ka ettevõtte aktsiaid börsil noteerimata, aga et avaliku pakkumise peamine eesmärk on aktsiale likviidse järelturu tekitamine, puudub sellel mõte.

IPO osalised, nende eesmärgid ja rollid

Aktsiate esmast avalikku pakkumist ümbritseb sageli teatud müstiline aura, mis tuleneb ilmselt sellest, et avaliku pakkumise käigus puutub investor kokku paljude mahukate dokumentide ja võõraste mõistetega, millest arusaamine eeldab pakkumise struktuuri kui terviku ja selles osalevate poolte eesmärkide ja rollide tundmist. Käesolev peatükk annab lühikese ülevaate avalikus pakkumises osalevate poolte eesmärkidest ja rollidest avaliku pakkumise protsessis.

Peamiste osaliste eesmärgid

Emitendi peamine eesmärk avaliku pakkumise protsessis on uue kapitali kaasamine ettevõtte arenguks. Sõltuvalt konkreetsest ettevõttest võivad eesmärkideks olla veel emitendi tuntuse suurendamine, aktsiale hinna määramine, mis võimaldab kasutada aktsiat maksevahendina tulevastes ühendamis- ja ülevõtmistehingutes, ettevõtte läbipaistvuse suurendamine, mis võib pikemas perspektiivis alandada võlakapitali hinda, võimalikult laia ning stabiilse omanikeringi tekitamine, aktsia likviidsuse tagamine, mis võimaldab kasutada aktsiaoptsoone töötajate motiveerimisel.

Müüvate aktsionäride peamised huvid sõltuvad eelkõige sellest, millises ulatuses osalust ettevõttes vähendatakse. Kui tegemist on riskikapitali fondiga, mis väljub aastaid tagasi tehtud investeeringust, on peamine eesmärk võimalikult kõrge pakkumishind. Kui tegemist on aktsionäridega, kes realiseerivad vaid osa oma osalusest ettevõttes, huvitab neid peale kõrge pakkumishinna kindlasti ka ettevõtte stabiilne väärtuse kasv järelturul.

Investorid on eelkõige huvitatud aktsia hinna kasvust järelturul. Aktsia kiiret tulu ootavate lühiajalise investeerimisperspektiiviga investorite huvi on aktsia hinna võimalikult suur tõus otsesel järelturul ning eesmärgiks investeeringu kiire realiseerimine. Pikaajalise investeerimishorisoniga investorid on huvitatud aktsiahinna stabiilsest tõusust pikema aja jooksul. Veel on avalikus pakkumises osalevad investorid huvitatud oma investeerimisportfelli mitmekesistamisest (eesmärgiga hajutada riske).

Ülaltoodud poolte eesmärgid võivad esmapilgul tunduda vastandlikud: investor on huvitatud võimalikult madalast pakkumishinnast ning ettevõtte ja aktsionär võimalikult kõrgest – ehk ühe poole võit on teise kaotus. Tegelikult on kõikide osaliste huvid miksimeeritud aktsiahinna stabiilse tõusuga järelturul.

Juhul kui pakkumise hind seatakse liiga madalale ja järelturul hind raketina taevasse sööstab, võib see meelitada investoreid oma kasumit kohe realiseerima ja suureneb aktsia volatiilsus ehk väärt-paberi hinna kõikumine lühikese perioodi jooksul, mis omakorda vähendab pikaajaliste professionaalsete investorite huvi aktsia vastu. Juhul kui pakkumise hind seatakse liiga kõrgele ning hind järelturul langeb, kahjustab see ettevõtte võimet turult tulevikus raha kaasata ning juhul kui müüvad aktsionärid oma osalust just täielikult ei realiseerinud, kahandab see neile kätte jäänud aktsiate väärtust.

Rääkides Baltimaade turgudel toimunud avalikest pakkumistest, siis Eesti Telekom, SAF Tehnika, Starman ja Eesti Ehitus esindavad vaieldamatult edukaid avalikke pakkumisi, samas kui Lietuvos Telekomase, Tallinki, Tallinna Vee ja Olympic Entertainment Groupi puhul võisid mõningate poolte ootused jääda täitmata. Kahe esimese näite puhul ei täidetud investorite ootusi, sest aktsia hind järelturul langes. Kahe viimase puhul ei olnud optimeeritud ettevõtte ja müüvate aktsionäride huvid, sest aktsia hind tõusis avalikule pakkumisele järgneva 30 päeva jooksul rohkem kui 20%.

Peamiste osaliste rollid

Aktsiate esmane avalik pakkumine on oluline samm ettevõtte arengus, mis nõuab hoolikat planeerimist ning läbiviimist. Avalikus pakkumises osalevad emitendi juhtkond, peakorraldaja ning vajadusel teised sündikaadi liikmed, nii ettevõtte kui ka peakorraldaja ja sündikaadi juriidilised nõustajad, audiitorfirmad, avalike suhete nõustajad ja reklaamibürood. Eduka avaliku pakkumise korraldamiseks on vajalik kõigi poolte sujuv koostöö.

Avaliku pakkumise läbiviimiseks palkavad emitent ja müüvad aktsionärid pakkumise peakorraldaja (*lead manager*), kelle ülesanne on tagada, et ettevõtte aktsiakapitali laiendamine ja/või aktsiate müük õnnestuks. Mahukate pakkumiste korral on tõenäoline, et peakorraldaja kaasab tehingusse ka teisi korraldajaid (*joint-lead manager, co-lead manager, co-manager*) ja moodustab sündikaadi. Sündikaadi moodustamise eesmärk on tutvustada ettevõtet enamatele investoritele eri turgudel või kaasata oskusteavet, et korraldada näiteks jaepakkumist.

Eesti viimaste aegade avalike pakkumiste puhul on pea- ja/või kaaskorraldajateks olnud investeerimispangad Suprema Securities (Eesti Telekom, Eesti Ehitus, Eesti Ekspress, Tallink), Lõhmus, Haavel & Viisemann (Starman, Tallinna Vesi) ja Gild Bankers (Olympic Entertainment Group) ning kommertspangad Hansapank (Starman, Tallinna Vesi, Eesti Ehitus, Olympic Entertainment Group, Eesti Ekspress) ja SEB Eesti Ühispank (Eesti Telekom, Tallink). Rahvusvahelistest investeerimispankadest on olnud esindatud Citigroup (Tallink), NM Rothschild (Eesti Telekom), ABN AMRO Bank (Eesti Telekom), Nomura International (Eesti Telekom), CA IB (Tallinna Vesi) ning põhjamaised pangad Carnegie (Tallinna Vesi) ja Nordea (Tallink).

Emitendi juhtkonnal ja teistel emitendi töögrupi liikmetel on pakkumise korraldamisel kande roll. Ettevõtte juhtkonnal on kaks peamist ülesannet. Esiteks, tagada pakkumise korraldajatele, audiitoritele ning juriidilistele nõustajatele prospekti, aga ka teiste müü-

gimaterjalide koostamiseks kogu vajalik informatsioon ettevõtte kohta. Teiseks, esineda veenvalt institutsionaalsetele investoritele suunatud esitlusturneel (*roadshow*’l), kus tuleb anda ülevaade ettevõtte strateegiast, turupositsioonist, tulevikuperspektiividest ja konkurentsieelistest.

Juriidilised nõustajad vastutavad selle eest, et avalik pakkumine toimuks vastavalt kehtivatele seadusaktidele; suhtlevad aktiivselt väärtpaberituru järelevalvet teostavate ametitega, börsiga, kus ettevõtte noteerimist taotleb; aitavad koostada kõiki vajalikke müügimaterjale ning nõustavad osalisi tehingu tagamise lepingu (*underwriting agreement*) koostamisel ja läbirääkimistel.

Audiitorfirma ülesanne on vaadata üle prospekti need osad, mis tegelevad ettevõtte finantsandmete ja nende analüüsiga ning vajadusel korraldada täiendavaid finantsauditeid.

Avalike suhete nõustaja hoolitseb, et uudised avalikust pakkumisest jõuaksid kiiresti kõikidesse olulistesse meediakanalitesse ning vajadusel korraldab pressikonverentse.

Joonis 1. Avaliku pakkumise protsessis osalejate ülevaade

Emitent	Emitendi töögrupp	Peakorraldaja	Ettevõtte rahandus	Investorid	
			Aktsiaturgude koordinatsioon		
			Analüüs		
			Müük ja kauplemine		
			Jurist		
		Muud sündikaadi liikmed (kaaskorraldajad ja mänedžerid)			
		Tehingute juriidilised nõustajad			
		Audiitor			
		PR-nõustaja			

IPO protsess

Avaliku pakkumise protsess sõltub pakkumise struktuurist ja ettevõtte avalikuks minemise eesmärkidest ning võib seega eri juhtumite puhul oluliselt erineda. Eesti avalike pakkumiste ajalugu ja turupraktika on veel üsna napp ning toimunud avalikud pakkumised on suurel määral oma struktuurilt ja protsessilt sarnased olnud.

Avaliku pakkumise protsessi võib jagada kaheks: esimene ehk ettevalmistamise periood, mis algab pakkumise peakorraldaja määramisega ettevõtte poolt ja kestab kuni märkimisperioodi alguseni, millal kuulutatakse välja esmane avalik pakkumine, ning teine ehk läbiviimise periood, mis algab pakkumise väljakuulutamisega ning lõpeb stabiliseerimisperioodi lõppedes ehk umbkaudu 30 päeva pärast kauplemise algust.

Ettevalmistamise faas

Ettevalmistamise faasis analüüsib pakkumise peakorraldaja ettevõtte strateegiat ja äriplaani, seejärel pannakse koostöös ettevõttega paika aktsia positsioneerimise ehk lugu sellest, miks peaks investor just selle ettevõtte aktsiat ostma.

Kõige tömahukam ülesanne ettevalmistavas etapis on juriidilise, finants- ja ärilise auditi korraldamine ettevõttes. Tuginedes auditi materjalidele ning juhtkonnaga peetud intervjuudele, koostavad ettevõtte, peakorraldaja ja juriidiline nõustaja avaliku pakkumise prospekti.

Samuti laseb peakorraldaja selles etapis teha ettevõtte aktsia esialgse hindamise, kasutades diskonteeritud rahavoogude analüüsi ja sarnaste ettevõtete suhtarvude võrdlust.

Järgnevalt toimub potentsiaalse huvi väljaselgitamine kutseliste investorite hulgas. Selleks teeb peakorraldaja kutseliste investorite seas eeltutvustuse, mille käigus selgitatakse välja võimalikud probleemid seoses ettevõtte aktsia positsioneerimisega ning investorite arvamus eeldatavast aktsia hinnast. Lähtudes eeltutvustuse

käigus saadud kutseliste investorite tagasisidest, täpsustub aktsia hinnavahek.

Paralleelselt kulgeb avaliku pakkumise registreerimiseks vajalik koostöö Finantsinspektsiooniga ning aktsiate noteerimiseks vajalik dialoog börsiga. Samuti valmistatakse ette ettevõtte profiili ja eesmärkidega kooskõlas olevat turunduskampaaniat, mille eesmärk on tagada, et sõnum avalikust pakkumisest jõuaks suhteliselt lühikese ajaga (märkimisperiood kestab enamasti kuni kaks nädalat) kõikide potentsiaalsete investoriteni.

Ettevalmistava faasi pikkus on ettevõtetel erinev ja sõltub sellest, kui võrd hästi on ettevõtte börsile minekuks valmis. Enamasti on ettevalmistava faasi pikkuseks kaks kuni neli kuud, kuid see võib kujuneda ka oluliselt pikemaks.

Pakkumise korraldamine

Pakkumise korraldamise faasis registreeritakse avalik pakkumine Finantsinspektsioonis ning kuulutatakse välja. Algab märkimisperiood, mille jooksul on kõik investorid oodatud ettevõtte aktsiat märkima. Märkimisperiood kestab tavaliselt kaks nädalat. Enne pakkumise väljakuulutamist pakkumisest üldjuhul avalikult ei kõnelda, sest kuni selle hetkeni ei ole kindel, kas pakkumine toimub või mitte. Võib juhtuda, et institutsionaalsete investorite tagasiside ettevõtte eeltutvustusel on negatiivne ja pakkumisega edasi ei minda. Samuti on võimalik, et ettevõttes ettevalmistava faasi jooksul tehtavate auditite tulemusel selguvad probleemid, mis takistavad ettevõtte avalikuks minemist.

Paralleelselt märkimisperioodiga kulgeb ettevõtte juhtkonna esitlusturnee, mille käigus on juhtkonnal võimalus kohtuda kõigi oluliste institutsionaalsete investoritega ning selgitada ettevõtte strateegiat, finantsseisu, konkurentsieeliseid jne. Peamised esitlusturnee sihtpunktid Baltimaade ettevõtetele on Helsingi, Stockholm, London, Viin ja Frankfurt. Harvem ka Oslo, Kopenhaagen, Genf, Pariis, Berliin. Esitlusturnee kohtumiste graafik on tavaliselt

väga intensiivne – iga päev ollakse eri linnas ja kohtutakse viie kuni kümne kutselise investoriga.

Märkimisperioodi lõpus kogub peakorraldaja nii avaliku pakkumise käigus laekunud jaeinvestorite aktsia ostusoovid kui ka suunatud pakkumise käigus tehtud institutsionaalsete investorite ostuorderid kokku ning selgitab välja investorite kogunõudluse. Lähtudes nõudluse kogumahust ning institutsionaalsete investorite hinnasoovidest, otsustab ettevõtte koos pakkumise peakorraldajaga aktsiate jaotuse avaliku pakkumise ning suunatud pakkumise vahel (juhul kui see ei ole juba eelnevalt määratletud) ja fikseerib hinna. Nüüd kirjutavad emitent, müüvad aktsionärid ja tehingu peakorraldaja alla tehingu tagamise lepingu (*underwriting agreement*), millega peakorraldaja võtab endale kohustuse tagada raha laekumine väärtpaperite eest juhul, kui mõni investor peaks eelnevalt kinnitatud ostusoovist taganema. Otsustatakse ka ülejaotusotsiooni (*greenshoe* või *overallotment option*) kasutamine. Ülejaotusotsioon on kokkulepe peakorraldaja, müüvate aktsionäride ja emitendi vahel, kus peakorraldajal on õigus jaotada pakkumise käigus rohkem aktsiaid kui esialgne planeeritud pakkumise maht (enamasti 10–15% tehingu planeeritud mahust). Ülejaotusotsiooni kasutatakse ülemärgitud pakkumiste korral.

Järgnevate päevade jooksul (3–5 päeva) toimub aktsiate kandmine investorite kontodele ja aktsia noteerimine börsil. Seejärel algab kauplemine börsil.

Aktsia hinna kujunemine

Aktsiatesse investeerimine on riskantne (sellest ka oodatav suurem tulu). Osalemine mõne ettevõtte esimeses avalikus pakkumises on veelgi riskantsem, sest aktsia hinna kujunemist nii pakkumise käigus kui ka pärast pakkumist, järelturul mõjutavad väga paljud tegurid. Järgnev alapeatükk selgitab, kuidas kujuneb pakkumishind ning millised on peamised aktsia hinda mõjutavad tegurid järelturul.

Aktsia hinna kujunemine avaliku pakkumise käigus

Aktsia hinna määramine algab juba ettevalmistavas etapis, kus peamine hinna määramise vahend on juhtkonna projektsioonidel tuginev diskonteeritud rahavoogude meetod, seda täpsustav võrdlusbaasi firmade suhtarvudega kõrvutamine ning turuolukord. Avaliku pakkumise protsessi edenedes hind täpsustub ning määravaks saab investorite hinnang aktsiahinnale.

Avaliku pakkumise väljakuulutamise hetkeks on emitent koos peakorraldajaga otsustanud hinnavaheemiku, kuhu lõplik hind jääb. Kõigi viimaste pakkumiste puhul (Tallinna Vesi, Starman, Tallink Grupp, Eesti Ehitus, Olympic Entertainment Group, Ekspress Grupp) kujunes pakkumise lõplik hind *bookbuilding*'u meetodi alusel. Selle meetodi kohaselt kujuneb pakkumise hind kutsealistelt investoritelt saadud indikatsioonide alusel ehk siis selle järgi, millise hinnaga ja kui suure koguse aktsiaid on valmis kutseline investor ostma.

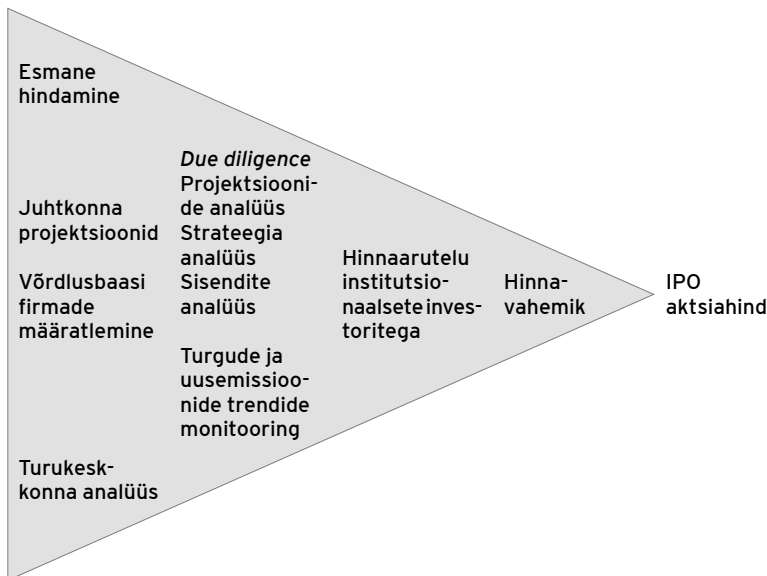
Hinnates saadud informatsiooni (nii hinda kui ka kogust), pakkumise kogunõudlust ja nõudluses osalevate investorite kvaliteeti (investeeringusperspektiiv ja usaldusväarsus), määrab ettevõtte koos peakorraldajaga tasakaaluhinna, millega kõik investorid saavad väärt-pabereid osta. Samuti on *bookbuilding*'u meetoodika rahvusvaheliselt enamlevinud, sest arvestab alati investorite arvamust aktsia hinna kohta ning aitab seeläbi vähendada hinnakõikumisi otseel järelturul.

Alternatiivina võidakse kasutada ka oksjonipõhist hinnakujundamist, mille puhul valitakse hinnaks näiteks oksjonil kujunenud kõrgeim hind (nt Google'i pakkumine). Eestis sellist hinnakujundust teadaolevalt kasutatud ei ole.

Järgnev joonis illustreerib aktsia hinna kujunemist avaliku pakkumise protsessis.

Joonis 2. Aktsia hinna kujunemine avaliku pakkumise protsessis

Esmane hindamine	Ettevalmistav faas	Eelturundus	Märkimis-periood	Hinna fikseerimine
------------------	--------------------	-------------	------------------	--------------------



Peamised hindamismeetodid

Võrdlusbaasi kordajad DCF	Võrdlusbaasi kordajad DCF	Turutagasi-side, võrdlusbaasi kordajad DCF	Turuhinnang, võrdlusbaasi kordajad DCF	Turuhinnang, võrdlusbaasi kordajad DCF
---------------------------	---------------------------	--	--	--

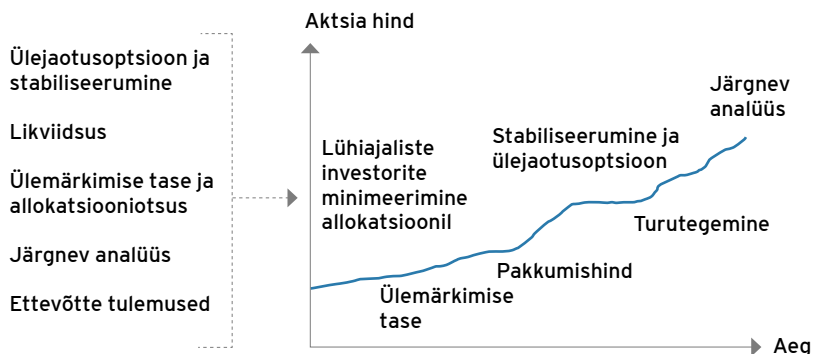
*DCF ehk diskonteeritud rahavoogudel põhinev hinnang

Hinna kujunemine järelturul

Aktsia hinda otsesel järelturul (kuni 30 päeva pärast avaliku pakkumise lõppu) mõjutavad eelkõige avaliku pakkumise käigus tekita-tud nõudluse tase ja sellest tulenev ülemärkimise ulatus ja nõudluse kvaliteet. Lisaks otsustab hinna liikumise pakkumishind ja jaotus-otsus – kas eelistati pikaajalise investeerimishorisonidiga nn kvali-

teetinvestoreid või lühiajalisi, spekulatiivset investeerimisstrateegia-ga investoreid. Juhul kui aktsia hind langeb alla pakkumishinna ja korraldajad otsustavad hinda stabiliseerida, mõjutavad aktsia hin-da ka korraldajapoolsed stabiliseerivad ostud. Pikemas perspektiivis mõjutavad aktsia hinda ettevõtte tulemused, aktsia likviidsus, akt-siaturgudele iseloomulikud kõikumised ja analüüsi jätkumine.

Joonis 3. Järelturu hinda mõjutavad faktorid



Aktsia hinda järelturul võivad mõjutada ka hoopis teistsugused faktorid, nagu illustreeris Tallinki näide. Kutseliste investorite seas tehtud eeltutvustusel kogutud teave võimaldas kehtestada hinnava-hemikuks 73,5–92 krooni aktsia kohta. Tasakaaluhinna 82,5 kroo-ni tasemel oli tehing piisavalt üle märgitud, et tagada aktsia hinna mõõdukas tõus järelturul. Kuid liigne müügisurve otsesel järeltu-rul viis aktsia hinna ometi langusele.

Ettenägemata müügisurve tulenes paari varasema aktsionäri ootamatust soovist oma aktsiad maha müüa. See juhtum näitab, et alati ei ole võimalik kõiki faktoreid ette näha ning aktsia hind võib avaliku pakkumise järel liikuda nii üles kui ka alla. See on risk, millega aktsiaturgudele investeerivad investorid peavad ala-ti arvestama.

Aktsiate jaotamine

Avalikul pakkumisel olevate aktsiate jaotusel on oluline mõju aktsiahinnale nii vahetul järelturul kui ka pikemas perspektiivis. Jaotuspõhimõtted peavad näitama, kuidas jaotatakse väärtpaberid investorite vahel juhul, kui pakkumise käigus laekub ostusoove enamatele aktsiatele, kui korraldajatel pakkuda on (toimub ülemärkimine). Kui alamärkimise puhul vähendatakse pakkumise mahutu või tühistatakse üldse pakkumine, siis ülemärkimisel tuleb otsustada, milliste põhimõtete järgi jaotada piiratud kogus väärtpabereid suurema hulga investorite vahel.

Jaotusotsuse eesmärk on tekitada tugev järelturunõudlus, samuti rahuldav likviidsus ja hoida aktsiahinna volatiilsus järelturul mõistlikkuse piires. Selleks on vaja tekitada laiapõhjaline aktsionäride baas, kus oleksid esindatud eri tüüpi ja eri geograafilistest piirkondadest pärit investorid.

Jaotuspõhimõtted erinevad lähtuvalt investorite tüübist. Instituutsionaalsetele investoritele suunatud pakkumises kasutatakse valikulist jaotusprintsipi, mille peamine eesmärk on jaotada võimalikult vähe aktsiaid lühiajalise investeermishorisonidiga spekulatiivsetele investoritele ning eelistada investoreid, kes varasemate pretsedentide baasil on näidanud end pikaajaliste investoritena.

Jaeinvestoritele suunatud avalikus pakkumises kasutatakse astmelist või proportsionaalset jaotusprintsipi, mis on kõikide jaeinvestorite suhtes ühesugune. Eesmärk on saavutada võimalikult laiapõhjaline jaotus.

Viimaseid pakkumisi Eestis on iseloomustanud jaeinvestoritele garanteeritud koguse määramine (v.a Ekspress Grupi pakkumine, kus aktsiate jaotus oli garanteeritud vaid teatud klientidele ning töötajatele ja juhtkonnale). Edasise osas lähevad aga lahendused lahku: ühelt poolt on Tallinna Vee ja Starmani pakkumised ning teiselt poolt Tallinki pakkumine. Nimelt jaotati kahel esimesel juhul aktsiad, mis jäid üle pärast garanteeritud koguse jaotamist, investorite vahel proportsionaalselt vastavalt nende märke

kimiskorralduse suurusele. Tallinki pakkumises kasutati n-ö vaheastet garanteeritud koguse ja proportsionaalse jaotamise vahel. Astmelise jaotuse puhul kujuneb jaotus alljärgnevalt (tegemist on näitega):

- ▲ I aste – garanteeritud aktsiate kogus (nt 100 aktsiat) jaotatakse investorile täies ulatuses (100%);
- ▲ II aste – garanteeritud kogust ületav, näiteks kuni 500 aktsiani (101–500), osa jaotatakse investorile poole ulatuses (50%)
- ▲ III aste – II astmest ülespoole jäävad aktsiad (501–...) jaotatakse proportsionaalselt.

Astmeid võib olla mitu, astmed ja nende rahuldamisjärgud võivad olla ülaltoodud näitest erinevad. Mida astmeline meetod annab? Astmeline jaotamismeetod on eelkõige väikeinvestori huvides. Nimelt, kui jaotada väärtpaberid proportsionaalselt kõigi investorite vahel, on eelistatumas olukorras suuremate orderitega investorid, kes n-ö söövad väiksemad orderid ära. Ei ole välistatud, et mõni investor on sisestanud eriti suure orderi, mille eesmärk on võimalikult suure koguse aktsiate saamine just tänu proportsionaalsele jaotusele. Kui selliseid spekulatiivseid ordineid on mitu, väheneb väikeinvestoritele jaotatavate väärtpaberite arv seda rohkem. Astmelise jaotuse puhul jaotatakse aktsiaid ka n-ö vaheastme(te)s, mis annab kõikidele, sealhulgas väiksematele orderitele võrdse võimaluse jaotuses osaleda – väärtpaberid jaotuvad investorite vahel võrdsemalt.

Olulised pidepunktid investori jaoks

Baltimaade börsidel on viimaste aastate jooksul toimunud hulk avalikke pakkumisi. Mõned neist on investorite vaatevinklist olnud üledukad, teised lihtsalt edukad ja kolmandaid võib lugeda ebaõnnestunudeks (vähemalt lühiajalises perspektiivis). Millistel avalikel pakkumistel on eeldused saada edukaks ehk milliste pakkumiste hind järelturul tõusta võiks? Alljärgnevalt on toodud mõned pide-

punktid, mida jaeinvestorid võiksid oma investeermisotsuseid tehes silmas pidada.

Ettevõtte atraktiivsus

Investoril tuleks põhjalikult tutvuda ettevõttega ning teha endale selgeks peamised investeermisargumendid: kuidas on ettevõtte väärtus seni kujunenud ning millele toetub edasine väärtuse kasv? Edukal börsiettevõttel on enamasti tugev turupositsioon, selged ja arusaadavad konkurentsieelised, hea finantspositsioon ning läbimõeldud ja teostatav strateegia. Ettevõtte organisatsiooni struktuur ja töötajate kompetents sobivad valitud strateegia elluviimiseks. Samuti peaks investor viima ennast kurssi ettevõtte majandusharu hetkeseisu ja perspektiividega.

Hea, kui avalikuks pürgiv ettevõte oleks mingis mõttes uniikaalne. Investorite vaatevinklist üledukalt börsile läinud Olympic Casino on ainukene noteeritud kasiinooperaator terves Ida-Euroopas ja Põhjamaades ning üks väheseid ettevõtteid, mille kaudu on võimalik investeerida kiirelt kasvavasse vaba aja sisustamisega tegelevasse sektoris.

Sellise analüüsi tegemiseks vajalik informatsioon on kirjas avaliku pakkumise prospektis. Seetõttu on oluline, et investor tutvuks enne investeermisotsuse tegemist põhjalikult prospektiga ning teeks seda kriitiliselt. Avaliku pakkumise prospekt avalikustatakse pakkumise väljakuulutamisel ning on tavaliselt saadaval kõikides suuremates pangakontorites üle Eesti ning elektrooniliselt Finantsinspektsiooni veebilehel.

Ettevõtte juhtkond

Oluline roll ettevõtte börsile mineku õnnestumisel on ettevõtte juhtkonnal. Tugev meeskond, kes suudab ettevõtte strateegiat, turupositsiooni, tulevikuperspektiivi ja konkurentsieeliseid selgelt ja veenvalt esitada, on investorite ostuhuvi eelduseks. Enamik ins-

titutsionaalseid investoreid teeb oma investeerimisotsuse alles pärast juhtkonnaga kohtumist – soovitakse olla veendunud, et juhtkond on võimeline prospektis latusalt kirjeldatud strateegiat ka ellu viima. Eesti Ehituse eduka börsidebüüdi taga seisab paljuskki juhtkonna väga selge ning veenev esinemine nii Eesti avalikkuse kui ka rahvusvaheliste institutsionaalsete investorite ees. Avalike emissioonide turupraktika tavaliselt jaeinvestoritele kohtumist juhtkonnaga ei võimalda. Küll aga on jaeinvestoritel võimalik kujundada oma arvamus ettevõtte juhtkonnast meedia vahendusel – pakkumisperioodi jooksul toimub hulk pressikonverentse, intervjuusid ja teeleesinemisi.

Avaliku pakkumise eesmärgid

Tähelepanu tuleks pöörata ka ettevõtte avalikuks minemise eesmärkidele. Kas peamine eesmärk on olemasolevate aktsionäride aktsiapositsiooni likvideerimine või uue kapitali kaasamine ettevõtte arengu kiirendamiseks? Esimesel juhul on oht, et aktsia pakumishind on üle pakutud, suurem kui teisel juhul. Kapitali kaasamise puhul tuleks investoril aru saada, milleks ettevõtte kapitali vajab, ning anda hinnang ettevõtte suutlikkusele planeeritud kasvuplaane ka ellu viia.

Meeleolud aktsiabörsidel

Pakkumise edukust mõjutab ka pakkumise õige ajastus. Avaliku pakkumise põhiline eeldus on aktsiaturgude üldine positiivne meelestatust – institutsionaalsete investorite huvi nii konkreetset aktsiaturul kaubeldavate aktsiate suhtes kui ka teiste sama regiooni aktsiate suhtes. Veel tuleb analüüsida investorite meelestatust selle majandusharu suhtes, kus ettevõtte tegutseb. Näitena kehvast ajastatusest võiks tuua Leedu telekommunikatsiooniettevõtte Lietuvos Telekomas avaliku pakkumise 2000. aasta juunis. Ettevõtte aktsiahinna tugeva languse järelturul põhjustas peamiselt pakkumise pe-

rioodiga ühte langenud globaalne telekommunikatsioonisektori ettevõtete langus. Seetõttu ei tasu jaeinvestoril silmas pidada mitte üksnes Tallinna või teistel Baltimaade börsidel toimuvat, vaid olla kursis ka kaugemate aktsiaturgude trendidega.

Likviidsus

Kuna aktsia hindu järelturul mõjutab likviidsus, on oluline, et avalik pakkumine oleks piisavalt suure mahuga ning tekiks piisav likviidsus järelturul. Mida suurem on ettevõtte turukapitalisatsioon ja vabalt ringlevate aktsiate hulk, seda parem on aktsia likviidsus ja seda adekvaatsem on aktsia hind börsil. Samuti võimaldab suurem pakkumine saavutada nii geograafiliselt kui ka investori tüübilt laiapõhjalisema investorite ringi ning motiveerib maaklerfirmasid aktsiat analüüsiga katma.

Pakkumishind

Kõige keerulisem on jaeinvestoril analüüsida pakkumishinda – ilmselt kõige olulisemat avaliku pakkumise õnnestumise kriteeriumit. Jaeinvestoritel on võimalik kujundada oma arvamus pakkumise hinna kohta, võrreldes seda kohalikul börsil juba kauplevate ettevõtete aktsiate hindadega ning analüüsides lähibörsidel (teiste Baltimaade, Põhjamaade, aga ka Ida-Euroopa riikide börsidel) noteeritud samas majandusharus ning sarnase profiiliga tegutsevate ettevõtete hinnatasemeid. Lisaks tuleks pakkumishinna analüüsimisel vaadelda kõiki eelmistes punktides toodud aspekte (ettevõtte kasvupotentsiaal ja atraktiivsus, juhtkonna suutlikkus, avalikuks minemise eesmärgid ja aktsia eeldatav likviidsus) koos ning alles siis teha oma investeermisotsus. Kõige kindlam on jaeinvestoril konsulteerida hinna osas oma maakleriga.

** Käesoleva peatüki kirjutamisel on kasutatud materjale autori ja Gerd Laubi ühisest artiklist "IPO - mäng suure orkestriga" (ajakiri Investor ja Ettevõtja, kevad 2006).*

Väärtpaberite analüüs

A white die with black pips is positioned in the upper left corner. Below it, a ruler with the text 'Stock EXCHANGE' is visible, running diagonally across the frame. The background is a light, textured surface.

Ükski analüüsimetod
ei anna lõplikku tõde,
küll aga suurema
tõenäosuse

Väärtpaberite fundamentaalne analüüs

Erki Kert,

Lõhmus, Haavel & Viisemann, Balti analüüsiosakonna juht

Fundamentaalne analüüs on tehnilise analüüsi kõrval peamisi investorite poolt börsil kasutatavaid analüüsimeetodeid. Kui tehnilise analüüsi raames pööratakse peatähelepanu ettevõtete aktiagraafikutele, siis fundamentaalse analüüsi fookuses on ettevõtte ise. Fundamentaalne analüüs tähendab ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimist ning prognoosimist, eesmärgiga leida turul alahinnatud või ootustest kiiremini kasvavaid ettevõtteid. Üksikutel juhtudel võime rääkida ka ülehinnatud ettevõtete leidmise eesmärgist, kuid seda võib vaieldamatult pidada märgatavalt vähem levinuks.

Fundamentaalse analüüsi otstarbekuse kinnitamiseks tuleb teha kaks olulist eeldust, mis kohati akadeemilistes ringkondades tõestamist leidnud seisukohtadega vastuollu lähevad. 1960. aastate lõpus populaarsust kogunud efektiivse turu teooria (*efficient market*

hypothesis) väidab, et ettevõtte turuhind kajastab juba kogu olemasolevat informatsiooni ning turu keskmisest parema tootluse saavutamise ei ole seega pikemas perspektiivis mingi analüüsimeetodiga võimalik. Samas seavad toodud teooria paikapidavuse kahtluse alla nii börsimullide ja -krahhide esinemine kui ka investorid ja fondijuhid, kes siiski turgu pidevalt lüüa suudavad. Turu mõningase ebaefektiivsuse eeldamine on oluline ka fundamentaalse analüüsi seisukohalt. Tuleb teha kaks eeldust. Esiteks võib ettevõtte turuhind erineda tema õiglasest väärtusest (ettevõtte võib olla alavõi ülehinnatud). Ja teiseks tuleb eeldada, et pikemas perspektiivis turg siiski oma vea parandab ning ettevõtte turuhind liigub õiglase väärtuse suunas.

Eelnevast tulenevalt sobib fundamentaalne analüüs eelkõige pikaajaliste investeeringusüsteemide tegemiseks. Aktsiahindade lühiajalist kõikumist selgitatakse valdavalt investorite psühholoogiaga ning seda uurib juba tehniline analüüs. Fundamentaalse analüüsi põhiülesanne ongi eelnevalt korduvalt nimetatud õiglase väärtuse leidmine, milleks omakorda kasutatakse tervet rida erinevaid meetodeid. Neist levinuimad on diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF – *discounted cash flow method*), suhtarvude meetod ja võrreldavate ettevõtete meetod, millest kaks viimast on omavahel tihedalt seotud. Järgnevalt vaatlemegi nimetatud meetodeid lähemalt. Samuti vaatame, kuidas üldse fundamentaalse analüüsiga peale hakata.

Millest alustada?

Kuna maailma börsidel kaupleb tohutul hulgal ettevõtteid ning fundamentaalne analüüs tähendab eelkõige just üksikettevõtete põhjalikku analüüsimist, tekib tahes-tahtmata küsimus, millist ettevõtet siis ikkagi analüüsima asuda. Siinkohal eristatakse huvitavate ettevõtete leidmisel peamiselt kahte meetodit, milleks on ülalt alla (*top-down*) ja alt üles (*bottom-up*) lähenemised.

Ülalt alla meetodi korral alustatakse analüüsimist keskkonnast,

kus ettevõtte tegutseb. Globaalse lähenemise puhul valitakse esmalt välja maailma regioon, mis kõige enam potentsiaali pakub. Seejärel liigutakse üksikute riikide ning majandussektorite analüüsimise juurde. Alles kõige viimases järgus jõuame konkreetse ettevõtte analüüsimiseni. Selle meetodi rakendamise peamine põhjendus on see, et enamasti on ettevõtete tegevus ja edukus väliskeskkonna teguritest tugevalt mõjutatud ning seetõttu alustataksegi analüüsi soodsa väliskeskkonna otsimisest.

Alt üles lähenemine seevastu alustab analüüsi konkreetse ettevõtte tasandilt ning väliskeskkonnale pööratakse tähelepanu alles teises järgus. Üheselt kindlat viisi huvitavate ettevõtetenii jõudmiseks ei ole, kuid kahtlemata tulevad siin kasuks nii suur lugemus kui ka lihtsalt lahtiste silmadega ringi käimine.

Väärtusaktsiad ja kasvuaktsiad

Enne kui minna finantsaruannete analüüsi ning olulisemate suhtarvude arvutamise ja tõlgendamise juurde, peaks fundamentaalne analüütik pisut mõtlema sellele, mida soovitakse leida. Eristatakse peamiselt kaht tüüpi investeerimisobjekte, milleks on kasvuaktsiad (*growth stocks*) ja väärtusaktsiad (*value stocks*).

Kasvuaktsiateks nimetatakse selliste ettevõtete aktsiaid, mida iseloomustab konkurentidest tugevam müügitulu ning kasumi kasv. Nimetatud ettevõtted tavaliselt dividende ei maksa ning suunavad teenitavad vahendid tagasi arengusse. Fundamentaalse analüüsi seisukohalt peaks analüüsi põhirõhu seega suunama just kasvuperspektiivide hindamisele ning uurimisele. Mõnede suhtarvude baasilt võivad kasvuettevõtted tihti suhteliselt kallimad tunduda.

Seevastu investorid, kes otsivad väärtusaktsiaid, kasvule nii suurt tähelepanu ei pööra. Neile pakuvad huvi ettevõtted, mille aktsiad on mingil põhjusel ebaõiglaselt odavalt hinnatud (võrreldes ettevõtte müügitulu, kasumi, varade või dividendidega). Odava hinnataseme taga võib olla näiteks mõne negatiivse uudise ületähtsustamine või terve majandussektori ebasoosingusse sattumine. Väär-

tusaktsiaid otsides tuleks suuremat tähelepanu pöörata just mitmesugustele suhtarvudele.

Finantsaruanded

Ettevõtete majandusaruanded on fundamentaalse analüüsi seisukohalt üks peamisi infoallikaid. Fundamentaalne analüüs algab tihti just nimelt finantsaruannete analüüsist. Olulisemad aruanded on kasumiaruanne ja bilanss, samuti sisaldavad väärtuslikku informatsiooni ettevõtte mineviku ja tuleviku kohta juhtkonna kommentaarid, mis aruannetesse enamasti kaasatakse.

Kõige olulisemaks aruandeks võib investori seisukohalt tavaliselt pidada kasumiaruannet, kuna just puhaskasum on lõppkokkuvõttes see, millest investoritele dividendide näol ükskord väljamakseid tehakse. Heidame pilgu kasumiaruande lihtsustatud skeemidele (Eestis on lubatud mõlema skeemi kasutamine) ja vaatame, millele tähelepanu pöörata.

Tabel 1. Kasumiaruanne

Skeem 1	Skeem 2
Müügitulu	Müügitulu
Ärikulud (välja arvatud amortisatsioon)	Müüdud kaupade kulu
- kaubad, toore, materjal ja teenused	Brutokasum (<i>gross profit</i>)
- tööjõukulu	Ärikulud
- ...	- turustuskulud
Amortisatsioonieelne ärikasum (EBITDA)	- üldhalduskulud
Amortisatsioonikulu	- ...
Ärikasum (EBIT)	Ärikasum (EBIT)
Finantskulud ja -tulu	Finantskulud ja -tulu

Maksueelne kasum (EBT)	Maksueelne kasum (EBT)
Tulumaksukulu	Tulumaksukulu
Puhaskasum	Puhaskasum

Analüüs ja finantsproгноoside tegemine võiks alata müügitulust. Oluline on jälgida, kui palju on müügitulu eelmise aastaga võrreldes kasvanud või kahanenud (protsentuaalselt). Kvartaalsete andmete puhul tuleks näitajat võrrelda eelmise aasta sama kvartaliga, kuna sellisel juhul võtame arvesse ka sesoonsusest tulenevaid kõikumisi. Olenemata sellest, kuidas kulud kasumiaruande ridade vahel on jaotatud (skeem 1 vs. skeem 2), on analüüsi järgmiseks sammuks kulude uurimine. Huvi pakub, kas ja kui palju on kulud eelmise aastaga võrreldes kasvanud (suhtes müügitulusse) või on firma suutnud hoopis efektiivsemalt majandada ning kulude osakaalu müügitulust vähendanud.

Kulude analüüsist jõuame sujuvalt ärikasumi (EBIT – *earnings before interest and tax*) reani. Jagades ärikasumi müügituluga, saame ärikasumi marginaali, mis on firma kasumlikkuse seisukohalt üks olulisemaid näitajaid. Ärikasumi marginaal ütleb meile sisuliselt, kui palju jääb firmal raha järele pärast kaupade ja teenuste müümiseks tehtud otseste kulutuste mahaarvamist (protsentuaalselt).

Sarnaselt võib marginaale arvutada ka brutokasumi, amortisatsioonieelse ärikasumi (EBITDA – *earnings before interest, tax, depreciation and amortization*), maksueelse kasumi (EBT – *earnings before tax*) ja puhaskasumi kohta. Marginaalide näitajad omandavad olulise väärtuse just võrdluses varasemate perioodide ja konkurentidega. Vastuse saavad küsimused, kas firma tegevus on muutunud efektiivsemaks ning kas konkurentidest suudetakse olla kasumlikumad.

Pärast kõikide kulude lahutamist müügitulust jõuame puhaskasumini, mis iseenesest investoreid kõige enam huvitab. Samas tuleb aga arvesse võtta, et peale puhaskasumi suuruse on vähemalt sama oluline ka selle kvaliteet. Kui puhaskasumi kujunemisel on

olulist rolli mänginud ühekordse iseloomuga tulud või kulud, võiks need parema analüüsitavuse mõttes analüüsiprotsessist tihti kõrvalle jätta. Samuti tuleb arvestada, et näiteks amortisatsiooni, varade ümberhindluse ja muude sarnaste raamatupidamislike toimingute teel tekkinud tulu ja kulu on firmal suhteliselt lihtne mõjutada ning seega tuleks ka siin säilitada kriitilist meelt.

Kasumiaruande kõrval on oluline heita pilk ka bilansile, mis kõrvalt ettevõtte varasid ja kohustusi. Vaatame järgnevalt bilansi lihtsustatud skeemi ning uurime, millele tähelepanu pöörata.

Tabel 2. Bilanss

Aktiva (varad)	Passiva (kohustused ja omakapital)
Raha	Lühiajalised laenud
Nõuded ostjate vastu	Võlad tarnijatele
Varud	Võlad töövõtjatele
- tooraine, materjal, valmis- toodang	...
-...	Lühiajalised kohustused kokku
...	Pikaajalised laenud
Käibevara kokku	...
Materiaalne põhivara	Pikaajalised kohustused
- maa, hooned, seadmed	Omakapital
- ...	Aktsiakapital (nimiväärtuses)
Immateriaalne põhivara	Jaotamata kasum
...	...
Põhivara kokku	Omakapital kokku
Aktiva kokku	Passiva kokku

Kuigi bilansi analüüs annab üldjuhul mõnevõrra vähem väärtuslikku informatsiooni kui kasumiaruanne, on siiski oluline mõnelt tegurilt tähelepanu pöörata. Esiteks võiks pilgu heita ettevõtte

käibevarale (st kõige likviidsemale varale). Ohumärkideks võiksid siinkohal olla nii kuhjuvad varud (järelikut ei suuda ettevõtte oma toodangut piisavalt efektiivselt müüa) kui ka suurenevad nõuded ostjate vastu (ettevõttele jäädakse üha enam võlgu).

Esimene pilk passiva poolele peaks andma vastuse ettevõtte rahastamisküsimustele. Kui ettevõtte tegevust finantseeritakse suures osas pikaajalise laenuga, tuleb arvestada, et intressimäärade muutused on kasumi kujunemises olulise tähtsusega. Samas ei peeta väga otstarbekaks ka täiesti võlavaba majandamist, kuna laenuraha on enamasti omakapitalist odavam. Peale siiani kirjeldatud staatilise analüüsi tuleks ka bilansi sarnaselt kasumiaruandega uurida eelnevate perioodidega võrreldes ning jälgida, kas näitajad liiguvad paremuse või halvemuse poole.

Kasumiaruande ja bilansi kõrval tasub pilk heita ka rahavoogude aruandele. Eriti oluliseks võib seda pidada suuri dividende maksvate ettevõtete puhul, kuna stabiilselt tugev rahavoog omandab investorite jaoks siis erilise tähtsuse.

Kuna investeerimine on seotud eelkõige ettevõtete tulevasele eodule panustamisega, on ajalooliste finantsaruannete uurimise kõrval väga oluline ka tulevaste prognooside tegemine. Lihtsama lähenemise korral võib prognoose teha lihtsalt ajalehenurgale, keerulisema lähenemise korral on prognoosimisega seotud mahukad finantsmudelid, mis mitmesuguse sisendinfo alusel prognoose arvutavad. Kuid sõltumata prognooside põhjalikkusest on peamine, et tulevikunägemus oleks põhjendatud. Oodatava kasumikasvu põhjuseks võib olla nii uus tooteliin kui ka kulude kärpimine, kuid peasi, et põhjendus on olemas.

Ettevõtte hinnatase

Finantsaruannete analüüs ja prognoosimine annab vastuse küsimusele, kas tegemist on tugeva ettevõttega. Kogu fundamentaalse analüüsi protsessis oleme sellega siiski alles poolel teel. On oluline vahet teha heal ettevõttel ning heal investeerimisideel. Turg tunneb

üldjuhul hea ettevõtte ära ning seetõttu on ka aktsiahind juba sedavõrd kallis, et head teenimisvõimalust on raske leida. Siit jõuamegi sujuvalt fundamentaalse analüüsi teise olulise teemani ehk aktsiate hinnataseme (valuatsiooni) hindamiseni. Järgnevalt vaatame meetodeid, mille järgi otsustada, kas ettevõtte on ala- või ülehinnatud või kaupleb täpselt oma õiglase väärtuse juures.

Diskonteeritud rahavoogude meetod (DCF)

Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks klassikalisemaid ettevõtete hindamise meetodeid. Selle lähenemise järgi sõltub ettevõtte väärtus tulevikus teenitavate rahavoogude suurusel, mida on kaalutud nii riskitaseme, omanike nõutava tulunormi kui ka muude teguritega. Diskonteeritud rahavoogude meetod on üks peamisi viise börsil mittenoteeritud ettevõtete väärtuse leidmiseks. Börsil kaubeldavate ettevõtete juures on selle meetodi kasutegur mõnevõrra väiksem ning arvestades selle suurt töömahukust, pööratakse sellele tihti vaid minimaalset tähelepanu.

Suhtarvud

Ettevõtete ja aktsiate hinnatasemest rääkides ei saa üle ega ümber suhtarvude temaatikast. Enimkasutatav suhtarv on kahtlemata aktsiahinda ja kasumit võrdlev P/E suhe, mille kõrval arvutatakse lugematul arvul ka teisi näitajaid, mis ettevõtte majandusnäitajaid ja turuväärtust mingil viisil seovad. Enne konkreetsete suhtarvude juurde minemist on oluline rääkida teemast, mis neid kõiki puudutab – minevik vs. tulevik. Suurt osa suhtarvudest on võimalik arvutada nii ajalooliste finantsandmete kui ka tulevaste prognooside põhjal. Kuigi ajalooliste andmete alusel on seda märgatavalt lihtsam teha, tuleb tunnistada, et sellisel kujul leitud suhtarvud sisaldavad endas ka tunduvalt vähem informatsiooni. Prognoositavate finantsnäitajate põhjal leitud suhtarvude kvaliteet on aga otseselt seoses prognooside enda kvaliteediga.

Järgnevalt peatume kõige enam kasutatavatel suhtarvudel ning vaatame, mida on ühest või teisest võimalik ettevõtte enda ja tema hinnataseme kohta välja lugeda.

P/E

Investeeringismaailma kõige populaarsem suhtarv on kahtlemata P/E ja ka populaarsuse põhjusi ei tule kaugelt otsida. Ühest küljest on nimetatud suhtarvu väga lihtne arvutada ning teisest küljest peidab ta endas palju väärtuslikku informatsiooni. P/E suhtarv seob omavahel aktsiahinna ja ettevõtte kasumi ning avaldub valemiga järgneval kujul.

▲ $P/E = \text{aktsia turuhind (price)} \div \text{kasum aktsia kohta (earnings per share)}$

▲ $\text{kasum aktsia kohta} = \text{ettevõtte puhaskasum (aastane)} \div \text{aktsiate arv}$

Näide:

Aktsia turuhind = 26 eurot

Kasum = 30 mln eurot

Aktsiate arv = 15 mln

Kasum aktsia kohta = $30 \div 15 = 2$ eurot

$P/E = 26 \div 2 = 13$

USA aktsiaturu ajalooline keskmine P/E suhe on umbes 15–16 ning seda vahemikku peetakse üldiselt õiglaseks tasemeks. Samas tuleb sedavõrd otsekohese tõlgendamisega ettevaatlik olla, kuna oma näilise lihtsuse juures on P/E suhte lugemine tegelikult märkamatavalt keerulisem. P/E suurus sõltub peamiselt ettevõtte oodatavast kasumi kasvu kiirusest. Seetõttu on kiirestikasvavate ettevõtete P/E suhe üldjuhul kõrgem (näiteks tehnoloogiaettevõtted) ning stabiilsete ettevõtete oma keskmisest madalam (näiteks raudteekompaniid). Samuti sõltub P/E ettevõtet ja vastavat re-

giooni puudutavast riskitasemest – kõrgem risk toob kaasa madalama P/E suhte.

Kuidas P/E suhtest siis välja lugeda, kas ettevõtte on ala- või üle hinnatud? Ühest vastust vaid P/E suhte põhjal sellele investeerimise põhiküsimusele anda ei saagi, küll aga üldise pildi. Esiteks võiks P/E suhet võrrelda ettevõtete kasumi kasvu kiirusega: kui kiiresti kasvava ettevõtte P/E suhe on suhteliselt madal, võib see viidata ettevõtte soodsale hinnatasemele.

Peale selle võimaldab P/E suhe ettevõtete hinnatasemeid omavahel võrrelda. Otsides vastust küsimusele, kas meie poolt analüüsitud tehnoloogiaettevõtte on odav või kallis, tuleks analüüsi kaasata ka teised sarnased tehnoloogiaettevõtted ning kõigi jaoks vajalikud suhtarvud välja arvutada. Alles siis saame öelda, kas analüüsitud ettevõtte on suhteliselt odavam või kallim kui teised.

PEG suhtarv

Nagu eelnevalt mainitud, sõltub P/E suhte suurus paljuski kasumi kasvu kiirusest ning seetõttu on vaid P/E järgi ettevõtte hinnatasemele raske ühest vastust anda. Siinkohal tuleb appi PEG suhtarv, mis kaasab endas P/E ja kasumi kasvukiiruse elemendid. Nimetatud suhtarv leitakse järgmise valemi alusel.

$$\blacktriangle PEG = P/E \div \text{kasumi kasvu kiirus (\%)}$$

Näide:

$$P/E = 15$$

$$\text{Kasumi prognoositav kasv} = 15\%$$

$$PEG = 15 \div 15 = 1$$

Kui PEG suhte väärtus on väiksem kui 1, peetakse ettevõtte hinnatset enamasti soodsaks. Seevastu üle 1 jäävaid väärtusi peetakse märgiks ülehinnatusest.

Dividenditootlus

Kui eeltoodud suhtarvudest võime rääkida eelkõige kiiremini kasvavate ettevõtete kontekstis (väga kiiresti kasvavate ettevõtete puhul pole siiski ka eeltoodutest kasu), siis arengutsükli hilisemates faasides asuvate ettevõtete hindamiseks sobivad paremini teised suhtarvud. Üks selliseid on dividenditootlus (*dividend yield*), mida arvutatakse järgmise valemi alusel.

$$\blacktriangle \text{ Dividenditootlus} = \text{dividend aktsia kohta} \div \text{aktsia turuhind}$$

Näide:

Dividend aktsia kohta = 2 eurot

Aktsia turuhind = 50 eurot

Dividenditootlus = $2 \div 50 = 4\%$

Kiiresti kasvavad ettevõtted tavaliselt dividende ei maksa, kuna rahalised ressursid suunatakse laienemis- ja arendustegevusse. Sellises faasis ettevõtete puhul pole ka ebatavaline täiendavate aktsia-emissioonide korraldamine, et investorite käest veelgi rahalisi vahendeid juurde küsida. Kui aga suuremad investeeringud on tehtud ning ettevõtte põhitegevus enam sedavõrd palju ressursse ei vaja, peetakse heaks tooniks, kui ettevõtte teenitava raha investoritele välja maksab. Enamasti tehakse seda dividendidena, kuid harvaesinev pole ka oma aktsiate tagasi ostmine.

Ütlema, kas aktsiate eest makstav hind on dividende arvestades suur või mõistlik, tuleb appi dividenditootlus. Alles kasvufaasis olevate ettevõtete dividenditootlus (kui nad üldse dividende maksavad) jääb üldjuhul 0–2% vahele, mida eriti märkimisväärses pidada ei saa. Stabiilsemate ja küpsemate ettevõtete puhul aga leiame harva ka ligi 10% dividenditootlusi. Sellisel juhul ongi tegemist juba peamiselt dividendiettevõtetega ning dividendide saamine on ka üks peamisi põhjusi, miks investorid nimetatud ettevõtete akt-

siaid soetavad. Aktsiahinna tõusust sellistel puhkudel erilist kasu lõigata ei loodeta.

Kokkuvõtteks

Eelnevat kokku võttes on oluline märkida, et hoolimata rohkestest numbriest ja arvutustest sisaldab fundamentaalne analüüs siiski olulist subjektiivsuse elementi. Suhtarve uurides tuleks hoiduda väga suurtest üldistustest ning silmas pidada tööstusharu- ja ettevõttespetsiifilisi tegureid. Absoluutselt õigeid vastuseid ei anna ükski analüüsimeetod, kuid põhjalik fundamentaalne analüüs aitab investeerimisotsuseid siiski märgatavalt kasumlikumaks muuta.

Väärtpaberite tehniline analüüs

Sten Pisang,

Lõhmus, Haavel & Viisemann, analüütik

Kujunemislugu

Esimesi jälgi tehnilise analüüsi kasutamisest võime leida kolmesaja aasta tagusest Jaapanist, kus kaupmehed riisi hinna muutumist uurides avastasid hinnaliikumises seaduspärasusi. Sellega pandi alus küünalgraafikule (*candlestick chart*) ning selle uudse meetodi abil suutsid mõned jaapanlased pidevalt riisi hinna kõikumisest kasu lõigata. Tehnilise analüüsi arengus on oluline ka Charles Henry Dow, kes omanimelise teooriaga (*Dow theory*) pani aluse modernsele tehnilisele analüüsile. Omanimelist teooriat ei pannud ta küll ise kirja, seda tehti pärast Dow' surma tema märkmete ja kirjutiste põhjal.

Tema põhilised väited turu liikumiste ja tehnilise analüüsi kohta olid järgmised: aktsiahinnad sisaldavad endas kogu turule kät-

tesaadavat informatsiooni; hinnaliikumised ei ole täiesti juhuslikud, vaid nad järgivad üldiselt teatud kindlat trendi; *mida* on tähtsam kui *miks* ehk tehnilist analüüsi tehes huvitab meid, mida hind hetkel teeb, mitte miks ta seda teeb.

Peale selle, et Charles Dow pani aluse tehnilisele analüüsile, oli ta ka ettevõtte Dow Jones & Company kaasasutaja, Dow Jonesi tööstusindeksi väljamõtleja ning senini maailma ühe populaarsema majandusväljaande The Wall Street Journal asutaja.

Tõsiasi, et enne tehingu sooritamist tuleb ostetavat väärtpaberit põhjalikult analüüsida, peaks meile juba teada olema. Analüüsimiseks on hulk erinevaid võimalusi, millest kaks enamkasutatavat on fundamentaalne analüüs ning tehniline analüüs. Kui esimese puhul on tähtsad eelkõige ettevõtte majandusliku olukorra ning tulevikuväljavaadete tundmine, siis tehnilise analüüsi jaoks on olulised varasemad hinnaliikumised.

Tehniline analüüs võimaldab prognoosida aktsiahinna edasist liikumist varem toimunud hinnamuutuste põhjal. Seda meetodit on võimalik kasutada kõikide finantsvarade analüüsimisel ning hinnaliikumiste prognoosimisel, olgu nendeks siis valuutad, väärismetallid või futuurid, kuid praegusel juhul keskendume peamiselt aktsiatele.

Kui fundamentaalse analüüsi põhilised töövahendid on finantsaruanded, siis tehnilise analüüsi puhul on nendeks aktsiahinna aegread. Teisisõnu on analüüsiks vajalikke sisendeid kolm: aktsia hind, käive (*volume* ehk aktsiate arv, mis vahetab omanikke) ja analüüsitav ajaperiood. Nende kolme muutuja ühendamisel saame aegrea, millest omakorda moodustub aktsiahinna graafik, mida analüüsid jõuab investor ostu- ja müügiotsusteni.

Investeerimisotsust mõjutavad ka aktsiahinnast ja/või käibest tuletatud indikaatorid ning nende liikumised. Indikaator aitab investoril leida signaale turusentimendi ning aktsiahinna võimaliku edasise liikumise kohta. See ei tähenda kindlasti, et mida rohkem indikaatoreid kasutada, seda parem. Kui varem on indikaatoreid arvutatud keeruliste valemite järgi käsitsi, siis arvutite kiire areng vii-

mastel aastakümnetel ning nende jõudluse kasv on teinud indikaatorite arvutamise ja analüüsimise meile oluliselt lihtsamaks. Tänapäeval saame ka kõige keerukamaid indikaatoreid arvutiekraanile kuvada vaid mõne hiirekliki abil.

Investor otsib graafikult seaduspärasusi aktsiahinna liikumises. Leides sarnasusi varem toimunud ning praeguste liikumiste vahel, saame ennustada aktsiahinna muutusi tulevikus. Tehniline analüüs eeldab, et aktsiahindade liikumine on seotud investorite psühholoogiaga ning kuna inimesed käituvad sarnastes oludes sarnaselt, siis usutakse, et minevikusündmuste põhjal on võimalik ennustada tulevikku. Kuigi tehniline ja fundamentaalne analüüs ei ole omavahel hästi võrreldavad, tuuakse tehnilise analüüsi eelisena välja, et see meetod pakub kõigile võrdseid võimalusi. Fundamentaalanalüüsi kasutamisel määrab investori edu tema kasutuses oleva informatsiooni hulk, kuid alati leidub keegi, kelle valduses on rohkem teavet. Vaid graafikuid analüüsid on kõigil turuosalistel täpselt sama palju informatsiooni, sest graafik on üks ning edu sõltub sellest, kui hästi keegi oskab graafikut lugeda.

Esmapilgul võib tehniline analüüs tunduda mõnevõrra lihtsam, kui see tegelikult on. Kas tõesti on vaid graafiku põhjal võimalik ennustada aktsiahinna edasist liikumist ning selle põhjal ka teenida? Just näiline lihtsus on sageli põhjuseks, miks hakatakse tehnilise analüüsiga tegelema ning loodetakse kiiresti rikastuda. Kuna aga ükski teadaolev analüüsimeetod ei anna kindlat ja lõplikku tõde aktsia hinna edasise liikumise kohta, ei saa ka vaid graafikule peale vaadates vaeva nägemata teenida. Küll aga annab tehniline analüüs suurema õnnestumistõenäosuse: mida rohkem erinevad faktoreid meie ideed kinnitab, seda suurem on võimalus, et see konkreetne tehing lõppeb meie jaoks kasumlikult.

Graafikutüübid

Aktsiate tehnilisel analüüsimisel on põhiliseks töövahendiks graafik. Kuna olemas on väga palju erinevaid graafikutüüpe, peaksite valima just endale kõige meelepärasema ja arusaadavama graafiku kujutamise viisi. Järgnevalt vaatleme lähemalt kolme enamkasutatavat.

Joongraafik (*line chart*)

Joongraafik väljendab aktsiahinna liikumist joonena. Iga kauplemispäeva sulgemishinda väljendab graafikul üks punkt ning punktid ühendatakse omavahel joonega. Seda graafikutüüpi tehniliseks analüüsiks eriti ei kasutata, sest graafikult saadav informatsioon on vähene. Suurim miinus on see, et päevasisesed liikumised ning nende ulatus ei ole näha. Küll aga on joongraafik parim variant, kui soovitakse omavahel võrrelda eri aktsiate hinna muutumist (*comparison chart*), sest sellisel juhul on tähtis, kuidas eri väärtpaberid üksteise suhtes mingi kindla perioodi vältel on liikunud.

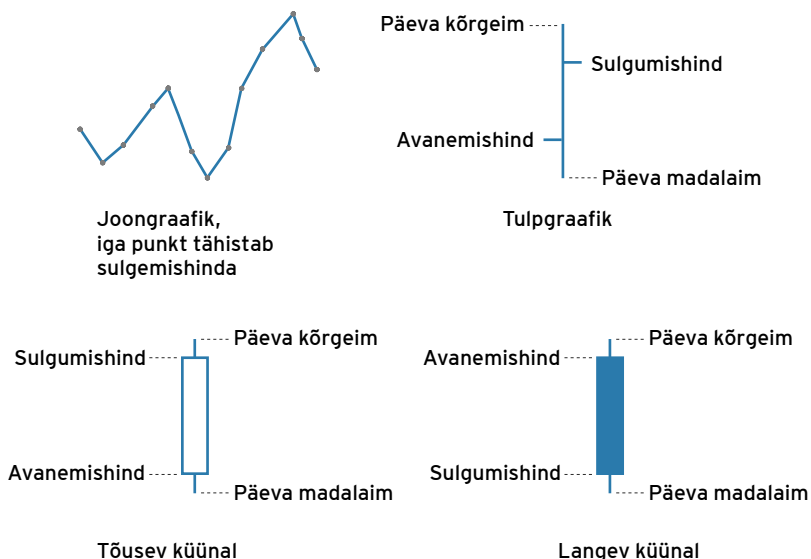
Tulpgraafik (*bar chart*)

Tulpgraafik on joongraafikust mõnevõrra informatiivsem, nimelt on sellel näha ka päevasisene liikumisulatus. Iga kauplemisperioodi tähistab üks vertikaalne joon, mille ülemine ots näitab perioodi kõrgeimat ning alumine madalaimat hinda. Üldjuhul tähistab iga joon ühte päeva, kuid olenevalt vaadeldavast perioodist võib see erineda. Üks joon võib tähistada ka ühte aastat, kuud, nädalat, tundi või minutit. Iga joone vasakul ja paremal küljel on ka lühike horisontaalne kriips: vasakul asuv näitab päeva avanemishinda ning paremal asuv sulgemishinda.

Küünalgraafik (*candle chart*)

Sisaldab endas sama informatsiooni, mis tulpgraafik (päeva avanemis- ja sulgemishind ning päeva kõrgeim ja madalaim hinnatase), kuid seda on visuaalselt lihtsam lugeda. Päeva avanemis- ja sulgemishinna vahele moodustub riskülik ning seda nimetatakse küünla kehaks. Kui aktsia sulgumishind on kõrgemal kui avanemishind ehk aktsia hind tõusis, on küünal seest tühi ja kui sulgemishind on avanemishinnast madalamal ehk hind langes, on küünal seest must. Küünalgraafik ning tulpgraafik on tehnilise analüüsi puhul enamkasutatavad graafikud just seetõttu, et kätkevad endas piisavalt palju lihtsalt loetavat informatsiooni.

Joonis 1. Joongraafik, tulpgraafik ja küünalgraafikud

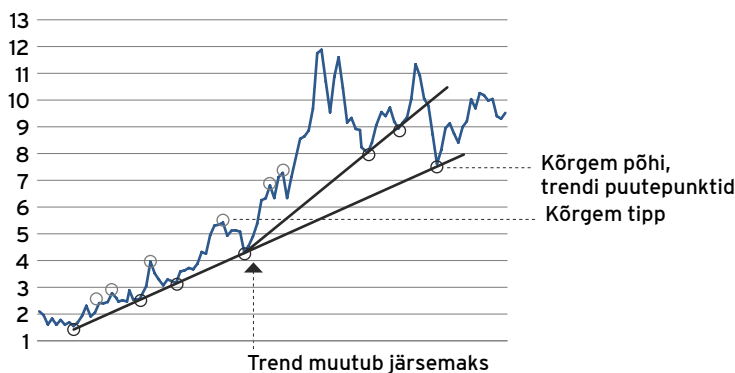


Tehnilise analüüsi mustrid

Trendid

Lihtsaim viis majanduse arengu suuna kirjeldamiseks on trendi kirjeldamine. Ka liikumisi börsil kirjeldatakse tihti trendi abil: turud on kas tõusutrendis, langustrendis või trend puudub ehk liigutakse külgsuunas. Trend on tehnilise analüüsi kasutamisel kõige lihtsamini äratuntav muster. Lihtsaim viis trendi defineerimiseks on järgmine: trend on sirgjoon, mis puutub vähemalt kaht hinnapunkti aktsiagraafikul, kuid seda hinnajoont lõikamata. Trendijoon on suunaga kas üles- või allapoole. Tõusvatel aktsiagraafikutel tõmmatakse trendijoon aktsiahinna alla ning see puudutab põhjaid, mis asuvad eelmistest põhjadest kõrgemal (vt joonis 2). Langustrendi joon tõmmatakse seevastu aktsiahinna peale ning see puudutab graafikul üksteisest madalamal asetsevaid tippe.

Joonis 2. Trendi näitav graafik



Trendi tugevuse määrab tema kestus ning aktsiahinnaga kokkupuutumiste hulk: mida rohkem kordi on aktsiahind trendilt põrganud, seda tugevamaks seda peetakse. Teine viis, kuidas trendi tugevust mõõta, on tema kaldenurk: mida järsema nurga all on tren-

dijoon, seda nõrgemaks seda peetakse. Kui aga aktsiahind liigub mööda lauet trendi, peetakse seda suhteliselt tugevaks.

Joonis 2 illustreerib reaalse näite põhjal, kuidas trend muutub järsemaks ja aktsiahind hakkab kiiremini tõusma. Siinkohal on näha, et trend muutus kohe ebakindlamaks, uuel ja järsemalt trendilt jõutakse teha kolm pörget ning selle murdudes jätkab aktsiahind liikumist vanas laugemas trendis.

Trendi jälgimisel on tähtis vaadelda ka õiget perioodi. Kui on plaan soetada väärtpaberit paariks päevaks, ei ole ilmselgelt kasu viieaastase perioodi graafiku analüüsimisest. Samal ajal kui aktsia pikaajaline trend (üks aasta ja rohkem) on suunaga allapoole, võib keskmine trend (kolmest kuust kuni ühe aastani) olla üles ning lühiajaline trend (mõnest päevast kuni kolme kuuni) jällegi alla. Mainitud ajaperioodid ei ole täpselt reeglitega paika pandud, pigem on tegemist ligikaudse määratlemisega.

Miks otsida aktsiaid, mis on kindlas trendis ning miks vaadelda turu trendi? Trendide kohta on hulk ütlusi, näiteks "*Trend is your friend until it bends*" ehk "Trend on sinu sõber seni, kuni ta murdub". Börsil ei ole üldiselt mõtet tegeleda vastuvoolu ujumisega ehk trendi vastu panustamisega. Näiteks kui suuremad indeksid liiguvad allapoole, ei ole otstarbekas panustada tõusule ja oma aktsiapositsioone suurendada.

Kõige kasumlikum oleks aktsiaid osta võimalikult trendi lähedalt (või müüa lühikeseks langustrendi korral) näiteks pärast trendilt pörkamist, mis kinnitaks trendi jätkusuutlikkust, ja siis juba trendiga kaasa liikuda. Alati ei õnnestu loomulikult positsiooni soetada täpselt pärast pörget ning alati ei pruugigi aktsia just trendilt pörgata. Sellegipoolest tasub positsioon soetada võimalikult trendi lähedalt ning mida kaugemale aktsia trendist liigub, seda ettevaatlikum tasuks olla.

Tehnilise analüüsi puhul on teine huvipakkuv koht trendi juures selle murdumine. Kui see peaks juhtuma, siis üldjuhul toimub järsem liikumine trendile vastupidises suunas, millega kaasnevalt hinnakõikumiselt osa investoreid teenida üritab.

Toetused ja vastupanud

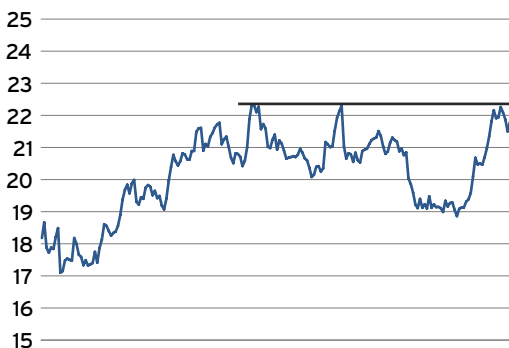
Aktsiahinna liikumine börsil sõltub nõudluse ja pakkumise vahekorra: kui nõudlus ületab pakkumise, siis aktsiahind kerkib ning vastupidi. Toetused ja vastupanud on hinnatasemed, mille juures nõudluse ja pakkumise vahekord järsult muutub. Kui näiteks aktsia hind kerkib ja mitmel korral samalt tiputasemelt tagasi pöördub, siis seda taset nimetatakse vastupanuks. Vastupanuks võib olla ka hinnatase, mida suurem osa investoreid peab liiga kõrgeks või peetakse viimase aja hinnaliikumist liiga riskantseks ning aktsiapositsioon müüakse ja võetakse kasumit. Teisalt võivad vastupanuks olla ümmargused hinnatasemed, nagu kümme, kakskümmend või sada.

Toetuseks nimetatakse hinnataset, mille juures nõudluse järsk kasv ei lase aktsiahinnal allapoole kukkuda või pöörab selle tõusu. Selleks võib samuti olla mõni psühholoogiline hinnatase või olukord, kus investorid peavad konkreetset hinnatasemelt etteviidet fundamentaalselt soodsaks ja usuvad, et aktsia hind võiks tulevikus kerkida, mille tulemusel otsustavad ostma hakata.

Vastupanude ja toetuste puhul on tähtis jälgida ka käivet vastavalt tasemetelt pörkamisel: mida suurem on käive, seda tõsiselt võetavam on konkreetne tase ning seda rohkem investoreid seda jälgib. Samuti on oluline pörgete arv ja ajaperiood ehk mida pikema aja vältel on vastupanu või toetus püsinud ning mida rohkem pörkeid sellelt tehtud on, seda tugevamaks taset peetakse.

Toetuste ja vastupanude jälgimise põhjus on tehnilist analüüsi tehes sarnane ka trendide puhul: kui on leitud mingi hinnatase, mille juures kipub aktsiahind suunda muutma, siis proovitakse seda tabada ning liikumise pealt teenida. Mida rohkem investoreid toetust või vastupanu jälgib ja selle põhjal tehinguid teeb, seda suurem on käive. See omakorda võib kaasa tuua suurema hinnaliikumise, mida investor püüda proovib. Hinnatasemed, mis ühel hetkel käituvad toetustena, võivad tulevikus käituda vastupanudena ning vastupidi.

Joonis 3. Vastupanu näitav graafik

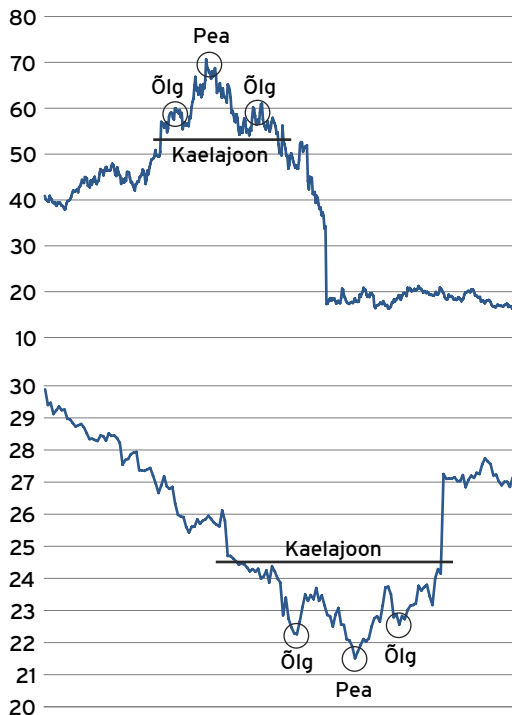


Valik tehnilisi mustreid

Eespool on kirjeldatud tehnilise analüüsi kõige lihtsamini leitavaid ja kirjeldatavaid mustreid. Aktsiagraafikutel on aga erinevaid mustreid väga palju ning nende kõikide väljatoomine ja kirjeldamine ei oleks eriti otstarbekas. Seetõttu kirjeldan põgusalt populaarsemaid mustreid, mida kasutatakse tehnilisel analüüsimisel.

Pea-ja-õlad-mustrit (*head and shoulders*, vt joonis 4) peetakse märgiks trendi pöördumisest. Muster koosneb kolmest komponendist: üks kõrge tipp, mis tähistab pead, ning kaks madalamat, mis asuvad selle külgedel ja näivad õlgadena. Tippudevahelisi põhjasid ühendab kaelajoon (*neckline*), mis ei pruugi alati täpselt horisontaalne olla. Pea-ja-õlad-mustri puhul on tähtis, et käive oleks tippude juures keskmisest kõrgem. Kui see muster esineb n-ö pea alaspidi, on selle nimetuseks tagurpidi-pea-ja-õlad. See on samuti märk trendimuutusest, kuid kuna see tekib langustrendi korral, siis tõusulepöördumisest. Sellisel juhul ei moodustu pea-ja-õlad-muster mitte järjestikustest tippudest, vaid põhjadest.

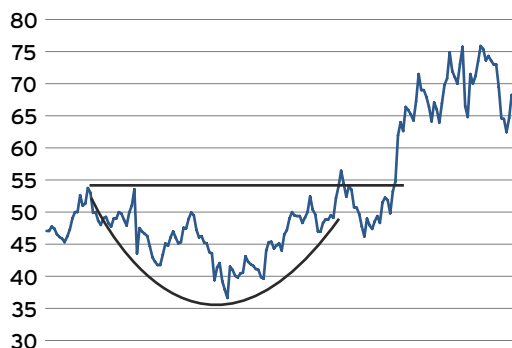
Joonis 4. Pea-ja-õlad-muster



Sangaga tass (*cup with handle*) on muster (vt joonis 5), mille puhul tekib võimalikult pika aja vältel graafikule võimalikult kausjas hinnamuster ehk tass ning selle kõrvale väiksem U-kujuline kausjas joon ehk sang. Moodustunud kausi ülemiste servade ning sangaga juurest saab tõmmata sirge ja võimalikult horisontaalse joone, mis tähistab tassi pealmist osa.

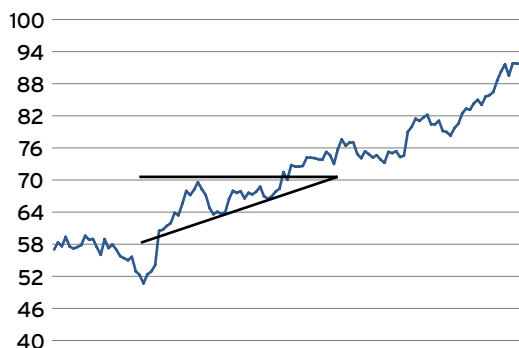
Sangaga tassi muster on signaal aktsiahinna tõusule pöördumisest: kui hind murrab läbi tassi ülemise serva, siis jätkab aktsiahind suurema tõenäosusega tõusu. Tähtis on jälgida, et ülemise joone puutumisel ja hiljem läbimurdmisel oleks käive võimalikult suur.

Joonis 5. Sangaga tassi muster



Kolmnurga mustri (*triangle*) (vt joonist 6) puhul ei ole investori aktsiahinna edasises liikumissuunas eriti kindlad. Aktsiahind püsib küll kehtivas trendis, kuid kindel vastupanu või toetus on ees ning nende kahe joonestamisel graafikule tekib kolmnurk, mille tippu suunas hind liigub. Lõpuks jääb aktsiahind kolmnurga tippu kinni ning sealt murtakse üldjuhul järsema liikumisega välja. Kui murtakse välja läbi ülemise joone, ennustab muster pigem aktsiahinna tõusu; kui läbi alumise joone, siis pigem edasist langust.

Joonis 6. Kolmnurga muster



Indikaatorid

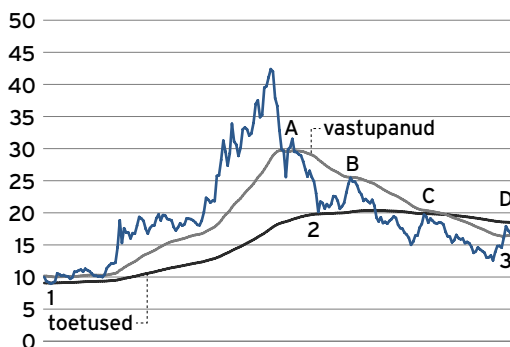
Indikaatorid on aktsia hinnast ja käibest sõltuvad näitajad, mis peaksid aitama investoril otsuseid langetada. Just nimelt peaksid aitama, sest kui kasutada valimatult liiga palju indikaatoreid, võivad nad pigem otsustamist keerulisemaks teha. Samuti ei tohiks lootma jääda ainult ühele indikaatorile, pigem tuleks leida mõned endale sobivad indikaatorid, mis annaksid kas meie ideed toetavaid või ümberlukkavaid signaale. Indikaatoritest tutvume lähemalt ainult enamkasutatavatega, sest indikaatoreid ning nende variatsioone on sadu ja kõikide kirjeldamine ei oleks otstarbekas.

MA ehk libisev keskmine (*moving average*) arvutab teatud hulga viimaste päevade aktsia hinna keskmise ja kuvab selle joonena graafikule, mis aitab määrata aktsiahinna liikumise trendi. Mida lühem on keskmiste periood, seda lähemat trendi see määrab ning vastupidi. Keskmine on "libisev" just seetõttu, et vaadeldavad päevad muutuvad iga päev – vaadeldav ajavahemik liigub viimase päeva sulgemishinna näol ühe päeva võrra edasi. Libisevaid keskmisi on erinevaid, samuti erinevad perioodid, mille keskmisi arvutatakse.

Enamlevinum on SMA (*simple moving average*) ehk tavaline libisev keskmine, mis kaalub arvutamisel kõikide päevade hindasid võrdselt, ning EMA (*exponent moving average*) ehk eksponentsiaalne MA, mille puhul on viimaste päevade hinnad suurema kaaluga kui varasemate päevade omad, mis tagab, et ta reageerib aktsiahinna liikumisele kiiremini. Keskmise trendi määramiseks kasutatakse tavaliselt 50 päeva eksponentsiaalset libisevat keskmist ning pikema trendi määramiseks 200 päeva oma.

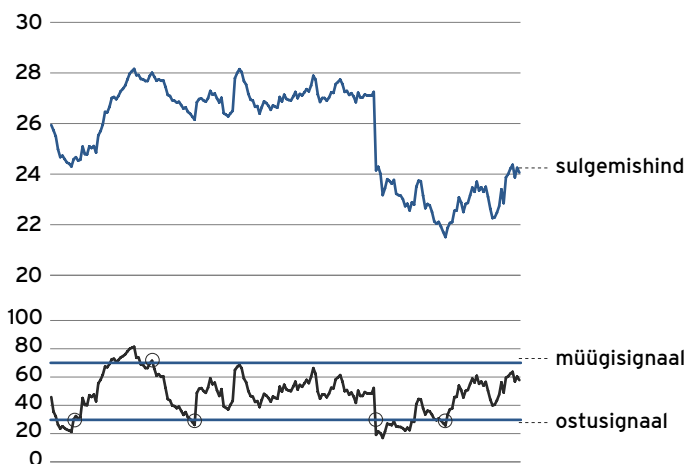
Libisevad keskmised käituvad tihti, kuid mitte alati, toetuste ja vastupanudena (vt joonis 7). Samuti jälgitakse eri perioodide libisevate keskmiste omavahelist ristumist – kui kiiremini liikuv (lühem periood) murrab aeglasemast (pikem periood) ülespoole, on see positiivne märk, vastupidine ristumine on negatiivne.

Joonis 7. Libisevad keskmised



RSI (*relative strength index*) võrdleb keskmist plusspäevade arvu miinuspäevade arvuga ning indikaatori väärtus võib liikuda vahemikus 0–100. RSI väljendab, kas aktsia on üleostetud (RSI > 70) või ülemüüdud (RSI < 30). Kui RSI murrab 70 punkti tasemest allapoole, peetakse seda müügisignaalsiks ning kui 30 tasemest ülespoole, siis ostusignaalsiks, kuid kunagi ei tohiks ainult RSI põhjal ühtegi investeerimisotsust teha, sest selle kasutamine võib olla petlik ja äärmuslikud perioodid võivad kesta kaua.

Joonis 8. Müügi- ja ostusignaal



Enamkasutatavate indikaatorite hulka kuuluvad veel ka OBV (*on balance volume*), mis mõõdab ka käivet ning aitab mõõta trendi tugevust. Aktsia trendi peetakse tugevaks, kui OBV trend on hinnatrendiga samasuunaline. CMF (*chaikin money flow*) on trendi mittejärgiv käibeindikaator, mis aitab määrata ostu- ja müügisurvet.

Kokkuvõtteks

Investorid on tehnilise analüüsi toimimise küsimuses jagunenud kahte leeri: poolehoidjad kaitsevad, et sellega on võimalik teenida, ning vastased väidavad, et tehniline analüüs ei anna mitte mingit eelist ning seega puudub ka teenimisvõimalus.

Tehnilise analüüsi populaarsus võib peituda tema näilises lihtsuses, kuid sellesse sügavamale minnes avastame palju nüansse ning kaheti võetavaid situatsioone. Öeldakse, et tehniline analüüs on pigem kunst kui teadus ehk investorid võivad samalt graafikult erinevaid mustreid ja võimalusi näha ning võidavad need, kes suudavad erinevaid faktoreid kõige paremini lugeda. Suure hulga tehniliste indikaatorite hulgast on soovitatav välja valida just üksteist täiendavad, mitte kordavad indikaatorid. Tehnilist analüüsi on võimalik kasutada nii ainukese analüüsimeetodina kui ka teistega kombineerides.

Kauplemine Balti börsidel

Aktsiaturule investeerimist
tasub alustada koduturust



Kauplemine Balti börsidel

Lauri Lind,
Hansapank, aktsiaturgude osakonna juhataja

Praegu ei ole veel olemas ühtset Balti börsi, vaid on kolm erinevat turgu – OMX Tallinna Börs, OMX Riia börs ja OMX Vilniuse börs. Põhilised takistused ühtsele kauplemissüsteemile on kaks faktorit: kolm Balti riiki ei ole veel kasutusele võtnud eurot ühtse valuutana ning teiseks on kolmel väärtpaberiregistril erinevad kauplemisreeglid.

Kolme börsi erinevused ja sarnasused

Kõik kolm börsi on üsna erineva iseloomuga tulenevalt noteeritud ettevõtete arvust ning investorite struktuurist turul. Ajalooliselt on alates börside loomisest Baltimaades olnud välisinvestorite osakaal käibest kõige suurem Tallinna Börsil, samas on siinsel börsil noteeritud ettevõtete arv olnud kõige väiksem. Mõlemad faktid kehtivad ka praegusel ajal.

Kauplemisaktiivsuse poolest on selgelt kõige ebalikviidsem ja

seega ka investorile riskantseim Riia börs, kus päevakäibed ei moodusta isegi 20% Tallinna Börsi päevakäibest. Tallinna ja Vilniuse börsi kauplemissaktiivsus on omavahel võrreldavad, kuid Tallinna Börs on ikkagi keskmiselt suurema päevakäibega, kuigi noteeritud ettevõtteid on kordades vähem.

2007. aasta esimese poolaasta statistika põhjal oli Tallinna Börsi keskmine päevakäive 100 miljonit krooni, samas kui Riia börsil küündis see näitaja kõigest 7,6 miljoni krooni ja Vilniuse börsil 59 miljoni kroonini. Läti turu nõnda madalal likviidsusel on mitu põhjust, millest peamised on ebaõnnestunud erastamisprotsessid ja IPOde ehk esmaste avalike pakkumiste puudus. Leedu aktsiaturul on hoolimata suurest arvust noteeritud ettevõtetest käive madalam kui Eestis, sest enamik ettevõtteid ei ole börsile tulnud mitte klassikalisel põhjusel, et kapitali kaasata, vaid on seal tulenevalt kunagisest seadusandlusest ja erastamisskeemidest.

Kohalikul investoril tasub meeles pidada, et Balti börsidel liigutavad aktsiahindu valdavalt välisinvestorid, kelle arvele läheb üle 80% päevakäibest.

Lugejal, kes planeerib investeerida vabu vahendeid otse aktsiaturule ehk osta üksikuid aktsiaid, soovitaks alustada alati oma koduturul, vaadata kõigepealt Eesti ettevõtteid ja alles siis seada siht kaugemale, ülejäänud Balti turgudele ja muudele välisturgudele.

Balti börsidel on väga hästi arenenud kauplemisskeskkond, kuna börsid kuuluvad kõik OMX gruppi, mis on omakorda osa NASDAQi börsist tänu hiljuti toimunud ülevõtmisele. Kauplemisskeskkond on kõigil kolmel börsil sarnane, seega, kui investor on ühe endale selgeks teinud, ei tohiks olla probleeme kaubelda ülejäänud kahe turul.

Kauplemine börsidel

Balti börsidel, nagu ka kõigil teistel börsidel, kauplemiseks peab investor esmalt avama väärtpaberikonto. Seda saab teha kontohaldurpankade juures. Kõige lihtsam on väärtpaberikontot avada seal

pangas, kus investoril on juba olemas arvelduskonto. Edukaks väärt-paberitega kauplemiseks on kindlasti vaja olla internetipanga klient, sest internetipangas on tehingute tegemine oluliselt odavam kui pangakontoris või telefoni teel maakleriga suheldes. Internetipanga kliendina saab ka väärtpaberikonto avada otse internetipangast.

hanza.net

portfell

Investor > Portfell > Uus konto

Investeeringis- ja kauplemisegevuse alustamiseks vajaliku väärtpaberikonto või kauplemiskonto saate mugavalt avada interneti teel. Võrreldge kontode tingimusi ning avage sobiv konto juba täna!

Tingimused	Kauplemiskonto	Väärtpaberikonto
Hinnakiri investoris: kauplemine	Ost-müük:	Ost-müük:
	- Eesti, Läti, Leedu aktsiad 0.1%, min 50 EEK - Taani ja Norra aktsiad 0.25%, min 220 EEK - Soomo ja Rootsi aktsiad 0.2%, min 220 EEK - USA, Saksa, Itaalia, Hollandi ja Prantsuse aktsiad 0.1%, min 220 EEK - Suurbritannia aktsiad 0.1%, min 220 EEK + Stamp Duty** - Venemaa aktsiad 0.3%, min 795 EEK* - Poola, Ungari, Tšehhi, ja Austria aktsiad 0.3%, min 395 EEK*	- Eesti, Läti ja Leedu aktsiad 0.2%**, min 50 EEK - Taani ja Norra aktsiad 0.3%**, min 295 EEK - Soomo ja Rootsi aktsiad 0.25%**, min 295 EEK - USA, Saksa, Itaalia, Hollandi ja Prantsuse aktsiad 0.3%**, min 295 EEK - Suurbritannia aktsiad 0.3%**, min 295 EEK + Stamp Duty*** - Venemaa aktsiad 0.3%**, min 795 EEK - Poola, Ungari, Tšehhi ja Austria aktsiad 0.4%**, min 395 EEK
	Lähemalt kauplemiskontost	Vi koogu hinnakirja
Hinnakirja kohaldavus	Vähemalt 12 tehingut poolaastas alates konto avamisest	Tehingute arvu stampiir puudub
Ligipääs	Ainult hanza.netis investorit kaudu	Kontori, telefonipanga ja hanza.netis investorit kaudu
Lubatud tehingud	Väärtpaberite ost-müük; makseta kanded	Väärtpaberite ost-müük; makseta ja makse vastu kanded
Väärtpaberite ostu-müügitehingu vastaspool	Ainult Hansapank	Vabalt valitud vastaspool
Muud piirangutingimused	Kontot ei saa avada USA, Norra ja Soomo kodanikut ega residentid	Telefonipangas lubatud väärtpaberite ost-müük
Kasutamise tingimused	Väärtpaberikonto tingimused	

Ava kauplemiskonto Ava väärtpaberikonto

ava väärtpaberikonto

Näide internetipanga investorirubriigi vaatest.

Nagu näha, on ekraanil ära toodud teenustasud kõigil põhilistel turgudel, kus saab Hansapanga vahendusel kaubelda. Valida saab kahe kontotüübi vahel: kauplemiskonto ja tavaline väärtpaberikonto. Nagu hinnakirjastki näha, on kauplemiskonto mõeldud investoritele, kes jälgivad oma portfelli aktiivselt ja teevad tehinguid tihti (vähemalt 12 tehingut poolaastas ehk siis keskmiselt kaks tehingut kuus), seetõttu on ka sellise konto hinnakiri sood-

sam. See on üldiselt levinud praktika, et kõigis internetipõhistes kauplemisplatvormides pakutakse suurema arvu tehingute puhul madalamat teenustasu.

Lisaks on ekraanil allpool võrdlustabel, mis teeb tavalisele jae-investorile hästi arusaadavaks makstavate komisjonitasude suuruse erinevate tehingumahtude puhul. Samuti on siin eraldi alajaoitus Balti börside jaoks.

Internetipanga põhiline eelis on teenuse madalam hind. Hanza.neti osas "Investor" on näha, et tehingute tegemine Balti turgudel maksab seal 0,1% tehingu mahust ehk käibest (aktsia hind tehingu hetkel korrutatud aktsiate kogusega) nii ostu kui ka müügi puhul, kui on avatud kauplemiskonto. Samal ajal on teenustasu kontorivõrgu kaudu või otse maakleriga sõlmitud ostu või müügi puhul kaks korda kõrgem ehk 0,2% käibest.

Peale madalama teenustasu on internetipanga eeliseks tehingu teostamise kiirus, mis võib mingis turuolukorras (nt kui on uue aktsia esimene kauplemispäev pärast avalikku pakkumist ning aktsia hind muutub sekunditega) osutada äärmiselt oluliseks. Üldiselt kauplevad otse maakleri vahendusel need investorid, kes soovivad osta või müüa suuremat kogust väärtvabereid, kui on seda kohe võimalik börsil teha. Maakler otsib sellisel juhul investorile vastaspoole, mis võimaldab tehingu võimalikult soodsa hinnaga täita. Maakleri vahendusel saab ka edastada selliseid tehingukorraldusi, mida internetipangad ei võimalda.

Pärast väärtvaberi konto avamist, kuid enne tehingute teostamist peaks iga enda rahast lugupidav investor tutvuma konkreetse börsi kauplemiskeskonnaga ning seejärel juba konkreetse ettevõttega, mille aktsiatega ta plaanib kaubelda.

Kodulehekülje info ja võimalused

Balti börsidega lähemalt tutvumiseks sobib esmalt kõige paremini loomulikult nende endi kodulehekülg. Kuigi ühist Balti börsi veel ei ole, on kolm börsi loonud ühise veebilehe www.baltic.omxgroup.com.

Lehe ülemises parempoolses nurgas saab valida keele ja kas koondpildi Balti börsidest või eraldi Tallinna, Riia või Vilniuse börsi. Hiljuti lisandus nimekirja ka alternatiivturg First North Baltic, kus noteeritakse ettevõtteid, mis ei vasta börsi reglemendis esitatud noteerimisnõuetele.

Peale noteeritud ettevõtete saab sellel kodulehel jälgida ka erinevaid indekseid, mis on koostatud noteeritud ettevõtete põhjal. Indeksid aitavad investoril hinnata, mis toimub turul tervikuna või siis mingis konkreetses sektoris (nt finantssektor), ning võrrelda seda turu tootlusega (nt OMX BBGI indeksiga, mis katab kõiki kolme Balti börsi). See annab aimu, millised aktsiad on rohkem või vähem liikunud kui kogu turg tervikuna.

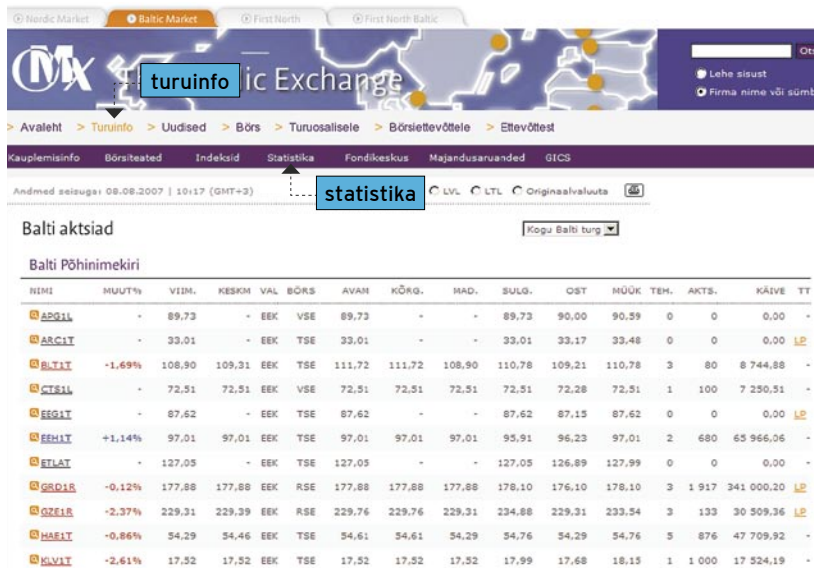


Näide erinevatest indeksitest.

Indeksitele lisaks saab investor tutvuda kauplemisnimekirjas olevate ettevõtetega. Kindlasti tuleb eristada põhi- ja lisanimekirjas olevaid ettevõtteid. Põhinimekirjas kaubeldakse selliste ettevõtte-

te aktsiatega, kus vabalt ringluses olevate aktsiate arv on suurem ja sellest tulenevalt on suurem ka käive. Seega on investori jaoks risk väiksem, kuna ostu ja müügi hinna vahe on väiksem kui lisanimekirja aktsiatel ning tehingute arv ja käive suuremad. Sellepärast ta-sub algajal investoril alustada tutvumist põhinimekirjast.

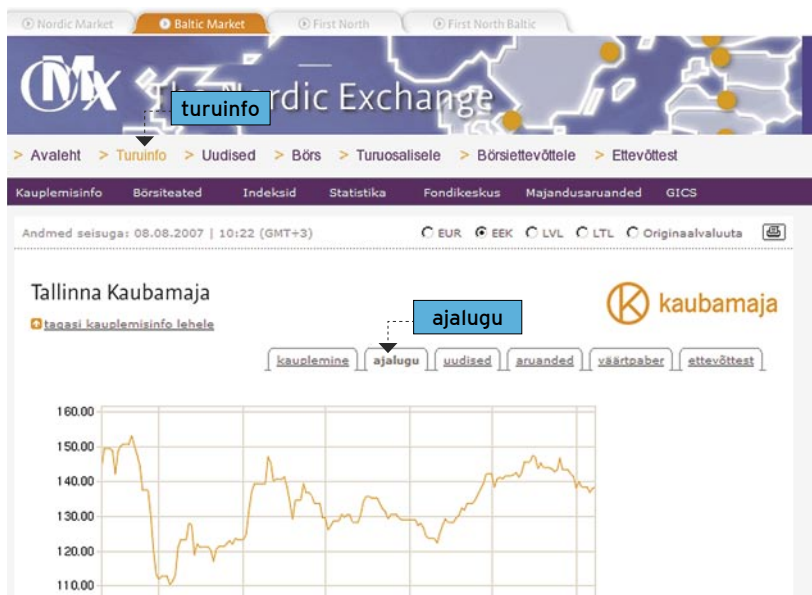
Järgneval ekraanipildil on näha osa Balti põhinimekirja aktsia-te kauplemisinfo, sh ostu- ja müügihindad, käibed, tehingute arv. Need näitajad on lisanimekirja ettevõtete aktsiatel üldjuhul oluli-selt väiksemad.



NIMI	MUUT%	VIIM.	KESKM. VAL. BÖRS	AVAN.	KÕRG.	MAD.	SÜLG.	OST	MÜÜK	TEM.	AKTS.	KÄIVE TT
ARGIL	-	89,73	- EEK VSE	89,73	-	-	89,73	90,00	90,59	0	0	0,00
ARCI	-	33,01	- EEK TSE	33,01	-	-	33,01	33,17	33,48	0	0	0,00
BLIT	-1,69%	108,90	109,31 EEK TSE	111,72	111,72	108,90	110,78	109,21	110,78	3	80	8 744,88
CTIL	-	72,51	72,51 EEK VSE	72,51	72,51	72,51	72,51	72,28	72,51	1	100	7 250,51
EGIL	-	87,62	- EEK TSE	87,62	-	-	87,62	87,15	87,62	0	0	0,00
EELIT	+1,14%	97,01	97,01 EEK TSE	97,01	97,01	97,01	95,91	96,23	97,01	2	680	65 966,06
ELAT	-	127,05	- EEK TSE	127,05	-	-	127,05	126,89	127,99	0	0	0,00
GQIL	-0,12%	177,88	177,88 EEK RSE	177,88	177,88	177,88	178,10	176,10	178,10	3	1 917	341 000,20
GZIL	-2,37%	229,31	229,39 EEK RSE	229,76	229,76	229,31	234,88	229,31	233,54	3	133	30 509,36
HAIL	-0,86%	54,29	54,46 EEK TSE	54,61	54,61	54,29	54,76	54,29	54,76	5	876	47 709,92
KILIT	-2,61%	17,52	17,52 EEK TSE	17,52	17,52	17,52	17,99	17,68	18,15	1	1 000	17 524,19

Näide Balti aktsiate turuinfo veebilehest.

Ettevõtetega tutvumiseks tuleb valida eelmainitud kodulehel olevast menüüst “Turufinfo” alajaotus. Siit leiab kõik vajaliku noteeritud ettevõtete kohta, kaasa arvatud majandusaruanded ning kõik olulised uudised, mida ettevõtte on avaldanud. “Statistika” jaotuses on võimalik tutvuda sellega, kuidas on kujunenud aktsiahind eelnevatel perioodidel ning milline on olnud kauplemisaktiivsus.



Näide aktsiainfo vaatest.

Balti börside kodulehel olevale informatsioonile lisaks tasub võimalusel tutvuda ka ettevõtete endi kodulehekülgedega, kuna sealt võib leida täiendavat informatsiooni.

Tehingutüübid ja -korraldused

Kuna kõik kolm Balti börsi kasutavad ühte kauplemissüsteemi ja börside relemendid on harmoniseeritud, ei ole meil vaja vaadata eraldi Tallinna, Riia ja Vilniuse börsi, vaid räägime Balti börsidel kehtivatest tehingutüüpidest ja -korraldustest.

Kõigil börsidel, kus kaubeldakse väärtpaberitega, on üldiselt võimalik esitada kahte tüüpi korraldusi: ostu- ja müügikorraldusi.

Nii ostu- kui ka müügi korraldused jagunevad omakorda kaheks:

- ▲ fikseeritud hinnaga korraldused;
- ▲ turuhinnaga korraldused.

Fikseeritud hinnaga korralduste eelis on kindel teadmine, et investor ostab või müüb aktsiaid selle hinnaga, mis on ette määratud, või siis parema hinnaga, kui maakler suudab täita investori poolt esitatud korralduse fikseeritud hinnast parema hinnaga.

Turuhinnaga korralduse ainuke eelis on kiire täitmine – investori ostu- või müügi korraldus täidetakse kohe hetke parima hinnaga. Suurim risk turuhinnaga korralduse puhul on hinna määramatus investori jaoks. Mida väiksema päevakäibega on aktsia, seda suurem risk on turuhinnaga korralduse puhul saada halb hind.

Balti börsidel võib kogemuse põhjal väita, et turuhinnaga korraldusi tasub anda ainult nendele aktsiatele, mille päevakäive on vähemalt 10–20 miljonit krooni, ja ka siis tasub turuhinnaga korraldusi anda ainult kiirete liikumiste puhul ning juhul, kui investor ei paiguta turule suuremas mahus tehingukorraldust kui 500 000 kuni 700 000 krooni. Suuremahuliste tehingukorralduste puhul saab investor lõpuks korralduse täidetud küll hetke parima hinnaga, aga see ei pruugi olla mõistlik, kuna ostjate ning müüjate arv turul mingil kindlal ajahetkel (kui täidetakse turuhinnaga edastatud korraldus) ei ole piisav.

▲ Kõigil investoritel tasub üldjuhul kasutada fikseeritud hinnaga tehingukorraldust, kui kaubeldakse Balti börsidel noteeritud väärt-paberitega. Turuhinnaga korraldusi sobib anda ainult tehingutele, mille maht ei ületa oluliselt 100 000 krooni, ja aktsiatele, mille ostu ja müügi hinna vahe on väike ehk alla 2% turuhinnast.

Limiithinnaks tasub ostu puhul panna parim müügihind või mõni sent üle selle, mida kuvatakse turusügavuse all, ning müügi pu-

hul parim ostuhind või mõni sent alla selle, kui soovitakse tehingut kindlasti üsna ruttu sooritada.

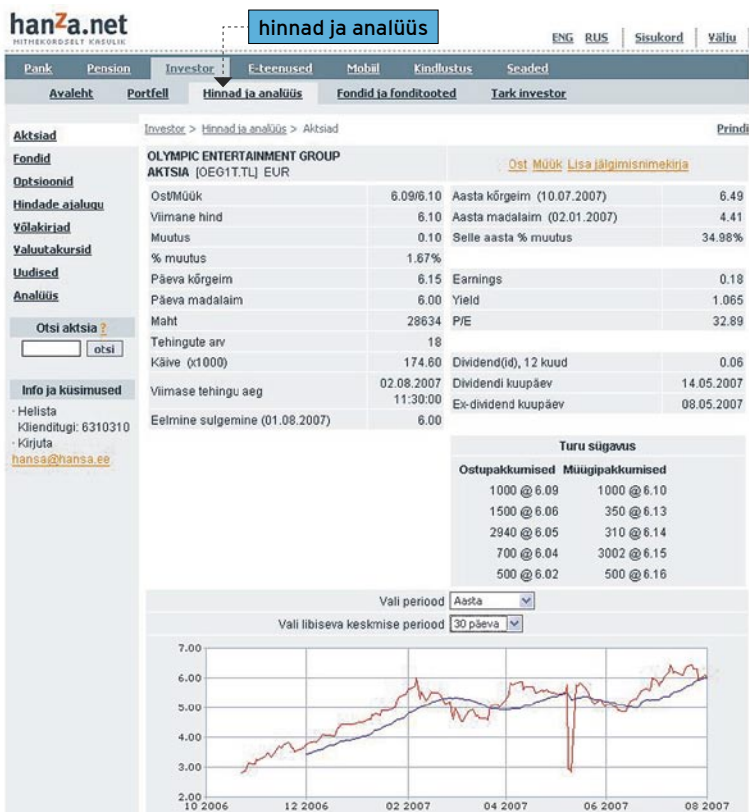
Enamik internetipõhiseid kauplemisplatvorme, mis katavad Balti börse, pakuvad siinsetel turgudel kauplemiseks ainult kahte tüüpi tehingukorraldusi: fikseeritud hinnaga ehk *limit order* ja turuhinnaga ehk *market order*. Vaatame nüüd, kuidas saab esitada tehingukorraldusi Tallinna Börsi suurima turuosalise Hansapanga kauplemisplatvormis “Investor”, mis on osa internetipangast hanza.net.

Sisenedes “Investori” avalehele, on kohe vasakpoolses menüüs võimalik valida “Aksiaorder”, mille järel ilmub ekraanile aken “Otsi aktsiat”, sellesse aknasse tuleb sisestada kas aktsia sümbol (s.o väärtpaberile enamasti börsi poolt omistatud lühinimi, näiteks Olympic Entertainment Groupi lühinimi on OEGIT), aktsia nimi või ISIN kood (rahvusvaheline väärtpaberite identifitseerimise number, mis antakse igale väärtpaberile selle registreerimisel ja on unikaalne).

Pärast väärtpaberi valimist näidatakse kohe ekraanil valitud aktsia viimaseid ostu- ja müüginoteeringuid koos noteeringu kuupäeva ja kellaajaga (nagu järgneval ekraanipildil näha). Korralduse edastamiseks tuleb valida, millist tehingut soovitakse teha (kas ost või müük), seejärel kogus (mis Balti börsidel saab minimaalselt olla üks aktsia) ning lõpuks, kas tehingut soovitakse turuhinnaga või limiithinnaga ehk fikseeritud hinnaga. Viimase valiku puhul tuleb ise pakkuda välja limiithind.

Edasi tuleb valida "Order valmis" nupuke lehekülje allservas, seejärel saab veel ühe võimaluse kontrollida, kas kõik on korrektselt sisestatud, ning siis vajutada nupule "Kinnitan orderi".

Nagu eelolevalt ekraanipildilt näha, on ülaserval kirjutatud väikeses kirjas märksõna “Info” aktsianime kõrvale, sinna klikates avaneb aken, kus on kuvatud täiendav teave aktsia kohta, samuti saab sellelt lehelt vaadata Hansapanga analüütikute tehtud aktsiaanalüüsi ettevõtte kohta, mida tasub lugeda enne korralduse edastamist.



Näide täiendavast teabest aktsia kohta.

Järgnevalt ekraanipildilt on näha lingid analüüsile ja viimased uudised, mis ettevõtte on enda kohta avalikustanud, lisaks hinnagraafik ja andmed käibe kohta ning hinnaliikumine võrreldes indeksiga.

Juba sisestatud tehingukorraldusi saab jälgida “Investoris” alajaotuse “Portfell” all, kus on kirjas ootel tehingud, tehingu staatus ning korralduse täitmise puhul, mis hinnaga tehing toimus. Samuti on ülevaade kogu portfelli koosseisust koos hetke turuhindadega, nagu on näha järgneval ekraanipildil.

Balti börsidel kaubeldes tasub kindlasti hoida ennast kursis portfellis olevate ettevõtete käekäiguga. Selleks tuleb jälgida Balti börsi de kodulehel www.baltic.omxgroup.com olevaid uudiseid ning analüütikute soovitusi.

Investor peab meeles pidama, et Balti börsid on vahelikviidsed ning sellest tulenevalt võivad hinnad ka ühe päeva jooksul liikuda kuni 10% või isegi enam.

Ettevõtete jälgimisele lisaks tasub kõigil investoritel, kes Balti börsidele soovivad investeerida, jälgida ka kolme riigi makromajanduse olukorda. Kuna kõik kolm riiki on küllaltki väikesed, võib riikide majandus tervikuna muutuda kiiresti, mis omakorda mõjutab kohalikel börsidel noteeritud ettevõteteid ja kajastub nende aktsiahindades. Maksab meeles pidada seda, et välisinvestorid jälgivad ennekõike seda, mis toimub riigis tervikuna, ning alles seejärel vaatavad üksikuid ettevõtteid. Ning kuna üle 80% päevakäibest moodustavad välisinvestorid, peab kodumaine investor aru saama nende käitumisest, sest just nemad mõjutavad kõige enam jooksvalt aktsiahindasid Balti börsidel.

Kauplemine muudel turgudel



NEW YORK



LONDON



BERLIN



HONGKONG



Igas riigis on
enamasti oma
börs ja oma
turureeglid



PARIS



MOSCOW



TOKYO



SYDNEY

Kauplemine Euroopa turgudel

Lauri Lind,

Hansapank, aktsiaturgude osakonna juhataja

Börsid Euroopas jagatakse siiani tinglikult Kesk-, Ida- ja Lääne-Euroopaks, tulenevalt riikide erinevast majanduskasvust ja erinevast investorite baasist nendel turgudel. Enamikus varahaldusfirmades on moodustatud eraldi fondid n-ö uue ja vana Euroopa jaoks. Ka lugejatel tasub neile turgudele erinevalt läheneda. Vana Euroopa hõlmab endas esimesi Euroopa Liidu liikmeid ning Norrat.

Igas riigis on üldiselt oma börs ning sellist ühtset turgu, nagu USAs on NASDAQ, Euroopas ei ole. Meie Balti börsid on turud, mis on n-ö uue ja vana piiri peal. Kuuluvad ju kõik kolm börsi OMX gruppi, mis hõlmab endas ka Rootsi, Soome, Taani ja Islandi börsi ning on sellega justkui osa vanast Euroopast, samas on Balti riikide majandused ühed kiiremini kasvavad kogu maailmas ja kätkevad endas ka kõrgemaid riske ning on seetõttu justkui osa Kesk- ja Ida-Euroopa regioonist.

Lisaks OMX grupile on Euroopas suuremad börsid kõikides Euroopa Liidu liikmesmaades, millest olulisemad on Deutsche Boerse/XETRA süsteem Saksamaal ning Londoni börs Ühendkuningriikides. Nendel kahel turul on noteeritud ka väga palju Kesk- ja Ida-Euroopas ning Venemaal opereerivaid ettevõtteid n-ö hoiutõendite kaudu. Hoiutõend on väärtpaber, mis on seotud konkreetse ettevõtte alusaktiaga, kuid kaupleb mingil muul börsil kui ettevõtte kodubörs. Hoiutõendeid kasutatakse enamasti selleks, et lihtsustada välisinvestorite investeeringuid mingi riigi börsile, kuhu muidu on ligipääs raskendatud. Viimasel ajal on palju tõendeid noteerinud Venemaa ja endiste liiduvabariikide (kes veel ei ole Euroopa Liidu liikmed) ettevõtted.

Valdavas osas on kauplemisvaluutaks Euroopa börsidel kohalik valuuta ehk üldjuhul euro (EUR), mille konverteerimisega ei kaasne investoritel eriti suuri kulusi. Suurematest turgudest on ainult Londonis kasutusel nael (£) ja osal hoiutõenditel ka dollar (USD) ning Rootsis, Taanis ja Norras on samuti kasutusel kohalik kroon.

Lääne-Euroopa turgudel internetipankade ja elektrooniliste kauplemisplatvormide kaudu kauplemine on üldjuhul väga lihtne. Samas on investorite huvi viimastel aastatel kandunud valdavalt Kesk- ja Ida-Euroopasse.

Kesk- ja Ida-Euroopa turud

Kesk- ja Ida-Euroopa turud tuleks jagada kolme ossa, ehk nagu viimasel ajal on populaarne öelda – lainesse, vastavalt riikide liitumisele Euroopa Liiduga.

Esimene laine

Esimeses laines on Poola, Ungari, Tšehhi, Slovakkia, Sloveenia ja Balti börsid, kus kauplemine on lihtne, läbipaistvus küllaltki hea ning informatsioon on enamasti saadaval ka inglise keeles kõigi no-

teeritud ettevõtete kohta. Nendel börsidel on võimalik kaubelda ka lihtsalt internetipanga või elektroonilise platvormi kaudu.

Slovakkia on selge erand, sest paraku ei ole seal senini normaalselt toimivat börsi, kuna enamik ettevõteteid erastati otse suurtele välisfirmadele ja päevakäive börsil on äärmiselt madal. Investoritel tasub olla selle turu suhtes ettevaatlik või sinna investeerimist üldse vältida.

Maksab meeles pidada, et peale kolme Balti riigi on esimese laine riikide valuutad (Poola: PLN, Ungari: HUF, Tšehhi: CZK ja Sloveenia: SIT) euro suhtes n-ö ujuva kursiga ehk eksisteerib küllaltki arvestatav valuutarisk ning võib juhtuda, et investeringu tootlusest moodustab valuuta kursi kõikumine poole või enamgi. Samas on seal küllaltki lihtne ja arusaadav maksukeskkond, investoreile ei kohaldata eraldi kohalikku tulumaksu, ainult dividendide pealt peetakse kohapeal maksud kinni.

Informatsiooni kogumisel on alustuseks kõige targem jällegi kasutada börside endi kodulehekülgi (vt ptk “Kasulikud viited”).

Teine laine

Teine laine koosneb praegu kahest riigist, kuid tinglikult võib arvestada kolme riigiga. Kõigepealt juba liitunud Bulgaaria ja Rumeenia ning seejärel Horvaatia, kus liitumine on edasi lükatud, kuni tabatakse Balkanil 1990ndatel toimunud sõja sõjakurjategijad.

Need turud on juba oluliselt vähem likviidsed ehk väiksemate päevakäivetega (mõneti on erandiks Rumeenia). Info noteeritud ettevõtete kohta ei ole alati ingliskeelne, see tähendab, et suur osa infost on kohalikus keeles. Kindlasti on investeringud neile kolmele turule riskantsemad nii madalama likviidsuse kui ka infopuuduse tõttu.

Ainult Bulgaaria valuuta tähisega BGN on fikseeritud eurokursiga, mis Eesti krooni suhtes on umbes üks kaheksale ehk üks BGN on kaheksa Eesti krooni. Rumeenia (RON) ja Horvaatia valuuta (HRK) on n-ö ujuva kursiga ehk valuutarisk on küllaltki suur.

Hoolimata kõrgemast riskist oodatakse nendelt turgudelt just paremat tootlust jätkuva konvergentsi protsessi tõttu, mis toob nendes riikidesse suurel hulgal välisinvesteeringuid nii otse kui ka portfelliinvestorite näol ning see omakorda kasvatab varade hindu ja ka börsil noteeritud aktsiate väärtust.

Jällegi tasub info kogumist alustada vastavate börside kodulehtedelt, kuid nendel turgudel kauplemiseks tuleks pöörduda juba otse suuremate pankade maaklerite poole Eestis, kes oskavad seletada täpsemalt kohalikke eripärasid ning võimalikke piiranguid nendes riikidesse investeerimisel. Nendel turgudel on võimalik kaubelda Eesti suuremate pankade kaudu, kuid kahjuks mitte veel internetipangas.

Kolmas laine

Kolmandas laines on riigid, mis võiksid kunagi tulevikus kuuluda Euroopa Liitu – mõned varem, mõned hiljem. Siia gruppi kuuluvad Balkani riikidest Serbia, Bosnia, Montenegro, Albaania, Makedoonia ja iseseisva riigi staatuse poole pürgiv Kosovo. Lisaks suurriikidest Türgi ning Ukraina ja võib-olla veel väiksematest Moldova, Gruusia ja Valgevene.

Eelpool loetletud riikidest on reaalselt töötav reguleeritud väärt-paberiturg Ukrainas, Türgis ja Serbias, vähemal määral ka Bosnias, Makedoonias, Montenegros ja Gruusias.

Ainult Bosnia ja Montenegro valuutad on euro suhtes fikseeritud kursiga, ülejäänud riikide valuutade puhul on tavapäraseks saanud äärmiselt järsud kursi lühiajalised muutused, kuid üldine trend on olnud viimastel aastatel tugevnemise suunas, eelkõige tänu suurenenud välisinvesteeringutele.

Investoritel tasub esialgu vaadata kõiki kolmanda laine turge kui kõrgema riskitasemega piirkondi. Kõikidel börsidel on likviidsus väga madal (erandina mõned Türgi aktsiad) ning aktsiahindade volatiilsus kõrge ehk hinnad liiguvad lühikese aja jooksul väga suures vahemikus. Samuti on neil börsidel kauplemine keerukas koha-

like maksusüsteemide eripärade tõttu ning ka maaklerite teenustasud on oluliselt kõrgemad tavapärasest, küündides 1–1,5 protsendini tehingu mahust.

Suuremate ettevõtete aktsiaid nn kolmanda laine riikidest (nt Ukraina, Türgi, Gruusia) on võimalik hoiutõendite teel kaubelda ka Londoni börsil, kus teenustasud on oluliselt madalamad kui kohalikul börsil ning ligipääsetavus investorile lihtsam.

Eelmainitud turgudel saab Eestis kaubelda suuremate pankade maaklerite vahendusel, kuid mitte internetipanga lahenduse kaudu.

Kauplemine USA turgudel

Alo Vallikivi,

Lõhmus, Haavel & Viisemann, veebitoodete juht

USA aktsiaturg

USA aktsiaturg on maailma suurim nii seal noteeritud aktsiate arvu kui ka tehingute mahtude poolest. Eesti investoril on üsna lihtne USA turul tegutseda, kuid eelnevalt tuleb selgeks teha sealse turu eripärad. Suur turg tähendab seda, et seal tegutseb väga palju osalisi ning mingit eelist saavutada on väga raske. Tegemist on väga efektiivse turuga ja oluline info ettevõtte tulemuste kohta kajastub ülikiirelt ettevõtte aktsia hinnas. Seetõttu on infol oluline roll aktsiaturu liikumistest kasusaamisel ning ka sekund hilinemist võib kalliks maksma minna.

USA suuremad börsid

Ostjad ja müüjad saavad kokku börsil, kus väärtpaberi hind kujuneb nõudluse ja pakkumise käigus. Börs võib eksisteerida nii füü-

silisel kui ka virtuaalsel kujul, esimesel juhul toimetavad maaklerid nn kauplemispõrandal (*trading floor*), kus siis üksteisest üle karjades, käemärke kasutades või muul viisil signaliseerides lepatakse börsitehingutes kokku. Üha rohkem on USAs üle mindud virtuaalse börsi mudelile – omavahel ühendatud arvutite taga istuvad maaklerid lepivad tehinguid kokku elektroonilisel kujul. USA olulisemad ja suuremad börsid on New York Stock Exchange ja NASDAQ.

New York Stock Exchange (NYSE) asutati üle 200 aasta tagasi (aastal 1792) ning tegemist on maailma mõjukaima börsiga, kus on noteeritud sellised hiiglased nagu McDonalds, Coca-Cola ja General Electric. NYSE-l toimub kauplemine kauplemispõrandal ning suurem osa tehingutest tehakse näost näkku suhtlemisel. Tehingutelimusd saabuvad börsi liikmete hulka kuuluvate maaklerfirmade kaudu ning need edastatakse kauplemispõrandal (*trading floor*) tegutsevatele maakleritele, kauplemisposti juures (*trading post*) võtab maaklerite ostu- ja müügi korraldusi vastu spetsialist, kes edastab hinna maaklerfirmale. Tehingute tegemisel kasutatakse nn oksjoni meetodit – aktsia hinnaks on kõrgeim hind, millega ostjad on nõus ostma, ning madalaim hind, millega müüjad on nõus müüma. Arvutite võidukäik on NYSE olemust suuresti muutnud ning üha rohkem on kauplemine muutunud elektrooniliseks.

NASDAQ asutati 1971. aastal ning oli omal ajal esimene elektrooniline börs. NASDAQ on akronüüm nimest National Association of Securities Dealers Automated Quotation. Nüüdseks on börsist kujunenud elektrooniline keskkond, kus kaubeldakse üle viie tuhande ettevõtte aktsiaga, eriti palju on NASDAQil noteeritud kõrgtehnoloogiaga seotud ettevõtete aktsiaid. Enne 1990. aastate lõpu tehnoloogia sektori aktsiate börsibuumi olid NYSE-l noteeritud suured ettevõtted ning väiksemate ettevõtetega kaubeldi teistel börsidel. Tehnoloogia sektori võidukäik tuli eelkõige kasuks NASDAQile ning nüüd on see koduks mitmele suurele tehnoloogiaettevõttele, nagu Microsoft, Intel ja Cisco, ning sellest börsist on saanud suur

konkurent NYSE-le. NASDAQil kauplemine põhineb turutegemise süsteemil, kus maaklerid näitavad pidevalt aktsiate ostu- ja müüginoteeringuid, mille vahele on kehtestatud kindel protsentuaalne limit. Vastavalt turu liikumistele liigutavad maaklerid ka oma noteeringuid.

USA suuruselt kolmas börs on American Stock Exchange (AMEX), varasematel aegadel oli AMEX konkurendiks NYSE-le, kuid selle rolli on üle võtnud NASDAQ. Kõigele lisaks ositis NASDAQi omanik National Association of Securities Dealers (NASD) 1998. aastal AMEXi ning sellest on kujunenud väikese suurusega ettevõtete kauplemiskeskond.

Peale suurte börside tuleks veel mainida Eesti mõistes vabaturgu või alternatiivnimekirja (*Over-The-Counter Bulletin Board*; OTCBB). Elektrooniline turg võimaldab OTC-l ostu ja müüginoteeringuid seada selliste ettevõtete aktsiatele, mis ei suuda täita reguleeritud börside, nagu NYSE või NASDAQ, piiranguid. Tegemist on tihti väga väikeste ja ebastabiilsete ettevõtetega ning nendega kauplemine on väga riskantne. Kuna kauplemine nende aktsiatega on väheaktiivne, on aktsia ostu- ja müüginoteeringu vahe tihti suur. Enamik rämpsaktsiaid (*penny stocks*) kaupleb OTC vahendusel.

Suuremad indeksid

▲ Dow Jones on üks vanemaid USA aktsiaturu n-ö tervise mõõtjaid. Tegemist on tööstussektori aktsiate kaalutud keskmisega, millele viitab laiendatud nimetus Dow Jonesi tööstuskeskmine (*Dow Jones industrial average*). Tihti kasutatakse lühendit Dow. Indeks loodi 1896. aastal ning koondab 30 USA suurema ja olulisema ettevõtte aktsiat.

▲ NASDAQ Composite on väga laiapõhjaline indeks, mis loodi 1971. aastal. Indeks mõõdab kõigi NASDAQil noteeritud ettevõtete

hinnaliikumisi. Indeksi koosseisu kuulub üle kolme tuhande ettevõtte. Indeksi arvutamisel arvestatakse ettevõtete turukapitalisatsiooni, see tähendab, et suurema ettevõtte hinnaliikumine mõjutab indeksit rohkem. Kuna NASDAQil on noteeritud palju tehnoloogiasektori ettevõtteid, on indeksit kutsutud ka tehnoloogiaindeksiks.

▲ Standard & Poors 500 annab parima ülevaate USA aktsiauru liikumistest, sest koondab endas 500 USA suurema ja likviidsema ettevõtte aktsiahindade liikumist. Indeks katab umbes 75% USA aktsiate turuväärtusest ning sellest on saanud maailma juhtiv turuindikaator.

Kauplemisajad

USA asub Eestiga võrreldes hoopis teises ajavööndis ning seetõttu toimub sealne kauplemine eestlase jaoks üsna eksootilisel ajal. Tavapärane kauplemine toimub USA turgudel kell 16.30–23.00 Eesti aja järgi. Oluline on jälgida üleminekut suve- ja talveajale. Kui talveajale lähivad Euroopa riigid ja USA ühel ajal, siis suveajale üleminek võib USAs toimuda nädal või kaks enne või ka pärast Euroopa üleminekut. See tähendab, et lühikesel perioodil toimub kauplemine kell 15.30–22.00 või 17.30–24.00. Suurem on kauplemisaktiivsus esimesel ja viimasel börsitunnil.

Eel- ja järelturg

Üks lisavõimalus USAs on eel- ja järelturul kauplemine, nimelt on võimalik teha tehinguid enne ametliku börsipäeva algust ja pärast selle lõppu. Eesti aja järgi algab eelturul kauplemine juba kell 14.00 ning lõpeb kell 01.00 järgmisel päeval. Eel- ja järelturul tuleb kauplemisel olla ettevaatlikum, sest turul on vähe ostu- ja müügi- korraldusi, hinnaliikumised on suuremad ning ostu- ja müüginoteeringute vahe on tavapärasest kõrgem ning seetõttu tuleb alati kasutada limiithinnaga tehingukorraldust.

Kauplemispühad

Kindlasti tuleb arvestada, et USA aktsiaturgudel kaubeldakse teise rütmi järgi, Eesti pühad seal ei kehti ning tähistatakse USA pühasid, osa pühasid on siiski ühised, nagu jõulud ja suur reede. Peale tavapärase puhkepäevade on USAs aastas üheksa kauplemisvaba päeva; kui püha langeb nädalavahele, on vabaks päevaks esmaspäev. Pühade eel võtavad turul tegutsejad tihti vaba päeva ning enamasti suuri liikumisi turul pühade-eelsel päeval ei toimu – käive jääb väikeseks ning aktsiate hinnaliikumine on minimaalne.

Majandustulemuste hooaeg

Pärast kvartali lõppu arvestavad ettevõtted oma kasumi ja käibenumbrid kokku ning teavitavad sellest investoreid. Majandustulemuste hooajal (*earnings season*) on aktsiaturul tavapärasest aktiivsem aeg ning aktsiate hinnaliikumised järsemad. Majandustulemuste hooaeg algab kvartali esimesel kuul – jaanuaris, aprillis, juulis ja oktoobris. Just nendel kuudel avaldab enamik ettevõtteid oma eelmise kvartali tulemused. USA aktsiaturul on majandustulemustel oluline roll, kuna tegemist on väga läbipaistva turuga, kus ettevõtted on andnud täpseid prognoose. Eksimuste või üllatuste korral reageerib aktsia hind sellele kiiresti. Seetõttu on oluline kursis olla ettevõtte prognoosidega, investorite meeleoludega ning tõlgendada ettevõtte juhtkonna sõnavõtte õigesti.

Föderaalreservi tegevus

USA keskpanga ehk USA Föderaalreservi kujundada on USA rahanduspoliitika, millest otseselt sõltub majanduskasv ning seega ka ettevõtete edu või ebaedu. See on põhjuseks, miks Föderaalreservi ehk Fedi otsuseid väga täpselt jälgitakse. Kaheksa korda aastas otsustab Fedi juhtorgan vabaturukomitee (*Federal Open Market Committee*; FOMC) USA lühiajaliste intressimäärade saatuse. Int-

ressimäärade muutus ning juhtide sõnavõtud edasiste arengute osas on aktsiaturule üliolulised suunanäitajad. Turg jälgib vabaturukomitee istungeid just intressitasemetega tõttu, mille muutmine mõjutab oluliselt majandustingimusi. Peale konkreetsete otsuste hindamise hoitakse tihti luubi all ka avaldatavaid istungite ülevaateid (*FOMC Minutes*), kus pööratakse suurt tähelepanu sõnastusele ja otsitakse öeldu tagamõtteid, et aimata, mida vabaturukomitee tegelikult majanduse olukorra kohta arvab.

Majandusstatistika

USA aktsiaturul tegutsedes tasub tähelepanu pöörata majandusindikaatoritele, mis annavad jooksva ülevaate majanduse käekäigu kohta. Väga oluline on iga kuu alguses avaldatav tööjõuturu raport (*employment report*), mis annab ülevaate kuu jooksul toimunud sündmustest USA tööjõuturul. Teine oluline infoallikas on hinnaindeksite muutused, siia alla käivad inflatsiooni ning tootja- ja tarbimishinnaindeksi muutused. Suurt tähelepanu pööratakse majanduse käekäigule, mida iseloomustavad sisemajanduse kogutoodangu, tööstustoodangu ja kestvuskaupade tellimuste numbrid. Kui majandusel läheb hästi, läheb hästi ka aktsiaturul ning seetõttu on majanduse käekäiku kajastavad numbrid investorite erilise tähelepanu all.

Korporatiivsed sündmused

USA aktsiaturul tegutsemisel tuleb tähelepanu pöörata sealsete ettevõtete juhtimisotsustele. Kõige tavalisem korporatiivne sündmus on dividendide maksmine, mida USAs tehakse kas korra aastas või korra kvartalis. Aktsia hinnale võib mõju avaldada juhtkonna otsus aktsiale jaotus ehk *split* teha, mis suurendab aktsia kaubeldavust ning muudab aktsia rohkematele investoritele kättesaadavaks. Tavalisele dividendimaksele lisaks võivad ettevõtted maksta aktsiadividende. USA turul ei ole haruldased ka ettevõtete ühi-

nemised ja eraldamised. Loetletud sündmused võivad ettevõtte akt-sia hinda olulisel määral mõjutada.

Väärtpaberituru järelevalve

Investeeringustegevusega kaasneb alati riski
võtmine – ükski seadus ega järelevalvetegevus
ei tule toime riski täieliku vältimisega



Järelevalve

Kristjan-Erik Suurväli,

Finantsinspeksioon, turujärelevalve divisjoni juht

Ilmselt on lugeja juba mõistnud, et väärtpaberituru toimimine on mitmepalgeline ja omavahel tihedalt seotud suhete kogum. See kehtib kogu finantssektori kohta, kuhu kapitaliturgude kõrval kuuluvad ka pangandus, kindlustus ja pensionisüsteemid. Finantsjärelevalve peamine mõte lasub kollektiivses säästmises. Ühiskonnal koos on odavam üleval pidada järjepidevalt tegutsevat järelevalvet, kui inimestel ja ettevõtetel eraldi hinnata finantsteenuseid pakkuvate ettevõtete stabiilsust ja teenuse osutamise kvaliteeti, samuti kanda ebaõnnestumiste tagajärgi. Seda nimetatakse ka masstaabi efektiks.

Eesti finantsjärelevalve mudel

Finantsturu järelevalvet teeb Eestis alates 2001. aastast ainult selleks loodud asutus – Finantsinspeksioon. Finantsinspeksioon on iseseisva tegevusõiguse ja oma eelarvega Eesti Panga juures asuv

asutus ega ole tavapärane riigiasutus. Taoline asend õigussüsteemis valiti Finantsinspeksioonile püüdega tagada inspeksiooni sõltumatus poliitilistest ja eelarvelistest mõjutustest. Finantsinspeksioon saab tegevuseks raha oma järelevalve subjektidelt, see tähendab finantsteenuste pakkujalt ehk pankadelt, kindlustusfirmadelt jne. Seost Eesti Pangaga õigustab tõsiasi, et pankade tegevuse reguleerimine Eestis on keskpanga peaaegu ainuke aktiivne võimalus mõjutada rahapoliitikat. Seepärast on arusaadav keskpanga huvi, et järelevalve asuks tema juures.

Finantsinspeksiooni tegevusele esitatavad üldised nõuded on järgmised.

- ▲ Järelevalve organisatsiooni kohustused peavad olema selgelt ja õigesti määratletud.

- ▲ Järelevalve organisatsioon peab olema oma ülesannete täitmisel sõltumatu, kuid aruandekohustuslik avalikkuse ees.

- ▲ Järelevalve organisatsioon peab oma ülesannete täitmiseks omama seaduslikke õigusi ja piisavaid finantstavendeid.

- ▲ Õigusloome protsess peab olema selge ja järjekindel.

- ▲ Järelevalve organisatsiooni töötajaskond peab vastama kõrgele professionaalsele tasemele, sealjuures peab olema tagatud järelevalve käigus saadud konfidentsiaalse informatsiooni salastatus.

Kapitalijärelevalve eesmärk on pankade, kindlustusseltside, investimisfirmade ja fondivalitsejate tegevuse riski- ja jätkusuutlikkuse analüüs. Hinnatakse kõigi turuosaliste tegevusega kaasnevaid riske. See tähendab muu hulgas hinnangu andmist turuosaliste krediidiriski, tururiski, kindlustustehnilise riski ja operatsiooni riski juhtimisele. Ka hinnatakse sisekontrolli süsteeme ja juhtkonna tegevust. Järelevalve kogub ning töötleb turuosaliste finantsaruandeid. Eesmärk on tagada Eesti turu spetsiifikale ja rahvusvahelisele tavale vastav regulatiivne keskkond, suurendada järelevalvesubjektide usaldusväärsust ja konkurentsivõimet ning arendada riskide juhtimist.

Teenusejärelevalve eesmärk on finantsturgude ja teenuste pakumise ning teenuste endi läbipaistvuse, usaldusväärsuse ja aususe tagamine. Järelevalve tegutseb selleks, et kliendid ja investorid, kes ei ole teenusepakkujatega võrdses positsioonis, saaksid aru, missugust teenust neile pakutakse, ning et pakkujad teeksid seda ausalt ja kasutamata ära oma positsiooni. Väärtpaberituru järelevalve on osa teenusejärelevalvest.

Käesolevas peatükis on põhitähelepanu suunatud Finantsinspektsiooni tegevusele väärtpaberituru järelevalvajana. Järgnevalt seletatakse täpsemalt lahti Finantsinspektsiooni neli põhilist tegevusvaldkonda väärtpaberiturujärelevalves.

Süsteemse riski vältimine

Süsteemse riski vältimine ehk finantsstabiilsuse tagamine. Finantsettevõtte ebaõnnestumine kandub paratamatult üle teistele firmadele ja eraisikutele, kuna nende raha ja väärtpaberid on seotud finantsettevõttega, need on finantsasutuse käes hoiul või tema arvestusel. Enamgi veel, näiteks ühe panga maksejõuetus võib sageli ahelreaktsioonina esile kutsuda teiste pankade maksejõuetuse usalduse kadumise tõttu kogu süsteemi vastu.

Investeerimistegevusega kaasneb alati riski võtmine. Ükski seadus ega järelevalveline tegevus ei tule toime riski täieliku vältimisega. Investorid usaldavad turgu, oma tehingute vastaspoolt ja nõustajaid, teades, et väärtpaberiturul ei ole kellelgi ebaõiglast eelist.

Sellise usalduse kaotus viib sageli ebaratsionaalse käitumiseni, mille kollektiivset väljendust nimetatakse tavaliselt mulli lõhkemiseks. Taolise käitumise tagajärjed ei puuduta aga mitte ainult ühte kindlat emitenti, vahendajat või investorit, vaid võivad levida turu- või sektoripõhiselt. Näiteks nn *dot-com*'i ehk internetifirmade mull, mille puhul kaotati usk kogu internetifirmade sektori arenguvõimesse. Halvemal juhul mõjutab usalduse kaotus aga kogu kohalikku, regionaalset või ka globaalset turgu. Näiteks meid kõiki mõjutanud 1997. aasta kriis Eesti majanduses, mis sai alguse tegeli-

kult Kagu-Aasiast (Taist) ja võimendus Eesti jaoks veelgi Venemaa Föderatsiooni valitsuse majanduspoliitiliste otsuste tõttu.

Väärtpaberituru regulatsiooni ülesanne on vähendada süsteemset riski, eelkõige väärtpaberivahendajate finantsraskustesse sattumist. Kohalike ja rahvusvaheliste turgude omavaheline seotus nõuab kõrgendatud tähelepanu võimalike riskide hindamisel ja ennetamisel. Riskide vähendamine toimub investeerimispiirangute ja kapitaliadekvaatsusnõuete seadmisega investeerimisühingutele ning arveldussüsteemi toimimise tagamisega. Seda nimetatakse ka institutsioonipõhiseks järelevalveks. Järelevalve nõuab turuosalistelt, et neil oleks tegutsemiseks piisavalt raha ja et nende sisemised otsustusmehhanismid toimiksid korrektselt. Piirangute seadmise aluseks peab olema õige riskide hindamine ning seatavad piirangud peavad olema põhjendatud ega tohi ettevõtteid asjalt koormata.

Investorkaitse

Investorite kaitse põhiline vahend on investeerimisotsuste tegemiseks vajaliku teabe avalikustamine. Investoritel on seeläbi parem võimalus hinnata oma investeeringute riski taset ja tasuvust. Teisipidi on investoritel parem võimalus kaitsta oma huve. Teabe avalikustamise sõlmpunktideks on raamatupidamine ja auditeerimine. Nii investeerimisfirmade kui ka väärtpaberite emitentide aruanded peavad vastama ühtsetele rahvusvahelistele standarditele. Nõnda on need aruanded omavahel võrreldavad ja koostatud n-ö samas keeles ehk kõigile ühtemoodi arusaadavad.

Reguleeritud väärtpaberituru toimimisel on investori jaoks kolm põhilist eesmärki:

- ▲ õige hinna kujundamine ehk väärtpaberile nõudluse ja pakumise vahekorras tasakaaluhinna leidmine;
- ▲ likviidsuse ehk väärtpaberite kaubeldavuse pakkumine;

▲ teabe hankimise kulude vähendamine ehk majanduslik efektiivsus.

Väärtpaberituru toimimisel tekivad mõjud ka sellistele isikutele ja nende varale, kes igapäevaselt turgudel kauplemisega ei tegele. Nende isikute ehk siis avalikkuse huvide kaitseks on vaja reguleerida teabe avalikustamist väärtpaberi ja sellega kauplemise kohta. Sellega välditakse teabe ühepoolsust, näidatakse arusaadavalt väärtpaberi hinnakujundamise mehhanismi. Samas on vaja hea seista, et institutsionaalsed turuosalisel, nagu pangad, investeerimisühingud ja pensionifondid, kellel on alati parem ligipääs väärtpaberi emitendi teabele ja võimalus suuremahuliste tehingutega hinda mõjutada, oma positsiooni ära ei kasutaks.

Kuritegevuse tõkestamine

Õigluse mõiste väärtpaberiturul on tihedalt seotud investori kaitsega, eelkõige ebaausate ja ebaseaduslike tehingute ärahoidmise teel.

Väärtpaberituru regulatsioon ja järelevalve peab tagama investorele võrdsed võimalused juurdepääsuks väärtpaberiturule üldiselt ja konkreetse väärtpaberi hinda puudutavale teabele.

Turu tõhusus ja läbipaistvus eeldab, et kõik oluline teave on täpne, reaalajas väärtpaberihindade kujunemise protsessi üks lahutamatu osa ja kõikidele turuosalistele võimalikult kiiresti ning võrdselt kättesaadav. Luuakse usaldusväärsus.

Läbipaistvus on põhilisi tingimusi, et tagada turgude tõhus toimimine. Ainult juhul, kui kõikidel turuosalistel on võrdne võimalus saada kiiret ja ühesugust täielikku teavet väärtpaberi emitendi kohta, on loodud eeldused teha põhjendatud investeerimisotsuseid.

Sageli levib teave väärtpaberi või selle emitendi kohta turul ebaühtlaselt ehk jõuab ühtede isikuteni teistest varem. Seni, kuni teave ei ole korrektselt avalikustatud, peetakse seda sise- ehk salajaseks teabeks. Teisalt võidakse soovida eksitava teabe levitamise teel jätta

muljet, et emitendil läheb hästi või halvasti ehk teistmoodi kui tegelikult või hoopis mõjutada emitendi väärtpaberiga kauplemist nii, et see erineks loomulikust nõudluse ja pakkumise vahekorra. Sellist tegevust nimetatakse turuga manipuleerimiseks. Siseteabe kasutamine või turuga manipuleerimine on kuritegu ning järelevalve tegevus on suunatud sellise tegevuse tõkestamisele ja uurimisele.

Samuti võidakse finantssüsteemi ära kasutada rahapesuks ehk jätta muljet, et kuritegevuse teel saadud vara on samasugune nagu ausalt teenitud vara. Ka see on seadusega keelatud.

Finantsteenuste tarbija teadlikkuse tõstmine

Kuna finantssektoris on kliendisuhted ja müüdavad teenused keerukamad kui näiteks kaupluses, on järelevalve tegevuse oluliseks valdkonnaks selgitada, kuidas eri turuosalisel tegutsevad, missugused on riskid tarbijatele ja missuguseid küsimusi peaksid tarbijad teenuse osutajale esitama. Finantsteenust ei ole võimalik käega katsuda ja sageli on isegi raske hoomata, mis on teenuse või toote sisuks. Tarbija ei ole turuosalisega võrdses positsioonis teenuse hindamisel ega ka läbirääkimistel, seega on teadlikkuse tõstmine võimaluste kohta finantsteenuste tarbimisel väga oluline.

Finantsteenuste selgitamiseks ja investorhariduse pakkumiseks on Finantsinspeksioon loonud internetilehekülje www.minuraha.ee, kus pakutakse tarbijale teavet toodete ja teenuste valimiseks ning teenusepakkujatega suhtlemise kergendamiseks.

Igapäevaselt teostatav väärtpaberituru järelevalve

Väärtpaberituru järelevalve teostamise võib lähtuvalt turu toimimise loogikast jagada kolmeks osaks: järelevalve väärtpaberiturule sisenemisel, väärtpaberiturul tegutsemisel ja väärtpaberitult lahkumisel.

Sellesse loogikasse sobivad nii väärtpaberite emitendid, turuosa-

lised kui ka investorid, kelle kaitsmisele on kogu süsteem üles ehitatud. Järelevalve teostamise käigus annab Finantsinspeksioon tegevuslubasid, kooskõlastab prospekte, teeb ettekirjutusi, kui turuosaliste käitumine ei vasta seadusele, või karistab väärteo korras, kui ettekirjutust ei täideta või on toimunud oluline õigusrikkumine.

Väärtpaberiturule sisenemine

▲ Turuosalisised

Väärtpaberiturul investeerimisteenuste pakkumiseks on vajalik tegevusluba. Finantsinspeksioon otsustab seaduse alusel tegevusloa andmise pankadele, investeerimisühingutele, fondivalitsetajatele, väärtpaberituru korraldajale ja arveldussüsteemi korraldajale. Järelevalve hindab ettevõtte tegevuse vastavust kapitalistandarditele ja teenuseosutamise nõuetele. Väärtpaberituru korraldaja ehk Tallinna Börsi puhul on peale selle finantsstabiilsuse oluline ka infotehnoloogiline võimekus korraldada väärtpaberitega kauplemist. Samuti hindab järelevalve Tallinna Börsi reegleid ja nende vastavust seadusele.

▲ Väärtpaberid

Väärtpaberite avaliku pakkumise või ka noteerimise raames – sama kehtib ka investeerimisfondide puhul – tuleb avalikustada pakkumise prospekt. Pakkumise prospekti kooskõlastab Finantsinspeksioon. Finantsinspeksiooni ülesanne pakkumise prospekti kooskõlastamisel ja registreerimisel on tuvastada, kas kõik väärtpabereid emiteerivat ettevõtet iseloomustavad andmed on prospektis kirjas. Tuleb veenduda, kas finantsarvestust on peetud vastavalt rahvusvahelistele raamatupidamise standarditele (IFRS, *international financial reporting standards*).

Järelevalve ei kinnita prospektis olevate andmete õigusust ega kontrolli neid, seda teevad emitendi juhtkond ja audiitorid. Samuti ei anna järelevalve hinnangut väärtpaberitele ega soovitusi või hoiatusi neisse investeerimisel. Seda peavad otsustama investorid

ise, küsides nõu pankadelt ja investeerimisfirmadelt ning lugedes nende soovitusi.

Avaliku pakkumise läbiviimise käigus hindab järelevalve, et pakkumise korraldaja, emitent või pakkuja ei satuks huvide konflikti ega kasutaks ära tema valduses olevat teavet teiste investorite ees eelise saamiseks. Selle, kas lubada väärtpaberid reguleeritud turule kauplemiseks, otsustab Tallinna Börs Finantsinspeksiooni poolt kooskõlastatud prospekti alusel. Finantsinspeksioon jälgib, et Tallinna Börsi otsused vastaksid väärtpaberituruseadusele ja et börsile ei võetaks kauplemiseks aktsiaid, mis oma omaduste poolest sinna ei sobi.

Väärtpaberiturul tegutsemine

▲ Turuosalised

Finantsinspeksioon kontrollib esitatava finantsaruandluse põhjal pidevalt turuosaliste vastavust kapitali nõuetele ja nende tegevuse jätkusuutlikkust. Turuosalised peavad organiseerima oma tegevuse viisil, et alati oleks võimalik klientide korraldused täita ja soovi korral turuosaliste käes olev klientide raha neile tagasi maksta. Järelevalve kontrollib, et börs rakendaks oma reegleid kõikidele samal alusel, nõuaks väärtpaberiemitentidelt teabe avalikustamist ning avalikustaks kauplemisele eelnevat ja järgnevat teavet väärtpaberite hindade ja koguste kohta.

Turu toimimise jaoks on oluline väärtpaberi arveldussüsteemi laitmatu tegutsemine ehk iga investor peab saama oma raha eest õigel ajal ja õiges koguses väärtpaberid või vastupidi.

▲ Kauplemine väärtpaberitega

Väärtpaberitega kauplemiseks on vaja teada väärtpaberi hinda ja selle omadusi. Väärtpaberi omadused selguvad teabest, mida väärtpaberi või selle emiteerinud emitendi kohta avalikustatakse. Järelevalve ülesanne on kontrollida, et emitendid avalikustaksid enda kohta kogu olulise teabe, mis võib mõjutada väärtpaberi hinda. Siis

on investoritel võimalus otsustada, kas hind on õige ja kas neil on soovi väärtpabereid osta või müüa. Järelevalve kontrollib nii emitentide finantsaruandeid kui ka majandustegevuse käigus tekkivat olulist teavet, mis tuleb avalikustada.

Samuti jälgib Finantsinspeksioon koos Tallinna Börsiga väärt-paberitega kauplemist. Kauplemise jälgimise eesmärk on selgitada välja isikud, kes püüavad turgu kuritarvitada ehk kasutada ära sise-teavet või turuga manipuleerida. Sellist tegevust karistab Finants-inspeksioon väärteona või teeb kriminaalmenetluse alustamiseks avalduse politseile ning süü tõendamisel karistatakse süüdlast koh-tu poolt kriminaalkorras.

Turu kuritarvituste tuvastamise käigus analüüsib inspeksioon tehinguid ning isikuid, kes tehinguid on teinud. Või kui tegemist on äriühingutega, siis nende omanikke ja omanikevahelisi suhteid. Selleks tehakse järelepärimisi mitmesugustesse andmekogudesse – äriregistrisse, väärtpaberite keskregistrisse, kodakondsus- ja mig-ratsiooniametisse –, küsitakse väärtpaberi ja rahakontode väljavõt-teid pankadest ja investeerimisühingutest.

Vajadusel võib inspeksioon tutvuda isikute telefonikõnede loe-telu ning internetiühenduste ja -liikluse andmetega. Kõik maakle-rite telefonikõned ja tehingukorraldused tuleb tuvastada, et hiljem oleks võimalik tõendada, miks tehinguid tehti. Vajadusel tegutseb Finantsinspeksioon koostöös välismaa järelevalvetega, kelle käest on võimalik saada samasugust infot nende riigis tegutsenud isiku-te kohta või anda teavet Eestis toimunu kohta.

Hea näide väärtpaberiturgude seotusest on 2006. aastal toimu-nud järelevalvejuhtum. Üks Belizel asutatud, kuid Eesti postiaadres-siga äriühing avas 2006. aasta lõpul Eesti investeerimisfirmas väärt-paberitega kauplemise konto. Sellelt kontolt tehti tehinguid Ameer-ikas. Raha tehingute tegemiseks tuli Lätis asuvalt firmalt. Tehin-gukorraldused tehti interneti kaudu Eestist ja Venemaalt. Isik, kes konto avas, on Venemaa Föderatsiooni kodanik.

Ameerika Ühendriikide väärtpaberijärelevalve tuvastas, et tehin-gud, mis olid tehtud Eesti investeerimisfirma kaudu, sisaldasid en-

das pettust. Samuti oli varastatud Ameerika investorite kontodele ligipääsukood. Koodide varastamise kaudu saadi ligipääs kontodele, millelt tehti tehinguid, kusjuures vastaspooleks oli Eesti investeerimisühingus avatud Läti äriühingu konto. Raha kanti kontolt välja Eestis tegutsevasse pank.

Finantsinspeksioon tuvastades olukorra, peatas tehingute tegemise kontodel oleva varaga, et petturid ei saaks vara Eestist välja viia. Samuti võttis inspeksioon ühendust rahapesuandmebüroo ja politseiga. Tulemuseks oli Ameerika Ühendriikide abipalve Eesti justiitsorganitele, kes arestisid vara, et see vastavalt Ameerika kohutu otsusele Ameerika investoritele tagasi kanda.

Väärtpaberiturult väljumine

▲ Kauplemine väärtpaberitega

Juhul kui mõne investori osalus ettevõttes suureneb üle viiekümne protsendi või ta soovib kogu ettevõtet endale saada, tuleb teha ülevõtmispakkumine kõigile teistele investoritele. Ülevõtmispakkumise eesmärk on maksta teistele investoritele õiglane hind suure osaluse eest ettevõttes ja kui sellele järgneb ettevõtte börsilt lahkumine, siis hüvitada väärtpaberi likviidsuse kadu.

Finantsinspeksiooni osaks on kooskõlastada prospekt ehk veenduda, et prospektis on olemas kogu vajalik teave ülevõtmispakkumise kohta. Kohustusliku ülevõtmispakkumise puhul peab inspeksioon ka veenduma, et väärtpaberi eest makstav hind on õiglane. Selle, kas väärtpaberitega kauplemine börsil lõpetatakse, otsustab Tallinna Börs, pidades silmas, et väikeinvestorid ei saaks kauplemise lõpetamisest kahju.

▲ Turuosalised

Juhul kui investeerimisühingu või panga tegevus ebaõnnestub ehk tekib maksejõuetus, pankrot või ei vasta turuosalise tegevus mõnel muul põhjusel enam seadusega ettenähtud nõuetele ja tema tegevusluba võetakse ära, kuulutab Finantsinspeksioon välja inves-

teeringute hüvitamise päeva. Kõik investeeringud, mis vastavad seaduse nõuetele, hüvitatakse 90% ulatuses, kuid mitte suuremas summas kui 20 000 eurot ehk umbes 312 000 krooni. Sellega tagatakse investoritele vähemalt osaliselt vara kiire laekumine. Ülejäänud vara tagastatakse investoritele hiljem, kuna investeerimisühingud on kohustatud tagama, et nende vara oleks alati lahutatud klientide varast, samuti ei saa investeerimisühingu tegevuse lõpetamisel investeerimisfirma võlgasid katta klientide varaga.

Hea ühingujuhtimise tava

Kilvar Kessler,

Tark & Co, advokaat;

TÜ õigusinstituut, väärtpaberiõiguse lektor

Enamasti on emitendid äriühingud. Käesolevas peatükis kirjutatakse, mis on börsiemitente puudutav “Hea ühingujuhtimise tava” ning milleks see on vajalik. Selleks tuleb esmalt seletada teabe ja lepingu rolle ning esinduskulu probleemi. Seejärel käsitleme tava ning selle täitmise kontrollimist.

“Hea ühingujuhtimise tava” tekst on kättesaadav Tallinna Börsi ja Finantsinspektsiooni veebilehtedel.

Teabe olulisus

Teabe täius ja õigsus võimaldavad teha kvaliteetseid investeerimisotsuseid.

Suhtlemise kvaliteet põhineb inimese võimel teavet vastu võtta ning seda analüüsida. Töökohta valides katsume esmalt välja selgi-

tada sellega seonduvad võimalused ja kohustused. Poes toitu ostes silmitseme pakendeid ning toiduainete välimust. Me püüame koguda maksimaalselt teavet endale kasuliku otsuse tegemiseks. Teabe kogumisel eeldame selle õigsust ning analüüsimisel tuginema isiklikule kogemusele.

Teabe ebaõigsus suurendab riski, et teabe alusel tehtud analüüs on vale. Vale selles mõttes, et ei too kaasa meie poolt oodatud tulemust. Näiteks ostsime poest kanamune, kuid hiljem osutusid mõned neist mädaks. Kindlasti põhjustab sündmus pahameelt: informatsioon munade kohta oli väär, seega ka analüüs ja ootus hüve suurenemisele.

Teabe õigsuse olulisuse vaatevinklist ei ole suurt vahet, kas ostame poest toiduaineid või börsilt aktsiaid. Ka aktsiate puhul eksisteerib võimalus, et nende kohta avaldatud info on väär. Kanamuna puhul on aga teabe ja selle ebaõigsuse juhtumite ring piiratum: näiteks on tegu mädamunaga või on muna koor katki. Kummalgi juhul ei pruugi muna täita funktsiooni, mida me sellelt ootame. Hinnang aktsiale äritegevuse edukuse mõõdikuna sõltub äritegevuse kohta saada oleva info mahust ja õigsusest. Äritegevus on tunduvalt keerukam kanamunast ja nii on ka meie ootused teabe suhtes suuremad. Seega aktsia kohta info saamine ja selle info õigsus on ülioluline.

Leping tugineb analüüsile

Lepingud on teabe analüüsi alusel sõlmitud kokkulepped, mille täitmist tagab riik oma sunniaparaadiga.

Vabatahtlik inimsuhtlus toimub tavaliselt juhul, kui see annab suhtlejatele midagi juurde, suurendab nende hüvesid. Ühiskond on kokku leppinud, et osa suhtlusest täidab rolli, kus tuleb osalejaid vajadusel sundida oma lubadusi täitma. Juriidilises keeles kannavad taolised lubadused tehingute nime. (Tehing on üldnimetaja. Kaheja enamapoolseid tehinguid nimetatakse lepinguteks. Ühepoolne tehing on näiteks testament.)

Näiteks kutsute meeldiva inimese õhtusöögile, kuna soovite temaga rohkem ühiselt aega veeta. Kui teine pool vastab kutsele nõustumisega, on tegu kokkuleppega. Seda kokkulepet ei saa aga tõenäoliselt kohtu kaudu täitma sundida, kui üks pooltest peaks seda rikkuma. Tegemist ei ole tehinguga.

Oletame aga, et meie näite õnnelikud inimesed siiski läksid ühisele õhtusöögile. Seal viibides tellisid nad muu hulgas õunamahla ja kelner aktsepteeris selle tellimuse. Tehing, täpsemalt leping, oli sõlmitud! Kelner tõi lauda aga viinamarjamahla. Toimus lepingu rikkumine. Inimestel on õigus riigi sunnijõu toel nõuda lepingu täitmist. Tavaliselt paneb asjad paika vaba konkurents ning kelner on ise huvitatud lepingu heast täitmisest või rikkumise korral olukorra kiirest heastamisest. Konkurentsimoontonutuse puhul aga võib osutuda vajalikuks sundida lepingu poolt lepingut täitma või hüvitama rikkumisega tekitatud kahju.

Hoolsus- ja lojaalsuskohustus

Teatud lepingute puhul nähakse ette hoolsus- ja lojaalsuskohustus kaitsmaks väheminformeeritud poole huve.

Tehingute toel müüakse, vahetatakse, laenatakse, kasutatakse. Peale selle ka esindatakse. Esinduse puhul usaldab lepingu üks pool teist poolt teabe hankimisel ja analüüsimisel esimese poole kasuks. Näiteks eluaseme ostmise soovi korral pöördume kinnisvaramaakleri poole, kuna usume temal olevat rohkem teavet müüdavate korterite kohta. Samas ei tea me, kas kinnisvaramaakler pakub meie huvidele kõige enam vastavat saadaolevat korterit või sellist, mille müümisest on maakler huvitatud muudel põhjustel.

Õigus- ja majandusteaduses kutsutakse esinduskulu probleemiks situatsiooni, kus esindaja kasutab temal olevat informatsiooni esindatava teadmata esindatava kahjuks. Esinduskulu probleemi on püütud lahendada õigusega. See tähendab, et seaduses nähakse ette esindaja hoolsus- ja lojaalsuskohustus esindatava suhtes.

Äriühing kui suhete ja lepingute kogum

Väga paljud meist töötavad töölepingu alusel äriühingus. Äritegevuses lisaväärtuse loomiseks kasutab äriühing peale tööjõu ka muid sisendeid. Äriühing saab sisendeid ja annab väljundeid lepingute alusel. Äriühing pole tegelikult midagi muud kui inimene või inimesed, kes on tehinguga teatud hüve usaldanud teiste, oma esindajate (kutsugem esindajat juhatajaks või juhatuseks) hoolde eesmärgiga saada veel rohkem hüve. Seega tundub, et äriühing on sisuliselt suhete ja lepingute kogum.

Ülaltoodut arvestades võiks äriseadustiku kehtetuks tunnistada ning seejärel lepiksid inimesed iga kord äri tegemises uuesti kokku. Tegelikult on ettevõtteseadus (äriseadustik) mudelleping äri tegemiseks teatud vormis, säästmaks tehingukulusid. Seaduse näol on igakordsed ja paljude isikute kantavad tehingukulud internaliseeritud võimuaparaadi ning seadusandja ühekordseteks kuludeks esimeste tehingukulude vähendamise eesmärgil. Teisiti öeldes – selle asemel et aktsionärid hakkaksid iga kord igas küsimuses juhatusega ja omavahel eraldi kokku leppima, tuginetakse ettevõtteseaduses ette antud mudelitele. Niiviisi säästetakse kokkuleppimise aja- ja rahakulu. Seega on äriseadustiku olemasolu siiski õigustatud.

Äriseadustik

Äriseadustik kehtestab ühtse minimaalse juhtimismudeli kõigile äriühingutele, annab raamistiku juhtimiseks. Oluliste elementidena kehtestatakse juhtkonna kui aktsionäride sisulise esindaja (õigus- tehnilises mõttes on juhatuse liige äriühingu seadusjärgne esindaja) hoolsus- ja lojaalsuskohustus, samuti kohustus kohelda aktsionäre samastel asjaoludel ühetaoliselt (ehk võrdsetel asjaoludel võrdsest). Äriseadustikus püütakse maandada ka suuraktsionäri poolt väikeaktsionäride arvel äriühingust hüve väljaviimise riski. Seadus jätab õigustatult piisavalt mänguruumi kokkulepeteks ja juhtimise korraldamiseks, arvestades äriühingu iseärasusi.

Äriseadustiku paindlikkus tähendab, et emitent võib juhtimise korraldada enam või vähem läbipaistvalt. Samas on aga emitendi juhtimisel ning selle arusaadavusel (teave) investorile väärtpaberi hinnastamisel (analüüsi resultaat) võtmeroll. Läbipaistva juhtimise korraldamisel võib esineda tõrge, kuna emitent ei saa investorile läbipaistva juhtimissüsteemi loomise eest vahetat vastutasu. Pealegi ei pruugi investoril olla selget arusaama, millise korraldamise ja õigusliku ülesehituse puhul on õige info saamine enim tõenäoline ning investorid huvid hästi kaitstud. Seega võib emitendi investoritele ja muudele asjaomastele isikutele osutada vajalikuks optimaalse juhtimismudeli olemasolu, mille suhtes saab emitenti võrrelda ning hinnata investeeringu riske ning tuluvõimalust. Taolist mudelit nimetatakse hea ühingujuhtimise (*good corporate governance*) reegliteks.

Hea ühingujuhtimise tava

Hea ühingujuhtimise tava soovib börsiettevõtetele ühetaolist läbipaistvat juhtimismudelit, mis hõlbustaks investoritel langeda otsuseid.

Eestis kätkeb hea ühingujuhtimise mudel börsiettevõtetele “Heas ühingujuhtimise tavas”, mis on mõeldud investoritele parema info kaudu investeerimisotsuste tegemise hõlbustamiseks, samuti börsiemitentidele oma juhtimise heaks tutvustamiseks, investorile atraktiivsemaks muutumiseks. Tava on soovitus eelkõige börsiettevõtetele juhtimise korraldamiseks ja aktsionäride huvide kaitsmiseks. Keegi ei keela seda täitmiseks võtta igal äriühingul.

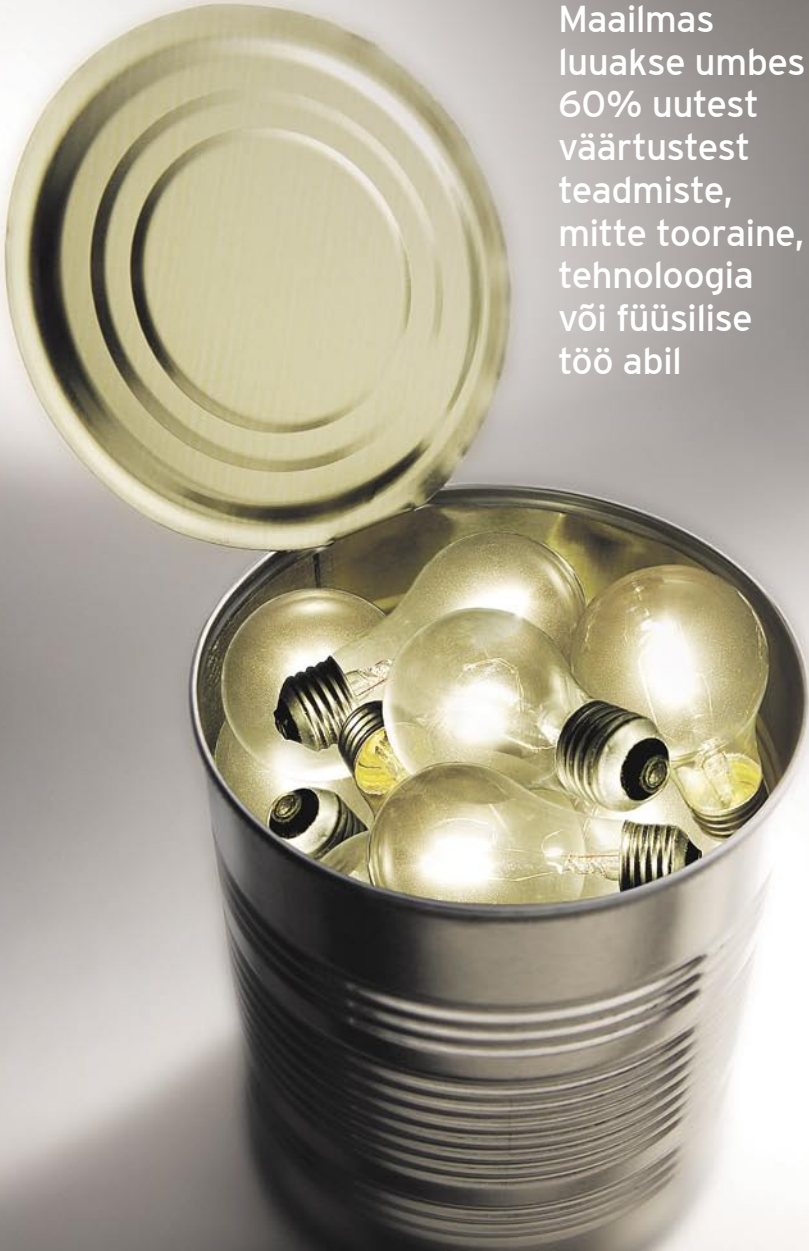
Tava sisaldab juhiseid võimaluste piires emitendi juhtimise läbipaistvaks ning esinduskulu probleemi vähendavaks korraldamiseks. Tavaga püütakse kaitsta aktsionäride huve suuraktsionäride käitumise suurema ettemääratavusega ja arusaadavamaks muutmisega, suuraktsionäride mõju vähendamisega ja väikeaktsionäride parema sõnaõiguse teostamise võimaldamisega.

Tava kui leping börsi ja emitendi vahel

“Hea ühingujuhtimise tava” ei ole seadus ega ka selline leping, mille rikkumine on juriidilises mõttes karistatav. Tava näol on tegu lepinguga börsi ja emitendi vahel, mille osalist või täielikku mittejärgmist peab börsiemitent kord aastas avalikkusele (investoritele) usutavalt ja detailselt põhjendama. Selleks kasutatakse nn täidanvõi-selgitan-meetodit. See seisneb emitendi poolt oma organisatsiooni juhtimise hoolsas hindamises ning selle võrdlemises “Hea ühingujuhtimise tavas” seisvate reeglitega. Tava täitmise aruanne annab finantsaruandluse kõrval informatsiooni investeerimisotsuste tegemiseks. Investor müüb oma osaluse, kui talle ei meeldi börsiemitendi juhtimine, sealhulgas kui see ei ole investorile arusaadav. Tava täitmisest tihedam aruandmine võib emitendile muutuda kulukaks, toomata investorile sellega võrreldavat hüve suurenemist.

Kokkuvõte

Maailmas
luuakse umbes
60% uutest
väärtustest
teadmiste,
mitte tooraine,
tehnoloogia
või füüsilise
töö abil



Kokkuvõtte: ka pehmed väärtused on olulised

Tex Vertmann,

Tallinna Börs ja Eesti Väärtpaberikeskus, kommunikatsioonijuht

Head lugejad, käesolevast raamatust olete saanud palju väärtuslikke ülevaateid ja näpunäited. Alustades börsi ajaloost kuni eri autorite käsitlusteni ettevõtete ja väärtpaberite analüüsi ja investeerimise alustest: miks säästa ja investeerida, mida tuleb investeerides tuleviku kindlustamiseks tähele panna ning milliseid suhtarve jälgida ja arvutada. Raamat on alustava investori jaoks äärmiselt oluline, sest tugev põhi ja laiad teadmised, külm närv ja ratsionaalne kaalutletus on heade investeerimisotsuste alus.

Villu Zirnask peatus raamatus sellel, mis teha, kui ajalooline keskmine alustavat investorit ei motiveeri: kas ja kuidas oma investeringuid edukamalt juhtida ning mitte kiirelt-tulnud-kiirelt-läinud-teele sattuda. Endriko Võrklaev kirjutas riski ja tulu seostest, keskendudes eri väärtpaberite riskidele ja maailma väärtpaberiturge tabanud krahhidele. Kristel Kivinurm-Priisalm kirjel-

das investeermistooteid ning nende riskiastmeid. Lisaks sisaldasid raamatu peatükid hulgaliselt numbreid, suhtarve ja võimalikku finantsanalüüsi.

Mida veel silmas pidada? Hoolimata raamatut läbivatest õpetussõnadest tuleks lõpetuseks võimalikud riskid veel kord üle vaadata ning täienduseks ka pehmetele väärtustele rohkem tähelepanu juhtida. Ettevõtete pehmed väärtused ja nendega kaasnevad võimalikud riskid on aja jooksul muutunud investorile järjest olulisemaks teabeks.

Enamasti tehakse investeermisotsus raamatupidamislikest andmetest lähtudes, kuid teadmistepõhises majanduses ei suuda raamatupidamine majanduslikku seisu adekvaatselt kirjeldada. Jäägu tuleviku hindamine, kirjeldamine ja õigsuse hindamine (ja ka eksimine) siiski lugejate endi teha. Nagu ka tuntud teadusfilosoof Karl Popper on oma raamatus “Historismi viletsus” maininud: tulevikku ei ole võimalik kirjeldada, kuna tema kujunemisel mängib kõige olulisemat rolli teadmiste areng, teadmiste levik ja nende rakendamine maailmas ning konkreetsetes regioonides, riikides ja ettevõtetes.

Pehmed väärtused, juhi roll

*“It takes many good deeds to build a good reputation,
and only one bad one to lose it.”*

Benjamin Franklin

Viimastel aastatel on investeermisel ja ettevõtete hindamisel järjest enam hakatud rääkima pehmetest väärtustest. Harvard Business Review’ hinnangul moodustab ettevõtete turuväärtusest 70–80% raskesti hinnatav mittemateriaalne väärtus (kaubamärk, intellektuaalne kapital, firma hea nimi). Hea mainega ettevõtteid kaasavad tööturult paremaid töötajaid, neid nähakse rohkem väärtust loovate ja seetõttu kasumlikemana, nende kliendid on lojaal-

semad ning kuna turg usub, et nad suudavad tagada pideva kasvu ka tulevikus, on nende turuväärtus parem ja lisakapitali kaasamine odavam.

Londoni börsil korraldatud uuringu kohaselt hindavad investori ettevõtete juures enim investeringute kasutamise eesmärki, väärtpaberi senist käekäiku, kogenud ja usaldusväärset juhtkonda, läbipaistvat, rahvusvahelistele nõuetele vastavat finantsaruandlust ja raporteerimist ning hea ärijuhtimise tava järgimist (*corporate governance*). Kapitali mõiste on nihkunud ja sellest, et enam pole olulised masinad ja materjalid, vaid ideed ja innovatsioon, räägib ka The Economist Intelligence Uniti 2007. aasta uuring "The Value of Knowledge". Erinevate ekspertide hinnangul luuakse maailmas umbes 60% uutest väärtustest teadmiste, mitte tooraine, tehnoloogia või füüsilise töö abil. Ka naabrid Põhjamaa ettevõttest Nokia korraldavad iga nädal ajurünnakuid, et leida uusi mõtteid ja ideid, mida patenteerida ja ellu viia.

Näide intellektuaalse varaga börsiettevõttest ning sellest, kuidas börs (ettevõttega avalik kauplemine) annab ettevõttele väärtuse (hinna):

- ▲ 1976 luuakse The Really Useful Company, mis omab kõigi Andrew Lloyd Webberi teoste õigusi;
- ▲ 1986 läheb firma börsile, varasid 2 miljoni naelsterlingu väärtuses, turuväärtus esimese börsipäeva lõpuks 35 miljonit naela;
- ▲ 1987 ostab Webber firma börsilt tagasi (väärtus 77 miljonit naela) ning müüb 30% stuudiole Polygram hinnaga 78 miljonit naela.

Hindamine ja osalemine

Tallinna Börsile on viimastel aastatel lisandunud hulk uusi firmasid, kes enne kauplemise algust teevad ettevõtet tutvustavaid ringreise lähemal ja kaugemal. Meilgi levib arusaam ja teadmine, et potentsiaalsed investorid ei hinda pelgalt äri, numbreid ja tule-

musi, vaid ka ettevõtte juhti, kes neile esineb. Samas ei tasu unustada, et ettevõtte juhtidel on soodumus oma ettevõtet ja selle võimeid üle hinnata.

Nii käivadki paljud riskikapitalistid ja nõustajad ettevõtet kohapeal hindamas – keegi ei soovi oma investeeringuid huupi teha. Üks omapärasemaid ettevõtte hindamise viise on nn *toilet due diligence*, kus külastajad hindavad ettevõtte tualettruumi. Kui see on ilus, puhas, avar ja valgusküllane, annab see investeerijatele kindlust, et ettevõtte väärtustab oma töötajaid ja ka töötajad hoivad oma ettevõtet.

Tavainvestoritel on sarnased võimalused samuti olemas, eriti kodumaiste ettevõtete puhul. Ettevõtte hindamiseks ja selle juhtimises aktiivselt osalemiseks on olemas mitmed juhised. Eestis leiab need Tallinna Börsi ja Finantsinspektatsiooni välja töötatud “Hea ühingujuhtimise tavast”, mis annab aktsionärile juhised, kuidas ettevõtte juhtimises vastutustundlikult osaleda. Eelkõige saab seda teha aktiivse osalemisega aktsionäride üldkoosolekutel.

Riskid

Pehmetest väärtustest rääkides tuleb silmas pidada asjaolu, et alati ei lähe nii hästi kui tavaliselt või plaanitud ning on tarvis ettevõtte või ettevõtte juhi mainet kaitsta või päästa. Ettevõtete puhul on loomulikult olulised kriiside (nii mainekriiside kui ka muude tegevus- ja operatsioonikriiside) tarbeks loodud taasteplaanid, kuid neid ei tohi segi ajada riskide haldamise ja ennetamisega. Oskus esmaabi anda ei ole sama, mis kaitsta oma tervist. Öeldakse, et kõige lihtsam viis kriitilistest olukordadest väljatulemiseks on nn jamade vältimine, kuid samas on selge, et kes teeb, sellel ka juhtub.

Võib ju arutleda, et tühja sest mainest: olen, kes ma olen, ja teen, mida õigeaks pean, kuid ettevõtete ja nende juhtide käekäik sõltub headest ja usalduslikest suhetest oma sihtrühmadega.

Rahvusvaheline suhtekorraldusfirma Hill & Knowlton on aastaid viinud läbi uuringut (“Corporate Reputation Watch”), et hin-

nata ettevõtte maine olulisust ja selle mõju ettevõtte väärtusele. Uuringu põhjal saab väita, et üle 90% analüütikute arvates kahjustab ettevõtte nõrk maine ka finantstulemusi.

Juhtkonna maine on üks olulisemaid näitajaid, mis mõjutab analüütikuid oma investeerimisotsuseid tegema ja investeerimishoovust andma. Juhtide selge visiooni ja ettevõtte strateegia olemasolu peetakse sama oluliseks kui finantstulemusi. Ettevõtte juhtide poolt hea äritava järgimine, lubaduste pidamine ja skandaalidest hoidumine tagavad edu.

Näide

1994. aasta detsembris lastakse üks reklaamiagentuuri Saatchi & Saatchi asutajatest, Maurice Saatchi lahti, firma aktsia kukub poole tunniga 60%.

Millise infoga arvestada?

Ettevõtete pidev areng on eduka majandusarengu alus ning konkurents püsib vaid siis, kui ettevõtete juhtimine on tasakaalustatud ja läbipaistev ning kõik pooled informeeritud ja kaasatud. Investorite, äripartnerite ja ka töötajate usaldus alandab ettevõtte kulusid ja muudab tegevuse efektiivsemaks. Nii börsi reglement kui ka "Hea ühingujuhtimise tava" annavad juhiseid ettevõtte juhatuse, nõukogu ja üldkoosoleku töökorralduse, samuti juhtimise ja selle järelevalvega seotud teabe avalikustamisega seotud korraldamiseks. Sellele on käesolevas raamatus viidanud ka Kilvar Kessler.

Ettevõtte peab pidevalt hindama toimuvate sündmuste tähtsust ning avalikustamisele kuuluv teave tuleb avaldada viivitamatult – kooskõlas nõuetega ning vähendades sellisel moel ka info lekkeriski. Võib ka öelda, et suhteliselt rangete, kuid samas investorkaitse seisukohast põhjendatud reeglite järgimine on märkimisväärne väljakutse just värskest turule tulnud ettevõtetele.

Eesti väärtpaberiturule üle kümneaastase kogemuse põhjal võib

eristada kaht peamist kitsaskohta börsiinfo avaldamise või ettevõtete sellekohaste eksimuste kohta:

▲ konfidentsiaalse info leke (ja sellest tingitud ettevõttepoolne sundseisund kommentaari andmise osas);

▲ hilinemine turu teavitamisel aktsia hinda mõjutavatest otustest.

Eeskujulik ja avatud ettevõtte informeerib investorit regulaarse teabe avalikustamisest juba varem ning avalikustab teabe soovitatavalt kauplemisvälisel perioodil: kas vahetult pärast kauplemise lõppu või piisavalt enne kauplemise algust. Investori huvides on saada oluline teave kätte tööpäeva sees ning enne järgnevat kauplemisperioodi selle mõju hinnata.

Olulise teabe avalikustamine kauplemispäeva keskel võib tekitada turuanomaaliaid ning kannatajaks jääb enamasti väikeinvestor, kellel pole võimalik börsiteateid reaalajas lugeda. Samas tuleb arvestada, et kuna oluline teave tuleb reeglitekohaselt avalikustada viivitamatult, suurendab teabe kinnihoidmine lekkeohtu ja sellise teabe avalikustamisega viivitamine toimub ettevõtte oma vastutusel. Kindlasti peavad börsiettevõtted arvestama eri osaliste, näiteks ajakirjanduse, ootuste ja võimalustega. Ettevõtete juhid peavad endale teadvustama, miks nad on börsil, miks nad tahavad börsireegleid ja soovitusi täita ning investoreid hästi kohelda.

Tallinna Börsi kodulehel on investorid kalendri avalikustamine ettevõtete poolt hea ja järgimist vääriv praktika ning näitab lugupidavat suhtumist investoritesse, analüütikutesse ja teistesse infotarbijatesse. (Börsi)etevõtete olulisimat eesmärki, kasumi teenimist ja turul ellujäämist, aitab saavutada aus ja avatud käitumine, mitte ükskõiksus ja tõrjuv suhtumine meedia, investorite osas. Vahel võib võimalikult kiire reageerimine päästa ettevõtte väärtuse langemisest.

Nii nagu ettevõtted otsivad börsileminekul ehk noteerimisel võrdlusmomenti, nii peaks ka investorid tegema oma investeermisotsused erinevatele allikatele tuginedes. Mida rohkem konteks-

ti arvestav ja objektiivne on ettevõtte ja selle hindamise viis, seda parem.

Ettevõtte seisu tuleb hinnata suhtes konkurentidega. Nii näiteks on ettevõtte eelmise aasta tulemuste põhjal püstitatud kõrged eesmärgid mõttetud, kui konkurendid tegutsevad paremini. Kindlasti ei ole ühe sektori ettevõtete ja aktsiahindade võrdlemine ning parematelt õppimine midagi uut, kuid arenenud on selliste analüüside tase ja tehnoloogilised võimalused.

Võib ka juhtuda, et ühte või teise ettevõttesse investeerimise eelistamisel on hoopis olulisema tähtsusega see, kuidas teised sellesse ettevõttesse suhtuvad, kui see, mida sa ise arvad. Ja kui näiteks ka ajakirjanik või mõni arvamusiider leiab, et ettevõtte on nõme, ei taha ka investor selle ettevõtte kaupa (sh aktsiaid) osta.

Kuna informatsioon ei ole enam piiratud ressurss, on investeerimisotsuste tegemisel oluline selgelt teadvustada ka seda, et info levitajad võivad oma tegevuse või kontrollimata faktide avaldamisega tekitada piisava segaduse või isegi põhjendamatu majandusliku kahju. Rääkimata turumanipulatsioonist, mis on kriminaalkorras karistatav.

Loodame, et olete selle raamatu kaasabil saanud julgust tegemaks otsus säästa ja investeerida. Pikaajalisi ja edukaid investeringuid!

Kasulikud viited

Kasulikud lingid turuinfo jälgimiseks

Eestis:

▲ Äripäev **www.aripaev.ee**. Finantsuudised Äripäeva ajakirjanike vaatenurgast.

▲ Balti väärtpaberituru infoleht **www.baltic.omxgroup.com**. Eesti, Läti ja Leedu börsi ühine infokanal kauplemisinfo, turustatistika, börsiuudiste, börsiindeksite ja fondide võrdlusinfo jälgimiseks.

▲ LHV **www.lhv.ee**. Finantsportaal uudiste, analüüside, foorumite, hinnainfo ja õppekeskkonnaga.

Välismaal:

▲ YahooFinance **finance.yahoo.com**. Väga lai valik informatsiooni väärtpaberite kohta, uudised, aktsiainfo, graafikud, korporatiivsed sündmused, foorumid. Peale USA alamlehe on YahooFinance suunatud ka Saksa, Suurbritannia, Kanada, Prantsusmaa jt maade investoritele.

▲ Bigcharts **www.bigcharts.com**. Kõik lihtne on geniaalne –

turukokkuvõte, uudised ja reaajas USA turgude graafikud kõik ühel küljel.

▲ Briefing **www.briefing.com**. Reaajas info on küll tasuline, kuid tõsisele tegijale hädavajalik. Kommenteeritud uudised, kõlad, majandustulemuste eel- ja järelvaated.

▲ Börsil kaubeldavad fondid **www.etfconnect.com**. Börsil kaubeldavate fondide andmebaas aitab leida parima investeerimisobjekti. Võimaldab lahata fonde algosadeni – kuhu investeeritakse, mille on fondi preemia, ajalooline tootlus.

▲ ADRde infokeskus **www.adr.com**. Paljud ettevõtted on oma aktsiaid noteerinud kodubörsidele lisaks ka suurematel välisbörsidel ADRde (*American depositary receipts*) vormis.

▲ Arvopaperi **www.arvopaperi.fi**. Peamiselt Soome aktsiaturule suunatud leht, mis koondab uudiseid, foorumeid ja turuinfot. soome keeles.

▲ Kuld **www.kitco.com**. Väärt koht väärismetallide jälgimiseks, hinnad, uudised, analüüsid.

▲ Valuutakursid **www.dailyfx.com**. Reaajas valuutade ristkursid, suured graafikud, valuutaturu kommentaarid, keskpanga de intressimäärad.

▲ Financial Times **www.ft.com**. Finantsuudised laiaast maailmast.

Varahaldusteenuste pakkujad Eestis

Nimetus	Veebiaadress	Väärtpaberi-konto avamise teenus	Iseseisev investeerimisteenus	Persoonalne varahaldus
Eesti Krediidi-pank	www.krediidipank.ee	v	v	
Hansapank	www.hansa.ee	v	v	v
Lõhmus, Haavel & Viisemann	www.lhv.ee	v	v	v
Nordea Pank	www.nordea.ee	v	v	v
Sampo Pank	www.sampo.ee	v	v	v
SBM Pank	www.sbmbank.ee	v	v	v
SEB Eesti Ühispank	www.seb.ee	v	v	v
Tallinna Äripank	www.tbb.ee	v		
Avaron	www.avaron.ee			v
East Capital	www.eastcapital.com			v
Gild Bankers	www.gildbankers.ee			v
Kawe Kapital	www.kawe.ee			v
Suprema Securities	www.suprema.com			v
Trigon Capital	www.trigon.ee			v

Muud kasulikud infoallikad

Eestis:

▲ Investorite Liit www.investoriteliit.ee. Väikeinvestorite kaitseks loodud liidu infokanal.

▲ Investeerimismäng “Börsiguru” www.b8rsiguru.ee. Virtuaalne keskkond, kus saab harjutada investeerimist ilma reaalseid riske võtmata. Sobib investeerimishuvilisele, kellel reaalsed kogemused puuduvad või on kesised.

▲ Tarkinvestor **www.tarkinvestor.ee**. Investeermise õppekeskkond, analüüsid, foorumid, vikipeedia.

▲ e-Register **www.e-register.ee**. Keskkond väärtpaberituru üldstatistika jälgimiseks, börsiettevõtete aktsiaraamatutega tutvumiseks. “Minu konto” annab ülevaate isikliku väärtpaberiportfelli turuväärtusest, pensionikonto väärtusest ja võimaldab teha tehingute väljavõtteid.

▲ Finantsinspeksioon **www.fi.ee**. Finantsjärelevalve info, sea-dused, avalike emissioonide prospektid.

▲ Tarbijaveeb **www.minuraha.ee**. Ülevaade finantsteenuste tarbimise põhitõdedest ja võimalikest probleemidest.

▲ Eesti Pank **www.eestipank.info**. Valuutakursid, majandus-ülevaated, statistika, uuringud.

▲ Rahandusministeerium **www.fin.ee**.

Mujal:

▲ Investopedia **www.investopedia.com**. Investeermise õppekeskkond, seletavad tekstid, kalkulaatorid, matkemängud.

▲ SEC **www.sec.gov/investor**. USA finantsjärelevalve organi koostatud investorhariduse lehekül.

▲ Investor's Clearinghouse **www.investoreducation.org**. Investorhariduse ühenduse õppekeskkond, küll peamiselt ameeriklastele suunatud.

▲ Morgan Stanley Global Economic Forum **www.morganstanley.com/views/gef/**. Lai valik analüüse paljudest maailma paikadest.

▲ Optsioonikalkulaator **www.ivolatility.com**. Aitab kiirelt leida optsiooni riski ehk volatiilsust. Lisaks ajaloolised volatiilsuse muutumise graafikud ja palju muud kasulikku optsioonide kohta.

▲ Võlakirjad **www.pimco.com**. Võlakirjadele mõjuvaid tegureid analüüsiv lehekül.

▲ Riskgraders **www.riskgrades.com**. Abimees väärtpaberiportfelli riskide hajutamisel.

▲ Dismal Scientist **www.economy.com/dismal**. Reaalajas majandusanalüüsid, riikide kaupa grupeeritud ja kommenteeritud ma-

jätkandusindikaatorid, majandusülevaated, majandussündmuste kalender.

Valik väärtpaberibörse

- ▲ Ameerika börs www.amex.com
- ▲ Armeenia börs www.armex.am
- ▲ Ateena börs www.ase.gr
- ▲ Austria börs www.wienerborse.at
- ▲ Belgradi börs www.belex.co.yu
- ▲ Bratislava börs www.bsse.sk
- ▲ Budapesti börs www.bse.hu
- ▲ Bukaresti börs www.bvb.ro
- ▲ Chicago börs www.chx.com
- ▲ Dehli börs www.dseindia.org.in
- ▲ Dubai börs www.dfm.co.ae
- ▲ Euronext www.euronext.com (Brüsseli, Pariisi, Amsterdam, Lissaboni börs)
- ▲ Gruusia börs www.gse.ge
- ▲ Hispaania BME börs www.bolsasymercados.es
- ▲ Hongkongi börs www.hkex.com.hk
- ▲ Iirimaa börs www.ise.ie
- ▲ India börs www.nseindia.com
- ▲ Istanbuli börs www.ise.org
- ▲ Itaalia börs www.borsaitaliana.com
- ▲ Kasahstani börs www.kase.kz
- ▲ Ljubljana börs www.ljse.si
- ▲ Londoni börs www.londonstockexchange.com
- ▲ Luksemburgi börs www.bourse.lu
- ▲ Makedoonia börs www.mse.com.mk
- ▲ Malta börs www.borzmalta.com.mt
- ▲ Moldova börs www.moldse.md
- ▲ Montenegro börs www.montenegroberza.com
- ▲ Moskva MICEX valuutabörs www.micex.ru

- ▲ Mumbai BSE börs www.bseindia.com
- ▲ Nepali börs www.nepalstock.com
- ▲ New Yorgi börs www.nyse.com
- ▲ OMX Nordic Exchange www.omxgroup.com/nordicexchange
(Stockholmi, Kopenhaageni, Helsingi, Islandi börs)
- ▲ OMX Nordic Exchange www.omxgroup.com/nordicexchange/balticmarket
(Tallinna, Riia, Vilniuse börs)
- ▲ Oslo börs www.oslobors.no
- ▲ Praha börs www.pse.cz
- ▲ Saksamaa börs www.deutsche-boerse.com
- ▲ Saudi Araabia TADAWUL börs www.tadawul.com.sa
- ▲ Singapuri börs www.sgx.com
- ▲ Shanghai börs www.sse.com.cn
- ▲ Sofia börs www.bse-sofia.bg
- ▲ Šveitsi SWX börs www.swx.com
- ▲ Zagrebi börs www.zse.hr
- ▲ Tai börs www.set.or.th
- ▲ Taiwani börs www.tse.com.tw
- ▲ Taškenti börs www.uzse.uz
- ▲ Teherani börs www.tse.it
- ▲ Tel-Avivi börs www.tase.co.il
- ▲ Tirana börs www.tse.com.al
- ▲ Tokyo börs www.tse.or.jp
- ▲ Ukraina PFTS börs www.pfts.com
- ▲ USA börs NASDAQ www.nasdaq.com
- ▲ Varssavi börs www.gpw.com.pl
- ▲ Venemaa RTS börs www.rts.ru
- ▲ Vietnami börs www.vse.org.vn

Autorite tutvustus



Hilma Naaber

▲ Töötanud aastaid rahandusministeeriumis mitmesugustel ametikohtadel, praegu on nõunik riigikogu kantselei majandus- ja sotsiaalinfo osakonnas. Oli aktiivselt seotud Eesti väärtpaberituru käivitamisega – kuulus Eesti Väärtpaberite Keskdepositooriumi ja Tallinna Väärtpaberibörsi asutamistoimkonda, hiljem ka juhatusse.



Villu Zirnask

▲ On töötanud ajakirjaniku ja majandusanalüütikuna BNSis, Eesti Päevalehes, Profitis, Ärilehes. Praegu on infolehe Finantsjuhtimine toimetaja. Finantsraamatu “Kuidas börsil raha teha” autor ja “Peremajanduse ABC” kaasautor.



Andrus Alber

▲ Juhib alates 2007. aastast Tallinna Börsi. Suur osa varasemast teenistuskäigust on möödunud Eesti Pangas, kuid on olnud ka president Lennart Meri majandusnõunik ning töötanud Rahvusvahelises Valuutafondis ja Euroopa Komisjonis.



Tex Vertmann

▲ Enne Tallinna Börsi ja Eesti Väärtpaberikeskuse kommunikatsiooni- ja turundusjuhi ametikohale asumist töötas valitsuse kommunikatsioonibüroos infonõunikuna, hallates e-riigi projekte. Peale suhtekorraldaja kraadi on taskus ka tisleri ametitunnistus.



Kristel Johanson

▲ Tegeleb Eesti Väärtpaberikeskuse strateegilise ja igapäevase juhtimisega. Varem on töötanud rahandusministeeriumis, kus tegeles väärtpaberiturgu reguleerivate õigusaktide eelnõude väljatöötamisega.



Kaidi Ruusalepp

▲ On juhtinud Tallinna Börsi ning Eesti Väärtpaberikeskust, ühtlasi oli kogumispensioni registri looja. Enne seda tegeles riigikantseleis IT-õiguse juhtimisega (sh digitaalallkirja ja rahvastikuregistri seaduse loomisega).



Endriko Võrklaev

▲ SEB fondijuht, varem töötanud ka väärtpaberispetsialistina. Majandusõpiku "Majanduse ABC" kaasautor. Õpetanud tudengitele investeerimise ja finantsjuhtimisega seotud aineid ning korraldanud finantsasutustes investeerimiskoolitusi.



Kristjan-Erik Suurväli

▲ Juhib Finantsinspeksioonis turujärelevalve divisjoni. Varem on töötanud Eesti Pangas juristina ning muu hulgas majandusõpetajana. Kaitsnud õigusteaduste magistri kraadi (LL.M) Maastrichti ülikoolis.



Kilvar Kessler

▲ Töötanud Finantsinspeksioonis, on üks “Hea ühingujuhtimise tava” loojaid. Kaitsnud õigusteaduste magistri kraadi (LL.M) Georgetowni ülikoolis. Praegu tegutseb advokaadina advokaadibüroos Tark & Co ning on ka väärtpaberiõiguse lektor.



Alo Vallikivi

▲ Töötab LHV veebitoodete juhina ning ühtlasi juhib maaklerite meeskonda. Alustas LHVs tööd analüütikuna, on töötanud nii Balti kui ka USA aktsiaturgude maaklerina. Ta on populariseerinud investeerimist nii LHV seminaridel kui ka foorumites.



Kalle Viks

▲ Tallinna Börsi kõige staažikam töötaja (kümme aastat) on praegu ametis börsi tegevjuhina. Ta on tegelenud kõigi uute ettevõtete börsiletulekuga ning on aastaid olnud börsiettevõtete kontaktisik ja nõuandja igapäevastes börsi tegevust puudutavates küsimustes.



Kristel Kivinurm-Priisalm

▲ Varahaldusfirma Avaron asutaja ja juhtiv partner. Eelnevalt töötanud kümme aastat investeerimispannas Trigon Capital, kus ehitas üles ühe juhtiva Kesk- ja Ida-Euroopa varahaldusfirma. Lõpetanud *cum laude* Concordia International University Estonia. On Tagatisfondi nõukogu liige ja Eesti Fondihaldurite Liidu juhatuse liige.



Tiiu Pedaja

▲ Baltimaade juhtiva investeerimispanga Suprema Securities ettevõtte rahanduse osakonna juht. Üks esimesi ja kogenumaid Suprema töötajaid (kümme aastat). Lõpetanud Estonian Business Schooli rahvusvahelise ärijuhtimise eriala, spetsialiseerudes raha ja panganduse valdkonnale. Nõustanud Baltimaade ettevõtteid riskikapitali kaasamisel ja avalike pakkumiste korraldamisel.



Erki Kert

▲ Juhib LHVs Balti analüüsiosakonda, varem töötanud samas osakonnas analüütikuna. Usub, et Balti regioon pakub investoritele oma kiire majanduskasvuga jätkuvalt huvitavaid võimalusi ning kohalike olude tundmise tõttu on siin võimalik leida oluline eelis.



Sten Pisang

▲ Töötab LHV-s nii Balti analüüsiosakonnas kui analüüsib ka USA aktsiaturge. Balti ettevõtete analüüsimisel koondab peatähepanu fundamentaalanalüüsile, USA aktsiaturult otsib aga kiireid tehnilisel analüüsil baseeruvaid kauplemissideid.



Lauri Lind

▲ Tal on pikaajaline kogemus investeerimismaastikul – alustas oma karjääri maakleri-na Hoiupangas, viimased kaheksa aastat on juhatanud Hansapangas aktsiaturgude osakonda. On olnud Hansapanga-poolne võtmeisik selliste ettevõtete börsile toomisel nagu Tallinna Vesi, Starman, Eesti Ehitus, Olympic Entertainment Group, Eesti Ekspress ja Cityservice.