

VÄÄRTPAPERITE TEEJUHT

Väärtpaberite teejuht

Saadakse selle uuesti, sest lisandus autorite fotode copyright:

© AS Tallinna Börs 2008

© Eesti Päevalehe AS 2008

Toimetaja: Villu Zirnask

Korrektor: Maris Makko

Kujundaja: Raimo Reiman

Autorite fotod: Egert Kamenik, v.a. Tõnis Rätsepa foto: Jarek Jõepera

Illustratsioonid: Corbis/Scanpix

ISBN 978-9949-431-59-5

Trükitud Tallinna Raamatutrükikojas

taaskasutatud paberile CYCLUS PRINT 100 g/m²

EESSÕNA 9

AKTSIA 13

- Aktsiate liigid 13
 - Nimiväärtus ja turuväärtus 15
 - Aktsiaemissioon 16
 - Aktsiaraamat ja väärtpaberikonto 19
 - Aktsionäri õigused ja kohustused 20
 - Aktsiate kajastamine raamatupidamises 22
 - Korporatiivsed sündmused 23
 - Aktsiate väärtuse määramine 26
 - Aktsiatesse investeerimine ja nendega kauplemine 30
 - Aktsiatesse investeerimisega seotud riskid 32
- Intervjuu Kristjan Hänniga 34

OSAÜHINGU OSA 37

VÕLAKIRI 43

- Võlakirjade liigid 43
 - Võlakirjaemissioon 48
 - Võlakirja nimiväärtus ja turuväärtus 49
 - Võlakirja väärtuse määramine 51
 - Võlakirjadesse investeerimisega seotud põhiriskid 53
- Intervjuu Endriko Võrklaevaga 62

FONDIOSAK 67

- Fondide tüübid 68
- Avatud fond ja kinnine fond 74
- Fondivalitseja 75
- Fondiosaku puhasväärtus ja selle määramine 75
- Fondiosaku omaniku õigused 76

Fondi kulud ja tasud 77
Pensionifondid 79
Indeksifondid 81
Hedge-fondid ehk riskifondid 82
Riskikapitali- ja erakapitalifondid 83
Fondiosakutesse investeerimine ja nendega tehingute tegemine 84
Fondiosakutesse investeerimise peamised võimalused ja riskid 85

Intervjuu Art Lukase ja Kaarel Roosaga 88

TULETISVÄÄRTPABER 93

Tuletisväärtpaberite liigid 93
Tuletisväärtpaberitega kauplemine 112
Tuletisväärtpaberitega seotud riskid 116

Intervjuu Alo Vallikivi ja Ragnar Pleesiga 120

MUUD INVESTEERIMISVÕIMALUSED 125

Pangahoius 125
Investeerimishoius 126
Elukindlustus 128
Eralaenud 130
Toorained 130
Kinnisvara 132
Valuutad 135
Infrastruktuur 136
Saastekvoodid 137
Kunst 139
Mets 142
Haridus 143
Sotsiaalne kapital 144

Intervjuu Villu Zirnaskiga 146

VÄÄRTPABERITURU INFRASTRUKTUUR 151

Depositooriumid 152
Börsid ja alternatiivsed kauplemiskohad 156
Väärtpaberiarveldused 171

Intervjuu Kalle Viksiga 176

INVESTEERIMISPORTFELLI KOOSTAMINE 181

Tootluse mõõtmine 182
Riski mõõtmine 186
Portfelliteooria põhimõtted 188
Investeeringufondid ja fondiportfellid 190

Intervjuu Tõnis Rätsepaga 192

VÄÄRTPABERITEHINGUTE MAKSUSTAMINE 197

Väärtpaber ja maksukohustuslane 197
Väärtpaberite müügist saadud kasu ja kahju 198
Tulu deklareerimine ja kahju edasikandmine 199
Erireegel dividendikuupäeva kohta 201
Pärimise erireeglid 202
Repotehingute maksustamine 202
Kassapõhine maksustamine 203
Väärtpaberite vahetamine ja kinkimine 203
FIFO ja KKM 205
Saadud dividendid ja intressid 207
Pensionifondidega seotud erisused 208
Investeeringuskonto 209

Intervjuu Ardo Ojasaluga 210

KOKKUVÕTE 215

Eessõna

2008. aasta lõpus, kui käesolev investeerimisõpik välja antakse, toimub maailma majanduses üleüldine langus. Keegi ei tea veel, kas kordub 1930. aastate ülemaailmne majanduskriis, millest toibumiseks kulus maailma majandusel terve kümnend. Septembri lõpus tõi pea iga päev teate mõne raskustesse sattunud USA või Euroopa panga riigistamisest.

Eesti majanduses on 11-protsendine majanduskasv asendunud seiskuga. Tallinna Börsi indeks on aastaga vähenenud 1000 punktilt vähem kui 500-le. Ettevõtted on hakanud vähendama tegevuskulusid. Üle pikkade aastate on riigil probleeme eelarve kokku saamisega.

Tallinna Börsi teise investeerimisõpiku „Väärtpaberite teejuht” väljaandmise aeg on seega karm. Miks peaks keegi tahtma investeerida ajal, mil väärtpaberiturud ja majandus on suures languses ning pole teada, milal saabub põhi?

Öeldakse, et kui aktsiaturud langevad, tasub oma vara viia aktsiatest võlakirjadesse. Miks? Samuti öeldakse, et mida pikaajalisem investeering, seda rahulikumalt võib langustesse suhtuda. Miks? Miks mõned fondid reageerivad maailmamajanduse muutustele järsult, aga teiste kõikumine on väike? Miks juhtub, et paljud investorid ostavad väärtpabereid kallilt ja müüvad odavalt? Mida üldse osta? Mis ajal? Kuidas maandada oma riske? Kuidas on võimalik, et ka langustest teenitakse?

Need on tüüpilised küsimused, mis painavad väärtpaberiturgudel osalejaid. Eriti turgude languse ajal, kui negatiivsed meeleolud võimenduvad. On selge, et mida rohkem investor väärtpaberiturgudel toimuvast teab, seda väiksemad on tema kahjud ja suuremad tema tulud väärtpaberitesse investeerimisest.

Tallinna Börsi esimese suurema languse – see oli 1997.–1998. aastal – põhjustas valimatu investeerimistegevus. Mis tahes ettevõttesse paigutati suur hulk raha, sealhulgas pankadelt kõrge intressiga saadud laenuraha. Aktsiatele tol ajal alternatiivi peaaegu polnudki. Näiteks investeerimisfondide tegevus sai hoo sisse alles börsilanguse lõpus sajandivahetuse paiku.

Vahepeal on Eesti investorid saanud targemaks: raha paigutatakse enamasti ettevõtetesse, kellesse usutakse, ning laenurahaga börsile ei minna. Ka aktsiate alternatiivid on nüüd olemas: erineva riskiastmega fondid, võlakirjad, tuletisväärtpaberid, pangahoiused. Kuidas on siis investorid nüüd ikkagi saanud võtta nii suuri riske ja kannavad kahju?

Võidu (ja kaotuse) võti on teadmistes. Tarkusi omandada ei ole kunagi hilja. Kõige parem on seda teha ajal, mil tehtud vead on käeulatusest võtta. Käesolev investeerimisõpik „Väärtpaberite teejuht” kutsub teid teekonnale väärtpaberite maailma. Käime koos läbi kõik Eestis rohkem ja vähem tuntud investeerimisinstrumendid. Tutvustame aktsiaid, osasid, fondiosakuid, võlakirju, tuletisväärtpabereid ja muid investeerimisvõimalusi. Anna me nõu portfelli koostamiseks, tutvustame investeerimise infrastruktuuri ja räägime väärtpaberitulude maksustamisest.

Raamatu koostamiseks palus Tallinna Börs appi Eesti parimad oma valdkonna asjatundjad. Tunneb ju Eesti investeerimisspetsialist eestimaalasest investorit kõige paremini.

Iga peatüki lõpust leiate intervjuu peatüki autoriga. See aitab heita pilgu nende inimeste tööle ja tegemistele, kes Eestis investeerimisraha haldavad ja suunavad.

Meie kõigi suur soov on, et õpik aitaks teil saada aru aktsia ja fondiosaku riskide erinevusest, võlakirjade intresside arvestusest, tuletisväärtpaberite olemusest, väärtpaberiturgude toimimisest ja paljust muust kasulikust, mida saate oma pika investorikarjääri jooksul kasutada. Nagu Indrek Nei-

velt eelmise investeerimisõpiku kaanel ütles, ei saa kõikidest investeerimis-
pankureid, küll aga annab teadmine teile julgust ja tarkust saada aru, mida
profid räägivad.

Tallinna Börs soovib kõigile lugejatele meeldivat lugemist, tarku otsu-
seid ja tasakaalukat julgust! Täname kõiki raamatu kaasautoreid ja Eesti
Päevalehe kirjastust investorite harimisele kaasaaitamise eest!

Kaidi Ruusalepp

NASDAQ OMX Tallinna börsi juhatuse liige



**“ Ei ole olemas
pikaajalist kõrge
tootlusega riskivaba
investeeringut.**

1. Aktsia

Kristjan Hänni, Kawe Kapital

Aktsiate liigid

Kui ostate mõne ettevõtte aktsiaid, saate üheks selle ettevõtte omanikuks ehk aktsionäriks. Aktsiad tähistavad teie omandit ettevõttes – s.o aktsiaseltsis. Aktsiaselts on äriühing, millel on aktsiateks jaotatud aktsiakapital.

Aktsionär ei vastuta isiklikult aktsiaseltsi kohustuste eest, küll aga riskib võimalusega kaotada kogu raha, mis ta on aktsiatesse paigutanud. Rahuldatakse ju aktsiaseltsi pankroti korral aktsionäride nõuded kõige viimases järjekorras. Põhiline, miks aktsiad investoritele sellest hoolimata huvi pakuvad, on ettevõtete tegevuse eesmärk – teenida kasumit. Aktsionäride võimalus ettevõtte kasumi ja väärtuse kasvust osa saada ei ole piiratud nagu võlausaldajatel, kes teenivad oma rahapaigutusest tavaliselt vaid piiratud suurusega intressi.

Aksionärid ei osale igapäevases ettevõtte juhtimises, erandiks on juhud, kus aksionär kuulub ühtlasi ettevõtte juhtkonda. Aksionärid osalevad ettevõtte juhtimises üldkoosoleku kaudu, mille pädevuses on ettevõtte nõukogu valimine, kasumi jaotamine, ühinemise või jagunemise otsustamine ja mõned muud olulised küsimused.

Aktsiad saavad olla **nimelised aktsiad**, mille omaniku nimi on kantud aktsiaraamatusse, ning esitajaaktsiad, mille puhul omandit tõendab paberil aktsiasertifikaat. Eestis on alates 2002. aastast lubatud vaid nimelised aktsiad, mis on registreeritud Eesti väärtpaberite keskreistris.

Kui liigitada aktsiaid nendega kaasnevate õiguste järgi, on kõige levinum aktsialiiik **lihtaktsia**. Enamasti koosnebki ettevõtete aktsiakapital vaid lihtaktsiatest. Lihtaktsia ei anna omanikule teiste aksionäridega võrreldes mingeid privileege ning lihtaktsia omamisele pole tavaliselt seatud piiranguid.

Riigiti on lihtaktsiatel mitmeid erinevusi. Näiteks Rootsis on üsna tavaline, et ettevõtetel on kaht tüüpi lihtaktsiad: A- ja B-aktsiad, mis erinevad hääleõiguse poolest. Näiteks Ericssoni A-aktsia annab omanikule aksionäride koosolekul ühe hääle, B-aktsia vaid 1/10 häält. Säärane erisus on välja kujunenud ajal, mil ettevõtete asutajatel või suuromanikel oli vaja laiendada uute aksionäride abiga ettevõtte kapitali, kuid samal ajal ei tahtnud nad ära anda kontrolli ettevõtte üle.

Tihti on suurettevõtete aktsiad noteeritud mitmel eri börsil, kus kasutatakse eri valuutasid. Sageli „pakivad” ettevõtted välisvaluutas ja -börsil kaubeldavad aktsiad „pakkidesse”, mille hind on välisbörsi investoritele psühholoogiliselt kõige sobivam. Näiteks Ericssoni aktsiatega kaubeldakse USAs NASDAQil ADSidena (American Depository Shares), iga ADS esindab kümmet Ericssoni B-aktsiat. Leedu telekommunikatsioonifirma TEO LT GDRid (Global Depository Receipt), mis on noteeritud Londoni börsil, esindavad samuti kümmet TEO LT aktsiat.

Lihtaktsiate kõrval on osa ettevõtteid välja lasknud **eelisaktsiaid**. Eelisaktsiad on lihtaktsiatest väiksema riskiga, sest eelisaktsiate omanikele makstakse dividend välja enne dividendi maksmist lihtaktsiate omanikele. Ka ettevõtte pankroti korral on eelisaktsionäride nõuded lihtaktsionäride omadest eespool. Samas ei anna eelisaktsiad hääleõigust aksionäride üldkoosolekul (ehk võimalust ettevõtte juhtimises kaasa rääkida).

Ka on eelisaktsiate dividendi suurus tavaliselt fikseeritud, mistõttu eelisaktsionärid saavad ettevõtte kasumi ja väärtuse kasvust osa vaid piiratud ulatuses.

Eelisaktsiad võivad olla **kumulatiivsed** või **mittekumulatiivsed**. Kui aktsiaseltsil ei ole jaotatavat kasumit või sellest ei piisa dividendide maksmiseks, võib kumulatiivsete eelisaktsiate omanikele jätta dividendi täielikult või osaliselt maksmata. Väljamaksmata jäänud osa liidetakse järgmise aasta dividendiga, arvestades sellele juurde intress seaduses sätestatud suuruses. Mittekumulatiivsete eelisaktsiate dividend võib jääda mingil perioodil välja maksmata ning seda ei maksta välja ka tagantjärele.

Teatud juhtudel võivad eelisaktsionärid saada ka hääleõiguse. Näiteks Eestis toimub see juhul, kui eelisaktsia omanikule ei ole kahe majandusaasta jooksul dividendi täielikult välja makstud. Lisaks võib ettevõtte põhikiri sätestada, et eelisaktsiate omanikel on üldkoosolekul teatud küsimustes hääleõigus.

Nimiväärtus ja turuväärtus

Aksia nimiväärtus ehk nominaalväärtus on määratud ettevõtte põhikirjaga. Nimiväärtus on võrdne ettevõtte asutamisel tehtud rahalise (või mitte-rahalise) sissemaksega ühe aktsia kohta. Seega tähistab aktsia nimiväärtus aktsia väärtust ettevõtte asutamise hetkel.

Eestis on väikseim lubatud nimiväärtus 10 krooni ja aktsia nimiväärtus peab olema 10 krooni täiskordne. Kui ettevõtte müüb oma aktsiaid kallimalt kui nimiväärtus, nimetatakse müügihinna ja nimiväärtuse vahet **aažioks** ehk **ülekursiks**.

Aksia turuväärtus on aktsia hind börsil. Börsil noteerimata ettevõtete puhul võib turuväärtuse hindamisel lähtuda raamatupidamistoimkonna **õiglase väärtuse** definitsioonist: õiglane väärtus on summa, mille eest on võimalik vahetada vara teadlike, huvitatud ja sõltumatute osapoolte vahelises tehingus.

Korrutades ettevõtte aktsiate arvu aktsia turuhinnaga, saame ettevõtte **turukapitalisatsiooni**. Turukapitalisatsioon näitab, kui suur on ettevõtte turuväärtus.

Aksiaemissioon

Tegevust laiendav või mõnda teist ettevõtet osta sooviv ettevõtte võib sattuda olukorda, kus tema omavahenditest soovitu teostamiseks ei piisa ja bilanss ei kannata ka välja võõrkapitali kaasamist ehk laenu võtmist mõistliku hinnaga.

Lahenduseks on **aktsiaemissioon**: müües aktsiaid, väldib ettevõtte kindla tagasimaksmise tähtajaga võlakohustuse võtmist ja intressimakseid. Aktsiaid ostnud investorid saavad ettevõtte kaasomanikeks, mitte võlausaldajateks. Neil on võimalik saada täiel määral osa ettevõtte väärtuse tulevasest kasvust ja dividendidest. Samas peavad nad arvestama, et aktsiatelt saadav tulu on vähem prognoositav kui võlakirjadel.

Kuigi aktsiad seostuvad inimestele börsiga, ei jõua valdav osa ettevõtteid kunagi aktsiate börsil noteerimiseni. Väiksematesse ettevõtetesse kaasatakse vajaduse korral tavaliselt tutvuste, ärisuhete või pere liinis üks-kaks uut investorit. Küllaltki levinud on ka variant, et leitakse mõni finantsinvestor (nn äriingel alustavate ettevõtete ja riskikapitalist mõnda aega tegutsenud ettevõtete puhul), kes on spetsialiseerunud kiiret kasvupotentsiaali pakkuvasse ettevõtetesse raha paigutamisele.

Kolmas võimalus, mis tavaliselt tuleb kõne alla suurte ettevõtete puhul ja viib börsile, on avaliku aktsiaemissiooni korraldamine ja aktsiate noteerimine börsil. See võib olla ettevõttele atraktiivne järgmistel põhjustel:

- lisanduv kapital võimaldab ettevõttel tegevust laiendada,
- senistele aktsionäridele avaneb võimalus oma investeeringust (osaliselt) väljuda,
- investorid saavad reguleeritud turu ettevõtte aktsiatega kauplemiseks,
- omanikud saavad teada ettevõtte turuhinna,
- avaneb võimalus motiveerida töötajaid aktsiaoptsioonidega,
- aktsiaid saab kasutada „valuutana” teiste ettevõtete ülevõtmisel,
- börsil olek tõstab ettevõtte mainet ja tuntust,
- majandustulemuste regulaarne avaldamine suurendab usaldust ettevõtte vastu, mistõttu ettevõtte finantseerimine võlakirjadega võib muutuda varasemast odavamaks.

Ettevõtte **esmast aktsiate avalikku müüki** nimetatakse eesti keeles sageli **IPO**ks – on võetud üle ingliskeelse väljendi *initial public offering* lühend.

Ettevõtte aktsiate börsile viimine eeldab hulga kriteeriumite täitmist ja valmidust börsinõuete täitmiseks. Isegi väga suured ja rahvusvaheliselt tuntud ettevõtted – näiteks IKEA – ei pruugi olla börsil kaubeldavad, vaid on privaatsed. Erinevalt avalikust ettevõttest, mille aktsiatega saavad investorid vabalt kaubelda, pole tavainvestoril privaatse ettevõtte aktsiaid üldjuhul võimalik osta. Privaatsete ettevõtete aktsiatel puuduvad püsivad hinnanoteerijad ja tehingu vastaspoole (s.o müüja) leidmiseks tuleb saavutada kokkulepe mõne müügist huvitatud aktsionäriaga.

Siiski, kui privaatse ettevõtte aktsionäride arv on küllalt suur ja avalikusel on huvi nende aktsiate vastu (näiteks on oodata aktsiate noteerimist börsil tulevikus), võivad aktsiamaaklerid huvitatud poolte kokkuviimiseks pakkuda börsivälist kauplemist. Börsiväliselt kaubeldavate aktsiate ostmine on börsiaktsiatest suurema riskiga, sest avalikud ettevõtted on privaatsetest ettevõtetest suurema järelevalve all.

IPO aitab ettevõttel tavaliselt korraldada mõni investeerimispank või nende sündikaat, kes analüüsib nõudlust ja otsib sobivat hinnataset, koostab emissiooniprospekti ja registreerib selle asjasse puutuvates ametiasutustes (Eestis on selleks finantsinspeksioon).

Suurem osa aktsiaid jagatakse tavaliselt emissiooni korraldavate investeerimispankade institutsioonilistele klientidele. Jagamine toimub suuresi „näo järgi” – mida suuremat kasu on korraldajal kliendist teenustasude näol olnud või tulemas, seda enam on tal lootust aktsiaid saada. Kui märkimisväärses koguses aktsiaid jagub ka korraldajatega mitteseotud märkijatele, võib see olla märk vähesest nõudlusest. Tõesti kuumast IPOst on lootust osa saada vaid korraldaja headel klientidel.

Mõningal määral arvestatakse aktsiate jaotamisel seda, millist käitumist on oodata investorilt pärast IPOt – üldjuhul kaldub eelistus pikaajalisemate investorite poole, kes kohe pärast noteerimist ei torma kasumit võtma. IPOdes osaleb siiski ka palju selliseid investoreid, keda huvitab vaid kauplemise algusele loodetavalt järgnevas hinnahüppes osalemine. Nende investorite tõttu on üsna riskantne osta aktsiaid vahetult pärast börsikauplemise algust. On üsna tavaline, et esimeste päevade järsk hinnatõus peatselt taandub ja avanevad soodsamad ostuvõimalused.

Mõistagi pole ka IPOjärgne hinnahüpe garanteeritud, mida ilmekalt demonstreeris näiteks Tallinki IPO. Noteerimise järel asusid paljud vanad ja uued aktsionärid aktsiaid müüma, surudes hinna kiiresti emissioonihinnast madalamaks. Tavapäraselt võtavad emissiooni korraldajad ja ettevõtte juhtkond kohustuse hoiduda mõnda aega pärast IPOt oma aktsiate müügist, kuid suurema aktsionäride ringiga ettevõtetes võib päris suur hulk aktsionäre selle piirangu alt välja jääda.

Asjaolu, et ettevõtte korraldab IPO ja selle ümber tekib meediakära, pole seepärast piisav põhjus ettevõtte aktsiate omandamiseks. Pikemaajaline investor peab alati kaaluma investeeringu fundamentaalset põhjendatust ja osalema IPOs ainult siis, kui ettevõtte vastab tema investeerimiskriteeriumitele.

Mõnes turusektoris või riigis väga tihedalt toimuvad IPOd viitavad vastava sektori või riigi ülekuumenemisele.

Vähe on ajaloos olnud perioode, mis oleksid IPOde arvult võrreldavad tehnoloogiamulli paisumisega USAs 1990. aastate teisel poolel. Samaaegselt internetibuumiga alanesid siis mõnevõrra ka börsiettevõtetele seatavad kriteeriumid ja tekkisid alternatiivturud, kus kaubeldavatelt ettevõtetelt ei nõutud pikka majandustulemuste ajalugu.

Ere näide säärasest alternatiivturust oli Saksamaa Neuer Markt, millest loodeti Euroopa analoogi NASDAQile. 2000. aastal sööstis aktsiate hinnad Neuer Marktil taevasse, 2002. aastaks aga oli 96% börsi tipuaegsest kogukapitalisatsioonist seoses internetibuumi lõppemisega haihtunud. Neuer Markt lõpetas oma eksistentsi.

Tehnoloogiabuumi ajal piisas investorite huvi äratamiseks ka ainult paljutootavast äriplaanist. Selliste IPOdega kogutud raha põletasid paljud vastsed ettevõtted üsna kiiresti ära, jättes aktsionäridele tühjad pihud. Samas polnud haruldased ka juhud, kus IPOs osalenud investorid kogesid oma investeeringu väärtuse mitmesajakordistumist.

IPOt korraldava ettevõtte korral on peamine informatsiooniallikas emissioonipropekt. Lisaks prospektis sisalduvatele finantsandmetele on mõistlik uurida informatsiooni ettevõtte juhtkonna, ettevõttega seotud skandaalide, kohtuasjade jms kohta, sest see võib anda viiteid ettevõtte üldisele käitumiskultuurile. Väga tähtis on mõelda, milleks ikkagi kasutatakse IPOga kaasatavat raha ja kas IPO ei ole ette võetud ainuüksi selleks, et võimaldada senistel investoritel ettevõtetest väljuda.

Aktsiaraamat ja väärtpaberikonto

Ettevõtte peab aktsionäride üle arvestust **aktsiaraamatus**. Eestis on kõigil aktsiaseltsidel kohustus registreerida oma aktsiad Eesti väärtpaberite keskregistris. Keskregistrisse kandmisel saavad aktsiad unikaalse ja rahvusvaheliselt tunnustatava identifitseerimiskoodi (ISIN-koodi), mis eristab kõiki vastava emissiooni koosseisu kuuluvaid väärtpabereid teistest.

Kõik isikud, kes soovivad omada Eesti aktsiaid, vajavad seega Eestis kehtivat **väärtpaberikontot**. USA või mõne muu maa ettevõtte aktsiate omamiseks on aga vaja seal kehtivat väärtpaberikontot. Erandiks on Läti ja Leedu väärtpaberid, mille ostmiseks või omamiseks ei pea olema sealset väärtpaberikontot. Eesti, Läti ja Leedu väärtpaberiregistrid vahetavad omavahel väärtpaberiomanduse infot teie eest.

Aktsiaid saab hoida ka **esindajakontol** – väärtpaberivahendaja nimele avatud kontol, millel olevate väärtpaberite omandiõigus ei kuulu mitte vahendajale, vaid tema klientidele.

Korralduslikust küljest on aktsiatesse investeerimine muutunud tänapäeval väga lihtsaks. Ühe päevaga on võimalik jõuda väärtpaberikonto avamisest aktsiate ostmiseni. Väärtpaberikonto avamise koht tuleks valida lähtudes investori eelistustest turgude osas ja tema tehinguaktiivsusest.

Tähelepanu tuleb pöörata ka väärtpaberite hoidmisega seotud teenustasudele. USAs *online*-maaklerikonto (näiteks Interactive Brokers, E-Trade jne) omamine võib olla ratsionaalne, kui investor kaupleb palju ja eelkõige likviidsete väärtpaberitega. Vähelikviidsetel turgudel võib suuremate kauplemiskoguste korral olla kõige mõistlikum valik endiselt sealse maakleri vahendusel kauplemine, sest kohalikul maakleril on parem ülevaade teiste turuosaliste tegelikest kauplemishuvidest, mida nähtavad tehingukorraldused pahatihti ei paljasta.

Pikemalt on väärtpaberiregistritest, -kontodest ning tehingute registreerimisest juttu 6. peatükis.

Aktsionäri õigused ja kohustused

Aktsia annab aktsionärile õiguse **osaleda ja hääletada aktsionäride üldkoosolekul**. Kui aktsionär ei saa isiklikult koosolekul osaleda, võib ta soovi korral selleks volitada mõnda teist isikut.

Eesti äriseadustiku järgi kuulub aktsionäride üldkoosoleku pädevusse (sarnane on üldkoosoleku pädevus ka teistes riikides):

- põhikirja muutmine;
- aktsiakapitali suurendamine ja vähendamine;
- vahetusvõlakirjade väljalaskmine;
- nõukogu liikmete valimine ja tagasikutsumine;
- audiitori valimine;
- erikontrolli määramine;
- majandusaasta aruande kinnitamine ja kasumi jaotamine;
- aktsiaseltsi lõpetamise, ühinemise, jagunemise ja ümberkujundamise otsustamine;
- juhatuse, nõukogu liikme või aktsionäri vastu nõude esitamise, samuti nõukogu liikmega tehingu tegemise otsustamine, tehingu tingimuste määramine;
- muude seadusega üldkoosoleku pädevusse antud küsimuste otsustamine.

Aktsionärid, kellele kuulub vähemalt 1/10 aktsiakapitalist, võivad nõuda teatud küsimuse võtmist üldkoosoleku päevakorda, samuti võivad nad nõuda erikontrolli ettevõttes. Väiksemate osaluste omanikud vajavad oma soovide läbi surumiseks teiste aktsionäride toetust.

Aktsionäril on õigus **omandit üle kanda** – müüa, vahetada või parandada oma aktsiaid või teatud tingimustel vahetada need sama ettevõtte teist liiki väärtpaberite vastu.

Samuti on aktsionäril õigus saada **dividende**. Ettepaneku kasumi jaotamise ja dividendide suuruse kohta teeb tavaliselt ettevõtte juhtkond sõltuvalt ettevõtte investeerimisvajadustest ja kasumi suurusest, ettepaneku peab kinnitama aktsionäride üldkoosolek. Eestis maksavad ettevõtted di-

vidende tavaliselt kord aastas, teistes riikides võidakse dividendimakseid teha ka kord kvartalis või poolaastas. Kui ettevõtte ja tema aktsionärid otsustavad dividendide maksmise asemel kogu kasumi reinvesteerida (nagu kiiresti arenevad ettevõtted tihti teevad), asendab dividende lootus teenida ettevõtte väärtuse tõusu arvel.

Igal aktsionäril on õigus **tutvuda ettevõtte aruannetega**. Börsiettevõtete puhul on selle õiguse teostamine tavaliselt väga lihtne, sest majandusaasta aruanded ja jooksvad majandustulemused on interneti vahendusel kõigile vabalt kättesaadavad. Kui ettevõtte pole börsil, võib sellele õigusele rõhumine olla mõnes riigis väikeaktsionäride praktiliselt ainus võimalus saada ettevõtte tegevusest vähegi detailsemat infot. Eestis õnneks nii pole, siin on igaühel võimalik väikese teenustasu eest tutvuda äriregistri vahendusel kõigi ettevõtete majandusaasta aruannetega.

Aktsionäridel on õigus anda valesti toimunud ettevõtte kohtusse. Tavaliselt toimub see paljude investorite ühise **huvide kahjustamise vastase** (*class-action*) kohtuasjana. Üsna levinud on selline tava Põhja-Ameerikas, kus aktsionäride õiguste kaitse on kõige enam arenenud.

Aktsionäride õiguste plaan (*Shareholder Rights Plan*) on termin, mis tähistab ettevõtte enesekaitsevõimalusi ülevõtmiskatsete korral. Kui juhtkonna või mõne suuraktsionäri vastu vaenulik aktsionär suurendab oma osalust üle kindlaks määratud piiri, võib aktsionäride otsus anda juhatusle õiguse toiminguteks, mis annavad ülevõtmiskatsega mitte seotud aktsionäridele aega sündmusele reageerida ning muudavad ülevõtjal osaluse edasise suurendamise keerulisemaks ja kulukamaks. Näiteks võib mõni aktsionäride õiguste plaan sisaldada tingimust, et olukorras, kus mõne aktsionäri osalus ületab 20–25% piiri, tekib teistel aktsionäridel automaatselt võimalus osta ettevõtte aktsiaid turuhinnast odavamalt (tavaliselt 10–20% võrra), mis lahjendab ülevõtmist üritava aktsionäri osalust.

Õiguste kõrval peab aktsionär meeles pidama ka oma **kohustusi** ettevõtte ees, mille omanik ta on. Kuigi aktsiad ei nõua sellist laadi heaperemeelikku suhtumist nagu näiteks kinnisvara, ei tohi aktsiaomanik siiski olla ükskõikne oma vara käekäigu vastu. Tal on tarvis olla kursis omatava ettevõtte käekäiguga ja seda mõjutavate sündmustega ning käia üldkoosolekul hääletamas vähemalt puhkuldel, kus tema hääled võivad saada oluliste otsuste langetamisel kaalukeeleks.

Aktsiate kajastamine raamatupidamises

Raamatupidamise toimkond on koostanud finantsinstrumentide raamatupidamises kajastamise kohta põhjaliku juhendmaterjali. Huvilised leiavad detailse käsitlemise koos näidetega internetiaadressilt www.easb.ee/?id=685 – RTJ 3 „Finantsinstrumendid”.

Järgnev on lühiülevaade olulisematest aktsiate kajastamise põhimõtetest. Ülevaate aluseks olev raamatupidamise toimkonna juhend käsitleb küll ettevõtete raamatupidamise korraldamist, kuid nende põhitõdede teadmine aitab investeeringute kohta adekvaatset arvestust pidada ka eraisikutena aktsiatega tehinguid tegevatel investoritel.

Aktsiad võetakse raamatupidamises algul arvele nende **soetusmaksumuses**. Algne soetusmaksumus sisaldab kõiki aktsiate soetamisega otseselt kaasnevaid kulutusi.

Aktsiate oste ja müüke tuleb järjepidevalt kajastada kas tehingupäeval või väärtuspäeval. **Tehingupäev** on päev, mil ettevõtte võtab endale kohustuse (näiteks sõlmib lepingu) aktsiate ostuks või müügiks. **Väärtuspäev** on päev, mil ettevõtte saab ostetud aktsiate omanikuks või kaotab omandiõiguse müüdud aktsiate üle.

Aktsiaid kajastatakse bilansis **õiglase väärtuse** meetodil. Õiglane väärtus on summa, mille eest on võimalik vahetada vara teadlike, huvitatud ja sõltumatute osapoolte vahelises tehingus. Väärtuse muutusest tulenevaid kasumeid/kahjumeid kajastatakse aruandeperioodi kasumiaruandes. Õiglasest väärtusest ei arvata maha võimalikke finantsinstrumendi realiseerimisega kaasnevaid tehingutasusid.

Parimaks finantsinstrumendi õiglase väärtuse indikaatoriks on tema turuväärtus. Aktiivse turu puudumisel võib õiglast väärtust hinnata mõnel muul meetodil, näiteks diskonteerides finantsinstrumendi tulevase prognoositavaid rahavoogusid.

Kui tegemist on aktsiaga, mille õiglast väärtust ei ole võimalik usaldusväärselt hinnata, kajastatakse nende väärtust **korrigeeritud soetusmaksumuse** meetodil. Selle meetodi puhul kajastatakse aktsiat bilansis tema algses soetusmaksumuses, mida on vajaduse korral korrigeeritud väärtuse langusest tuleneva võimaliku allahindlusega. Allahindlus tuleb teha, kui on tõenäoline, et vara tegelik väärtus on väiksem kui bilansiline jääkväärtus.

Aktsiate allahindlust võib muu hulgas põhjustada nende aktiivse turu kadumine, näiteks juhul, kui aktsia noteerimine börsil lõpetatakse.

Välisvaluutas tehtud aktsiainvesteeringute väärtus tuleb igal bilansipäeval vastavalt Eesti Panga vahetuskursile ümber hinnata.

Kui ettevõtte kaotab aktsiate üle kontrolli (näiteks nende müügi korral), eemaldatakse aktsia bilansist. Juhul kui üks osapool annab teisele tehingu käigus üle aktsiad, aga mitte sisulist kontrolli nende üle, ei eemaldata aktsiaid üleandja bilansist, vaid tehingut kajastatakse kui üleantud vara tagatisel võetud laenu. Selliste tehingute näide on repotehingud väärtpaberitega, mille käigus väärtpaberite „müüja” võtab endale ühtlasi kohustuse „müüdadud” väärtpaberid kokkulepitud ajal ja tingimustel uuesti tagasi osta.

Aktsiate bilansist eemaldamisel kajastatakse aktsiate bilansilise väärtuse ja nende eest saadud tasu vahet kasumiaruandes tulu või kuluna.

Korporatiivsed sündmused

Korporatiivne sündmus on oluline samm, mille ettevõtte börsil kaubeldavate aktsiatega ette võtab ja mis mõjutab tema aktsia hinda. Ettevõtte sellistest otsustest võib aktsionär saada väärtuslikku informatsiooni ettevõtte majandusseisu ja tulevikuplaanide kohta ning langetada selle põhjal otsuseid aktsiate ostuks või müügiks.

Tavaliselt teeb säärase otsuste langetamiseks ettepaneku ettevõtte juhtkond ja see vajab jõustumiseks aktsionäride heakskiitu üldkoosolekul. Tüüpilised korporatiivsed sündmused on dividendide maksmine, aktsiate splittimine, ühinemised ja ülevõtmised, uute aktsiate väljalase ning osa tegevuse eraldamine põhitegevusest ehk *spin-off*.

Dividende võib ettevõtte maksta kahes vormis: rahas või aktsiatena. Dividende saab maksta vaid ettevõttesse kogunenud kasumi arvelt – kui ettevõttel jaotamata kasumit pole, siis ta dividende maksta ei saa.

Dividendide maksmise alustamine võib olla märk sellest, et ettevõtte on jõudnud kiire kasvu faasist stabiilsesse arengufaasi. Kui analüütikud muudavad selle tõttu ettevõtte kasumiprognoose väiksemaks, võib dividendide maksmine mõnikord kaasa tuua hoopiski aktsiahinna languse. Rahas makstav dividend laekub vastavalt üldkoosoleku otsusele määra-

tud summas ja ajal aktsionäride arvele. Eestis makstakse dividende enamasti kord aastas, mujal on levinud ka kvartali- või poolaastamaksed.

Aktsia kohta, mis on veel dividendiõiguslik, öeldakse **cum-dividend**. Dividendide saajate nimekirja fikseerimisele järgneval päeval kaubeldakse aktsiaga juba **ex-dividend**, ostmisega ei kaasne siis enam õigust jooksva perioodil dividendi saada.

Dividendi maksmine aktsiate kujul ehk **fondi emissioon** tähendab, et raha asemel jaotatakse aktsionäridele uusi ettevõtte aktsiaid. Näiteks saab aktsionär iga tal juba oleva kümne aktsia kohta ühe uue aktsia. Kuna nõnda suureneb aktsiate arv, aga ettevõtte kasum jääb samaks, väheneb lahjendamise tõttu tulu aktsia kohta ja tavaliselt langeb vastavalt ka aktsia hind.

Vanasti oli dividendidel mõnevõrra tähtsam roll kui tänapäeval. Eriti USAs on ettevõtted hakanud dividendide kõrval üha enam kasutama **aktsiate tagasiostu** kui veel üht ettevõtte kasumi aktsionäridele jagamise võimalust. Aktsiate tagasiostmine võib olla ettevõtte jaoks dividendide maksimisest kõitvam mitmel põhjusel:

- maksuseadused käsitlevad seda mõnes riigis soodsamalt kui dividende,
- aktsiate tagasiostmine võib tõsta aktsia turuhinda, meeldides seetõttu aktsiaoptsioonidega motiveeritud juhtkonnale,
- tagasiostmine on paindlikum kui dividendid – dividende kalduvad investorid pidama stabiilse tulu saamise vormiks, mistõttu dividendide vähendamise pärast tabab ettevõtte juhtkonda aktsionäride pahameel, aktsiate tagasiostu aga võib varieerida seda kartmata.
- Seetõttu on USAs dividenditootlus praegu pikaajalisest keskmisest oluliselt madalam. Kui lisada väljamakstavatele dividendidele ka aktsiate tagasiostuks kuluvad summad, tõuseb dividenditootlus u 2,5 protsendilt enam kui 5 protsendini. Õieti nimetakse viimast arvu küll **cash-yield'iks**. *Cash-yield* leitakse dividendideks makstud ja aktsiate tagasiostuks kulutatud summa jagamisel ettevõtte turuväärtusega.
- Pärast aktsiate tagasiostu võib ettevõtte need **aktsiad tühistada** (ostetud aktsiad lihtsalt nullitakse), kasutada neid juhtkonna optsiooniprogrammi raames või ülevõtmiste korral teise ettevõtte eest maksmiseks.

Aktsiate spliti korral jagatakse senised ettevõtte aktsiad mitmeks aktsiaks.

See alandab hinda aktsia kohta, kuid jätab kokkuvõttes ettevõtte aktsiakapitali suuruse ja turuväärtuse muutumatuks, muutub vaid ettevõtte aktsiate arv.

Kui näiteks ettevõtte kuulutab välja aktsiate 2 : 1 spliti, saab iga aktsionär senisele aktsiale lisaks veel ühe aktsia. Kokkuvõttes suureneb ettevõtte aktsiate arv kaks korda. Kui enne spliti kaubeldi aktsiaga 100-kroonise hinnaga, siis pärast spliti on aktsia ootuspärane hind 50 krooni. Mingil määral suurendab väiksem hind huvi aktsia vastu, sest psühholoogilistel põhjustel tundub see olevat „odavam” kui enne. Tavaliselt võetakse spliti ette aktsia kaubeldavuse parandamiseks – siis, kui ühe aktsia hind on kasvanud väikeinvestorite jaoks kättesaamatult suureks.

USA tehnoloogiaettevõtted kasutasid aktsiate splittimist massiliselt internetimulli ajal, mil õhinas investorid ajasid nende aktsiate hindu järjest kõrgemaks. Mulli lõhkemisele järgnenud aastatel on paljud neist ettevõtetest pidanud ette võtma **pöördspliti** (*reverse split*), et kaubeldavate aktsiate arv taas väheneks ja aktsia hind tõuseks. Kui näiteks enne 1:10 pöördspliti kaubeldi aktsiaga 1 USD tasemel, siis pärast kümne vana aktsia vastu ühe uue saamist peaks uue aktsia hinnaks kujunema 10 USD. Ettevõtte omakapitali suurus ega turuväärtust pöördspliti ei muuda, kuid sammu võib olla vaja kehva mainega *penny-stock*i staatusest pääsemiseks või mõne börsi kauplemiskriteeriumi täitmiseks. Kui näiteks hinnasamm, millega saab börsil kauplemisnoteeringuid sisestada, on aktsia hinnast juba 10–15%, on ettevõttel ostu- ja müügihinna vahe (*spread*) vähendamiseks mõistlik kaaluda pöördspliti.

Mõnel juhul saab pöördspliti kasutada ka väikeaktsionäride käes oleva aktsiakoguse sihilikuks vähendamiseks: kui aktsionäril on aktsiaid vähem, kui on tarvis ühe uue aktsia saamiseks, jääb tal uus aktsia saamata. Väikeaktsionär saab rahalist kompensatsiooni selle aktsiakoguse väärtuses, mille eest talle uusi aktsiaid ei väljastata. Kompensatsiooni suuruse määramisel lähtutakse tavaliselt aktsiate turuväärtusest pöördsplitis osalevate aktsionäride fikseerimise hetkel.

Kuna vastavalt äriseadustikule on Eesti aktsiad jagamatud, siis tuleb aktsiate split siin teostada fondi emissioonina.

Ostueesõiguste (*rights issue*) väljaandmist kasutab ettevõtte tavaliselt olukorras, kus tal on soov saada olemasolevatelt aktsionäridelt täiendavat kapitali. Aktsionärid saavad õiguse osta uusi ettevõtte aktsiaid enne seda, kui neid pakutakse avalikkusele. Ostuõigused on tavaliselt sarnaselt aktsiatega vabalt kaubeldavad ning aktsionärid võivad neid soovi korral edasi müüa.

Ühinemine (*merger*) leiab aset siis, kui mitu ettevõtet liituvad kokkulepitud tingimustel üheks ettevõtteks. Tavaliselt omandab üks ettevõtte teise aktsiad täielikult. Tihti toimuvad ühinemised olukorras, kus majandussektoris valitseb tihe konkurents ning kasumimarginaalid on surve all. Selles olukorras võimaldab ühinemine suurendada efektiivsust väiksemate konkurentide kõrvaldamise ja üldkulude arvel kokkuhoidmise abil.

Kui börsiettevõtte ülevõtja on privaatettevõtte, siis avab see tollele võimaluse jõuda börsil noteerimiseni ilma IPO korraldamise ja aktsiate börsil registreerimise kadalippu läbimata.

Ülevõtmise korral leiab ettevõtte mõne huvipakkuva ettevõtte ja üritab turult aktsiaid ostes selle üle kontrolli saavutada. Sihtmärgiks oleva ettevõtte aktsiaid ei vahetata selle käigus ülevõtja aktsiate vastu ja ettevõtteid ei ühendata. Ülevõtmine võib olla sõbralik ehk ülevõetava juhtkonnale ja aktsionäridele meeltemööda või vaenulik ehk selline, kus ülevõetava ettevõtte juhtkond või aktsionärid üritavad ülevõtmist takistada.

Spin-off tähendab sündmust, kus börsil noteeritud ettevõtte eraldab põhitegevusest ühe osa ja kannab senistele ettevõtte aktsionäridele üle uue moodustatud ettevõtte aktsiad. Põhjuseks võib olla ettevõtte reorganiseerimine, vajadus eraldada ettevõttest ühe konkreetse tegevusala riskid või kaasata sinna eraldi kapitsali.

Aktsiate väärtuse määramine

Üksnes aktsia turuhinna teadmine annab investorile vähe infot. *Penny stock*’id maksavad penne, Warner Buffeti juhitava Berkshire Hathaway aktsia maksab börsil 112 000 USD... Ainuüksi turuhinnast on väga raske välja lugeda, kas aktsiasse tasub investeerida või mitte. Turuhind tuleb asetada mingisse konteksti.

Tehnilist analüüsi eelistavate investorite investeerimisstrateegia nurgakiviks on teave hinnamuutuste ja muude peamiselt kauplemisaktiivsust iseloomustavate näitajate kohta.

Väärtusinvestori jaoks aga on kõige olulisem hinnata ettevõtte õiglast väärtust. Väärtusinvesteeringu põhiidee on see, et varade hinda iseloomustavad parameetrid liiguvad aja vältel madal- või kõrgseisust taas keskmiste väärtuste juurde. Väärtusinvestorid kasutavad aktsia hinnale hinnangu andmiseks mitmesuguseid suhtarve. Järgmiseks tuleb juttu kõige populaarsematest, põhjalikumalt pilti aktsiate väärtuse hindamiseks kasutatavatest suhtarvudest pakub näiteks investopedia.com.

HINNA/TULU SUHE (P/E, PRICE-TO-EARNINGS PER SHARE)

Mida täpsemalt mõeldakse, kui öeldakse, et aktsia on „odav”? Enim kasutatav suhtarv, millest tavainvestorid (esma)hinnangus lähtuvad, on aktsiate P/E ehk hinna/tulu suhe. Kui aktsia hind on 100 krooni ja ettevõtte on teeninud viimase nelja kvartaliga kasumit aktsia kohta 5 krooni, on aktsia $P/E = 100 / 5 = 20$.

Usaldusväärsem on minevikuandmete põhjal arvutatav jooksev P/E (*trailing P/E*), kus E arvutamiseks kasutakse nelja viimase kvartali tulu aktsia kohta. Samas määrab aktsia hinnaliikumise suuresti E käitumine tulevikus, mistõttu analüüsides opereeritakse tihti ettevaatava P/E-ga (näiteks kirjutatakse 2008F P/E 10), kus E võib olla näiteks veel kestva või järgneva majandusaasta prognoositav tulu aktsia kohta. Et tegelikkus võib kujuneda prognoosist erinevaks, ei ole väga pikalt ettepoole vaatavad prognoosid eriti usaldusväärsed.

Madal P/E võib näidata, et ettevõtte on allahinnatud. Samas võib see ka näidata, et turg pole kindel tema tulude püsimises praegusel tasemel. Oluks, kus ettevõtte näib (näiteks P/E põhjal) hetkel odav, kuid tulevase tulu langus aktsia kohta võib muuta ta kalliks, nimetatakse **väärtuslõksuks** (*value trap*).

Pikema horisondiga investor jaoks võib ettevõtte P/E, mis on madalam konkurentide omast või turu keskmisest, olla üks kriteerium, mille järgi aktsiaid oma portfelli valida. Peamine küsimus, mida investor P/E suhet

kasutades peab arvestama, on hinnang kasumi püsivusele. Kas ettevõtte tegutseb tsüklilises majandusharus? Milline on majandustsükli faas? Kas keegi võib ohustada ettevõtte turupositsiooni? Madalast P/E-st ei saa automaatselt eeldada aktsiahinna tõusu, odav aktsia võib jääda odavaks aastaid.

Mõnel juhul võib investoril olla otstarbekas kasutada – näiteks võlakirjade tootlusega võrdlemisel – P/E pöördväärtust ehk E/P suhet. See näitab aktsia tinglikku tulumäära kõnealuse aktsiahinna juures.

Jagades aktsiaindeksisse (näiteks S&P 500) kuuluvate ettevõtete summaarse turuväärtuse ettevõtete puhaskasumite summaga, saame **indeksi P/E**. S&P 500 indeksi keskmine P/E alates 1935. aastast on 15,8, kuid viimasel 25 aastal on P/E olnud keskmiselt üle 20. Oma osa andsid kõrge-ma keskmise kujunemiseks tehnoloogiaaktsiate väga kõrged hinnad 2000. aastate alguses. Vahest olulisemgi on olnud aktsiate riskipreemia langus, mis on põhinenud eeldusel, et aktsiad on tänu USA majandustsüklite mõõdukamaks muutumisele vähem riskantne varaklass, kui varem eeldati.

AKTSIA DIVIDENDITOOTLUS

Päris hea investeerimisstrateegia on läbi ajaloo olnud kõrge dividenditootlusega aktsiate omamine. Ainuüksi dividendide reinvesteerimisega tekkiv kumulatiivne tootlusefekt võib pikas perspektiivis anda päris suure eelise võrreldes üksnes aktsiate hinnatõusule lootmisega.

Aktsia dividenditootluse (*dividend yield*) saame, kui jagame dividendi aktsiahinnaga. Kui ettevõtte maksab dividende 6 krooni aktsia kohta ja aktsia hind on 60 krooni, on dividenditootlus $6 / 60 = 10\%$.

Aktsia õiglase hinna leidmiseks on dividenditootlust mõnikord mõistlik võrrelda fikseeritud tulumääraga instrumentide tootlusega. Seda siis, kui ettevõttel ei teki suure tõenäosusega probleemi järgmistel perioodidel sarnase dividendi väljamaksmisega. Kui dividendid on erakorralise iseloomuga, siis pole sellisel võrdlusel suurt mõtet.

AKTSIA TURUHINNA JA RAAMATUPIDAMISVÄÄRTUSE SUHE (P/B, PRICE-TO-BOOK)

Väärtusinvestorid kasutavad ettevõtte ala- või ülehinnatusele esmase hinnangu andmiseks **aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhet**. See suhe näitab, kui mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust (mõnikord nimetatakse seda ka likvideerimisväärtuseks).

Kui ettevõtte aktsiaga kaubeldakse allpool raamatupidamisväärtust ($P/B < 1$), viitab see kahele võimalusele: kas hindavad investorid ettevõtte varade väärtust väga pessimistlikult või on ettevõtte varade tootlus väga madal.

Majandusharudes, kus tegutsemine nõuab suuri investeeringuid põhivarasse, kauplevad ettevõtted tavaliselt palju madalamal P/B tasemel kui näiteks väikese kapitalivajadusega konsultatsioonifirmad. P/B suhet kasutatakse tihti pankade omavahel võrdlemiseks, sest enamjaolt on pankade varad ja kohustused bilansis pidevalt hinnatud turuväärtusele vastavalt.

DISKONTEERITUD RAHAVOOD

P/E kasutamisega kaasneb üks põhimõttelise tähtsusega probleem. Nimelt pole kasum vaba raamatupidamislikest moonutustest, mis teevad kasumi mõnel juhul petlikuks näitajaks. Ettevõtte raamatupidamine võib näiteks näidata suurt käivet, kuid suur osa sellest on nõuete vormis ehk raha on reaalselt kätte saamata, ettevõtte varade amortiseerimiseks kasutatakse nii mõnigi kord vääraid eeldusi. On ka palju muid võimalusi, millega ettevõtted üritavad endast kasumlikumat muljet jätta.

Seepärast võib ettevõtte majandusseisust anda selgema pildi tema kasvavoogude aruandega tutvumine. Suure osa aktsiaanalüütikute jaoks ongi ettevõtte väärtuse hindamise peamoodus oodatavate tulevaste rahavoogude diskonteerimine tänasesse päeva. Kuna sellistes mudelites kasutatakse üsna pikaajalisi prognoose, võivad neil põhinevad aktsia väärtuse hinnangud suures ulatuses varieeruda.

Aktsiatesse investeerimine ja nendega kauplemine

Sarnaselt kahe kolmandiku autojuhtidega, kes peavad ennast küsitlustes „keskmisest paremaks autojuhiks”, iseloomustab see hoiak väga hästi ka investoreid. Mõistagi ei saa aga kõik investorid juba puhtmatemaatilisel põhjusel olla üle keskmise edukad.

Sageli kasutatav ütlus „lühiajalised kauplejad kaotavad kokkuvõttes alati” on sellegipoolest eksitav. Tõusval turul teenivad enamasti ka lühiajalised kauplejad raha, kuid jäävad turutootlusele alla tehingukulude tõttu. Umbes 5% kauplejatest suudab ka pikema perioodi vältel turuindeksit lüüa (võrdluseks: fondijuhtidest saab sellega hakkama 20–30%).

Parimad päevakauplejad tunduvad olevat need, kes annavad endale selgelt aru, et suhtumine „mul on õigus” ei maksa turul midagi, ja saavad suurema stressita üle olukordadest, kus neil ei ole õigus.

Parimad aktsiakauplejad on sageli nooremad kui 30-aastased, sest kiire reaktsioon ja väike kauplemismaht annab (uudiste)kauplemises mõningase eelise. Ühtlasi on selles vanuses inimesed tavaliselt ka riskialtimad. Samal ajal saaks suurem osa päevakauplejaid oma nooruse isegi kindlamalt enda kasuks pöörata pikaajalise investeerimisega ning suurema aktsiaosakaaluga portfelliga.

Paljusid aktsiakauplejaid on alati köitnud turutrendi järgimisel põhinev ehk **momentum-strateegia**. Mingil moel kasutab tootluse saavutamiseks turutrendi võimendamist suur osa *hedge*-fonde.

Kuigi kõigis rahandusõpikutes on tähtsal kohal jutt sellest, et finantsturud on oma olemuselt efektiivsed ning aktsiate hinnad kajastavad pidevalt ettevõtte kohta teada olevat informatsiooni, pole ajaloolised andmed seda üheselt tõendanud. 2008. aastal tehtud London Business Schooli uuring näitas, et momentumil on kalduvus püsida – parimat tootlust pakkunud Briti aktsiad on perioodil 1900–2007 viletsamat tootlust näidanud aktsiaid enamasti löönud aasta-aastalt.

Ent USA aktsiaturul on viimasel kümnel aastal momentum-strateegiaga raha kaotatud, tõenäoliselt hakatakse sellega ka mujal maailmas tihedamalt vastu näppe saama. „Momentum surm” väljendub näiteks järjest lühemaajalistes liikumistes, millele investorid ei jõuta harjumuspärasest ajaraamis reageerida. Tihti raputab investori momentum-strateegiast välja volatiilsus,

mis laseb ootamatult käiku *stop loss*-orderid ja jätab investori positsioonist ilma. Probleemiks võib osutuda kahanenud likviidsus, mis ei võimalda tavapärase suurusega positsioone võtta või kinni panna.

Loomulikult on praeguseks juba tekkinud ka fondid, mis püüavad sellist ühes või teises suunas üle võlli liikunud momentumit ära kasutada. Nad lähtuvad investorite meeleolu iseloomustavatest näitajatest, müüvad lühikeseks kõige eufoorilisemate hinnangutega pärjatud instrumente, lähevad pikaks kaua ülinegatiivseid hinnanguid pälvinud aktsiates. Mullistuvate aktsiate hindamisel pole fundamentaalnäitajatel tihti enam mingit tähtsust, mistõttu üks kindlamaid oma raha põletamise viise on ainult neid aluseks võttes liiga lühikese horisondiga lühikeseks müük.

Internetiaktside mulli lõhkemine on tõstnud pisut rahulikumat elu ja stabiilsemat tootlust eelistavate investorite hulgas järjest enam ausse **turuneutraalse investeerimise**. Tihti tegutseb sellisel põhimõttel investeeriv *hedge*-fond üsna triviaalsel moel. Ollakse pikad väärtpaberites, mida peetakse allahinnatuks, ja lühike instrumentides, mille hinnad on nendega võrreldes ülehinnatud. Investoritele serveeritakse seda kui turuneutraalset strateegiat. Enamasti säärane strateegia mõnda aega ka toimib, eriti hästi muidugi siis, kui vastavasse tootesse voolab raha sisse: pole kindlamat võimalust alahinnatud (ja ebalikviidse) väärtpaberi hinna tõstmiseks kui selle järjekindel ostmine.

Sama sündmuste ahel võib muidugi muutuda ka vastupidiseks. Kui raha läheb fondist välja, tuleb imepäraselt tootlust näidanud ebalikviidset vara müüa. Kui raha läheb sarnase strateegiaga fondidest välja üheaegselt, on tagajärjeks varem vähetõenäoliseks peetud järsud liikumised eelkõige väiksema turukapitalisatsiooniga ettevõtete aktsiahindades või vähelikviidsetes võlainstrumentides. Suurenev volatiilsus võimendab investorite skepsist ja võib vallandada negatiivse hinnaspiraali, mis veab aktsiahinna veelgi alla-poolle. Õnneks tegutsevad finantsturul ka „raisakullid”, kes tulevad sellist sündmüüki ära kasutama ja tassivad odavalt saadud varad lõpuks mõneks aastaks oma pessa laagerdama.

2007. aasta õonestas kõvasti üht turuneutraalse strateegia erivormi – varem mitmel järjestikusel aastal edukalt toiminud jeeni *carry trade*’i. Jaapani keskpank on alates 2001. aastast hoidnud jeeni intressimäärasid 0% lähedal, ühtlasi nõrgenes jeen vaikselt enamiku tähtsamate valuutade suh-

tes. See muutis kasulikuks jeenis laenamise ja selle laenu eest aktsiate või muude finantsvarade ostmise. Ent kui USA keskpank hakkas 2007. aastal intresse alandama, tugevnes jeen USA dollari suhtes ja tegi lihtsale teenimisvõimalusele lõpu.

Samas oleks vale öelda, et momentumit kasutavate investeerimisstrateegiatega on asi ühel pool. Kui leidub huvitav idee, mille saab investorile kolme-nelja lausega selgeks teha – siis küllap see kaup ostjaid leiab. Esimesed sellega ka teenivad, meelitades liimile üha uusi investoreid, kuni kokteil ühel hetkel hapuks läheb.

Pühendunud ja õppimisvõimeline investor saab hakkama ka muutlikes ja keerulistes oludes. Üldiselt on mõistlik investeerimine üsna „ebahuvitav”. Tuleb kaubelda võimalikult vähe, et tehingukulud oleksid väiksed. Tuleb hoida oma portfelli varaklasside jaotus vastavuses riskitaluvuse ja investeerimishorisondiga. Tuleb perioodiliselt (mitte liiga tihti, näiteks kord aastas) tasakaalustada portfelli, lisades uut raha või vähendades kiiresti kasvanud positsioone ja suurendades kahanenud väärtusega osa. „Huvitavad” instrumendid, uued turud, uued tehnoloogiad, kuumad ideed jms võiksid moodustada investeerimisportfelli väiksema osa. Peamine osa võiks olla selline, mis on suure tõenäosusega ka mõne aasta pärast alles ja teenib ka midagi juurde.

Aktsiatesse investeerimisega seotud riskid

Peamised riskid, mida tuleb aktsiatesse investeerimisel silmas pidada, on järgmised:

- investeerimiseks valitud majandussektori üldine käekäik,
- valitud ettevõtte käekäik,
- ettevõtte suurus: väiksemate ettevõtete aktsiad võivad olla vähemlikviidsed ja kõikumamate hindadega kui suurte ettevõtete omad,
- ettevõtte asukohariigi ja teiste tema käekäiku mõjutavate turgude poliitiline ja majanduslik käekäik,
- üldine hoiak aktsiatesse investeerimise suhtes,
- teiste riikide aktsiatesse investeerimisega kaasneb valuutarisk,

- ebapiisavast investeeringute hajutamisest tulenev risk (investoritel on kalduvus investeerida mõistlikust rohkem oma asukohale lähematele turgudele ja väiksemasse arvu aktsiatesse, kui on vaja riskide hajutamiseks).

Investor peab aktsiainvesteeringuid tehes arvestama negatiivse tootluse võimalust mingil (tavaliselt lühiajalisel) perioodil. Tavaliselt on aktsiainvesteeringut tehes mõistlik silmas pidada, et investeeritud raha ei läheks vaja vähemalt lähema kolme aasta jooksul. Alati on riskantne investeerida aktsiatesse raha, mida võib vaja minna kiiremini.

Samuti peab investor arvestama võimalust, et investeeringute pikaajaline tootlus kujuneb ebapiisavaks ja takistab tema isiklike investeerimiseesmärkide (piisav pension, lapse kooliraha jms) täitmist.

Kristjan Hänni

Kawe Kapitali portfellihaldur ja juhatuse liige



Kuidas sa sattusid (aktsia)portfellide haldusega tegelema?

Töötasin pärast Tartu Ülikooli lõpetamist rahandusministeeriumis, tegelesin aktsiate avaliku müügi korraldamise küsimustega. Sealt oli üsna loogiline samm edasi investeringutega tegelemise juurde. Olen nüüdseks töötanud portfellihaldurina juba üle kümne aasta.

Palun kirjelda lühidalt, kuidas näeb välja su tüüpiline tööpäev.

Kawe Kapitali partnerina saan suuresti ise oma tööpäeva sisustada. Hommikune rutiin: tütar lasteaeda, poeg kooli, mina naisega kesklinna, umbes 8.30 jõuan tavaliselt tööle. Lõunani olen arvuti ees. Seejärel – kui pole kokku lepitud mõnda ärilõunat – üritan ennast pisut liigutada. Jooksen või suusatan Nõmmel. Pärastlõunal olen taas tööle arvuti ees. Umbes 17.30 jälle kodus, kus kuni USA turu sulgemiseni arvutist väga kaugele ei lähe. Sekka mahuvad õhtused toimetused perega, võrkpall vms.

Mis sind selle töö juures köidab ja just sellel alal hoiab? Mida pead miinusteks?

Köidab see, et saad selle tööga endale maailmapildi, millesse iga uus infokild peab kuidagi sobima. Miinuseks pean seda, et see tegevusala on praktiliselt ööpäevaringse tööajaga.

Milline on olnud sinu senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida sulle õpetas?

Põnevaim oli kahtlemata Tallinna Börsi kokkukukkumine 1990. aastate lõpus, kus kõik likviidsuslõksu jäämise klassikalised valud said omal nahal ära proovitud. Mõne aasta pärast järgnenud tehnoloogiaaktsiate mulli lõhkemine USAs oli hea Eestis saadud õppetundide kordamiseks ja hea kool turulangusele panustamisega kaasnevate emotsioonide osas.

Mis on sinu arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saad nimetada vaid ühe?

Pole olemas pikaajalist kõrge tootlusega riskivaba investeringut.

2. Aktsiaselts ja osaühing

Maret Hook, Eesti Väärtpaberikeskus

Üksnes börsifirmadesse raha paigutavad investorid puutuvad investeerimisel kokku vaid aktsiate ja aktsiaseltsidega. Riskikapitalisti või äriingli kalduvustega investoritel, rääkimata ettevõtjatest, võib aga tegemist tulla ka osade ja osaühingutega.

Osaühing on äriühing, millel on osadeks jaotatud osakapital. Osaühingul on võrreldes aktsiaseltsiga väiksem algkapitali nõue ning lihtne juhtimisskeem.

Nii aktsiaseltsid kui ka osaühingud on piiratud vastutusega äriühingud. Nende erinevused tulenevad sellest, et aktsiaselts on mõeldud suurema ja osaühing väiksema mastaabiga äritegevuseks. Seepärast on alustavad või varases arengustaadiumis ettevõtted sageli osaühingud. Ent ka kitsa omanikeringiga suured privaatettevõtted ei näe alati põhjust aktsiaseltsi vormi kasutamiseks.

Eestis peab osaühingu algkapitali suurus olema vähemalt 40 000 krooni, aktsiaseltsil 400 000 krooni. Osa väikseim nimiväärtus saab olla 100 krooni. Kui osa nimiväärtus on suurem kui 100 krooni, peab see olema 100 krooni täiskordne, selle suurus ei saa olla 777 või 391 krooni.

Kui aktsionäril võib olla palju aktsiaid, mille nimiväärtus saab olla vaid 10 krooni või selle täiskordne, siis osanikul saab olla vaid üks osa, mille nimiväärtust on võimalik muuta. Samuti võivad osanike osa nimiväärtused olla erinevad ning osa suurusest (nimiväärtusest) sõltub osanike häälte arv koosolekul. Juhul kui osanik omandab osaühingus täiendava osa, suureneb vastavalt tema esialgse osa nimiväärtus (aktsionär omandab sellisel juhul uusi aktsiaid).

Osa annab osanikule õiguse osaleda osaühingu juhtimises ning kasumi ja osaühingu lõpetamisel allesjäänud vara jaotamisel. Samuti kätkeb osaühing endas vähem formaalsusi ning osanikel on äriühingus suurem otsustamisõigus. Kõige eelöeldu tõttu sobib osaühing äriühingu liigina eelkõige väikeettevõtjale.

Osa on vabalt võõrandatav vaid teisele osanikule. Kolmandatele isikutele võõrandamise korral on teistel osanikel seadusjärgne ostueesõigus. Nimetatud piirangust võib loobuda, kui ettevõtte põhikirjas nähakse ette, et osa võõrandamiseks on nõutav osanike otsus, mille poolt peab olema antud vähemalt kaks kolmandikku osanike häälest. Osanikevahelises lepingus võib ette näha ka piiranguid osa võõrandamiseks, sh sätestada, et osa võõrandamiseks kolmandale isikule on nõutav teiste osanike nõusolek.

Osa oma osast võib osanik üldjuhul võõrandada samuti üksnes teiste osanike nõusolekul. Osaühingu põhikirjas võib siiski sätestada, et osa osalisel võõrandamisel ei ole osanike nõusolek nõutav.

Erinev on ka aktsia ja osa võõrandamise vormiline külg. Eestis on aktsiaseltsil kohustus registreerida oma aktsiad väärtpaberite keskregistris ning aktsiate võõrandamine käib ainult väärtpaberikontosid haldavate pankade kaudu. Osade keskregistris registreerimine on vabatahtlik. Keskregistris registreeritud osade võõrandamine toimub pankades, registris mitte registreeritud osade võõrandamine toimub tavapäraselt notari juures.

Osa ostu-müügitehing pangas võib toimuda kahel viisil – kas väärtpaberiülekanadena ehk ilma rahaliste arveldusteta tehinguna (FOP – *free of payment*), kus raha ja väärtpaberid liiguvad eraldi, või makse – vastutehinguna (DVP – *delivery versus payment*), kus osa ja selle eest tasutav rahasumma vahetavad üheaegselt omanikku. Ostu-müügitehing loetakse osaühingu suhtes toimunuks alates hetkest, mil uus omanik ilmub elektroonilisse osanike nimekirja. Kui osad on registreeritud keskregistris, siis

äriregistrit ostu-müügitehingutest eraldi teavitada ei ole vaja. Erandiks on need juhud, kus osa võõrandamise tagajärjel jääb osaühingule üks osanik või kui lisaks ühele osanikule kuulub selle osaühingu osa ainult osaühingule endale.

Maret Hook

Eesti väärtpaberikeskuse projektijuht





// Julge mõelda
erinevalt, kuid
ära alahinda
turgu.



3. Võlakiri

Endriko Vörklaev, SEB Varahaldus

Võlakirjade liigid

Võlakirju nimetatakse ka **fikseeritud tuluga väärtpaberiteks**, sest erinevalt näiteks aktsiatest pakuvad võlakirjad investoritele kokkulepitud tulumäära.

Rangelt võttes ei pruugi kõigi võlakirjade tulumäär küll olla jäigalt fikseeritud, vaid võib perioodiliselt muutuda, sõltudes näiteks turul valitsevast intressitasemest. Siiski saab võlakirjainvestor üldjuhul oma investeeringu oodatavat tootlust päris täpselt prognoosida.

Võlakirja võib võrrelda ka laenuga, mis on viidud väärtpaberi kujule ehk **väärtpaberistatud**. Kui laenu puhul on laenuandjaks tavaliselt üks isik (näiteks pank), siis võlakirjade puhul võib võlakirjaomanikke ehk laenuandjad olla palju. Võlakirja ostja ehk **investor** on seega laenuandja rollis ja võlakirja välja lasknud osapool ehk **emitent** on laenuvõtja rollis.

Võlakirjaemitentideks võivad olla ettevõtted, kohalikud omavalitsused (linnad, regioonid, vallad), riigiasutused, riikide keskvalitsused, samuti mitmesugused organisatsioonid, arengupangad, erakonnad jpt.

Tähtsamad võlakirjadega seotud mõisted:

Nimiväärtus (*par, nominal*) – võlakirja põhiosa suurus, mis on aluseks intressimaksete arvutamisel ning mis üldjuhul langeb kokku võlakirjade lunastamisel investoritele makstava rahasummaga.

Turuväärtus – võlakirja hind teisesel turul ehk järelturul.

Kupong (*coupon*) – regulaarne intressimakse.

Kupongimäär (*coupon rate*) – regulaarse intressimakse suurus väljendatuna protsendina nimiväärtusest.

Lõpptähtpäev (*maturity*) – kuupäev, mil emitent on kohustatud võlakirja investoritelt tagasi ostma.

Lunastamine (*redemption*) – võlakirja tagasiostmine emitendi poolt võlakirja lõpptähtpäeval.

Tulusus tähtajani (*yield to maturity, YTM*) – tulusus väljendatuna protsendina aasta kohta, mida investor teeniks, ostes võlakirja hetkel kehtiva turuväärtusega ning hoides võlakirja kuni lunastamiseni.

Baaspunkt (bp) – 0,01%.

Protsendipunkt (pp) – 1%.

Investor võib võlakirjadelt tulu saada nii regulaarsete intressimaksete kui ka võlakirja hinnamuutuse kaudu. Regulaarseid intressimakseid nimetatakse võlakirjade maailmas **kupongideks** ehk **kupongiintressideks**. Intressimaksete selline nimetus pärineb ajast, mil võlakirjad olid paberkujul ning intressimakse saamiseks tuli rebida väärtpaberilt kupong ning esitada see emitendile või makseid vahendavale makseagendile. Tänapäeval on võlakirjad elektroonilisel kujul investorite väärtpaberikontodel ning kupongimaksed tähendavad emitendi perioodilisi rahaülekandeid investorite kontodele. Regulaarseid intresse ehk kuponge pakkuvaid võlakirju nimetatakse ka **kupongvõlakirjadeks**.

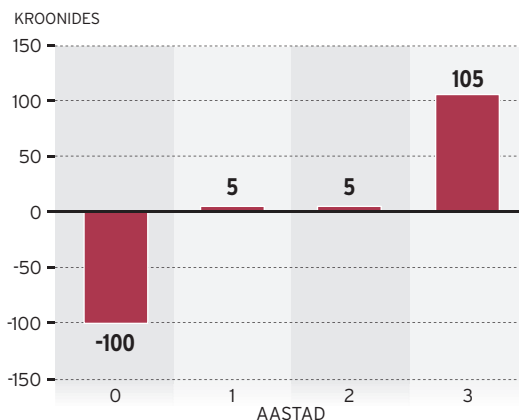
Kupongvõlakirjade kõrval on olemas ka võlakirju, millelt regulaarseid intressimakseid ei tehta. Nende võlakirjade puhul saab investor tulu müügi- ja ostuhinna erinevusest. Harilikult lastakse sellised võlakirjad käibele nimiväärtusest odavama hinnaga ehk **diskontoga**, võlakirjade lõppkuupäeval lunastab emitent võlakirjad aga nimiväärtusega. Selliseid ilma kupongi- ta võlakirju nimetatakse ka **nullkupongvõlakirjadeks** ehk **diskontovõlakirjadeks**. Sageli emiteeritakse just lühiajalised, kuni üheaastase tähtajaga võlakirjad diskontovõlakirjadena.

Lühiajaliste võlakirjade eriliik on **kommertspaberid** (*commercial paper*, CP). Kommertspaberid on lühiajalised võlakirjad, mille emitentideks on äriettevõtted või pangad. Kommertspaberite emitendid on üldjuhul tugeva maksevõimega ning seetõttu peetakse kommertspaberitesse investeerimist vähese riskiga paigutusvõimaluseks.

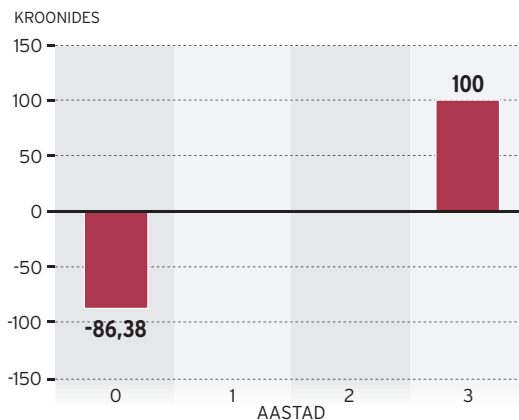
Järgnevatel joonistel on piltlikult kujutatud kupong- ja diskontovõlakirja erinevust. Mõlemal juhul on tegemist kolmeaastase tähtajaga ja viieprotsendise tootlusega võlainstrumendiga. Kupongvõlakirja puhul tekib investori jaoks tulu regulaarselt makstavatest kupongiintressidest, diskontovõlakirja puhul aga ostu ja tagasimüügi hinna erinevusest.

Kupong- ja diskontovõlakirja erinevus

Kupongvõlakiri



Diskontovõlakiri



Kupongivõlakirjade puhul makstav kupongiintress võib olla nii fikseeritud kui ka muutuv. Fikseeritud intressimäära puhul esitatakse see harilikult protsendina nimiväärtusest. Näiteks nimiväärtusega 10 000 kr, kupongimääraga 5%, kaks korda aastas makstavate kupongidega ning Act/Act intressiarvestusega võlakirja puhul makstakse iga poolaasta järel kupongi 250 kr võlakirja kohta.

Muutuva ehk **ujuva kupongimääraga** võlakirjade (**FRN** ehk *Floating Rate Note*) puhul on kupongi suurus seotud finantsturgudel hetkel valitseva intressitasemega. Sageli seotakse kupongiintressimäär pankadevahelise rahaturu intressimääraga – näiteks enamiku euroala ujuva intressimääraga võlakirjade kupong sõltub Euroopa pankadevahelise rahaturu intressimäärast euribor. Kaks korda aastas kupongi maksva ujuva intressimääraga võlakirja kupongi suurus võib näiteks olla väljendatud kujul: kuue kuu euribor + 0,50%. Sellisel juhul võetakse aluseks kupongimakse hetkel kehtiv kuue kuu euribor, liidetakse sellele 0,50% ning saadakse kupongimakse suurus järgmise intressiperioodi jaoks.

Erinevalt aktsiatest on võlakirjadel eelnevalt kokku lepitud lõpptähtaeg, mida nimetatakse ka **lunastamistähtajaks** ehk **kustutamistähtajaks**. Võlakirjad võivad olla väga erineva pikkusega – alates mõnekuulistest rahaturuinstrumentidest kuni ülipikkade mitmekümneaastaste võlaväärtpaberiteni.

Mõningate võlakirjade puhul on emitentidel õigus võlakirju lunastada ka enne lõpptähtpäeva – selliseid võlakirju nimetatakse **ennetähtaegse lunastamisvõimalusega** võlakirjadeks (*callable bonds*). Samuti võib investoritel olla õigus nõuda võlakirja lunastamist enne lõpptähtpäeva – sellisel juhul on tegemist **ennetähtaegse tagasimüügivõimalusega** võlakirjadega (*putable bonds*).

Kui võlakirja tingimustes sisaldub emitendi jaoks ennetähtaegne tagasiostuvõimalus (*call option*) või investoritele ennetähtaegne tagasimüügi-võimalus (*put option*), mõjutavad ka need võlakirja hinda ja tulusust. Kui võlakirja tingimustes sisaldub emitendi jaoks mõni selline lisatingimus, mõjutab ka see võlakirja hinda ja tulusust. Ennetähtaegne tagasiostuvõimalus on emitendile lisavõimalus, kuid paneb investori ebasoodsamasse olukorda võrreldes võlakirjadega, millel sellist lisavõimalust pole. Seega

peaksid ennetähtaegse tagasiostuvõimalusega võlakirjad muude tingimuste võrdsuse korral pakkuma investoritele lisapreemiat kõrgema tulumäära näol. Ennetähtaegne tagasimüügivõimalus seevastu avardab investorite valikuvõimalusi ning seega peaksid sellised võlakirjad muude tingimuste võrdsuse korral pakkuma investoritele madalamat tulumäära.

Kuigi harilikult maksab emitent võlakirja põhiosa investoritele tagasi lõpptähtpäeval (nn *bullet*-tagasimakse), esineb siingi erandeid. **Amortiseeruvate** võlakirjade puhul maksab emitent koos intressimaksega regulaarselt tagasi ka võlakirja põhiosa.

Sõltuvalt võlakirja emitendi riskitasemest jagatakse võlakirju madalama tootluse ja riskiga **investeerimisjärgu** võlakirjadeks (*investment grade bonds*) ja kõrgema tootluse ja riskiga **spekulatiivseteks** võlakirjadeks (*speculative grade bonds*). Spekulatiivseid võlakirju nimetatakse vahel ka **rämpsvõlakirjadeks** (*junk bonds*).

Arenevate turgude keskvalitsuste, omavalitsuste ja ettevõtete võlakirju liigitatakse vahel ka ühisnimetajaga **arenevate turgude** võlakirjad (*emerging markets bonds*). Ka Eesti emitentide poolt välja lastud võlakirjad kuuluvad globaalsete investorite silmis arenevate turgude võlakirjade kategooriasse.

Väljaspool emitendi asukohariiki käibele lastud võlakirju nimetatakse **eurobondideks**. Eurobondide emissioone korraldavad harilikult mitmetest rahvusvahelistest pankadest koosnevad sündikaadid. Nimetus eurobond ei viita siin tingimata eurole kui valuutale – eurobonde emiteeritakse eurodes, USA dollarites, Kanada dollarites, Jaapani jeenides jne.

Konverteeritavate võlakirjade omanikul on õigus vahetada võlakirjad tulevikus kindlaks määratud ajal ja kindlaks määratud hinnaga sama ettevõtte aktsiate vastu. Niimoodi on võimalik teenida võlakirjadele omast kindlat intressitulu ning saada aktsiahinna tõusu kaudu osa ka ettevõtte väärtuse kasvust.

Erinevalt pangalaenudest on enamik võlakirju tagamata võlakohustused. Erandiks on **tagatud** võlakirjad (*covered bonds, asset backed bonds*), mille puhul on investorite kindlustunde suurendamiseks seatud võlgnevuse tagatiseks reaal- (näiteks kinnisvara) või finantsvarad (näiteks aktsiad või nõuded kellegi vastu). Mõningatel juhtudel annab emissioonile täiendava garantii mõni teine ettevõtte või isegi füüsilisest isikust omanike isiklik käendus.

Viimastel aastatel on populaarseks muutunud **struktureeritud** võlakirjad, mille puhul võlakirja kupong sõltub mingist (välisest) tegurist. Näiteks võib kupongimäär olla seotud valuutakurssidega, toorainete hindadega, riskipreemiatega jne.

Võlakirjaemissioon

Võlakirjaemissioonid jagunevad avalikeks emissioonideks ja suunatud pakkumisteks.

Avaliku emissiooni puhul pakutakse võlakirju kõigile huvilistele. Et tagada kõigi investorite võrdne kohtlemine, on seadusandlikud nõuded avaliku emissiooni läbiviimiseks suhteliselt ranged.

Suunatud pakkumise puhul pakutakse võlakirju piiratud ringile investoritele ning suunatud emissiooni korraldamise reeglid on mõnevõrra leebemad. Vastavalt Eesti väärtpaberituru seadusele võib suunatud pakkumise puhul võlakirju pakkuda ainult kutselistele investoritele või siis kuni 99 investorile. Valdav enamik Eestis viimastel aastatel toimunud võlakirjaemissioone on olnud suunatud pakkumised.

Emiteeritavate võlakirjadega seotud detailid ning osapoolte õigused ja kohustused dokumenteeritakse **emissioonitingimustes**. Võlakirjaemissioonis osalevad järgmised osapooled: emitent, investor, emissiooni korraldaja, makseagent, tagatisagent ja depositoorium.

Emissiooni korraldajaks on enamasti kommerts pangad ja investeerimis pangad, kuid võimatu pole ka emitendi enda asumine korraldaja rolli. Makseagent vastutab võlakirjadega seotud rahaliste kannete toimumise eest ning tagatisagent korraldab võlakirjade tagatiseks seatud vara hoidmise. Sageli täidab makse- ja tagatisagendi ülesandeid emissiooni korraldaja. Depositoorium hoolitseb võlaväärtpaberite hoidmise eest, tänapäeval on depositooriumid üldjuhul elektroonilised registrid. Eestis täidab keskse depositooriumi rolli Eesti Väärtpaberite Keskregister (EVK).

Emissioonitingimustes pannakse paika emiteeritavate võlakirjade põhiomadused: plaanitav emissioonimaht, võlakirjade lõpptähtaeg, nimiväärtus, kupongimäär, kupongimaksete kuupäevad, intressiarvestuse põhimõtted, ennetähtaegse tagasiostu ja tagasimüügi kuupäevad ja hinnad jne.

Kupongimäär võib olla tingimustes fikseeritud või kujuneda vähempakkumise käigus. Kui investorid esitavad ostupakkumisi suuremas mahus, kui on plaanitav emissioonimaht, rahuldab emissiooni korraldaja investore ostusoovid osaliselt. Vähempakkumise puhul eelistatakse investoreid, kes aktsepteerisid madalamat tulumäära.

Emissioonitingimustega võidakse emitendile panna mitmesuguseid kohustusi ja piiranguid (*covenants*). Sageli seatakse piirangud täiendavate finantskohustuste võtmisele, dividendide väljamaksetele ja erinevatele finants-suhtarvudele. Piirangud annavad võlakirjainvestoritele täiendava kindluse, et emitent ei võta liigseid riske ega halvenda oma võimet täita võlakirjadest tulenevaid kohustusi. Tingimuste rikkumise korral on võlakirjainvestoritel tavaliselt õigus nõuda võlakirjade ennetähtaegset lunastamist. Samas võivad võlakirjainvestorid hääletamise teel otsustada rikkumisjuhtumi emitendile andestada ning ennetähtaegset lunastamist mitte nõuda.

Emissioonitingimustes on loetletud veel mitmed muud juhud, mil investoritel tekib õigus nõuda võlakirjade ennetähtaegset lunastamist. Sellisteks juhtudeks võivad olla näiteks emitendi suhtes pankrotimenetluse algatamine, oluliste kohustuste mittetäitmine emitendi poolt, oluliste põhitegevusega seotud varade võõrandamine, emitendi liitumine või ühine mine mõne teise ettevõttega.

Võlakirja nimiväärtus ja turuväärtus

Võlakirja nimiväärtus on investori jaoks oluline järgmistel põhjustel:

- Nimiväärtuse alusel arvestatakse regulaarseid kupongimakseid. Näiteks nimiväärtusega 10 000 kr, kupongimääraga 5%, üks kord aastas makstavate kupongidega ning $\text{Act}/360$ intressiarvestusega võlakirja puhul makstakse kupongi 506,94 kr ühe võlakirja kohta aastas.
- Nimiväärtusega toimub üldjuhul võlakirja lunastamine lõpptähtpäeval.
- Nimiväärtusega toimub paljude võlakirjade müük esmaslevitamisel. Erandiks on siin diskontovõlakirjad, mis lastakse käibele nimiväärtusest madalama hinnaga.

Nimiväärtus on oluline ka emitendi poolt vaadates – emitendi kohustus investorite ees kajastatakse emitendi raamatupidamisbilansis üldjuhul nimiväärtuses.

Kui võlakirja emiteerimise hetkel kajastab emissiooni müügihinnana kasutatud nimiväärtus tavaliselt ka võlakirja õiglast hinda, siis juba hetk pärast emissiooni on turutingimused muutunud ja võlakirja **turuhind** võib nimiväärtusest erineda.

Võlakirja turuhind on otseses seoses võlakirja tulususega tähtajani (YTM) ehk teisiti öeldes võlakirja tootlusega. Turuhinna tõus tähendab madalamat tulusust tähtajani ja turuhinna langus kõrgemat tulusust tähtajani. Teisiti öeldes on võlakirja hind ja tulusus vastupidises seoses – ühe langus tähendab teise tõusu.

Seda võlakirjade puhul kehtivat olulist seost võib mõista ka niiviisi: mida odavama hinnaga õnnestub võlakiri soetada, seda kõrgemat tulusust on võimalik sellelt teenida, hoides võlakirja kuni kustutustähtajani.

Börsil kaubeldavate ja likviidsete võlakirjade turuhind on investori jaoks kergesti jälgitav, mittekaubeldavate ja ebalikviidsete võlakirjade turuväärtust on keerukam tuvastada. Võlakirjade turuhind (ja seega ka tulusus tähtajani) sõltub paljudest teguritest, millest tähtsamateks võib nimetada riskivaba tulumäära ehk keskvalitsuste võlakirjade tulumäära, üldist riskipreemia suurust turul ning konkreetse emitendiga seotud riskipreemiat. Kõik need tegurid muutuvad ajas ja seega muutub pidevalt ka võlakirja tootlus ja turuhind. Võrreldes aktsiatega on võlakirjade turuhinna muutuse ulatus siiski palju piiratum.

Tavaliselt kõiguvad võlakirjade turuhinnad nimiväärtuse ümbruses, olles sellest mõnevõrra kõrgemad või madalamad. Harilikult väljendataksegi võlakirja turuhinda protsendina nimiväärtusest. Näiteks 97,50% turuhinnaga ning 10 000-kroonise nimiväärtusega võlakirja saab seega realselt osta-müüa hinnaga 9750 krooni ühe võlakirja kohta.

Turuväärtuse väljendamisel tuleb tähele panna, kas turuhind on väljendatud koos kogunenud kupongiintressiga või ilma. Sagedamini väljendatakse turuhinda ilma kogunenud kupongita (**clean price**) ja seega tuleb lõpliku ostuhinna teadasaamiseks sellele hinnale lisada ostuhetkeni kogunenud kupongiintress.

Oletame, et võlakirja nimiväärtus on 10 000 krooni, turuhind on 97,50%

nimiväärtusest, kupongimäär 4,50% aastas, intressiarvestus Act/360, kupongimaksete sagedus üks kord aastas, kupongimakse kuupäev 15. juuli ning võlakirja ostutehing lepiti kokku esmaspäeval, 20. oktoobril 2008. Kuna harilikult arveldatakse võlakirjatehingud kolm pangapäeva pärast tehingu kokkuleppimist, kujuneb kupongiintressi kogunemise perioodiks ajavahemik 15. juulist 23. oktoobrini ehk kokku 100 päeva. Arvestades 4,50% kupongimäära ja Act/360 intressiarvestust, kujuneb kogunenud intressisummaks 125 krooni. Seega peab investoril ühe võlakirja ostmiseks olema $9750 + 125 = 9875$ krooni.

Mõnikord kajastatakse turuhinnas juba ka kogunenud kupongiintress (*dirty price*). Sellisel juhul näitab turuhind investori poolt võlakirja eest makstavat lõplikku rahasummat. Võlakirja turuhinna kokkuleppimisel tasub seega alati täpsustada, kas tegemist on *clean* või *dirty* hinnaga.

Võlakirja väärtuse määramine

Kui võlakiri ei ole järelturul kaubeldav ja investoril pole võimalik selle turuhinda jälgida, tuleb investoril tuletada võlakirja õiglane hind iseseisvalt. Võlakirja väärtuse määramisel saab kasutada raha ajaväärtuse arvutustes kasutatavat nüüdisväärtuse kontseptsiooni.

Võlakiri kujutab endast tulevikus laekuvate rahavoogude kogumit ning võlakirja õiglane hind praegusel hetkel on nende rahavoogude nüüdisväärtus. Lisaks rahavoogude suurusele ja nende laekumise ajale on nüüdisväärtuse arvutamiseks vaja teada ka **diskontomäära**.

Diskontomäär väljendab investori nõutavat tulumäära – s.t protsentuaalset tulumäära aasta kohta, mida investor vastaval riskitasemel soovib saada. Finantsturgudel käivad risk ja tulu käsikäes ning seega on loogiline kasutada suurema riskiga võlakirja puhul ka kõrgemat nõutavat tulumäära.

Nõutava tulumäära võib omakorda jagada kaheks komponendiks: riskivaba tulumäär ja riskipreemia. Riskivaba tulumäär väljendab tavaliselt keskvalitsuse vastava tähtajaga võlakirjade tulumäära. Näiteks Saksa ettevõtte viieaastase tähtajaga võlakirja nõutava tulumäära leidmiseks võib riskivaba tulumäärana kasutada Saksamaa viieaastase riigivõlakirja tootlikkust. Riskipreemia suurus omakorda sõltub konkreetse ettevõtte riskita-

semest, vastava tegevusharu tavapärasest riskipreemiast ning ka finantsturgude üldisest riskipreemiate tasemest.

Nõutava tulumäära paikapanekuks võib investor lähtuda ka alternatiivsete investeerimisvõimaluste tulususest – sarnase riskitasemega ja samas tegevusharus tegutsevate ettevõtete võlakirjade tulusus peaks olema enam-vähem võrdne.

Oletame, et investorile pakutakse Soome metsatööstuse ettevõtte XYZ võlakirju järgmiste karakteristikutega: nimiväärtus 1000 eurot, lõpptähtaeg kolme aasta ja seitsme kuu pärast, kupongimäär 6,50%, kuponge makstakse üks kord aastas. Mis võiks olla sellise võlakirja eest makstav õiglane turuhind?

Kõigepealt tuleb investoril võlakirjast tulenevate rahavoogude nüüdisväärtuse leidmiseks paika panna sobiv diskontomäär. Eeldame, et likviidsed Soome metsatööstuse ettevõtete võlakirjad kauplevad hetkel tootlusega 8%. Investori hinnangul on uuritav ettevõtte haru keskmisega võrreldes pisut riskantsem, sest ettevõtte suhteline võlakoormus on suurem (omakapitali suhe koguvaradesse on väiksem, kohustuste ja ärikasumi suhe suurem, intresside kattekordaja nõrgem jne). Oletame, et haru keskmisest suurem risk on investori hinnangul väärt täiendavat 1% suurust riskipreemiat. Sobiv diskontomäär oleks selle lihtsustatud näite puhul seega 9%.

Võlakirjalt laekub kolm aastast kupongimakset suuruses 65 eurot ning nimiväärtus 1000 eurot lõpptähtajal. Järgmine kupongimakse laekub seitsme kuu pärast. Võlakirja turuhinna leidmiseks võime kasutada valemit:

$$P_d = \frac{65}{(1 + 0,09)^{\left(\frac{7}{12}\right)}} + \frac{65}{(1 + 0,09)^{\left(1 + \frac{7}{12}\right)}} + \frac{65}{(1 + 0,09)^{\left(2 + \frac{7}{12}\right)}} + \frac{1065}{(1 + 0,09)^{\left(3 + \frac{7}{12}\right)}} = 952,61 \text{ EUR}$$

Leitud hind P_d sisaldab ka käimasolevas kupongiperioodis kogunenud intressi (*dirty price*). Et viia leitud hind *clean price*'i kujule, tuleb sellest lahutada viimase viie kuuga kogunenud kupongiintress.

$$P_c = 952,61 - 65 \times \frac{5}{12} = 925,52 \text{ EUR}$$

Niisiis on selle võlakirja õiglane hind 92,55% nimiväärtusest. Ostu- või müügitehingu puhul lisandub sellele käesoleval kupongiperioodil kogune-

nud intress. Võlakirja hinna arvutamiseks ilma kogunenud kupongita võib kasutada ka MS Exceli funktsiooni PRICE, mille kasutamiseks tuleb akti-veerida lisandmoodul „Analüüsi tööriistapakett” (*Analysis Toolpak*).

Võlakirjadesse investeerimisega seotud põhiriskid

Ehkki võlakirju peetakse aktsiatega võrreldes väiksema riskiga väärtpaberiteks, tuleb investoritel nendegi puhul kokku puutuda ohtudega. Võlakirjad kui varaklass on tervikuna küll keskmisest vähem riskantne, kuid võlakirjade maailm on väga mitmekesine – kõrvuti üliturvaliste valitsusvõlakirjadega võib kohata ka suure tootluse ja riskiga rämps võlakirju.

Võlakirjade kui varaklassi madalam riskitase võrreldes aktsiatega tuleneb järgmistest asjaoludest:

Võlausaldaajate nõuded rahuldatakse enne aktsionäre. Võlakirju emitteenud ettevõtte bilansis kuuluvad võlakirjad võõrkapitali ehk kohustuste koosseisu. Ettevõtte pankroti ja likvideerimise korral on võlakirjaomanikud aktsionäridega võrreldes eelisseisus. Ehkki emitendi pankrot võib ka võlakirjaomanikele tähendada investeeritud kapitali osalist kaotust, ei kaota võlakirjainvestorid üldjuhul kogu investeeritud raha.

Võlakirjad pakuvad regulaarset tulu kupongiintresside näol. Ehkki ka aktsiaomanikud võivad saada aktsiatelt dividende, ei ole dividendide maksimine erinevalt võlakirjade kupongidest ettevõttele kohustuslik.

Võlakirjade hinnad on vähem muutlikud. Tänu eelisseisundile ettevõtte vara jagamisel, fikseeritud tulumäärale ning lõpptähtpäevale on võlakirjade hinnad järelturul aktsiatega võrreldes oluliselt stabiilsemad. Väiksem volatiilsus tähendab aga väiksemat riski.

Vaatleme järgnevalt põhilisi riskitegureid, mida võlakirjadesse investeerija peaks arvestama.

KREDIIDIRISK

Võlakirjainvestori jaoks on üks olulisemaid küsimusi, kas võlakirja emitteenud riik, omavalitsus, organisatsioon või ettevõtte suudab oma rahalised

	Moody's Investors Service		Standard & Poor's	
	Reiting	Selgitus	Reiting	Selgitus
Investeeri- misjärgu rei- tingud	Aaa	Parima kvaliteediga võla- kirjad.	AAA	Emitendi võime oma ko- hustusi täita on erakord- selt tugev.
	Aa	Kõrge kvaliteediga võla- kirjad, kõrgeimast reitin- gust vaid vähesel määral madalam pikaajaliste ko- hustuste täitmise võime.	AA	Emitendi võime oma ko- hustusi täita on erakord- selt tugev, erineb kõr- geimast reitingust vaid vähesel määral.
	A	Keskmisest kõrgema kva- liteediga võlakirjad, pike- mas perspektiivis võivad ebasoodsad arengud neid rohkem mõjutada.	A	Emitendi võime oma ko- hustusi täita on tugev, kuid ebasoodsad arengud võivad seda vähesel mää- ral mõjutada.
	Baa	Keskmise kvaliteedi- ga võlakirjad, pikemas perspektiivis võivad eba- soodsad arengud neid rohkem mõjutada.	BBB	Emitendi võime oma ko- hustusi täita on piisav, kuid ebasoodsad arengud võivad seda nõrgendada.
Mitteinves- teerimisjär- gu ehk spe- kulatiivsed reitingud	Ba	Mõningate spekulatiiv- sete elementidega võla- kiri, emitendi kohustuste täitmise võime ei pruugi pikemas perspektiivis olla garanteeritud.	BB	Kergelt spekulatiivne, eba- soodsate arengute korral võib emitent silmitsi seista nõrgeneva kohustuste täitmise võimega.
	B	Mõõdukalt spekulatiiv- sete elementidega võla- kiri, emitendi kohustuste täitmise võime ei ole pi- kemas perspektiivis kin- del.	B	Spekulatiivne, ebasood- sad arengud halvendavad emitendi finantspositsioo- ni.
	Caa	Spekulatiivsed võlakir- jad, emitent võib jätta kohustused investorite ees täitmata.	CCC	Väga spekulatiivne, emi- tent on haavatav ning suudab oma kohustusi täi- ta vaid soodsate arengute korral.
	Ca	Väga spekulatiivsed võla- kirjad, emitent on jätnud või võib jätta kohustused investorite ees täitmata.	CC	Väga spekulatiivne, emi- tendi maksevõime on nõrk ja haavatav ning ta suudab oma kohustusi täi- ta vaid soodsate arengute korral.
	C	Madalaim reiting, eriti kehvad väljavaated.	SD ja D	Emitent on jätnud täitma- ta ühe või mitu rahalist ko- hustust investorite ees.

kohustused täita. Rahaliste kohustuste all mõeldakse nii regulaarseid kupongimakseid kui ka võlakirja põhiosa lunastamist lõpptähtpäeval. Emitendi maksejõuetuse riski nimetatakse **krediidiriskiks**.

Väikese krediidiriskiga võlakirjade puhul võib investor olla kindel, et emitendil kupongimaksetega ega võlakirja lunastamisega probleeme ei teki. Suurema krediidiriskiga, nn spekulatiivsete võlakirjade puhul võib aga rahast ilmajäämise oht olla märkimisväärne. Kuna investeerimisel käivad risk ja tulu üheskoos, pakuvad suurema krediidiriskiga võlakirjad investorele ka suuremat tootlust. Suurema riski võtmise eest pakutavat suuremat tulusust nimetatakse ka **riskipreemiaks**.

Krediidiriski täpsemaks hindamiseks omistatakse võlakirjadele **krediidireitinguid**. Reitinguid omistavad sõltumatud rahvusvahelised reitinguagentuurid, millest tuntumad on **Moody's Investor Service**, **Standard & Poor's** ja **Fitch**. Reiting annab hinnangu kahele aspektile:

- tõenäosus, et emitent ei suuda oma kohustusi täita,
- kahju suurus emitendi maksevõimetuse korral.

REITINGUAGENTUURIDE MOODY'S JA STANDARD & POOR'S KREDIIDIREITINGUD

Tabelis toodud reitingutele lisatakse sageli pluss- või miinusmärk (Standard & Poor'si reitingute puhul) või numbrid ühest kolmeni (Moody'si reitingute puhul). Näiteks reiting BBB+ on ühe astme võrra kõrgem kui reiting BBB, kuid jääb astme võrra alla A-reitingule. Analoogiliselt on Moody'si skaalal reiting Baa1 astme võrra kõrgem reitingust Baa, kuid jääb ühe astme võrra alla reitingule A3. Kui vastav agentuur on jätnud emitendile või võlakirjale reitingu andmata, tähistatakse seda mõnikord tähekombinatsiooniga **NR** (*not rated*).

Reitingute omistamisel arvestavad agentuurid nii emitendi, konkreetse tegevusharu kui ka kogu ümbritseva keskkonna väljavaateid. Põhirõhk on siiski emitendi finantsanalüüsil, täpsemalt lühi- ja pikaajalise maksevõime suhtarvudel. Reitinguagentuurid jälgivad emitentide tegevust ja analüüsivad regulaarselt finantsaruandeid. Vajaduse korral lisatakse emitent vaat-

lusnimekirja ja muudetakse eelnevalt omistatud krediidireitingut. Enne reitingu alandamist antakse emitendile tavaliselt **negatiivne reitinguväljavaade** ning enne reitingu tõstmist **positiivne reitinguväljavaade**. Mõnikord ei pruugi aga vaatlusnimekirja lülitamine ja reitinguväljavaade omistamine lõppeda reitingu muutmisega.

Ka kõrgeim reiting ei anna investoritele garantiid, et emitendiga ei juhtu kunagi midagi. Toetudes statistilisele tõenäosusele võib siiski väita, et AAA või Aaa reitinguga võlakirjade puhul on ebaõnnestumise risk ülimalt väike.

Reiting annab investorile sõltumatu hinnangu võlakirja ja selle emitendi krediidikvaliteedi kohta, kuid lõplik investeerimisotsus tuleb võlakirjainvestoril siiski langetada omal vastutusel. Iseseisvaks emitendi krediidikõlblikkuse analüüsimiseks võib investor kasutada lihtsamaid finantsanalüüsi võtteid. Võlakirjainvestori seisukohalt on olulised näiteks ettevõtte finantsvõimendus (näiteks omakapitali suhe koguvaradesse), kohustuste suurus võrreldes teenitava (äri)kasumiga (näiteks kohustuste/EBITDA suhtarv), intresside teenindamise võime (näiteks EBITDA/intressikulude suhtarv) jne. Erinevalt aktsiainvestoritest ei ole võlakirjainvestorite jaoks esmase tähtsusega ettevõtte kasvuväljavaated, vaid võime oma finantskohustustega toime tulla.

Emitendi maksevõime on ajas muutuv: positiivsed arengud makromajanduses, tegevusharus või konkreetsetes ettevõttes suurendavad ka emitendi võimet oma kohustustega tulevikus toime tulla. Samuti tähendavad negatiivsed suundumused suuremat riski, et emitent võib oma kohustuste täitmisega hätta jääda.

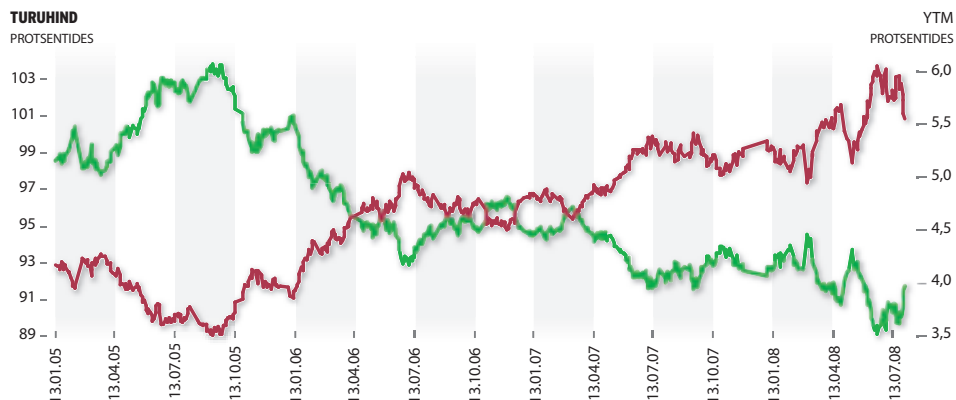
Reitinguid ei ole omistatud kaugeltki kõigile emitentidele ega võlakirjadele. Kui suurte ja tuntud emitentide võlakirjadel on tavaliselt rahvusvahelise agentuuri reiting, siis väiksemate ja vähem tuntud emitentide võlakirjadel sageli reitingut pole. Ka enamiku Eesti emitentide võlakirjadel pole rahvusvahelist reitingut.

Teisesel turul ehk järelturul kaubeldavate võlakirjade puhul on reitingu kõrval või asemel võimalik jälgida turuosaliste arvamust emitendi ja tema võlakirja krediidiriski kohta.

Vastavalt arengutele makromajanduses, tegevusharus ning ettevõtte tasandil muutub võlakirja riskipremia järelturul pidevalt. Juuresoleval graa-

fikul on Saksa telekomiettevõtte Deutsche Telekom eurodes denomineeritud võlakirja hind, tulusus tähtajani (YTM) ja riskipreemia ajavahemikus 2005–2008. Riskipreemia on väljendatud baaspunktides (1 bp = 0,01%). Nagu riskipreemia graafikult näha, on muutused aastatel 2007–2008 olnud suured: kui suvel 2007 hindasid turuosalised riskipreemia suuruseks ligikaudu 0,30%, siis 2008. aasta alguses ületas riskipreemia 1,1% taseme.

Riskipreemiate dünaamikal on seos ka aktsiaturgudel toimuvaga – aktsiaturgude buumidega kaasnevad üldjuhul väiksemad riskipreemiad ning aktsiaturgude langus toob sageli kaasa riskipreemiate kasvu.



INTRESSIRISK

Teine oluline risk, mida võlakirjainvestor peab arvestama, on intressirisk. Intressirisk tähendab ohtu, et intressimäärade muutumine turul toob kaasa võlakirja turuhinna muutuse.

Mäletatavasti tähendas intressimäärade (tulumäärade) langus võlakirja turuhinna tõusu ja intressimäärade tõus võlakirja hinna langust. Seega on võlakirjainvestoril eelkõige põhjust muret tunda intressimäärade võimaliku tõusu pärast.

Intressirisk on eriti oluline juhul, kui investoril on vaja võlakiri enne tähtaegselt järelturul müüa või kui investor hindab oma võlakirjainvesteeringuid regulaarselt vastavalt turuolukorrale ümber. Kui aga investor omandab võlakirja eesmärgiga hoida seda lõpptähtajani, saab investor oma investeeringult algselt plaanitud tulu ja intressimäärade vahepealne muutumine ei pruugi tema jaoks olla olulise tähtsusega.

Vaatleme intressiriski iseloomustamiseks Saksa riigi kümneaastast võlakirja kupongimääraga 4% ning turuhinnaga 96,04% nimiväärtusest. Turuhinnast saame tuletada võlakirja tulususe tähtajani (YTM), see on praegusel juhul 4,50%. Tähendab, kui osta praegu see võlakiri hinnaga 96,04% nimiväärtusest, saada järgneva kümne aasta jooksul kuponge 4% nimiväärtusest aastas ning saada lunastamistähtajal tagasi võlakirja põhiosa ehk 100% nimiväärtusest, siis kujuneb investeeringu tootluseks ligikaudu 4,50% aastas.

Kui investor peaks aga soovima seda võlakirja näiteks aasta pärast järelturul müüa, sõltub võimalik müügihind aasta pärast valitsevast intressitasemest. Aasta pärast on võlakirja lõpptähtajani jäänud üheksa aastat. Oletame, et üheksa-aastased Saksa riigi võlakirjad kauplevad sel hetkel turul tootlusega 6%. Tootlusele 6% vastab meie näites turuhind 86,40% nimiväärtusest. Aastaga on turuhind langenud seega $96,04 - 86,40 = 9,64$ protsendipunkti. Investor on küll aastaga teeninud 4% kupongi, kuid tema investeeringu tootlus on sellegipoolest turuhinna languse tõttu negatiivne. Kõnealuse näite puhul on aastatulemuseks kokkuvõttes $-5,87\%$. Seega tõi intressimäära tõus 4,50% tasemelt 6% tasemele kaasa turuhinna märkimisväärse languse, mida ei suutnud kompenseerida ka kogunenud kupongitulu.

Intressimäärade muutuse mõju fikseeritud kupongimääraga võlakirja hinnale on seda suurem, mida pikemaajalise võlakirjaga on tegemist. Kui

intressimäärade tõus 1% võrra alandab üheaastase võlakirja turuhinda vaid ligikaudu 0,95%, siis 30-aastaste võlakirjade puhul on mõju ligikaudu 16%. Järgnevas tabelis on toodud intressimäära 1% muutuse ligikaudne mõju võlakirja hinnale sõltuvalt võlakirja pikkusest (arvutuste aluseks on 4% kupongimääraga, üks kord aastas kuponge maksev ja järelturul 5% tootlusega kaubeldav võlakiri).

Intressimäärade muutuse mõju võlakirja hinnale

Aastaid võlakirja lunastamiseni	1	2	3	4	5	10	15	20	25	30
Intressimäärade 1% muutuse vastassuunaline mõju võlakirja hinnale, %	0,95	1,87	2,75	3,59	7,31	7,96	10,80	13,03	14,76	16,09

Võlakirjade intressitundlikkuse mõõtmiseks ja intressiriski hindamiseks kasutatakse võlakirja **duratsiooni**. Duratsioon sõltub ajast lunastamistähtajani, kupongimäärast ja tulususest tähtajani.

Laskumata siinkohal duratsiooni arvutamise nüanssidesse, on võlakirja-investoril ometigi oluline aru saada duratsiooni olemusest. Duratsiooni võib mõista kui võlakirjast tulenevate rahavoogude kaalutud keskmist kaugust ajas. Diskontovõlakirjade puhul on vaid üks rahavoog, mille laekumise aeg langeb kokku võlakirja lõpptähtajaga – sellisel juhul on ka duratsioon võrdne lunastamistähtaja kaugusega aastates. Kupongivõlakirjade puhul aga laekub osa võlakirja rahavoogudest juba enne lõpptähtpäeva ning sellisel juhul on duratsioon veidi väiksem kui lunastamistähtaja kaugus aastates.

Modifitseeritud duratsioon on duratsiooni edasiarendus, mis mõõdab võlakirja hinna ligikaudset muutust intressimäärade 1% muutuse puhul. Seega on ka eelnenud tabeli teises reas eri tähtajaga võlakirjade modifitseeritud duratsioonid. MS Excelis saab modifitseeritud duratsiooni leida funktsiooniga MDURATION, mille kasutamiseks tuleb aktiveerida lisandmoodul „Analüüsi tööriistapakett” (*Analysis Toolpak*).

Intressirisk võib toimida nii investori kahjuks kui ka kasuks. Intressi-

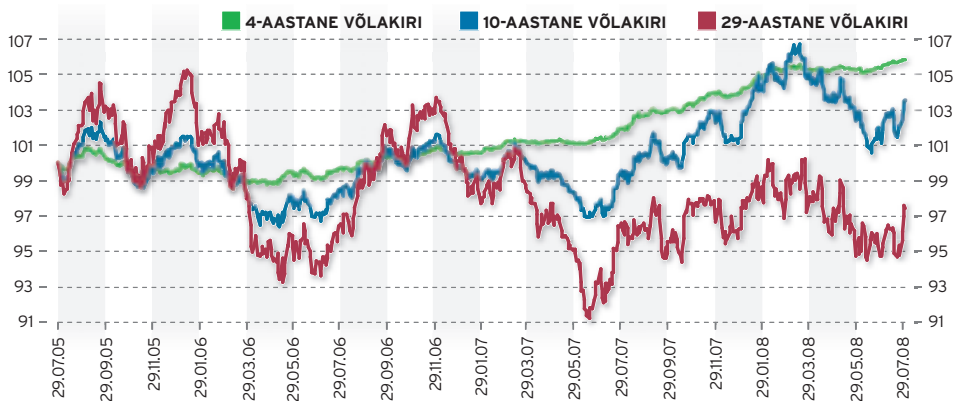
määrade tõus tähendab võlakirjahindade langust ja intressimäärade langus võlakirjahindade tõusu. Eelnenud tabelis toodud 30-aastase võlakirja puhul tähendab näiteks intressimäärade kaheprotsendiline langus aasta jooksul umbes 32% suurust hinnatõusu. Kui liita sinna arvutuste aluseks oleva võlakirja tulusus tähtajani (5%), tähendaks kaheprotsendiline intressimäärade langus koguni ligi 37% suurust aastatulu.

Loomulikult toimib see efekt ka vastupidises suunas: intressimäärade järsk tõus tähendab pikaajaliste võlakirjade hinna märkimisväärset langust, mis võib viia algul turvalisena tundunud võlakirjainvesteeringu sügavasse miinusesse. Ideaaljuhul peaks investor fikseeritud intressimääraga võlakirjadesse investeerima hetkel, kui intressimäärad on tipus, ja turult lahkuma, kui intressimäärad on põhjas.

Järgnev graafik kujutab Saksamaa riigivõlakirjadesse investeerimise tulemust investori jaoks kolmeaastasel perioodil (august 2005 kuni juuli 2008). Tulemus arvestab nii intressimäärade kõikumisest tulenevaid hinnamuutusi kui ka kogunenud kupongi.

Investor, kes oleks investeerinud 2005. aastal 29-aastase tähtajaga võlakirjadesse, oleks kolm aastat hiljem oma investeeringuga endiselt miinuses. Kümneaastasest võlakirja investeerinu oleks plussis pisut enam kui 3%-ga, mis on kolme aasta peale samuti tagasihoidlik tulemus. Kõige paremini oleks läinud nelja-aastasest võlakirja investeerinud investoril.

Perioodi 2005–2008 iseloomustas euroala valitsusvõlakirjade intressimäärade tõus ja nagu graafikult näha, on selle tõttu enim kannatanud pikema tähtajaga ja suurema intressiriskiga võlakirjad. Intressimäärade langustsükkel on aga pikemad võlakirjad suurimad võitjad.



Erinevalt fikseeritud intressimääraga võlakirjadest on muutuva kupongi-määraga (FRN) võlakirjade puhul intressirisk väike. Põhjuseks on asjaolu, et FRN-ide puhul korrigeeritakse kupongimäära väga sageli (tavaliselt iga kolme või kuue kuu järel) ning seega ei pea võlakirja turuhind olulisel määral muutuma, et kohaneda uute tingimustega intressiturgudel. Samas võivad FRN-ide turuhinnad turgudel muutuda teistel põhjustel – eelkõige krediidiriski ja riskipreemiate muutuse mõjul.

Endriko Vörklaev

SEB Varahalduse fondijuht



Kuidas sa sattusid (võlakirja)portfellide haldusega tegelema?

Olen finantsturgude ja investeerimisega vähemal või rohkemal määral kokku puutunud 1996. aastast. Kui alguses olid fookuses aktsiad, siis praegu tegelen võlakirjainvesteeringutega. Lisaks investeerimise praktilisele poolele olen läbi viinud ka mitmeid investeerimisteemalisi loengutsükleid. Võlakirjaportfellide haldusega tegelen 2004. aastast, kui asusin tööle SEB panga varahaldusüksusse.

Palun kirjelda lühidalt, kuidas näeb välja su tüüpiline tööpäev.

Hommikul viin end kurssi eelmisel öhtul ja öösel toimunud arengutega peamiselt Ameerika ja vähemal määral ka Aasia finantsturgudel. Lisaks avaldatud uudistele ja makroindikaatoritele loen eri välispankade turuülevaateid. Kontrollin üle suuremad hinnamuutused portfellide komponentides ning võrdlen fondiosakute ja võrdlusindeksite liikumisi.

Seejärel koostan esitluse regulaarseks konverentskõneks SEB Balti ja Poola võlakirjameeskonnaga ning teen ettepanekud positsioonide muutmiseks Ida-Euroopa ja SRÜ mudelportfellis.

Kuna mõne pangapäeva pärast on lunastumas üks portfellides olev võlakiri ning fondidesse on klientidelt tulemas uut raha, paigutan laekuvad vahendid kahte võlakirjafondi ja kolme üksikvõlakirja. Üksikvõlakirjade ostmiseks saadan hinnapäringud viiele välispankale ja teostan lõpuks tehingud kahe eri vastaspoolega Londonist ja Viinist.

Kell 15.30 avaldatud USA tööturu indikaatorid tulid oodatust oluliselt nõrgemad ning intressimäärad murdsid toetustasemetest läbi. Arutame Balti ja Poola kolleegidega kujunenud olukorda ning otsustame jätta positsioonid siiski muutmata.

Päeva lõpus sisestan tehtud võlakirjatehingud infosüsteemi ning jälgin USA turgude avanemisel valitsevaid meeleolusid. Tööpäeva lõppedes kontorist lahkudes proovin turgudel toimuva mõtetest heita, et järgmisel päeval taas värskest alustada.

Mis sind selle töö juures köidab, mis just sellel alal hoiab? Mida pead miinusteks?

Meeldib jälgida protsesse Eestist väljaspool, globaalsel tasandil. Reageerida majanduse ja finantsturgude dünaamikale ning näha oma investee-

rimisotsuste tagajärgi reaalajas. Ühtlasi tähendab pidev turgude jälgimine ka raskusi lülitada end teemast välja õhtusel ajal või puhkusel olles.

Milline on olnud sinu senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida sulle õpetas?

Huvitavamad on kahtlemata olnud turgude langusperioodid, kõige dramaatilisem neist ehk 1997.–1998. aasta kriis Tallinna Börsil. Kriisid õpetavad, et turuga ei ole mõtet vaielda ja et varade väärtus saab alati muutuda veelgi odavamaks.

Mis on sinu arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saad nimetada vaid ühe?

Julge mõelda erinevalt, kuid ära alahinda turgu.

// teadvusta
investeermise
riskid!



4. Fondiosak

Art Lukas ja Kaarel Roosa, Swedbank

Kujutage ette, et külastate koos sõpradega uut hiinapärašt söögikohta. Teil pole kogemust, millise maitsega toidud nende võõrapäraste nimede taga peituvad, ja seetõttu otsustate tellida kogu seltskonna peale mitu eri rooga ning arve omavahel ära jagada. Sel moel on kõigil võimalik proovida mitut erinevat toitu ja keegi ei saa oma tellimusega täiesti alt minna.

Samal põhimõttel toimivad investeerimisfondid. Paljudelt ühesuguste huvidega inimestelt kogutakse raha ning paigutatakse fondi, mis omakorda paigutab kogunenud raha edasi aktsiatesse, võlakirjadesse, teistesse fondidesse, pangadeposiitidesse, kinnisvarasse või muudesse investeerimistoodetesse vastavalt varem paika pandud reeglitele ja fondijuhtimiseks palgatud inimeste töökspidamistele.

Ideed koguda investeeringu jaoks kokku paljude inimeste raha hakati rakendama juba 19. sajandil, tänapäevaseid tegutsemispõhimõtteid kasutavaid fonde hakati Ameerikas looma 1920. aastatel.

Investeerimisfondidel on teiste investeerimisvõimalustega võrreldes mitmeid eeliseid. Suhteline lihtsus võrreldes otse aktsiatesse või võlakirjadesse investeerimisega on peamine eelis, mis teeb investeerimisfondid sobivaks ka tavainvestorile.

Raha fondi paigutades ostab inimene või organisatsioon fondiosakuid, mis tõendavad investori kaasosalust fondis. Iga osak kujutab endast väikest osa kogu fondi investeerimisportfelist. Näiteks kui 5% fondi varadest on investeeritud Tallinna Vee aktsiatesse, siis 100-kroonise osaku omanikul on kaudselt viie krooni väärtuses Tallinna Vee aktsiaid. Olenemata sellest, kas osakuid on ostenud kolm aastat tagasi või eelmisel nädalal, on kõik fondi-osakud seotud ühesuguse investeerimisportfelliga.

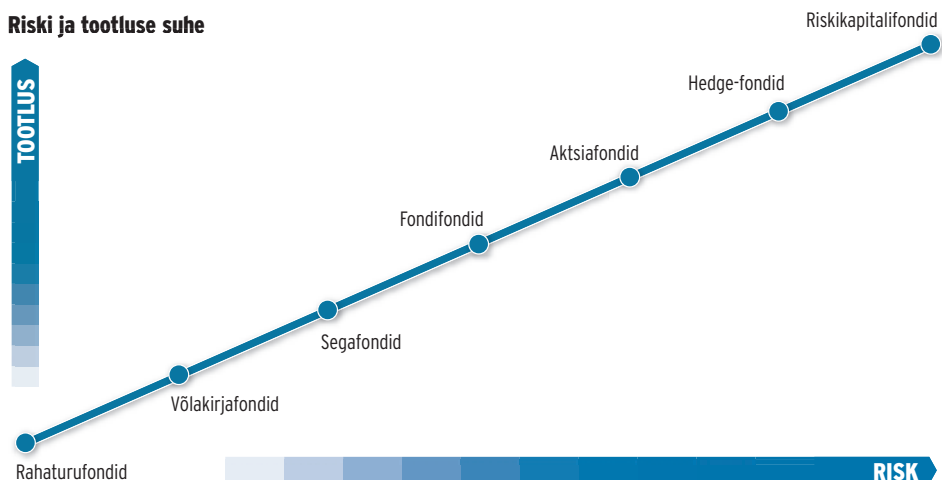
Fondide tüübid

Fondimaailm pakub hulgaliselt erinevaid investeerimisvõimalusi. Fonde võib jagada näiteks varaklasside või investeerimisstiili järgi. Samuti on mitmeid eriotstarbelisi fonde.

Eri tüüpi fondid võimaldavad investoril leida just tema riskitaseme ja investeerimishorisoniga sobivad fondid. Samuti pakuvad eri fonditüübid häid võimalusi investeerimiskeskide hajutamiseks.

Eri tüüpi fondid pakuvad ka väga erinevat riski ja tootluse suhet. Fondide riskitase ja tootlus võib olenevalt investeerimisportfelli sisust oluliselt erineda. Näiteks võib võlakirjafond sisaldada ainult riskantseid, kuid suure tootlusega võlakirju. Samas võivad aktsiafondis olla ainult stabiilsete suur-ettevõtete aktsiad.

Üldiselt võib eri fondid riski ja tootluse suhte järgi reastada järgmiselt:



AKTSIAFONDID

Kõige tuntum fondiliik on aktsiafondid, mis investeerivad kogu oma vara ettevõtete aktsiatesse. Need fondid võib omakorda jaotada alaliikideks.

- **Kindla turukapitalisatsiooniga ettevõtetesse investeerivad fondid.** Ettevõtted jaotatakse vastavalt suurusele kolme põhikategooriasse: *small-cap* ehk väikeettevõtted, *mid-cap* ehk keskmise suurusega ettevõtted ja *large-cap* ehk suurfirmad.

Kuna väikefirmade näol on tihti tegemist kiiresti arenevate organisatsioonidega, kulub neil kasum sageli vajalikeks investeeringuteks ja dividendide maksmiseks suurt midagi ei jää. Seetõttu püüavad nendesse investeerivad fondid teenida põhiliselt aktsiahinna tõusult. Üldjuhul peetakse väikefirmade aktsiaid suurfirmade omadest kõikumamaks ja riskantsemaks. Väga väikse turukapitalisatsiooniga ettevõtetesse investeerides (näiteks Balti aktsiaturgudel) võib esineda ka likviidsusrisiki – osalust ei õnnestu kiiresti turuhinnaga müüa. Piirid, mille alusel ettevõtted lahterdatakse suurteks ja väikesteks, võivad olenevalt fondist erineda. Näiteks USA turul defineeritakse suurfirmat sageli kui ettevõtet, mis kuulub 500 kõige suurema turuväärtusega firma hulka (sellise suurfirma turuväärtus ületab tavaliselt 10 miljardit USA dollarit).

- **Kindla investeerimisstiiliga fondid.** Peamiselt jagunevad investeerimisstiilid kaheks: kasvule ja väärtusele suunatud investeerimine.

Väärtusaktsiatesse investeerides (*value-style*) on eesmärgiks leida ettevõtteid, mille aktsiatega kaubeldakse börsil allpool oma tegelikku sisemist väärtust. Selliseid ettevõtteid iseloomustab tavaliselt madal P/E (aktsiahinna/kasumi) ja P/B (aktsiahinna/raamatupidamisväärtuse) suhe ning sageli ka hea dividenditootlus. Kuna väärtusaktsiad on võrreldes turu keskmisega odavamaks hinnatud, on nad tavaliselt ka vähem volatiilsed ja võivad pakkuda üldise majandusseisaku tingimustes paremat tootlust. Mõned väärtusaktsiatesse investeerivad fondijuhid võivad olla nii põhimõttekindlad, et kui aktsiad ei ole nende arvates piisavalt odavad, eelistavad nad aktsiate ostmisele fondi raha pangakontol hoidmist – kuni hinnad on langenud vastuvõetavale tasemele.

Kasvuaktsiatesse investeerivad fondihaldurid (*growth-style*) otsivad ettevõtteid, mille kasumi- ja käibekasvupotentsiaal on turu keskmisest suurem. Kiire oodatava kasvutempo tõttu on nende aktsiate P/E ja P/B suhe kõrge; sageli ei maksa sellised ettevõtted ka dividende, sest teenitav raha kulub ettevõtte laiendamiseks.

Aktsiafondi strateegia võib ette näha ka seguportfelli (*blend*) väärtus- ja kasvuaktsiatest.

- **Kindlasse piirkonda investeerivad fondid.** Need fondid paigutavad raha mõnda suuremasse piirkonda (näiteks Ida-Euroopa) või ühte riiki (näiteks Venemaa). Ühte piirkonda koondatud investeringute puhul peab investor arvestama ka võimalikku suurt valuuta- või poliitilist riski.
- **Kindlasse majandusharusse investeerivad fondid.** Kuna ühe sektori aktsiad kipuvad tihtipeale liikuma ühes suunas, võivad need fondid olla turu keskmisest kõikumamad ja sobivad seetõttu kogenumale investorile.

TASAKAALUSTATUD EHK SEGAFONDID

Segafondide (*mixed fund, balanced fund*) eesmärk on pakkuda kombinatsiooni turvalisusest ja kapitali kasvust. Tüüpiline segafond investeerib aktsiatesse ja võlakirjadesse vahemikus 60/40. Sel moel saab investor oma raha ühe paigutusega eri varaklasside vahel hajutatud.

Teoreetiliselt peaks varade hajutamine võlakirjade ja aktsiate vahel tagama investoritele püsivama tulu kui aktsiafondide puhul, sest aktsiate ja võlakirjade hinnad liiguvad tihtipeale eri suunas ja tasakaalustavad sel moel portfellis teineteist.

Põhiline segafondide kasuks rääkiv argument on see, et hajutamine kui riski maandamise teenus on nende puhul viidud ühe taseme võrra kõrgemale: instrumentide juurest varaklasside tasemele. Kui aktsia- või võlakirjafondid eeldavad, et investor teeb ise otsuse, kuidas varaklasside lõikes oma varasid jagada, siis segafond võtab ka selle ülesande enda peale. Kui aktiivselt fondi aktsiate ja võlakirjade osakaalu muudetakse, sõltub konkreetsest fondist ja fondijuhist.

VÕLAKIRJA- JA RAHATURUFONDID

Rahaturufondide (*money market fund*) eesmärk on pakkuda suurt likviidsust ja väikest riski. Seega on nad alternatiiviks arvelduskontole ja tähtajalisele deposiidile. Rahaturufondide portfell koosneb lühiajalistest (kolm–kuus kuud) likviidsetest instrumentidest (riiklikud võlakirjad, munitsipaalvõlakirjad, kõrgekvaliteedilised suurettevõtete võlakirjad, lühiajalised deposiidid). Enamasti kasutavad ettevõtted rahaturufonde oma igapäevaste rahavoogude juhtimiseks.

Võlakirjafondide (*bond fund*) portfell koostatakse enamjaolt võlainstrumentidest, mille pikkus ületab ühe aasta. Võlakirjafondi tingimused võivad ette näha ka võimalust investeerida börsil noteerimata võlakirjadesse, mis üldjuhul tähendab suuremat riski ja väiksemat likviidsust.

FONDIFONDID

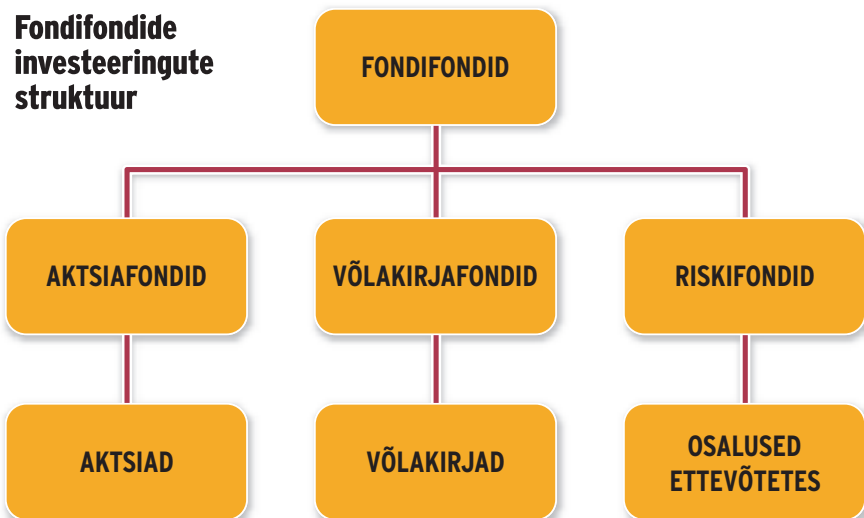
Viimasel ajal on kogunud kiiresti populaarsust fondifondid, mis investeerivad aktsiatesse või võlakirjadesse teiste investeerimisfondide kaudu. Seega saab investor fondifondi ostes terve fondide portfelli, mida juhib elukutse-line fondijuht.

Fondifondide kontseptsioon sai alguse riskifondidest, mis on suurte sisenemistasude tõttu tavainvestorile enamasti kättesaamatud. Fondifondid kogusid investeerimiseks vajalikud summad investoritelt kokku ning paigutasid riskifondidesse. Kuna kontseptsioon ennast õigustas, laiendati selle kasutamist.

Tavaliselt on fondifondi alla koondatud eri ettevõtete poolt hallatavad fondid, et saavutada laiem hajutus. Siiski esineb ka selliseid fondifonde, kus üks fondihaldaja on koondanud kõik oma fondid ka ühe portfelli alla.

Fondifondide peamised eelised on hea hajutus, laialdane investeerimiskompetents, paindlikkus ja vähene bürokraatia investori jaoks. Miinusteks on tavaliselt suurem haldustasu ning portfelli jälgimise keerukus.

Fondifondide investeringute struktuur



VEEL ERI TÜÜPI FONDE

Lisaks eelkirjeldatutele leiab turult hulgaliselt spetsiifilisi фонде. Sellised fondid on enamasti loodud rahuldamiseks mõnd kindlat investori vajadust.

Garanteeritud tootlusega fondid on fondid, mille puhul krediitiasutus või kindlustusandja võtab kohustuse garanteerida investori poolt sissemakstud alginvesteeringu väärtusest vähemalt 75% säilimine. Garanteeritud tootlusega fondid pakuvad investoritele täiendavat kindlustunnet investeeringute säilimise asjus.

Elutsükli fondid tulid turule 1990. aastate alguses. Nende fondide peamine idee on selles, et aktsiate ja võlakirjade proportsioon peab eri vanuses inimeste puhul olema erinev. Mida vanemaks saab fondiosakute omanik, seda konservatiivsemaks peaks selle teooria järgi muutuma tema fondivalik.

Kõigi elutsükli fondide eesmärk on investori varasid esmalt kasvatada ja seejärel säilitada. Ent ka siin on erinevusi. Kui mõningatel juhtudel tuleb inimesel endal vahetada agressiivsem fond konservatiivsemaks, siis on ka selliseid фонде, mis muudavad ise aktsiate ja võlakirjade vahekorda – alustavad agressiivselt ja lõpetavad konservatiivselt.

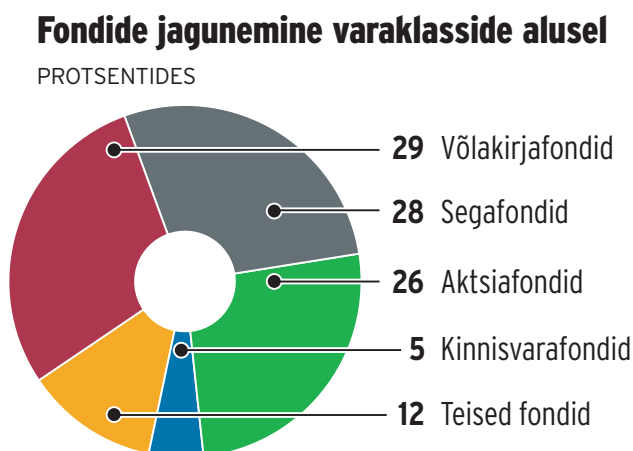
Mitmed Eesti turul pakutavad pensionifondide perekonnad kasutavad iseteeninduspõhimõtet: kliendil soovitatakse teha fondivalik oma vanuse järgi.

Sotsiaalselt vastutustundlikud (eetilised) fondid investeerivad ainult ettevõtetesse, mis vastavad kindlatele eetilistele kriteeriumidele. Tavaliselt välistatakse investeringud tubaka-, alkoholi-, relvatööstuse või tuuma-energiaga tegelevatesse ettevõtetesse. Paraku puudub igasugune tõendus, et tänu nn ebaeetiliste tegevusalade vältimisele suudetakse saavutada ka parem tootlus. Seega piirdub nende fondide lisaväärtus investoritele peamiselt eetilisest käitumisest tuleneva hea enesetundega.

Teine sotsiaalselt vastutustundliku alatooniga fondi loomise võimalus on kitsendada fondi investeerimiseesmärki veelgi ja keskenduda ainult ettevõtetele, kelle tegevus peaks otseselt aitama maailmas levinud probleeme lahendada. Need ettevõtted võivad näiteks tegutseda keskkonnakaitse, taastuenergia või ühistranspordi arendamise valdkonnas.

Kuidas fondid Euroopas jagunevad

2008. aasta märtsis oli euroalal investeerimisfondides varasid kokku 5,15 triljoni euro väärtuses. Euroopa Keskpanka andmeil põhinev joonis illustreerib fondide jagunemist varaklasside alusel (v.a rahaturufondid).



Avatud fond ja kinnine fond

Juriidiliselt jaotatakse Eestis fonde peamiselt kaheks liigiks: avatud fondid ja kinnised fondid. Nimetatud fonditüübid ei määra erinevaid investeerimisstrateegiaid ega -stiile, vaid ennekõike investorite võimalusi fondiosakutega tehinguid teha.

Avatud investeerimisfond on fond, mille väljalastavate osakute arv ei ole kindlaks määratud ja fondivalitseja on kohustatud osakuid maksimaalselt kuu aja jooksul tagasi ostma, kui investor tahab oma raha fondist välja võtta. Osakute arv sõltub sellest, kuidas investorid fondi raha juurde paigutavad (osakuid ostavad) ja fondist välja võtavad (osakuid müüvad). Fondiosakud on ka ainsad väärtpaberid, mida fond võib emitteerida – s.t ta ei tohi lisaks välja lasta aktsiaid ega võlakirju.

Kinnine fond ei ole kohustatud oma osakuid tagasi ostma. Kinnise fondi osakute arv on lõplik – investorid ei saa pidevalt fondi raha juurde panna. Kinnise fondi näol võib olla tegemist aktsiaseltsina asutatud fondiga või siis fondiga, mis on algul asutatud küll avatud fondina, ent hiljem muudetud kinniseks.

Avatud fondi kinniseks muutmine võetakse tavaliselt ette selleks, et fondi liiga suureks kasvamine ei hakkaks investeerimiseesmärke segama. Kui näiteks on tegemist fondiga, mis investeerib kinnisvarasse, siis võib ta ühel hetkel leida, et turul ei ole enam ühtegi head projekti, kuhu raha paigutada. Kui lubada investoritel sellises olukorras raha fondi juurde panna, jääks see fondis lihtsalt pangakontole seisma, mille tagajärjel langeks fondi tootlus ja kannataksid kõik investorid. Seetõttu võidakse otsustada, et fond muudetakse kinniseks ega lasta enam välja uusi osakuid.

Kinnise fondi osakuid ostetakse ja müüakse järelturul. See tähendab, et kui investor tahab oma osakud rahaks teha, tuleb tal müüa need mõnele teisele huvitatud investorile. Fond ise osakuid jooksvalt tagasi ei osta. Investoritel pole siiski tarvidust muretseda, et praegune avatud fond muutub üleöö kinniseks, sest sellisest muudatusest peab vähemalt aasta aega ette teatama.

Fondivalitseja

Fondi kogutud raha paigutamise tegeleb finantsinspeksioonilt tegevusloa saanud fondivalitseja. Seaduse kohaselt on fondivalitseja fondist eraldi seisev aktsiaselts, kelle ainus tegevusala on fondide valitsemine. Fondivalitseja korraldab fondi aktsiate või osakute väljalaske, fondi vara investeerimise ja fondi vara üle arvestuse pidamise. Iga konkreetse fondi prospektis on määratud, milliseid investeringuid fond investorite raha ehk fondi varadega võib teha.

Lisaks fondiosakute väljastamisele, tagasiostmisele, fondi varade investeerimisele ning fondi vara üle arvestuse pidamisele arvatakse seaduse kohaselt fondivalitsemise alla veel näiteks järgmised tegevused:

- fondi aktsionäridele või osakuomanikele vajaliku teabe edastamine ning muu klienditeenindus,
- fondi aktsiate või osakute turustamise korraldamine,
- fondivalitseja ja fondi tegevuse seadusele ja muudele õigusaktidele vastavuse jälgimine, sealhulgas asjakohase sisekontrollisüsteemi rakendamine.

Fondivalitseja juures töötavad investeerimisspetsialistid, kelle igapäevatööks on fondi varade kasvatamine. Enamasti moodustavad suure osa fondivalitseja juures töötavast meeskonnast analüütikud ja fondijuhid. Analüütikute ülesanne on pakkuda toetust fondijuhile, kes on fondivalitseja kõige tähtsam töötaja. Fondijuhi peamine ülesanne on leida analüüsile tuginedes fondi portfelli sobivaid väärtusobjekte. Samuti teeb fondijuht fondi varadega tehinguid ning vastutab investeerimisstrateegiast kinnipidamise eest.

Fondiosaku puhasväärtus ja selle määramine

Investeerimisfondid arvutavad regulaarselt (tavaliselt igal tööpäeval) fondi puhasväärtuse. Puhasväärtuse arvutamise käigus hinnatakse ära fondile kuuluvad varad (aktsiad, võlakirjad, hoiused jne) ja lahutatakse neist fondi kohustused. Jagades fondi puhasväärtuse osakute arvuga, saadakse osaku puhasväärtus, mida enamasti tähistatakse lühendiga NAV (*Net Asset Value*).

Kui näiteks fondil on 15 miljoni krooni eest aktsiaid ja 5 miljoni krooni eest raha ning fond on emiteerinud 1 miljon osakut, siis ühe osaku NAV = $(15 \text{ miljonit} + 5 \text{ miljonit}) / 1 \text{ miljon} = 20 \text{ krooni}$.

Fondiosaku hind sõltub ainult fondile kuuluvate varade (näiteks aktsiate) väärtusest ega sõltu sellest, kas investorid panevad fondi raha juurde.

Eelneva näite jätkuks: kui üks inimene otsustab meie fondi investeerida 1 000 000 krooni, emiteeritakse talle täiendavalt 50 000 osakut (ühe osaku hind 20 krooni). Seega on fondil nüüd 15 miljoni krooni eest aktsiaid ja 6 miljoni eest raha ning 1,05 miljonit osakut. Osaku hind on endiselt 20 krooni.

Erinevalt näiteks aktsiatest, mille hind võib päeva jooksul muutuda, arvutatakse fondi NAV tavaliselt üks kord päevas (mõne fondi puhul ka harvem, kui tingimused nii ette näevad). Kui investor osakuid ostab, võetaksegi hinna aluseks osaku NAV, millele võidakse vastavalt tingimustele lisada mingi protsent teenustasu.

Tasub tähele panna, et paljude fondide puhul ei tea investor tehingukorraldust vormistades ette, mis on see osakuhind, millega tehing lõpuks tehakse, sest korralduse andmise hetkeks ei ole osaku NAV veel välja arvatatud. Neid detaile tutvustatakse aga väga täpselt fondi tingimustes ja/või prospektis.

Erinevalt aktsiatest on paljude fondide puhul lubatud osta ka mittetäisarvulisel hulgal osakuid, näiteks 112,49 osakut. Seega on fondi võimalik investeerida täpselt soovitud summa, olenemata sellest, kas see jagub täpselt osakute hinnaga.

Ühel fondil võib olla ka mitu osakutüüpi, mis erinevad üksteisest näiteks valuuta või teenustasude poolest. Eristamiseks tähistatakse osakuid tüüpiliselt tähtedega (A-, B-, E-, I-osakud jne). Tasude ja valuutakursi arvutustes kasutatavate ümardamiste tõttu ei pruugi eri tüüpi osakute tootlus olla võrdne, kuid kõik need osakutüübid on siiski seotud ühe ja sama investeerimisportfelliga.

Fondiosaku omaniku õigused

Seadus sätestab investeerimisfondi osakuomanikule hulga kaitsvaid õigusi. Osakuomaniku peamine õigus on omandatud osakuid fondivalitsejale tagasi müüa.

Avatud investeerimisfondide osakutega saab enamasti tehinguid teha igal pangapäeval. Ent leidub ka fonde, mille osakutega saab tehinguid teha vaid teatud perioodil, näiteks kord kuus või kord kvartalis.

Osakute tagasimüümisel või fondist väljamaksete tegemisel peab osakuomanik saama oma osakute arvust ja osaku liigist tuleneva osa fondi tulust. Siin peab silmas pidama, et kui fond on alates osakute ostmise hetkest näidanud negatiivset tootlust, siis saab osaku omanik vähem raha kui ta sisse pani.

Teiseks on osakuomanikul õigus talle kuuluvaid osakuid kolmandatele isikutele võõrandada. Seega võib osakuomanik enda osakud kellelegi teisele müüa või anda. Samuti on tal õigus saada fondi kohta informatsiooni.

Osakuomanik ei vastuta isiklikult fondi kohustuste eest. Ühtlasi ei saa osakuomaniku vastu esitatud nõuet pöörata fondi varade vastu. Osakuomanikule esitatud nõuded võib pöörata vaid osakuomaniku osakute vastu.

Osakuomanikul ei ole õigust sekkuda fondi investeerimistegevusse, näiteks ei saa ta minna ja nõuda fondijuhilt mõne investeeringu soetamist või likvideerimist.

Fondi kulud ja tasud

Fondi investeerimisega kaasnevad kulud, mida tuleb enamikul juhtudel tasuda hoolimata sellest, kas fond on näidanud positiivset või negatiivset tootlust.

Tavaliselt rakendavad investeerimisfondid järgmisi teenustasusid:

- **Väljalaskmistasu** võrra suurendatakse osakute ostmisel nende hinda investori jaoks. Näiteks kui osaku NAV on 10 krooni ja väljalasketasu on 2%, maksab investor iga osaku eest 10,2 krooni. Mõnel fondil võib olla üsna kõrge väljalaskmistasu (5% või rohkem), mille arvelt maksab fondivalitseja müügiagentidele komisjonitasu. Ingliskeelses kirjanduses nimetatakse neid tasusid *front-end load*.
- **Tagasivõtmistasu** võrra vähendatakse osakute müümisel nende hinda investori jaoks. Näiteks kui osaku NAV on 10 krooni ja tagasivõtmistasu on 2%, saab investor osakute mahamüümisel fondilt iga osaku eest 9,80

krooni. Teenustasu võtmine fondist väljumisel või sinna sisenemisel peaks motiveerima investorit kasutama pikemat investeerimishorisonti, seetõttu rakendatakse kõrgemaid tasusid tihtipeale just suurema riskiga fondides, et vältida spekulatiivsete investorite kiiret sisse-välja liikumist, mis võiks sundida fondijuhti osakute tagasivõtmiseks müüma aktsiaid ebasobival hetkel ja mõjutada nii kogu portfelli tootlust. Seevastu likviidsusfondides, mis ongi mõeldud lühiajaliseks raha paigutamiseks, on tehingutega seotud kulud tavaliselt märksa väiksemad. Mõne fondi puhul võib kõrge tagasivõtmistasu (*back-end load*) kehtida ka ainult investeringu esimestel aastatel ja pikaajalist investorit need tasud ei sega.

- **Valitsemistasu** (ehk haldustasu) arvestatakse protsendina fondi varade mahust. Valitsemistasu läheb fondivalitsejale. Haldustasu arvestatakse jooksvalt (pidevalt) NAVist maha.
- **Depootasu** makstakse depoopangale. Depootasu arvestatakse jooksvalt (pidevalt) NAVist maha.
- **Edukustasu** tähendab, et fondivalitseja arvestab mingi osa fondi poolt teenitud tulust enda kasumiks. Sealjuures on täpselt fikseeritud, millise tulemuse pealt tasu makstakse – kas see on kogu absoluuttootlus (kui fond on plussis, makstakse tasu, kui miinuses, siis mitte) või ainult see osa tootlusest, mille võrra fond on suutnud ületada näiteks võrdlusiindeksit, inflatsiooni või riskivaba tulumäära (valitsuse võlakirjade intressimäära). Samuti on fikseeritud, kui sageli edukustasu arvestatakse (kord kuus, kord aastas, mitmeaastase perioodi peale kokku). Edukustasu rakendamine on tavaline *hedge*-fondides, avatud investeerimisfondide puhul see nii levinud ei ole.

Üldiselt on väiksemad tasud passiivse (s.t vähem analüüsi ja vähe otsuseid) investeerimisstrateegiaga fondidel ning kõrgemad tasud aktiivse investeerimisstrateegiaga fondidel.

Veel tuleks märkida, et fondidesse investeerimiseks tuleb esimese asjana avada väärtpaberikonto, mida saab teha igas Eestis tegutsevas pangas. Väärtpaberikonto olemasolu on kõigi fondiosakutega seotud tehingute tegemise eeldus. Väärtpaberikonto ja -tehingutega seotud tasud saab endale vahendav pank, mitte fondivalitseja.

Tasub meeles pidada

- Fondi valitsemistasu ja depootasu arvestatakse jooksvalt NAVist maha. NAVi alusel arvutatud tootlus on puhastootlus ja investor sellest enam valitsemistasu lahutama ei pea.
- Valitsemistasu ja depootasu võetakse olenemata sellest, kas fond teenib kasumit või mitte.
- Vastavalt investeerimisfondide seadusele peab fondi tingimustes olema välja toodud piirmäär, mida valitsemistasu, depootasu ja fondi valitsemisega otseselt seotud kulude (näiteks tehingutasude) summa ei tohi ületada. See piirmäär kujutab endast kogukulu, mida investor peab fondi eest jooksvalt tasuma.
- Fondiinvestorid peavad arvestama, et tavaliselt tuleb lisakulusid kanda ka väärtpaberikonto haldamise ja fondiosakutega tehtavate tehingutega seoses.
- Suuremad teenustasud ei garanteeri paremat tootlust!
- Fondiinvesteeringu vahendaja (pank, investeerimiskonsultant, maakler vms) on kohustatud klientidele avalikustama, kas ja mil määral ta saab osa fondi poolt võetud teenustasudest.

Pensionifondid

Pensionifond sarnaneb toimimiselt tavalise investeerimisfondiga, kuid kogumispensionide seadus sätestab pensionifondi investeeringutele range-
mad piirangud, pensionifondi arvelt võetavate tasude piirmäärad ja kõrgemad kapitalinõuded fondivalitsejale. Samuti rakendatakse pensionifondi investoritele erilisi maksustamistingimusi.

Eestis on kolmesambaline pensionisüsteem, kus esimene samm on riiklik pension, teine kohustuslik kogumispension ja kolmas vabatahtlik kogumispension. II ja III pensionisamba raha kogutakse fondihaldurite poolt hallatavatesse fondidesse, kus see lähtuvalt seatud piirangutest edasi investeeritakse.

Eesti pensionisüsteem rakendab mõnevõrra elutsükli fondide põhimõtet. Enamik pensionifondide valitsejaid pakub erineva aktsiate ja võlakirjade

osakaaluga fonde. Eelis peitub selles, et noorem inimene saab valida pensioni kogumiseks aktiivsema ehk aktsiastrateegia. Kuna pensioni kogumine on pikaajaline protsess, siis ei avalda lühiajalised turukõikumised noorele inimesele olulist mõju. Vanemaks saades suureneb oht jõuda pensioniikka turu madalpunktis ning seega tasub üle minna väiksema riskiga fondidesse.

Varade jaotus ja inimese elutsükel

VÕLAKIRJAD



Eesti pensionifondidel on investeringute tegemiseks suhteliselt vabad käed. Eesti II samba pensionifondid võivad investeerida kogu vara välismaale, kui emitent asub Majandusliku Koostöö ja Arengu Organisatsiooni (OECD) või Euroopa Vabakaubanduse Assotsiatsiooni (EFTA) kuuluvas riigis. Võrdluseks: Poolas ei tohi pensionifondid investeerida väljapoole Poolat rohkem kui 5%. Ühelt poolt on see hea, sest kohalikule turule investeerides elavdatakse majandust, kuid teisalt on riskid ühe riigi domineerimise tõttu vähem hajutatud. Eestis poleks Poola süsteem efektiivne, sest börsil on võrreldes Poolaga noteeritud väga vähe aktsiaid.

Eesti seadustik sätestab kohustuslike pensionifondide puhul maksimaalsed piirid, mille ulatuses võib fond investeerida aktsiatesse. Aktsiate alla arvatakse ka investeringud fondidesse, mis paigutuvad raha aktsiatesse. Ühe emitendi poolt välja antud väärtpaberitesse ei tohi investeerida rohkem kui 10% pensionifondi varadest.

Indeksifondid

Investeeringuotsustajate seisukohad jagunevad parima tootluse saavutamise küsimuses kaheks. Ühed usuvad, et kui tegemist ei ole just geeniusega, on turu keskmisest parema tootluse saavutamine pigem juhus. Teised seevastu on veendunud, et mingi metoodika põhjal investeerimisobjekte valides on võimalik püsivalt saavutada turu keskmisest paremaid tulemusi.

Esimesed eelistavad raha paigutada indeksaktsiatesse, s.t fondi, mille ainus eesmärk on paigutada investeeringud võimalikult sarnaselt mõne suure indeksiga (näiteks S&P 500). Teised seevastu üritavad kas ise oma äranägemise järgi aktsiaportfelli koostada või investeerida fondi, mille juht püüab mingite kriteeriumide alusel valida parimaid aktsiaid.

Indeksaktsiate positiivne külg on, et investori tootlus ei jää kindlasti allapoole turu keskmist ja fondi tasud on tavaliselt suhteliselt väikesed. Indeksaktsiate negatiivne külg on see, et investor peab leppima ainult turu keskmise tootlusega. Samuti tuleb arvestada, et indeksaktsiad on olemas ainult suurte ja suhteliselt arenenud turgude või nende sektorite jaoks.

Selleks et näidata, kas fondijuht suudab tõesti indeksist paremat tootlust saavutada, on fondile tavaliselt määratud ka võrdlusindeks (*benchmark*). Võrdlusindeksi valik sõltub enim fondi investeerimiseesmärkidest – leitakse sellele kõige paremini vastava koosseisuga indeks.

Mõnedel fondidel on võrdlusindeksi suhtes lubatud kõikumine võrdlemisi väike. Seega võib fondi investeeringute portfelli struktuur tavaliselt indeksi suhtes mingis ulatuses kõikuda, kuid ei tohi üldjuhul kardinaalselt indeksi struktuurist erineda. Paraku kitsendab selline reeglistik ka fondijuhi manööverdusvõimalusi: isegi kui fondijuht on täiesti veendunud, et turg hakkab kukkuma, ei saa ta kõiki aktsiaid maha müüa ja investeeringuid rahas hoida. Investeeringusportfelli tihe seotus võrdlusindeksi struktuuriga on põhjus, miks paljude aktiivselt juhitavate fondide kohta öeldakse, et nad on tegelikult poolpassiivsed.

Fondihalduri töö efektiivsust väljendavad ka riskisust iseloomustavad näitajad (volatiilsus, *Sharpe ratio*). Fondi tootlus minevikus ei määra tuleviku tootlust. Küll aga tasub uurida, kui volatiilne on fond minevikus olnud ja kas see sobib investori riskitaluvusega.

Ingliseelsetes fondiraportites tihti esinevaid termineid:

- **Overweight & underweight.** Overweight tähendab, et mingi väärtpaberi, sektori või piirkonna osakaal fondis on suurem kui turul keskmiselt või võrdlusindeksis. Näiteks kui firma XYZ osakaal moodustab börsindeksist 5%, aga XYZ aktsiate osakaal fondis on 7%. Vastupidist olukorda tähistab mõiste underweight.
 - **Outperform & underperform.** Outperform märgib, et fond on suutnud oma võrdlusindeksi tootlust lüüa, vastand underperform.
 - **Bottom-up & top-down.** Top-down tähendab väärtpaberite valimise strateegiat, kus kõigepealt pannakse paika portfelli jaotus varaklasside, siis piirkondade, sektorite jne lõikes ja lõpuks valitakse igas lõigus konkreetset väärtpaberid, mida ostetakse. Bottom-up seevastu tähendab strateegiat, mille puhul keskendutakse kohe konkreetsete väärtpaberite analüüsile.
-

Hedge-fondid ehk riskifondid

Hedge-fondideks nimetatakse mitmesuguseid investeerimistegevuseks loodud juriidilisi kehasid, mis võivad nii investeerimispõhimõtete kui ka seaduste regulatsiooni mõttes harjumuspärastest investeerimisfondidest oluliselt erineda.

Hedge-fondides on fondijuhtidel portfelli koostades suurema tootluse saavutamiseks tavapärasest märksa suuremad vabadused, s.t nad ei pea investeringute struktuuri puhul jälgima võrdlusindekseid ja võivad agressiivselt positsioone muuta. Tüüpiliselt püüab hedge-fond kasumit laenu ja/või tuletistehingute abil võimendada, aktiivselt turul kaubelda ja/või kasutada oma huvides ära arbitraaži (ühesuguste finantsinstrumentide erinev hind eri turgudel) ning sel moel teenida nii turgude tõusult kui ka languselt.

Kuna hedge-fondid kasutavad investeerides spekulatiivseid meetodeid, peetakse neisse investeerimist suhteliselt riskantseks (õigemini on nende tegelikku riski suhteliselt raske hinnata), mistõttu need sobivad eelkõige jõukatele ja suure riskitaluvusega investoritele ning neisse tasub paigutada ainult üks osa oma varast.

Hedge-fonde iseloomustab tavaliselt ka suur minimaalne investering ning neis rakendatakse tihti peale edukustasu – s.t fondihaldur arvestab mingi protsendi fondi kasumist endale preemiaks. *Hedge*-fondid on suunatud peamiselt teadlikumale ja jõukamale investorile.

Riskikapitali- ja erakapitalifondid

Riskikapitalifond (*private equity fund / venture capital*) investeerib vähemalt 60% fondi varast reguleeritud turul mittekaubeldavatesse aktsiatesse või osadesse, võlaväärtpaberitesse või teiste riskikapitalifondide aktsiatesse või osakutesse. Teiste sõnadega omandatakse ettevõttes enamus- või oluline vähemusosalus ning enamasti võetakse portfelli kuuluvate ettevõtete arendamisest aktiivselt osa.

Tulu teenib riskikapitalifond portfellis olevate ettevõtete müügi kaudu. Tavaliselt hoiavad riskikapitalifondid ettevõtet oma portfellis minimaalselt kolm kuni viis aastat

Riskikapitalifondid on suunatud kutselistele investoritele ning seega esitatakse investorile seaduses teatud nõuded. Investeerimisfondide seaduse kohaselt peab riskikapitalifondi investeeriv investor vastama vähemalt kahele järgmistest tingimustest:

- tema alginvesteeringu minimaalne suurus on 10 000 eurot ning ta on eelnevalt kirjalikult kinnitanud, et tal on piisavad teadmised investeerimisest, sellega seotud riskidest ja riskikapitalifondi erilisest riskitasemest;
- ta töötab või on töötanud vähemalt ühe aasta finantsvaldkonnas ametikohal, mis nõuab teadmisi väärtpaberitesse investeerimise kohta;
- ta on eelmise nelja kvartali jooksul teinud väärtpaberiturul keskmiselt vähemalt viis olulises mahus tehingut kvartalis;
- tema väärtpaberiportfelli maht ületab 100 000 eurot.

Seega puudub tavainvestoril tihti ligipääs riskikapitalifondidele. Põhjusks on börsil noteerimata ettevõtetesse investeerimise riskantsus.

Fondiosakutesse investeerimine ja nendega tehingute tegemine

Fondi investeerimiseks peab investor ostma fondiosakuid. Tehingute tegemiseks võib investor anda korraldusi otse fondivalitsejale või teha seda vahendaja, näiteks panga kaudu. Tavaliselt peab investoril fondiosaku ostmiseks olema vahendaja juures avatud väärtpaberikonto ja arvelduskonto.

Osaku omandamiseks tuleb investoril esitada ettenähtud vormis ostukorraldus, mida võib täita nii paberkujul kontoris kui ka elektrooniliselt internetis. Korralduse esitamisega kinnitab investor, et on korralduses nimetatud fondi tingimuste ja prospektiga vajalikul määral tutvunud, nendega nõus ja kohustub neid järgima.

Ostukorraldust esitades tuleks meeles pidada, et iga fondi ja vahendaja puhul on paika pandud tähtajad, millest hiljem lükkub korralduste täitmine edasi. Näiteks võib fondi tingimustes kirjas olla, et tööpäeval enne kella 16 esitatud ostuorderid täidetakse järgmisel tööpäeval, pärast kella 16 saabunud orderite täitmine lükkub aga ühe tööpäeva võrra edasi.

Sarnaselt fondiosaku ostmisega peab investor ka osaku müümise korral esitama ettenähtud vormis müügi korralduse. Korralduse laekumise järel leitakse osakute müügist saadav summa ning fikseeritakse arvelduspäev. Osakute müügist saadav summa kantakse ettenähtud aja jooksul investori arveldusarvele ja samal päeval lõpevad ka fondiosaku omaniku õigused ja kohustused.

Fondiosaku omanikul on teatud tingimustel võimalik enda omanduses olevaid osakuid vahetada. Investor võib vahetada oma osakuid:

- sama fondi teist liiki osakute vastu,
- fondivalitseja valitsetava teise fondi osakute vastu,
- pensionifondide puhul ka teise fondivalitseja sama tüüpi fondi osakute vastu.

Nagu teiste osakutega seotud tehingute puhul, tuleb ka osakute vahetamiseks edastada fondivalitsejale ettenähtud vormis vahetamiskorraldus. Osakute vahetamisel võetakse tagasi vahetatava fondi osakud ja lastakse välja uue fondi osakud või sama fondi teist liiki osakud. Fondivalitsejale korral-

duse laekumise päevale järgneval pangapäeval korrutatakse vahetamiskorraldusel märgitud vahetatavate osakute arv vahetatava osaku müügihinna ning saadakse summa, mille eest investor omandab soovitud fondi osakuid. Saadud summa jagatakse soovitud fondi osaku ostuhinnaga, et leida investori poolt omandatavate osakute arv. Kui vahetamisel on vaja valuutat konverteerida, kasutatakse vahetuskurssi, mis depositeerium on vastavaks pangapäevaks vastava valuuta kohta kehtestanud.

Fondiosakutesse investeerimise peamised võimalused ja riskid

Fondidesse investeerimine on kõigest üks võimalus investeerimisuniversumis. Alternatiive on hulgaliselt, alates raha arvelduskontol hoidmisest ja lõpetades keerulistes finantsinstrumentidesse investeerimisega. Fondide peamiseks alternatiiviks võib siiski pidada iseseisvalt otse aktsiatesse või võlakirjadesse investeerimist.

Fondidesse investeerimise peamine eelis on selle suhteline lihtsus ja odavus. Aktsiad ja võlakirjad on enamasti kutseliste investorite pärusmaa. Oluliste kogemusteta väikeinvestorid ei suuda tavaliselt maandatud riskidega portfelli koostada. Ostetakse maksimaalselt paari ettevõtte aktsiaid ja sedagi tihti ettevõttega oleva emotsionaalse sideme tõttu.

Investeeringufondide head küljed:

Professionaalne juhtimine. Fond on sobilik rahapaigutusvõimalus investoritele, kel ei ole aega ja/või oskusi oma portfelli ise pidevalt jälgida ja juhtida. Paigutades raha fondi, jäetakse sobiliku portfelli koostamine vastava kvalifikatsiooniga ja litsentseeritud fondijuhi õlule. Lisaks kogemusele on fondijuhi käsutuses üldjuhul ka märksa rohkem infot kui tavalisel väikeinvestoril, fondijuht pääseb ligi põhjalikele turuanalüüsidele ja kohtub noteeritud suurettevõtete juhtkondadega.

Varade hajutatus. Investeeringufondid võimaldavad ka suhteliselt väikse (mõnetuhandekroonise) investeeringu puhul hajutada riski kümnete

aktsiate ja/või võlakirjade vahel ning siduda oma paigutus mitme eri piirkonna ja/või majandusharu käekäiguga. Investeeringute hajutamine aitab investoreid paremini kaitsta järskude turuliikumiste vastu.

Väiksed tehingutasud ehk mastaabiefekt. Fondi kaudu saab investor ühe- kordse tehinguga kaudselt omandada suure hulga aktsiaid või võlakirju. Iseseisvalt üle maailma kümneid või sadu erinevaid väärtpabereid oma portfelli kokku ostes peavad summad olema üpris suured, et tehingutasud võimalikku kasumit ei nulliks.

Likviidsus. Väikestel või vähearenenud turgudel võib mõne väärtpaberi likviidsus langeda nii madalale, et investoril ei õnnestu kuidagi enda omanduses olevaid aktsiaid või võlakirju lühiperioodil mõistliku hinna eest maha müüa. Investeeringufond seevastu on alati kohustatud tingimustest sätestatud aja jooksul investorilt osakud tagasi ostma (seda arvestades on fondijuht portfelli jaotanud vastavalt vähem ja rohkem likviidsete väärtpaberite ning sularaha vahel, et lahkujatele oleks kiiresti võimalik nende raha välja maksta).

Regulaarne informatsioon ja järelevalve. Fondiosakute hinnad ning muu fondi puudutav oluline info on pidevalt kättesaadav nii meedias (sh internetikeskkonnas) kui ka fondivalitseja enda juures. Fondivalitseja annab regulaarseid ülevaateid möödunud perioodi tulemuste kohta ja peab tingimuste muutmise investoreid ette teavitama. Fondide tegevuse järele valvavad spetsiaalsed institutsioonid, näiteks Eestis on selleks Finantsinspeksioon.

Ent nagu teada, on igal asjal kaks külge ja nii peavad ka fondiinvestorid leppima mõnede kitsaskohtadega.

Puudused, mida iga investeerimisfondide klient peab arvestama:

Kulud ei sõltu tootlusest. Oma raha fondijuhtide kätte usaldades tuleb arvestada, et fond arvestab investori rahalt valitsemistasu olenemata sellest, kas fond teenib parajasti kasumit või kahjumit. See on üks põhjuseid, miks paljud tuhandetest tegutsevatest investeerimisfondidest jäävad puhastootluselt turu keskmisele alla. Näiteks kui fondi haldustasu

on 2% aastas, tähendab see, et kui fond tahab turu keskmist tootlust ületada, peavad portfellis olevad väärtpaberid ületama turu keskmist rohkem kui 2%.

Investoril puudub kontroll investeeringute üle. Kuigi fondivalitseja peab järgima seadustes, prospektis ja tingimustes sätestatud piiranguid ning lisaks arvestama organisatsiooni sisemist reglementi, saab ta neis piirides investeerimisotsuseid teha oma suva järgi – selle eest talle ju maks-taksegi! Kuid see tähendab ka, et investoril ei ole võimalik fondijuhti konkreetse väärtpaberiga seotud riskide võtmise puhul otseselt mõjuta-da, isegi kui ta peab end fondijuhist targemaks.

Investor ei saa oma vara turuväärtuse muutumist reaajas jälgida (nagu näiteks noteeritud aktsiate puhul). Kui tegemist on väga kõikuva turuga, mis võib ühe kauplemispäeva jooksul märkimisväärselt tõusta või lan-geda (näiteks väikestes tehnoloogiafirmadesse investeerivate fondide puhul), puudub fondiinvestoril võimalus kasutada lühiajalisi kõikumisi ära sisenemiseks või väljumiseks, sest fondiosaku puhasväärtus arvuta-takse vaid kord päevas.

Art Lukas

Swedbank



Kaarel Roosa

Swedbank



Kuidas sattusite tegelema investeeringute valdkonnaga?

Art: Aastal 2001 asusin tööle Hansapanga Kindlustuse turundusvaldkonnas. Investeeringislahendustega tegelevad üksused paiknesid aga kõik samas divisjonis ja nii ma ajapikku üha rohkem turunduselt investeerimisele spetsialiseerusin. 2008. aasta teises pooles saabus aga ametikäiku jälle pööre ja liikusin taas investeerimisest mõneks ajaks kaugeemale ning turundusele lähemale.

Kaarel: Investeeringisvaldkond pakkus mulle huvi juba varases nooruses ning pärast mõningaid rännakuid maandusingi investeerimistoodete turunduse osakonnas. Kaalusin pikalt, kas valida analüütiku või turundusinimese tee. Kaalukauss kaldus turunduse kasuks, sest see pakub võimalust olla vahelüli analüütikute ja valdkonda mitte tundvate inimeste vahel. Mõista investeerimisvaldkonna sügavusi ja neid lihtsalt lahti seletada on minu jaoks äärmiselt suur väljakutse.

Palun kirjeldage lühidalt, kuidas näeb välja teie tüüpiline tööpäev.

Art: Eksivad need, kes arvavad, et investeerimistoodete osakonna juhataja jälgib pidevalt vilkuvaid graafikuid. Töö suures organisatsioonis koosneb suures osas suhtlemisest ja koosolekutest. Spetsialiseerumine on nii sügav, et pooltel investeerimisvaldkonnaga seotud töötajatel pole aimugi, kas Tallinna Börs eelmisel päeval tõusis või langes – nende tööülesannete seisukohalt on see vähetähtis. Nii et põhimõtteliselt on tööpäev üsna sarnane kõigi teiste osakonnajuhatajate omaga.

Kaarel: Tööpäev algab hommikul Bloombergist öö jooksul tulnud uudiste lugemisega. Sündmustega peab kursis olema, muidu on keeruline tööd teha. Päev möödub nagu turundusinimestel ikka – kõned, koosolekud, e-kirjavahetus, kõikvõimalik organiseerimine. Ainus eripära on, et kogu jutt tiirleb investeerimisteemade ümber.

Tubli tükk päevast kulub tavaliselt kommunikatsiooniga tegelemiseks. Spetsialistidelt tuleb kokku koguda vajalik info, see vastavalt vajadusele vormistada ning vajalikus kanalis edastada. Öhtu lõpeb taas turusündmusi puudutavate uudiste lugemisega.

Mis teid selle töö juures köidab, just sellel alal hoiab? Mida peate minusteks?

Art: Köidab kindlasti dünaamika – keskkond on pidevas ja kiires muu-

tumises ning õppimismaterjal ei saa kunagi otsa. Kas seda nüüd miinuseks saab nimetada, aga paratamatus on see küll, et kui töövaldkond on seotud klientidele otseste või kaudsete investeerimissoovituste andmisega, siis vastuvoolu sõudvate nõuannetega ei ole inimesi kuigi kerge veenda. Nii tõusu kui ka languse puhul kiputakse uskuma, et see on lõputu.

Kaarel: Pidevalt muutuv keskkond. Iga hetk võivad maailma teisest ot-sast alguse saada mingid probleemid ja ei lähe mööda palju aega, kui peab siin probleemide põhjuseid selgitama. Seega ei saa oma päevaplaa-nis kunagi kindel olla, sest üllatusi ja õppetunde leidub iga päev. Naljaga pooleks võiks miinuseks pidada seda, et ükskõik kui pikad tööpäevad teha, turud liiguvad ikka omasoodu.

Milline on olnud teie senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida teie õpetas?

Art: Kõige põnevam periood minu jaoks on seni olnud 2007. aasta, kui rakendus finantsteenuste turgude direktiiv (MiFID), mis kohustas panku hindama investeerimislahenduste sobivust klientidele. Ega väga täpselt polnud öeldud, kuidas seda tuleb hinnata, meie otsustasime va-lida põhjalikuma, isegi poolakadeemilise lähenemise ja arvan, et orga-nisatsiooni teadmised finantspsühholoogiast tõusid selle käigus uuele tasemele.

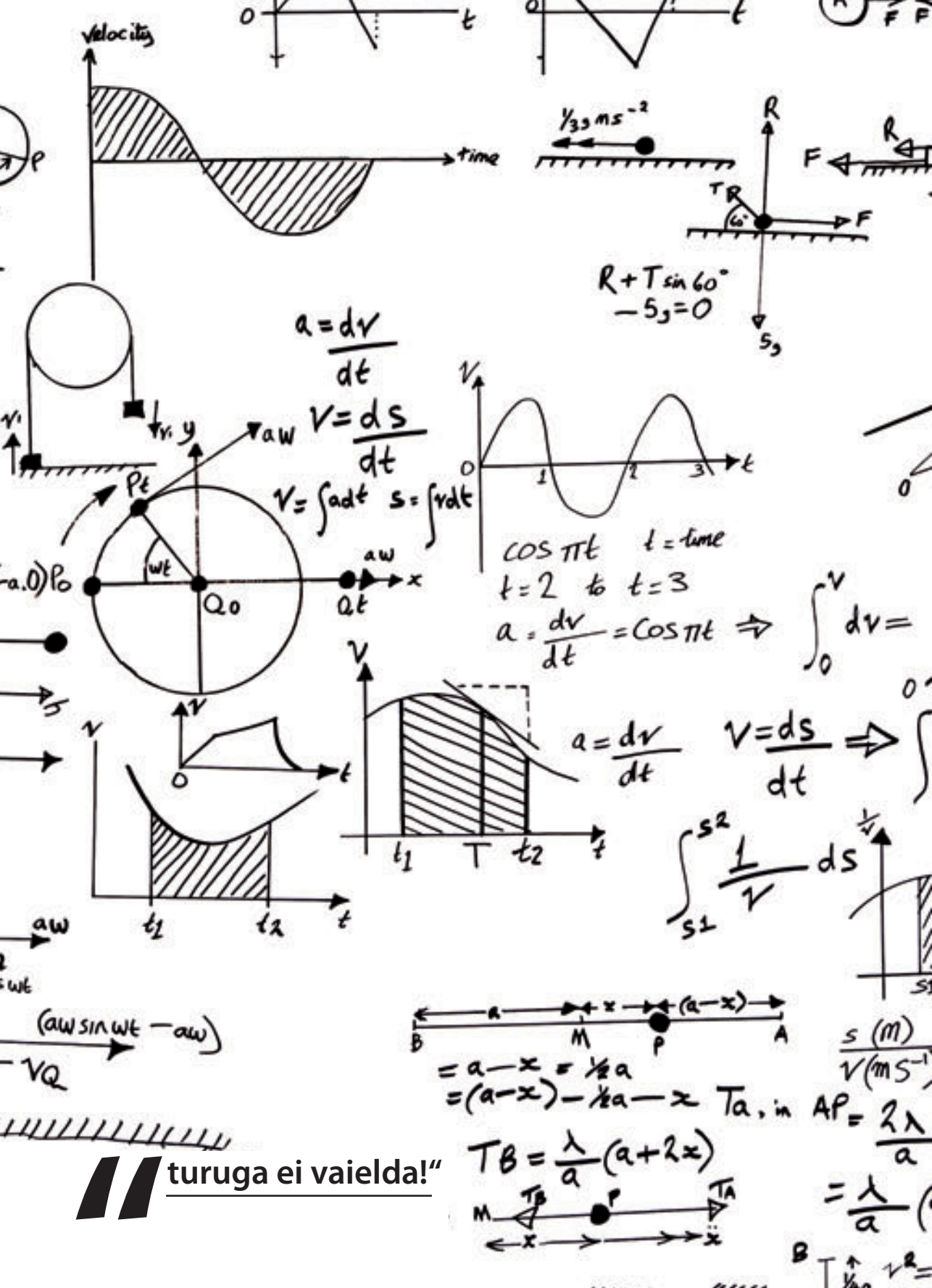
Kaarel: Kõige huvitavam periood oli 2008. aasta algus, kus finantsturgu-de tuleviku ennustamine muutus eriti keeruliseks. Leidus nii optimiste kui ka pessimiste, hulga äärmusest äärmusesse kalduvate ekspertide ar-vamuste hulgast pidi leidma kõige tõenäolisema. Kommunikatsiooniga tegelevale inimesele oli see tõeline pähkel, sest infohulgast pidi valima ühe stsenaariumi, mida arvestades edasi minna. Peamine õppetund oli-gi see, kuidas erinevat infot tasakaalustada.

Mis on teie arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saate nimeta-da vaid ühe?

Art: Nii nagu elus üldse, on juhuse roll investeerimises lõpptulemuse seisukohalt palju olulisem, kui inimesed tavaliselt arvavad. Kõigil, kellel tekib ettekujutus, et nad on väga osavad finantsturgudel spekulööri-mi-

ses, soovitaksin enne oma säästude mängu panemist läbi lugeda Nassim Nicholas Talebi raamatud „Fooled by Randomness” ja ”The Black Swan”.

Kaarel: Minu jaoks on kõige tähtsamaks tarkuseks suutlikkus riske tunnetada. Turgudel kiiresti rikastudes jäetakse tähelepanu alt välja asjaolu, et investearingu väärtus võib ühel hetkel ka langeda. Pärast esimest langust unustatakse kõik seatud eesmärgid, sest sellise stsenaariumiga investearingut tehes ei arvestatud. Kui eesmärgiks on pikemal perioodil suure tulu teenimine, siis peaks ka lühiajaliste languste puhul külma närvi hoidma. Kui teha endale kohe alguses selgeks võimalikud riskid, on hiljem lihtsam nende realiseerumisega edukalt toime tulla.



5. Tuletisväärtpaber

Tuletisväärtpaberite liigid

Tuletisväärtpaberid on finantsinstrumendid, mille väärtus sõltub alusvara liikumisest. See tähendab, et tuletisväärtpaberi ehk derivatiivi hind sõltub mõne teise instrumendi hinna liikumisest. Tõmmates paralleeli füüsikaga: kui aktsia võrdsustada kiirusega, siis tuletisinstrument on võrreldav kiirusega ehk kiiruse ruuduga. Võttes appi keemia: kui aktsiaid võib võrrelda bensiiniga, siis tuletisinstrumendid on võrreldavad raketikütusega, mille võimsus ja ka ohtlikkus on mitu korda suurem.

Tuletisväärtpaberite peamine funktsioon on olnud ja on riskide vähendamine. Samal ajal sobivad nad väga hästi ka hoopis vastupidiseks – riskide suurendamiseks ning finantsvõimenduse võtmiseks. Seepärast võib tuletisväärtpabereid käsitleda tavaliste kauplemisinstrumentidena.

Riske maandab näiteks USA farmer, kes sõlmib kevadel veskiomanikuga kokkuleppe sügisel valmiva saagi müümiseks. Farmer saab kindluse tulevase saagi müügihinna osas, veskiomanik aga kindlustab endale sügiseks kindla viljakoguse.

Tuletisväärtpaberitega spekulatsioonil võib eristada kaht suundumust. Ühel juhul tehakse panus alusvara kindlasuunalisele liikumisele ning jäe-

takse vastassuunalise liikumise risk katmata. Tuntud näide ebaõnnestunud riskimaandamisest on Nick Leesoni juhtum, kus eri tegurite kombinatsioon – Jaapani turu tõusule panustamine, liigsete riskide võtmine, prognoosimatu sündmuse esinemine (Kobe maavärin) ning juhtkonnapoolse kontrolli puudumine – põhjustasid 1994.–1995. aastal Barings Bankile 1,3 miljardi dollari suuruse kahjumi ja pankroti.

Teisel juhul kaetakse osa riske mõne teise instrumendiga ning tehakse panus sellele, et turg ei hinda instrumente õiglaselt. See tähendab, et kasutatakse ära turu ebaefektiivust.

Tuletisväärtpaberi hind võib sõltuda aktsiahinnast, intressimäärast ja valuuta vahetuskursist, kuid alusvaraks võivad olla ka n-ö eksootilisemad tegurid: inflatsioonimäär, tormituule tugevus või kinnisvaraindeksi väärtus.

Tuletisväärtpabereid võib jaotada vastavalt sellele, kas nende tingimused on standardsed või mitte ning kas nendega kaubeldakse börsil või väljaspool börsi.

Börsivälised tuletisinstrumendid (*over-the-counter derivatives*) lepitakse kokku või kaubeldakse kahe osapoole vahel ilma börsi või mõnd teist vahendajat kaasamata. Enamasti on sellisel viisil kaubeldud tuletisväärtpaberid mittestandardised. Vahetuslepingud ehk *swap* 'id, forvardid ja eksootilised optsioonid on pea alati sõlmitud börsiväliselt.

Börsil kaubeldavad tuletisväärtpaberid – optsioonid ja futuurid – on standardiseeritud, börs on kahe tehingupoole vahendaja. Tehingu garanteerimiseks nõuab börs mõlemalt poolelt tagatist. Enamasti kaubeldakse tuletisinstrumentidega sellele spetsialiseerunud börsidel, kuid nii mõnegi tuletisinstrumendiga saab kaubelda ka traditsioonilisel aktsiabörsil. Selline on näiteks Põhjamaades väga populaarne ostuõigus ehk *warrant*.

Tuletisväärtpabereid võib liigitada ka vastavalt nendega loodud kohustuste ja võimaluste iseloomule:

- futuurid ja forvardid on kohustused müüa või osta alusvara tulevikus kindlal kuupäeval;
- optsioon on võimalus osta või müüa alusvara tulevikus kindlal kuupäeval;
- vahetuslepingud võimaldavad vahetada eri rahavoogusid.

Kaks peamist tuletisinstrumentide klassi on optsioonid ja futuurid. Mõlemad instrumendid köidavad kauplejaid, sest nad on standardiseeritud ja nendega saab börsidel kaubelda. Seepärast pöörame neile siin ka põhitähelepanu.

Levinumad tuletisinstrumendid

ALUSVARA	LEPINGU TÜÜP				
	Börsil kaubeldav		Börsiväline		
	Futuur	Opsioon	Vahetusleping	Forward	Opsioon
Aktsiaindeks	Indeksifutuur: S&P 500 futuur	Indeksifutuuri opsioon	Aktsiaindeksi vahetusleping		Indeksioptsioonid: nt OMXT opsioon
Rahaturg	Eurodollari futuur, euri-bori futuur	Eurodollari futuuri opsioon, euribori futuuri opsioon	Intressimäära vahetusleping	Forward-kursileping	Intressilagi, intressipõhi, vahetuslepingu opsioon (<i>swaption</i>)
Võlakirjad	Võlakirjafutuur	Võlakirja futuuri opsioon		Repoleping	Võlakirjaoptsioon
Aktsiad	Aktsiafutuur	Aktsiaoptsioon	Aktsiavahetusleping	Repoleping	Opsioon, ostuõigus (<i>warrant</i>), turbo-warrant
Krediiditur			Krediidiriski vahetusleping		Krediidiriskioptsioon

Opsioonid

Opsioon on leping, mis annab selle omanikule **õiguse** osta või müüa alusvara kindla hinnaga, määratud ajal ja kindlas koguses. Opsiooni väljaandjal on **kohustus** alusvara samadel tingimustel osta või müüa.

Opsioonid on suure finantsvõimendusega instrumendid. Seega võimaldab opsioon soetada suuri positsioone väikese tagatisega.

Opsioone on kaht liiki. **Ostuoptsioon** annab õiguse alusvara tulevikus osta, **müügioptsioon** annab õiguse alusvara tulevikus müüa.

Opsiooni omanikule ei laiene aktsiaomaniku õigused, tal puudub üldkoosolekul hääleõigus, samuti ei ole tal õigust dividendidele.

Kui kauplejakalduvustega investoril tekivad kogemused, jõuab ta varem või hiljem optsioonideni. Avastatakse optsioonide kasutamise suuremad võimalused võrreldes alusvaraga ning loomulikult võimalus kasutada finantsvõimendust.

Aeg-ajal küsitakse meilt, kas on võimalik samaaegselt samal kontol hoida aktsiate pikka ja lühikest positsiooni. Loogika ütleb, et see pole võimalik, kuid tegelikult on vastus „jah, see on võimalik”. Olukord kontol näeks välja järgmine: reaalselt on meil 100 aktsiat ning sünteetiliselt on meil lühike positsioon ehk kaks sama täitmishinnaga pikka müügioptsiooni ning kaks lühikest ostuoptsiooni. Mida see kõik tähendab, selgub järgnevalt.

Opsiooniga seotud mõisted

Alusvara (*underlying*) – vara, mille tulevikus ostmiseks või müümiseks annab optsioon õiguse. Enim kaubeldakse aktsiaoptsioonidega, kuid leidub ka futuurioptsioone, indeksioptsioone jne. Põhimõtteliselt sobivad optsiooni alusvaraks kõik kaubad, millega on võimalik standardiseerida.

Ostuoptsioon (*call*) – optsioon, mis annab optsiooni valdajale õiguse osta kindlaksmääratud alusvara tulevikus kokkulepitud koguses ja hinnaga.

Müügioptsioon (*put*) – optsioon, mis annab optsiooni valdajale õiguse müüa kindlaksmääratud alusvara tulevikus kokkulepitud koguses ja hinnaga.

Opsioonipremia (*premium*) – hind, mis makstakse optsioonikirjutajale optsioonilepingu ostmisel. Kui näiteks optsiooni hind on 2 USD, läheb selle lepingu ostmine maksma 200 USD (2×100 , kuna optsioonileping on sajale aktsiale). Opsioonipremia tasutakse kohe optsioonilepingu sõlmimisel. Hiljem seda ei tagastata – ka siis, kui optsioon jääb kasutamata.

Tehinguhind ehk **kasutamishind** (*strike*) – eelnevalt kokku lepitud hind, millega optsiooni omanikul on õigus alusvara tulevikus osta või müüa. Tehinguhind näitab, millise hinnaga saab optsiooni omanik aktsiaid osta (ostuoptsioon) või müüa (müügioptsioon).

Täitmispäev ehk **optsiooni tähtaeg** – kuupäev, millal saab optsioonist tu-

lenevat ostu- või müügiõigust rakendada. Täitmispäev on viimane kuupäev, millal optsiooniomanik saab otsustada, kas optsiooni kasutada või mitte. Tavaliselt on selleks iga kuu kolmas reede ehk optsioonireede, aga esineb ka muid variante.

Euroopa tüüpi optsioon – optsioon, millega antud ostu- või müügiõigust saab kasutada tulevikus ainult ühel konkreetsel kuupäeval, mis langeb harilikult kokku optsiooni aegumiskuupäevaga. Euroopa tüüpi optsioonide alusvara on tavaliselt selline, mida ei ole võimalik kohale toimetada (näiteks aktsiaindeksid).

Ameerika tüüpi optsioon – optsioon, millest tulenevat ostu- või müügiõigust saab rakendada pikema perioodi vältel, sageli kogu optsiooni kehtivusaja jooksul.

Opsiooni ostja (*buyer*) – isik, kes omandab optsioonist tuleneva ostu- või müügiõiguse ja maksab selle eest optsiooni müüjale optsioonipremia.

Opsiooni müüja ehk **optsiooni kirjutaja** (*writer*) – isik, kes kirjutab välja optsioonilepingu ja saab selle eest tasu optsioonipremia näol.

Kordaja (*multiplier*) – näitaja, mille järgi saab teada, kui mitmele aktsiale üks optsioonileping õiguse annab. Tavaliselt on kordajaks 100, kuid esineb ka muid kordajaid – näiteks 10, 500 või 1000.

Arveldamine (*settlement*) – näitab, kuidas optsioonilepingud aegumiskuupäeval automaatselt arveldatakse. Esineb kaht liiki arveldamist. Üks on alusvara kohaletoimetamine: kui aegumisel on optsioon rahas ja seda pole müüdnud, siis kantakse aktsiad automaatselt optsiooniomaniku väärtpaberikontole või sealt maha. Teine on rahaline tasaarveldus: rahas oleva optsiooni omaniku kontole kantakse optsiooni tätmishinna ja alusvara turuhinna vahe, rahast väljas olevad optsioonid aga tühistatakse pärast aegumiskuupäeva.

Ostuoptsioon on rahas (*in-the-money*, ITM) siis, kui aktsia hind turul on kõrgem tehinguhinnast (*strike price*). Müügioptsiooniga on vastupidi: see on rahas, kui aktsia turuhind on madalam tehinguhinnast.

Ostuoptsioon on rahast väljas (*out-of-the-money*, OTM) siis, kui aktsia hind turul on madalam optsiooni tehinguhinnast. Müügioptsiooni puhul on lugu vastupidi.

Ostuoptsioon on raha peal (*at-the-money*, ATM) siis, kui aktsia hind võrdub tehinguhinnaga. Samal tingimusel on raha peal ka müügioptsioon.

Kauplejate kõnepruugis väljendatakse optsioonipositsioone pikkade või lühikeste positsioonidena:

Long Call – pikk positsioon ostuoptsioonis, omatakse ostuoptsiooni.

Short Call – lühike positsioon ostuoptsioonis, ostuoptsioon on välja kirjutatud.

Long Put – pikk positsioon müügioptsioonis, omatakse müügioptsiooni.

Short Put – lühike positsioon müügioptsioonis, müügioptsioon on välja kirjutatud.

Opsioonitehingu näide

Ostame ettevõtte ABC aktsiale ühe oktoobri ostuoptsiooni lepingu täitmishinnaga (*strike*) 50 ja preemiaga 5 krooni. Tehingu kogukuluks on 500 krooni ning ostjal on õigus osta oktoobris selle optsiooni alusel 100 ABC aktsiat hinnaga 50.

Maksimaalne võimalik kaotus on sel juhul 500 krooni ehk makstud optsioonipreemia suurus. Maksimaalne võit on teoreetiliselt piiramatult. Näiteks kui aktsia hind on tõusnud 60 kroonini, olete võitnud 1000 krooni (10×100) miinus makstud optsioonipreemia ehk 100% kasumit.

Sama tehing aktsiatega näeks välja nii: ostame 100 aktsiat hinnaga 50 krooni/tk, tehingu summa on 5000 krooni. Müüme hiljem aktsia hinnaga 60 krooni/tk ehk 6000 krooniga. Kasum 1000 krooni ehk 20%.

Järgnevas tabelis on näidatud kasumi/kahjumi kujunemine siis, kui üks investor ostab aktsia 50 krooni eest ning teine ostab optsiooni täitmishinnaga 50 krooni ja hinnaga 5 krooni. Aktsia välja ostnud investori kahjum aktsia sulgumisel 30 kroonil on 20 krooni. Optsiooni omanikuks oleva investori kahjum on sama hinna juures 5 krooni. Optsioonipreemia ongi maksimaalne summa, mille optsiooni ostja võib kaotada.

Kasumi/kahjumi kujunemine alusvara ja optsiooni ostmisel

Täitmishind	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75
Kasum/kahjum aktsia väljaostmisest 50 krooni eest	-20	-15	-10	-5	0	5	10	15	20	25
Sisemine kasum/kahjum 50-kroonise täitmishinnaga optsiooni eest	-5	-5	-5	-5	-5	0	5	10	15	20

Kuna optsioonid on kaubeldavad väärtpaberid nagu aktsiadki, siis enamasti kajastub aktsiahinna tõus ka optsioonipreemias ning aktsiahinna tõustes on võimalik optsioon kallima hinnaga maha (tagasi) müüa. Sel põhjusel ei jõua enamik optsioone aktsiateks vahetamiseni. Statistika näitab, et vaid umbes 10% optsioonidest vahetatakse aktsiateks, 60% müüakse tagasi ning 30% muutub tähtjal väärtusetuks.

Järgnevas tabelis on toodud erinevate optsioonide suurimad võimalused tulu teenida või raha kaotada.

Opsioonide kasutamise tulemused

Strateegia	Suurim võimalik tulu	Suurim võimalik kaotus
Müügioptsiooni ostmine	Täitmishinna ja optsioonipreemia vahe	Opsioonipreemia
Ostuoptsiooni ostmine	Piiramatu	Opsioonipreemia
Müügioptsiooni väljaandmine	Opsioonipreemia	Täitmishinna ja optsioonipreemia vahe
Ostuoptsiooni väljaandmine	Opsioonipreemia	Piiramatu

Opsiooni kasutusvõimalused

Opsioone saab kasutada nii finantsriski maandamiseks kui ka finantsvõimenduse suurendamiseks ehk otsesõnu öeldes spekulatsiooniks.

Näiteks nähes võimalust, et turg langeb, võib investor kindlustada portfelli aktsiaindeksi müügioptsiooniga. Sel juhul ei pea ta tervet oma portfelli turu languse hirmus likvideerima, sest turu langedes ei kaotaks ta aktsiate langusest – optsioonihinna tõus kompenseerib aktsiahindade languse. Turu tõusu korral aga läheb kaotsi vaid optsioonipreemia.

Riski maandamine. Portfelli riskide maandamine ootamatute aktsiahinna languste vastu on üks konservatiivsemaid optsioonide kasutamise viise. Selleks ostab investor müügioptsiooni, mis jätab võimaluse müüa aktsiaid soovitud hinnaga ka tulevikus. Kui aktsia hind tõuseb, laseb ta optsioonil lihtsalt aeguda. Kulutus portfelli riski maandamiseks on väga väike võrreldes potentsiaalse kaotusega.

Pisut keerulisem viis riske maandada on erinevate optsioonide kombinatsiooni kasutamine. Oletagem, et investoril on 100 ABC aktsiat, aktsia hind on parajasti 50 krooni. Tema positsioon on kasumis, ettevõtte kohta on tulemas oluline info, mille mõju aktsia hinnale pole teada. Investor on nõus leppima väiksema kasumiga, kui see aitab tal kaitsta ennast suure kahjumi eest. Ta ostab rahast väljas müügioptsiooni, rahastades seda rahast väljas ostuoptsiooni müümisega. Täpsemalt: ostab müügioptsiooni täitmishinnaga 45 ja hinnaga 5 krooni ning ostuoptsiooni täitmishinnaga 55 krooni ja hinnaga 5 krooni. Teine võimalus on osta sama täitmishinnaga müügioptsioon ja müüa ostuoptsioon.

Sellist strateegiat kasutades on investori reaalne pikk positsioon 100 aktsiat ning lühike sünteetiline positsioon 100 aktsiat. Kasum on lukustatud, mis iganes aktsia hinnaga ka ei juhtuks. Sellist positsiooni on muidugi mõistlik kasutada siis, kui investor on olukorraga rahul ning soovib mingil põhjusel (dividend, üldkoosolek vms) jääda teatud kuupäevani aktsionäriks täiendavat riski võtmata.

Täiendava rahavoo saamine. Teine levinud ning suhteliselt konservatiivne strateegia on **kaetud ostuoptsioonide väljakirjutamise** (*covered-call writing* või *buy-write*) teel täiendava rahavoo genereerimine – s.o ostuoptsioonide väljakirjutamine olukorras, kus optsiooni alusaktsia on portfellis olemas. Paljud investorid kasutavad seda võimalust portfellis olevatelt aktsiatelt täiendava sissetuleku tekitamiseks. Strateegia rakendamiseks sobib kõige paremini aktsia, mis on volatiilne ja juba küllalt palju kallinenud. Optsioon, mille alusvara on volatiilne, on kallim, võimaldades genereerida suuremat rahavoogu.

Spekulatiivne eesmärk. Optsioonid pakuvad suure riskitaluvusega investoritele palju võimalusi. Ostuoptsioone ostes saab juba väikese summa eest võtta suuri positsioone. Ka optsiooni väljakirjutamine ehk lühikese optsioonipositsiooni võtmine saab eraldi võetuna teenida üksnes spekulatiivset eesmärki (kuid keerukamates strateegiates võib ta aidata ka riski vähendada).

OPTSIOONI ÕIGLASE HINNA ARVUTAMINE

Opsioonipremia õiglane suurus avaldatakse peamiselt Black-Scholesi opsioonide hindamise mudeli kaudu, mis näeb välja nii:

$$V_c = N(d_1)P_s - \frac{E}{e^{RT}}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_s}{E}\right) + (R + 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

P_s – alusvara hetke turuhind

E – opsiooni täitmishind

R – aastane riskivaba intressimäär

T – opsiooni aegumiseni jäänud ajavahemik väljendatuna aastates

σ – alusvara risk ehk standardhälve

$N(d)$ – tõenäosus, et suuruse d väärtus võiks jääda väiksemaks kui valemist avaldub. $N(d)$ leidmiseks kasutatakse kumulatiivsel normaaljaotusel põhinevaid abitabeleid.

Jaeinvestorid, kellel puudub võimalus turuhindu oma ostudega mõjutada, võiksid Black-Scholesi mudeli asemel kasutada lihtsamat hindamisviisi, mis lähtub opsioonide pariteetsuse printsiibist:

$K + C = S + P + B$, kus

K – täitmishind

S – aktsia turuhind

P – müügioptsiooni hind

C – ostuoptsiooni hind

B – intressikulu, $B = (K \times d / 360 \times i) - \text{div}$

d – päevade arv aegumiseni

i – intressimäär

div – enne opsiooni aegumist makstav dividend

Seega

$$C = (S - K) + P + B$$

ja

$$P = (K - S) + C - B$$

Kui need tingimused pole täidetud, tekib kauplejal arbitraaživõimalus. Selgitame seda hindamisviisi ka näitega. Oletame, et

$$K = 100$$

$$S = 99.9$$

$$C = 4$$

$$P = 3$$

$$d = 22$$

$$i = 5\%$$

$$\text{div} = 0$$

Arvutame kõigepealt tehingu intressikulu:

$$B = 100 \times 22 / 360 \times 0.05 = 0.3$$

Meie tingimuste kohaselt peaks ostuoptsiooni hind olema:

$$C = (99.9 - 100) + 3 + 0.3 = 3.2$$

Müügioptsiooni hind peaks olema:

$$P = (100 - 99.9) + 4 - 0.3 = 3.8$$

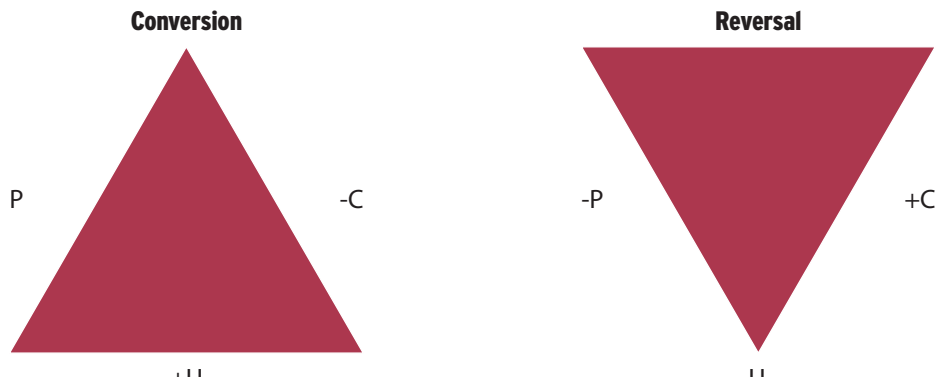
Arvutuse tulemusest näeme, et ostuoptsiooni ostetakse turul kallima hinnaga, kui meie oleksime nõus müüma, ning müügioptsiooni müüakse odavamalt, kui meie oleksime nõus ostma. Seega teeme järgneva tehingu:

Müüme ostuoptsiooni 4 krooniga, ostame müügioptsiooni 3 krooniga ning ostame 100 aktsiat 100 krooniga.

Nüüd on meil positsioon, mida nimetatakse *conversion*’iks. Selle väärtus optsioonide aegumisel on täitmishind ehk 100 krooni aktsia kohta. Soetasime aktsia hinnaga 99 krooni aktsia kohta (kui võtta arvesse ka optsiooni-tehingute tulem).

Tegemist on sünteetilise positsiooniga, kus reaalselt ollakse 100 aktsiat pikk ning sünteetiliselt ehk optsioonipositsiooniga 100 aktsiat lühike ($-C$, $+P$, $+U$).

Vastupidist tehingut nimetatakse *reversal*iks (+C, -P, -U). U tähistab siin reaalsel positsiooni.



Järgnev tabel võtab kokku tegurid, mis mõjutavad optsioonide hinda ehk optsioonipremiat. Näiteks alusvara hinna tõustes tõuseb ka ostuoptsiooni preemia ning langeb müügioptsiooni preemia. Mida kõrgema täitmishinnaga on ostuoptsioon, seda madalam on tema hind; mida kõrgema täitmishinnaga on müügioptsioon, seda kõrgem on tema hind. Volatiilsuse kasv ja pikem aeg täitmispäevani on nii ostu- kui ka müügioptsiooni puhul hinda tõstvad tegurid.

Opsioonipremiat mõjutavad tegurid

	Kui see faktor tõuseb:	Ostuoptsiooni hind	Müügioptsiooni hind
1	Aksia hind	▲	▼
2	Opsiooni täitmishind	▼	▲
3	Riskivaba intressimäär	▲	▼
4	Alusvara volatiilsus	▲	▲
5	Aeg täitmispäevani	▲	▲
6	Alusvara dividend optsiooni kehtivuse vältel	▼	▲

OPTSIOONIDEGA KAUPLEMISE VÕIMALUSED JA RISKID

Ostuoptsiooni ostja saab kasu alusvara hinna tõusult, sest tal on optsiooni kehtivuse lõpuni õigus osta aktsiaid varem kokkulepitud hinnaga. Kasumi realiseerimiseks on kaks võimalust.

Esiteks, alusvara hinna kallinedes tõuseb ka optsiooni hind. Kui optsiooni omanik ei ole huvitatud alusvara ostmisest, siis saab ta optsiooni turul kallimalt tagasi müüa. Tavaliselt kasutatakse sellist võimalust rahast väljas olevate odavamate optsioonide korral, sest nende alusvara hinna tõus võib optsiooni väärtust väga palju muuta, eriti protsentuaalselt.

Teine kasumi realiseerimise võimalus on rahas oleva optsiooni enneaegne kasutamine või aegumisel kasutamine. Optsiooni ostja kasutab oma õigust soetada aktsiaid turuhinnast madalama hinnaga; kasumi realiseerimiseks tuleb tal need aktsiad müüa.

Ostuoptsiooni peamine risk on alusvara hinna langemine või samale tasemele jäämine. Sellisel juhul kaotatakse makstud optsioonipremia osaliselt või täielikult.

Müügioptsiooni ostja saab kasu alusvara hinna languselt, sest tal on õigus kuni optsiooni kehtivuse lõpuni müüa aktsiaid varem kokku lepitud hinnaga.

Kasumi realiseerimiseks on siingi kaks võimalust. Alusvara odavnedes kallineb müügioptsioon. Kui optsiooni omanik ei ole huvitatud alusvara müümisest, siis saab ta optsiooni kallimalt turule tagasi müüa.

Teine võimalus on rahas optsiooni enneaegne kasutamine või aegumisel kasutamine. Selle tehinguga kasutab optsiooni ostja oma õigust müüa aktsiaid turuhinnast kõrgema hinnaga.

Müügioptsiooni peamine risk on alusvara hinna tõusmine või samale tasemele jäämine. Sellisel juhul kaotatakse makstud optsioonipremia osaliselt või täielikult.

Ostuoptsioonide väljakirjutamise eesmärk on teenida tulu optsioonipremia kujul. Väljakirjutaja on kohustatud aktsiaid müüma varem kokku lepitud hinnaga. Kui optsioon kaupleb ja aegub rahast väljas, ei pea ta seda kohustust täitma ning saadud optsioonipremiast kujuneb kasum.

Kaetud ostuoptsiooni väljakirjutamisel müüakse iga 100 aktsia kohta 1 ostuoptsioon (tavaliselt rahast väljas). Seda võib käsitleda kaheti: täiendava rahavoogu genereerimisena või aktsiate keskmise soetusmaksumuse

alandamisena. Näiteks: ostame 100 aktsiat hinnaga 52 krooni ning müüme ostuoptsiooni täitmishinnaga 55 ja 2 krooni eest. Maksimaalne kasum tekib, kui optsiooni aegumispäevaks tõuseb aktsia hind 55 kroonini, sest sel juhul oleme teeninud aktsiatega 3 krooni aktsia kohta ning ka saadud optsioonipreemia jääb meile. Kui hind tõuseb kõrgemale, siis kasum enam ei suurene, sest optsiooni väljakirjutajana tekib meil kohustus müüa aktsiad 55 krooniga optsiooni ostjale. Kasumilävi on 50 krooni juures. Maksimaalne kahjum võib tekkida ettevõtte pankroti korral, kus aktsia hind läheneb nullile. Seega võib suurimaks kahjumiks kujuneda aktsia soetusmaksumus miinus optsioonipreemia.

Alusvaraga katmata ostuoptsioonide (*naked call*) väljakirjutaja peab arvestama, et sellise tehingu maksimaalne kahjum võib teoreetiliselt olla piiramatult. Maksimaalne kasum tekib, kui optsioon aegub väärtusetult, mille tulemusel jääb saadud optsioonipreemia müüjale.

Väljakirjutatud rahas ostuoptsiooni on vastaspoolel õigus enneaegselt kasutada. Seega võib tekkida olukord, kus optsiooni väljakirjutajal tekib lühike positsioon, mille katmiseks tuleb osta aktsiaid turult, müügihinnast kõrgema hinnaga.

Müügioptsioonide väljakirjutamise eesmärk on teenida tulu optsioonipreemiana, olles sealjuures valmis ostma optsiooni realiseerimisel aktsiaid turuhinnast kõrgema hinnaga. Maksimaalne kasum tekib optsiooni aegumisel väärtusetult. Maksimaalne kahjum on sama, mis kaetud ostuoptsiooni väljakirjutamisel (need on sünteetiliselt identsed positsioonid): optsiooni täitmishind miinus optsioonipreemia. Samuti on võimalik, et rahas müügioptsioon realiseeritakse ennetähtaegselt ning väljakirjutajal tekib kohustus osta aktsiaid turuhinnast kõrgema hinnaga.

OPTSIOONISTRATEEGIAID

Opsioonide omavaheline või alusvaraga kombineerimine annab kauplemiseks või riskide maandamiseks palju suuremaid võimalusi kui üksnes alusvaraga kauplemine. Opsioonidega võib edukaid tehinguid teha nii tõusval, langeval kui ka külgsuunalisel turul, teenida nii volatiilsuse kasvult kui ka languselt ning optsioonipreemia ajaväärtuse vähenemiselt.

Opsioonistrateegiatest parema ettekujutuse andmiseks kasutame *option T-bar'i*, kus:

- +C – pikk ostuoptsioon,
- C – lühike ostuoptsioon,
- +P – pikk müügioptsioon,
- P – lühike müügioptsioon.

STRADDLE

Strateegia sobib kasutamiseks enne kui avaldatakse olulisi uudiseid, mis võivad panna aktsia kõvasti liikuma, kuid pole teada, mis suunas. Sellises olukorras tuleks osta aktsiale raha peal (ATM) olev ostu- ja müügioptsioon, mis on sama täitmishinnaga ja aegumistähtajaga.

aktsia hind		
50		
call	strike	put
+C	40	+P
	45	
	50	
	55	
	60	

Selle strateegia maksimaalne kasum on teoreetiliselt piiramatult suur. Kasum tekib aktsiahinna suurel tõusmisel või langemisel. Kasumilävi on tasemel täitmishind +/- makstud optsioonipreemiad.

Maksimaalne kahjum võrdub makstud optsioonipreemiatega. Maksimaalne kahjum tekib, kui aktsia hind jääb optsioonide täitmishinna tasemele.



STRANGLE

See strateegia on eelnevaga sarnane, kuid oodatakse veelgi suuremat volaatiilsuse kasvu või aktsia hinna muutust. Sellele panustamiseks tuleb osta rahast väljas (OTM) ostu- ja müügioptsioonid erinevate täitmishindadega.

aktsia hind		
50		
call	strike	Put
+C	40	+P
	45	
	50	
	55	
	60	

Siingi on maksimaalne kasum teoreetiliselt piiramatu. Kasum tekib, kui aktsia hind tõuseb üle taseme „ostuoptsiooni täitmishind + makstud optsioonipreemiad” või langeb madalamale tasemest „müügioptsiooni täitmishind – makstud optsioonipreemiad”. Maksimaalne kahjum võrdub makstud optsioonipreemiatega, see tekib, kui aktsia hind jääb optsioonide täitmishindade vahele.



Straddle ja *strangle* on kaks lihtsamat ja levinumat optsioonistrateegiat. Nendega pole strateegiate valik kaugeltki ammendatud.

Futuurid

Futuur on pooltevaheline leping, mis kohustab kokkulepitud alusvara ostma või müüma varem kokku lepitud ajal ning varem kokku lepitud kohas kindla hinnaga. Futuuri puhul on tegemist tuletisinstrumentiga, mille hind kujuneb vastavalt alusvara (tooraine, väärtpaber, börsiindeks vms) hinna liikumisele.

Futuuriturg on sisuliselt avatud ööpäev läbi. Enamik turuosalisi, kellega seal tuleb „võidelda”, on suhteliselt suurte võimalustega ja kogenud kauplajad. Rumalat raha on sellel turul vähe.

Futuuri ostja omandab futuuri alusvaras pika positsiooni, futuuri müüja aga lühikese positsiooni. Futuurid hinnatakse päeva lõpul vastavalt turuväärtusele ümber ning kaupleja kontole kantakse päeva jooksul tekkinud kasum või võetakse kontolt maha päeva jooksul tekkinud kahjum.

Enim kaubeldavad on indeksifutuurid, näiteks Nasdaq 100 liikumist järgiv futuur NQ ning S&P 500 indeksi liikumist järgivad futuurid SP ja ES. Nende puhul on kaubaks börsiindeksi väärtus punktides.

Lisaks indeksifutuuridele on võimalik kaubelda aktsiahindu järgivate futuuridega (*single stock futures*, SSF), nagu näiteks Nokia aktsia futuur NOA3.

Viimasel ajal on väga suurt populaarsust kogunud toorainefutuurid. Eriti populaarsed on naftafutuurid (CL ja QM), kuid kaubelda saab nii kulla (GC, YG), hõbeda (SI, YS), sealihaga (PB), maisi (YC) kui ka nisu (ZW) futuuridega.

Futuuri peamised omadused on lepingu aegumine, finantsvõimendus, futuurikordaja ning päeva lõpus toimuv kasumi ja kahjumi ümberhindamine.

AEGUMINE

Futuuri peamine omadus võrreldes aktsiatega on aegumine. See tähendab, et futuurileping kestab kindla ajani, millele järgneb **rahaline** (*cash settlement*) või **füüsiline** (*physical settlement*) tasaarveldus. Näiteks LHV vahendusel kaubeldavate futuuride puhul toimub enamasti rahaline tasaarveldus, üksnes valuutafutuuride lõppemisel toimub reaalne vahetustehing.

Futuurikaupleja peab väga täpselt teadma kuupäevi ning isegi kellaaegu, millal on viimane kauplemispäev ja millal toimub tasaarveldus. Näiteks kui positsiooni on hoitud üle viimase kauplemispäeva, võidakse positsioon sulgeda turuhinnast oluliselt erineva hinnaga, välistatud ei ole ka trahvi määramine.

Tihti on futuuride lõppemisajaks kvartali viimane kuu, kuid on futuure, millel on lepingud igas kuus. Üheks futuuri sümboli osaks on kuu ja

aasta tähis, futuuri lõppemise kuu on märgitud tähega ning lõppemisaasta numbriga.

Kui optsioonide puhul on viimaseks kauplemispäevaks üldjuhul iga kuu kolmas reede, siis futuuride puhul sellist lihtsat reeglit ei ole. Näiteks toornafta futuuri viimane kauplemispäev on kolm tööpäeva enne 25. kuupäeva, mis eelneb futuuri aegumiskuule. Sõltuvalt kuust tähendab see ajavahe- mikku 18.–22. kuupäevani.

FINANTSVÕIMENDUS

Futuuri teine oluline omadus on finantsvõimendus. Futuuri ostes ei pea ostja maksma kogu lepingu eest (näiteks nafta puhul oleks see 2008. aasta augustis olnud $117 \text{ dollarit} \times 500 \text{ barrelit} = 58\,500 \text{ dollarit}$). Futuuri omandamiseks peab kliendi kontol olema piisav tagatis võimalike kahjumite katmiseks. Tagatismäär on enamasti 2–10%, üksikutel juhtudel ka 10–25% futuurilepingu väärtusest.

Tagatismäärad muutuvad pidevalt. Neid muudetakse regulaarse kauplemise välisel ajal, kuid see võib toimuda ka kauplemise ajal, kui futuuri hind kiiresti muutub.

Selle, kui suur peab olema tagatis, määrab börs, millel futuuriga kaubeldakse. Tagatist võib suurendada ka konkreetne maaklerifirma. Kui turul valitseb närviline olukord ning langused või tõusud on suured, võib 3000-dollarisest tagatisnõudest üleöö saada 9000-dollarine tagatisnõue. Nõude tõstmise tagajärg on paljude positsioonide sundlikvideerimine.

FUTUURIKORDAJA

Futuuri kolmas iseloomulik omadus on futuurikordaja (*multiplier*). See näitab, kui palju maksab alusvara ühepunktine liikumine. Näiteks nafta puhul hinna muutus 115 dollarilt 116 dollarile. Naftafutuuri QM (NYMEX miNY™ Light Sweet Crude Oil future) kordaja on 500. See tähendab, et nafta hinna kerkimine 1 dollari ehk ühe punkti võrra muudab futuuri väärtust 500 dollari võrra, sest üks futuur esindab 500 barrelit naftat.

Järgnevast tabelist on näha 2008. aasta augustis kehtinud hinnad ja tagatismäärad. On toodud futuurilepingute tagatisnõuded futuuri ostmisel. Futuuri üleöö hoidmisel tuleb arvestada tunduvalt kõrgema tagatisnõudega, enamasti on see kaks korda suurem kui alustamise tagatisnõue.

Populaarsed futuurid ja nende omadused augustis 2008

Ftuur ja kaupleiskoht	Sümbol	Kordaja	Alusvara väärtus	Lepingu ligikaudne väärtus	Futuuri alustamise tagatisnõue
Dow Jones Industrial Average (CBOT)	INDU	10	11 000	\$110 000	\$3503
Dow Jones Industrial Average mini (ECBOT)	YM	5	11 000	\$55 000	\$1751
Nasdaq 100 (GLOBEX)	NDX	100	1900	\$190 000	\$6875
Nasdaq 100 mini (GLOBEX)	NQ	20	1900	\$38 000	\$1375
S&P 500 (GLOBEX)	SPX	250	1300	\$325 000	\$11 250
S&P 500 mini (GLOBEX)	ES	50	1300	\$65 000	\$2250
Nafta (NYMEX)	CL	1000	116	\$116 000	\$11 813
Nafta mini (NYMEX)	QM	500	116	\$58 000	\$6244
Gold (NYMEX)	GC	100	820	\$82 000	\$5063
Gold mini (ECBOT)	YG	33.2	820	\$27 224	\$608

IGAPÄEVANE KASUMI- JA KAHJUMIVÕTMINE

Futuuri neljas iseloomulik joon on igapäevane kasumi ja kahjumi ümberhindamine. Kui aktsiate puhul tekib kasum või kahjum alles aktsiapositsiooni sulgemisel, siis futuuri puhul toimuvad kasumi- või kahjumikanded iga päev.

Seega tekib futuurile iga päeva lõpus uus soetushind, mille põhjal arvutatakse järgmise päeva kasum või kahjum. Futuurilepingu avamise esimesel päeval kantakse kliendi kontole kasum või võetakse kahjum, mis on tekkinud futuuri algse soetushinna ja päevalõpu hinna vahest.

FUTUURITEHINGU NÄIDE

Investor investeeris (pani lepingut sõlmides tagatiseks) nafta tõusule 6300 dollarit, ostes naftafutuuri (QM) hinnaga 116 dollarit.

Esimese päeva lõpetas futuur 117 dollari tasemel.

Kasum: $(117 - 116 \text{ dollarit}) \times 500 = 500 \text{ dollarit}$

Teisel päeval tõusis futuuri hind 117,5 dollarini.

Kasum: $(117,5 - 117 \text{ dollarit}) \times 500 = 250 \text{ dollarit}$

Kolmandal päeval langes naftabarreli ja futuuri hind 114 dollarini.

Kahjum: $(114 - 117,5 \text{ dollarit}) \times 500 = 1750 \text{ dollarit}$

Neljandal päeval müüdi futuur hinnaga 115 dollarit.

Kasum: $(115 - 114 \text{ dollarit}) \times 500 = 500 \text{ dollarit}$

Kokkuvõte: $500 + 250 - 1750 + 500 \text{ dollarit} = -500 \text{ dollarit}$, lisaks ostu-müügi teenustasud.

Sama tulemuseni oleksime võinud jõuda ka väiksema vaevaga, korrutades soetus- ja müügihinna vahe naftafutuuri kordajaga (500). Ent peab meeles pidama, et futuuri kasum või kahjum kantakse iga päev kontole ning seda raha on võimalik kasutada. Samuti vähendab kahjum tagatist, mis võib kaasa tuua positsiooni automaatse likvideerimise.

FUTUURIDE KASUTAMISE PÕHJUSED

Futuure kasutatakse peamiselt kolmel põhjusel: spekulatiivsel eesmärgil, riski juhtimiseks ning riski maandamiseks.

Kui kaupleja on kindel mõne alusvara hinna tõusus ning soovib oma nägemusele vastavalt sellele panustada ning võtta finantsvõimendust, siis on tegemist spekulatiivse kauplemisega. Selline tegevus võib tuua suuri kahjumeid ja ka kasumeid. Lisaks tavapärasele pika või lühikese positsiooni võtmisele võib futuurikaupleja panustada eri kuudel lõppevate futuuride hinnaerinevusele (*spread*-kaupleja) või arbitreerida indeksi ja futuuri hinnaerinevusele.

Väga sobiv on futuur riskide maandamiseks. Riskide maandaja ostab oma positsiooni katteks vastupidise sisuga futuure, millega ta annab ära võimaliku tulu, kuid piirab ühtlasi võimalikku kahjumit.

Riskide juhtimist kasutavad paljud portfellihaldurid vähendamaks ebasoovitavate turuliikumiste mõju portfellile. Kui portfellihaldur ei soovi turu languse tingimustes vähelikviidseid positsioone sulgeda, siis võib ta panustada turu langusele futuuride kaudu. Riskide juhtimine kätkeb endas suuremat riski kui riskide maandamine, sest investor võtab turu osas kindla hoiaku.

Tuletisväärtpaberitega kauplemine

Tuletisväärtpaberitega kauplemise puhul on kriitiline tähtsus kahel teguril: informeeritusel ja tehingute tegemise kiirusel.

Informeerituse all tuleb ühelt poolt mõista kõike, mis on seotud instrumendi omadustega – instrumendi kauplemisaeg, alusvara kogus lepingus, tagatismäärad. Teiselt poolt on oluline teada, mis turul toimub. Instrumendi ja selle alusvara liikumise jälgimine reaajas on hädavajalik, kasuks tuleb ka turusügavuse ehk teiste hinnatasemetete ostu- ja müügi koguste jälgimine.

Kauplemisel on oluliseks elemendiks turutunnetus, mille aitab tekitada vahetu suhtlemine turuosalistega. Tuttav maakler kauplemisruumis võib anda tuletisväärtpaberitega kauplemiseks tugeva eelise.

Tehingu tegemise kiirusel on samuti mitu külge. Ühelt poolt võib tehingu kiirele teostumisele saatuslikuks saada väga väike likviidsus. Mõne eksootilisema alusvaraga futuuri kauplemisel tuleb väga tähelepanelikult valida börs, millel seda kaubelda, sest väike likviidsus võib tähendada suurt kahjumit ainuüksi ostu- ja müügihinna suure erinevuse tõttu. Tähelepanelikult tasub seega vaadata tuletisväärtpaberi turu mahtu, viimase aja käivet (kasuks tuleb teadmine, et enamasti on suurim käive ja aktiivsus kõige lähema lõppemisajaga instrumendil).

Teiseks tasub olla valiv väärtpaberimaakleri valikul. Tehingu tegemise kiirus on kaupleja puhul äärmiselt tähtis. Võimaluse korral tasub eelistada elektroonilisi süsteeme ning maakleriga suhelda telefoni teel vaid informatsiooni hankimiseks.

Omaette teema on kauplemispõrandal kauplemine, selle aeglus ning väikeinvestoreid diskrimineeriv olemus. Õnneks läheb enamik maailma

suuremaid börse üle elektroonilistele süsteemidele ning tehingute sobitamine kauplemispõrandal hakkab vajuma ajalukku.

OPTSIOONIORDERI SISESTAMINE

Opsiooniorderi teostamisel tuleb esmalt määrata, kas opsiooni ostetakse või müüakse. Teiseks tuleb määrata lepingute arv, mida soovitakse osta. Tuleb meeles pidada, et enamasti on ühes opsioonilepingus 100 alusvara ühikut, valuutaopsioonidel võib see kordaja olla suurem ning indeksiopsioonidel väiksem.

Järgmiseks tuleb sisestada opsiooni sümbol, mida on võimalik otsida teenusepakkuja andmebaasist. Lõpuks tuleks määrata, millistel tingimustel order täidetakse – kui kaua order kehtib ning kas see täidetakse piirhinnaga või turutingimustel. Opsioonide puhul tasub enamasti kasutada limiithinnaga ordineid, sest ostu- ja müüginoteeringute vahe on tavaliselt üsna suur.

FUTUURIORDERI SISESTAMINE

Futuuriordineid saab kaubelda otse börsidega seotud kauplemisplatvorme kasutades. Nende kasutamine on kiirem kui maakleri vahendusel kauplemine, kuid kuna kaubeldakse vahetult börsil, siis vea korral on väga raske tehingut katkestada. Seetõttu tuleks orderite sisestamisel olla eriti hoolikas.

BALTI OPTSIOONIDEGA KAUPLEMINE

Balti opsioonitabeli lugemisel on kasulik teada opsiooniterminite ingliskeelseid nimetusi, sest tihti on eestikeelsed terminid lohisevad või välja kujunemata. Seetõttu kasutatakse ka Eestis peamiselt ingliskeelseid termineid.

Joonise esimeses veerus on Eesti Telekomis opsiooni täitmispäev ja täit-

mishind kroonides (sulgudes eurodes). Optsioon lõpeb 2008. aasta kolmandal reedel ehk 15. augustil 2008. Järgmises, 4. veerus on andmed ostuoptsiooni (*call*) kohta: esmalt optsioonisümbol, mille kolm esimest tähte viitavad alusvarale, number 8 augustikuu lõpptähtajale, täht C ostuoptsioonile ning viimane number täitmishinnale.

Veerus „Bid” on ära toodud optsiooni ostunoteering ehk mis hinnaga on võimalik optsioone müüa, ning veerus „Ask” müüginoteering ehk mis hinnaga on võimalik optsioone müüa. Lisaks on ka toodud kogus, kui mitu optsioonilepingut on võimalik sellelt tasemelt sõlmida (veerg „Kogus”).

Kõnealusel juhul saab Eesti Telekom 100-kroonise täitmishinnaga augustikuu ostuoptsiooni osta hinnaga 3,17 krooni. Maksimaalselt on sellelt hinnatasemelt võimalik soetada 20 lepingut. Järgnevas neljas veerus on toodud müügioptsiooni (*put*) noteeringud.

Eesti Telekom 100-kroonise täitmishinnaga augustikuu ostuoptsiooni hinnatabel

	CALL				PUT			
Strike	Sümbol	Bid	Ask	Kogus	Sümbol	Bid	Ask	Kogus
15-Aug-08 85 (5.43)	ETL8C85	14.79	15.40	20 20	ETL8P85		0.16	20 20
15-Aug-08 90 (5.75)	ETL8C90	9.92	10.72	20 20	ETL8P90	0.10	0.50	20 20
15-Aug-08 95 (6.07)	ETL8C95	5.57	6.51	20 20	ETL8P95	0.64	1.32	20 20
15-Aug-08 100 (6.39)	ETL8C100	2.41	3.17	20 20	ETL8P100	2.33	3.06	20 20
15-Aug-08 105 (6.71)	ETL8C105	0.76	1.52	20 20	ETL8P105	5.52	6.50	20 20
15-Aug-08 110 (7.03)	ETL8C110	0.17	0.72	20 20	ETL8P110	9.82	10.73	20 20
15-Aug-08 115 (7.35)	ETL8C115	0.02	0.35	20 20	ETL8P115	14.63	15.38	20 20
15-Aug-08 120 (7.67)	ETL8C120		0.18	20 20	ETL8P120	19.57	20.20	20 20

USA OPTSIOONID

Järgmises tabelis on USA tehnoloogia-sektori indeksifondi QQQQ optsioonihindade noteeringute kogum ehk **optsiooniahel**.

Tabel on jaotatud kaheks: vasakul asuvad ostuoptsioonide noteeringud (*calls*) ning paremal müügioptsioonide noteeringud (*puts*). Tabeli keskel on optsiooni täitmishinnad („Strike Price”). Tabeli esimeses veerus on optsioonisümbol („Symbol”), mille järel on antud optsiooni viimane tehinguhind („Last”) ning selle muutus võrreldes eelmise päeva sulgemishinnaga („Change”). Järgmises veerus on kaubeldud optsioonilepingute arv („Vol”).

Indeksfondi QQQ optioniahel

OPTION CHAIN FOR POWERSHARES QQQ														
CALLS							PUTS							
Hide August, 2008 Options														
Symbol	Last	Change	Vol	Bid	Ask	Open Int.	Strike Price	Symbol	Last	Change	Vol	Bid	Ask	Open Int.
QQQHP	3.35	+0.13	61.00	3.33	3.35	29,363.00	42.00	QQQTP	0.32	-0.04	2,490.00	0.32	0.33	131,573.00
QQQHQ	2.54	+0.13	341.00	2.53	2.54	45,631.00	43.00	QQQTQ	0.51	-0.07	2,997.00	0.51	0.52	203,879.00
QQQHR	1.80	+0.08	4,378.00	1.81	1.82	59,123.00	44.00	QQQTR	0.79	-0.08	11,344.00	0.78	0.79	437,701.00
Stock price							44.98	Last as of 7/23/2008 9:49:00 AM						
QQQHS	1.20	+0.11	2,264.00	1.19	1.20	145,485.00	45.00	QQQTS	1.18	-0.11	2,680.00	1.16	1.17	214,419.00
QQQHT	0.71	+0.05	1,345.00	0.70	0.72	149,983.00	46.00	QQQTT	1.70	-0.12	760.00	1.68	1.69	76,872.00
QQQHU	0.37	+0.03	2,540.00	0.37	0.38	84,188.00	47.00	QQQTU	2.39	-0.11	966.00	2.35	2.36	129,303.00

Allikas: www.bigcharts.com , 23.07.2008

Kõige tähtsamad on tehingu seisukohast ostu- ja müüginoteeringud („Bid”, „Ask”). Viimases veerus on ära toodud avatud optsioonilepingute maht („Open Int”) ehk see, kui palju optsioonilepinguid on välja kirjutatud.

Näiteks 44-dollarise täitmishinnaga ostuoptsiooni hind on 1,82 dollarit. Kuna tabelis on hind toodud alusvara ühe ühiku kohta, siis lõpliku tehinguhinna saamiseks tuleb tabelis toodud hind korrutada alusvara arvuga ehk kõnealusel juhul 100-ga.

Tuletisväärtpaberitega seotud riskid

Tuletisväärtpaberitesse investeerimine ei sobi igale investorile, sest on seotud suure riskiga. Nendega võiks tegemist teha alles siis, kui kõik nende instrumentidega seotud detailid on endale selgeks tehtud. Alustama peaks kindlasti virtuaalportfelliga kauplemisest, alles seejärel võib proovida kauplemist väikeste reaalsete rahasummadega, mida hiljem võib järk-järgult suurendada.

KEERUKAS HINNAKUJUNEMINE

Tuletisväärtpaberitega kaupleja peab meeles pidama, et nende hind ei sõltu ainult ühest tegurist, vaid enamasti vähemalt kahest-kolmest muutujast. Näiteks on optsioonide puhul alusvara hinna liikumine küll oluline, kuid tähtsat rolli mängivad hinna kujunemisel ka ajaväärtus, volatiilsus ja intressimäär. Alusvara hinna liikumine võib tuletisväärtpaberi hinnas kajastuda kohe, kuid tihti tuleb ette, et hind liigub alusvarale hoopis vastupidises suunas. Näiteks majandustulemuste avaldamise eel on volatiilsus suur ning optsioonid seetõttu kallid. Headele tulemustele võib ettevõtte aktsia reageerida küll tugeva tõusuga, kuid tema ostuoptsiooni hind võib määramatuse vähenemise tõttu hoopis langeda.

Tuletisinstrumentide puhul tuleb arvestada ka võimalust, et enne lõpemis tähtaega võivad nad kaotada kogu oma väärtuse ning investor võib jääda algsest investeringust täiesti ilma.

PIIRATUD ELUIGA

Erinevalt aktsiatest on tuletisväärtpaberite eluiga kindla kuupäevaga piiratud, mistõttu investor peab arvestama tuletisväärtpaberi lõppemistähtaega. Näiteks langeb optsioonide ajaväärtus eriti tugevalt just viimasel kauplemisnädalal. Futuuride puhul peab aga tähelepanu pöörama lõppemistingimustele, et lõppemistähtajal mitte omandada üüratut kogust sealiha või nisu, mis oli lepingu algingimus. Ka optsioonide puhul tuleb enne lõppemistähtaja saabumist selgeks teha, kas nad lõpevad rahalise või aktsiate vastu tasaarveldusega.

SUUR FINANTSVÕIMENDUS

Nagu eespool juba mitu korda öeldud, on üks tuletisväärtpaberitega kauplemise olulisi erijooni võrreldes aktsiatega kauplemisega suure võimenduse praktiliselt vältimatu kasutamine. Portfelli 20-kordne võimendamine on nende instrumentide puhul lihtne. See teeb võimalikuks nii suure kasumi kui ka suure kahjumi.

Opsioonide kirjutajad ning futuuridega kauplejad peavad arvestama, et neil on võimalik saada piiramatult suurt kahjumit – see tõenäosus on küll väike, aga olemas.

TAGATISE LISAMISE NÕUE

Tuletisväärtpaberite puhul peab arvestama võimalust, et maaklerifirma või börs suurendab tagatisnõudeid. Maaklerifirma võib nõuda lisatagatise lisamist siis, kui tuletisinstrument on osutunud oodatust riskantsemaks. Samuti siis, kui kahjum on ära kulutanud varem deponeeritud tagatissummad. Kui investoril ei ole võimalust lisatagatist lisada, võib maakler ta positsioonid sulgeda.

Likviidsusrisk

Tuletisväärtpaberitega kaupleja peab arvestama võimalust, et turuolukord ei võimalda positsioone kiiresti likvideerida. Kergemal juhul tähendab see, et positsioonidest väljumine käib ebasoodsa hinnamuutuse kaudu. Musta stsenaariumi korral võib juhtuda, et positsioone ei ole mõnda aega üldse võimalik sulgeda. Erakorralise turuolukorra võib tekitada suur ostu- või müügisurve, suur volatiilsus või alusvara väga väike likviidsus.

Tehingute teostumise risk

Tuletisväärtpaberitega kaubeldes peab arvestama börside kehtestatud regulatsioone, mis piiravad tehingute tegemise võimalusi erandlike turuolukordade korral.

Opsioonide puhul on oluline teada reegleid, millal muudetakse opsioonide täitmishindu ning kuidas muutub opsiooni sümbol ja selle tingimused, kui alusvaraga toimub korporatiivne sündmus.

Futuuride puhul võivad börsid väga suures ulatuses suurendada tagatisnõudeid. Tasub teada ka hinnaliikumise ülem- ja alampiire, mille saavutamise puhul futuuridega kauplemine peatatakse.

Tehniliste ja inimlike vigade risk

Igasuguse instrumendiga kaubeldes tuleb arvestada võimalikke tehnilisi probleeme (internetiühendus ei toimi, elekter on ära, server ei tööta). Eriti oluline on see võimendusega instrumentidega kaubeldes. Tasub alati teada maakleri telefoninumbrit, et probleemide korral oleks võimalik teha tehinguid telefoni teel.

Lisaks tehnilistele probleemidele peab arvestama inimlike vigade võimalust: ostmise asemel müüakse, kogus või hind märgitakse valesti. Tuletisväärtpaberite puhul võib säärane eksimus lõppeda eriti valusalt.

Tuleb teadvustada ka psühholoogilisi riske. Peamised märksõnad nende vältimiseks on kauplemisdistsipliin ning stopp-orderite kasutamine.

Alo Vallikivi

LHV maaklertegevuse juht



Ragnar Pees

LHV vanemmaakler



Kuidas te sattusite tuletisväärtpaberitega tegelema?

Alo: Tuletisväärtpaberid on üks osa maakleritegevuse igapäevatööst. Huvi optsioonide vastu tekkis aegamööda ning kui algul paelus mind nende instrumentide spekulatiivne pool, siis hiljem hakkas huvi pakku-ma juba riskide maandamise võimalus.

Ragnar: Teekond tuletisväärtpaberiteni on üsna tüüpiline ja sarnane paljude teiste investorite ja kauplejate omaga, kes nendega tegelevad. Alguses sai tegeletud aktsiatega, aga aja möödudes üha enam tähelepa-nu pööratud optsioonidele. Teadmiste ja kogemuste tekkides avastas-in suurepäraseid võimalusi, mida optsioonid pakuvad. Tuletisväärtpaberite omavaheline kombineerimine võib viia tulemusteni, mida aktsiatega kauplemisel pole võimalik saavutada.

Palun kirjeldage lühidalt, kuidas näeb välja teie tüüpiline tööpäev.

Alo: Tööpäev käib üsnagi ühes rütmis börsidel toimuvaga. Kella 9 paiku tööle tulles vaatan üle Aasia turgudel toimunu, kell 9.30 avaneb juba Venemaa kauplemissüsteem. Enne 10-t ilmuvad esimesed noteeringud Balti kauplemissüsteemi ning kell 10–14.30 jälgin eelkõige Balti aktsiate ja ka optsioonide liikumist. Pärast seda on turgude osas väike paus: kui-gi USA eelturg avaneb juba kell 14, läheb aktiivne kauplemine seal lahti 15 paiku. Ametlikult avaneb USA turg 16.30 ning vahelduva eduga tuleb turgu jälgida 23-ni. Kui siis on veel tahtmist üleval olla, jagub järelturul aktiivsemat kauplemist veel üheks tunniks.

Infovoo jälgimine on vaid väike osa minu tööst, kuid annab ülevaate, millised on päeva nn kõrgpunktid. Töö juurde kuulub veel klientide ja koostööpartneritega suhtlemine, riskide hindamine ja jälgimine, tehin-gute ettevalmistamine ning ka maaklertegevuses ettetulevate problee-mide lahendamine.

Ragnar: Hommikul tööle jõudnud, vaatan esimese asjana üle öö jooksul olnud olulised sündmused ning Aasia turgudel toimunu. Seejärel vaa-tan, millised uudised, majandusaruanded, makronäitajad päeva jooksul avaldatakse. 9.30 avanevad Vene turud, sellega algab LHV-s ka kauplemispäev. Kell 10 avanevad Balti ja Euroopa turud, kus lisaks aktsiatega kauplemisele tuleb Balti optsioonidele turgu teha.

Kuni Balti turgude sulgumiseni lendab aeg kiiresti. Kauplemise kõrvale

mahub veel ehk olulisemate uudiste kajastamine LHV finantsportaalil ning klientide nõustamine telefoni või e-kirja teel. Pärast seda kiire lõuna, misjärel päev jätkub tavaliselt kliendikohtumistega LHV investimiskeskuses. Kell 16 algavad ettevalmistused USA turgudel kauplemiseks, kuid selleks ajaks on tööl juba USA turgude maakler. Õhtusse võivad mahtuda ka seminaridel esinemised. Hiljem kodus olles on reaaliajase turuinfo alati käeulatuses.

Mis teid selle töö puhul köidab, just sellel alal hoiab? Mida peate miinusteks?

Alo: Põnevaim osa on kiired liikumised turgudel, eri indikaatorite ja turu liikumiste vahel seoste otsimine ja leidmine. Lisaks on hea olla esimesena informeeritud. Miinuseks on ehk ajagraafik: kui soovida USA turul aktiivselt tegutseda, siis tööaeg kella 15–23 on mõnda aega üsnähtore ja uudne, kuid kui sõpruskond elab tavapärasest rütmis, siis tuleb mingil hetkel otsustada emma-kumma kasuks.

Ragnar: Enamiku inimeste jaoks on finantsturud igavaimad asjad üldse. Mulle on need huvi ja põnevust pakkunud viimased kaheksa-üheksa aastat. Iga kauplemispäev on uus, täis ootamatusi ja huvitavaid arenguid.

Milline on olnud teie senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida teile õpetas?

Alo: Öeldakse, et edukaks investoriks saamiseks on vaja läbi elada vähemalt kaks börsikriisi. 1997. aastal olin just ülikooli astunud ning toorkordne kriis nii Balti kui ka rahvusvahelistel turgudel läks minust kergelt mööda. Põnev on olnud oma silmaga näha, et kriisid ununevad tõepoolest seitsme-kaheksa aastaga – nagu elutargad investorid on öelnud. 2007. aastal saavutatud Tallinna börsiindeksi tipp, mis langes samasse aega majanduskasvu ja üldise eufooria kõrgpunktiga, oli ka minu karjääri kiireim ja põnevaim aeg. Õppisin, et tõusval turul ei mängi fundamentaalnäitajad olulist rolli ning turuga ei maksa vaielda. Ent lõputult selline olukord kesta ei saa: kui meeoleolu muutub, siis võivad liikumised olla veelgi meeletumad kui eufooria ajal.

Ragnar: Huvitav periood sai alguse 2007. aasta suvel finantskriisi valla

pääsemisega. Kes oleks osanud arvata, et see põhjustab toorainemulli, mis nüüdseks on pauguga lõhki läinud. Langeval turul on märksa keerulisem raha teenida kui tõusval, vaatamata asjaolule, et olemas on lühikeseks müük, langusele panustavad instrumendid jne. Selline turuolukord nõuab kauplejalt veelgi suuremat distsipliini ja kindlameelsust kui tavaliselt.

Mis on teie arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saate nimetada vaid ühe?

Alo: Distsipliin on kõige tähtsam. Kui on seatud mingi strateegia, siis tuleb seda järgida. Kui stopid on paigas, siis tuleb neid ka kasutada. Ei tasu loota, et asi läheb paremaks – parem võtta 10% kahjumit kohe, mitte 50% kahjumit aasta pärast.

Ragnar: Turuga ei vaielda!

“ole oma
investeeringisotsustes
distsiplineeritud ja
analüüsi ennast”



6. Muud investeerimisvõimalused

Villu Zirnask

Pangahoius

Tähtajaline või **säästuhoius** on lihtne investering, mille kohta selle raamatu kätte võtnud inimesed ei vaja ilmselt pikka selgitust. See on investering, mille kasutamise põhjusi iseloomustavad hästi ütlused „parem pool muna kui tühi koor” või „parem varblane peos kui tuvi katusel”. Jah, hoiuse intressimäär jääb vahepeal inflatsioonilegi alla, rääkimata tõusvate aktsiaturgude tootlusest või õnnestunud optsoonitehingust. Ent kahes olukorras võib pangahoius neist puudustest hoolimata olla väga mõistlik investering.

Esiteks siis, kui paigutamist ootav raha on vaba suhteliselt lühikest aega ja investeerimisest kahjumi saamist ei saa lubada – kindlasti on hoius otsustavaks mõnekuuse tähtaja puhul, aga võib-olla isegi ühe–kolmeaastase investeerimishorisondi korral. Teiseks on pangahoiusel investeerimises kodus oleva inimese jaoks mõtet siis, kui olukord finantsturgudel on väga ebaselge ja tulevik pigem tume.

Märkimist väärivad veel järgmised hoiuste head omadused:

- erinevalt enamikust teistest raha paigutamise viisidest ei kaasne hoiustamisega märkimist väärivaid tehingukuluseid,
- pangahoiuse intress on Eestis eraisiku jaoks tulumaksuvaba (tulevikus võivad samasuguse kohtlemise osaliseks saada ka muud investeeringud, ent 2008. aasta seisuga oli hoius endiselt eelisseisus),
- panga pankroti korral hüvitatakse hoius 90% ulatuses (kuid mitte rohkem kui 313 000 krooni ehk 20 000 euro suuruses summas).

Investeeringuhoiused

Investeeringuhoiused on segu traditsioonilisest hoiusest ja investeerimistootest. Sisuliselt on tegemist tähtajalise hoiusega, mille intress sõltub hoiuse alusvaks olevate väärtpaberite, muude varade või indeksite hindade liikumisest.

Üldjuhul saab investeeringuhoiuse lepingut sõlmida vaid kindlaksmääratud müügiperioodil, mis kestab üks-kaks nädalat. Hoiuste tähtajad on enamasti kaks-kolm aastat.

„Samba & polka”, „Põllumees põline rikas”, „Arenev Aasia”, „Uued arenevad turud”, „FIFA2006” – need on vaid mõned näited investeerimishoiustest, mida Eesti pangad on viimastel aastatel pakkunud. Iga hoiuse keskmel on tavaliselt üks investeerimisidee, mida saab lühidalt ja kõitvalt iseloomustada; ühtlasi peegeldavad need sageli teemasid, millel on parajasti meedias suur kõlapind.

Näiteks 2006. aasta suvel pakutud nelja-aastase tähtajaga investeerimishoiuse „FIFA2006” intressimäär on seotud tol suvel peetud jalgpalli maailmameistrivõistluste sponsorfirmitse aktsiate tootlusega. 2008. aasta talvel,

kui kuumaks teemaks sai toiduhindade tõus, pakutud kaheaastase tähtjaga hoiuse „Põllumees põline rikas” tootlus on aga seotud suhkru, soja, maisi ja nisu hindade liikumisega.

Investeerimishoiuse tingimustes määratakse hoiuse osalusmäär alusvara väärtuse suurenemises. Sellest osalusmäärast sõltub ka intress, mis kantakse hoiutähtaja lõpus koos hoiusummaga hoiustaja kontole.

Hoiuse intressisumma arvutatakse järgmise valemi alusel:

$$\text{hoiussumma} \times \text{osalusmäär} \times [(\text{alusvara lõppväärtus} - \text{alusvara algväärtus}) / \text{alusvara algväärtus}] = \text{hoiuse intress}$$

Näiteks kui paigutada 1000 eurot investeeringuhoiusesse, mille osalusmäär alusvara väärtuse suurenemises on 75% ning alusvara kasvab hoiustamisperioodil 25%, on intress $1000 \times [(125,00 - 100) / 100] \times 75\% = 187,5$ eurot. Kui selle valemi järgi arvutatud intress on null või sellest väiksem, siis hoiuse pealt intressi ei maksta.

Mõnede investeeringuhoiustega on võimalik teenida isegi rohkem kui kasvab samal ajavahemikul alusvara väärtus. Selleks tuleb pangale maksta nn **riskipreemiat** või **riskitasu**, mis on näiteks 10% hoiusummast. Kui alusvara hind tõuseb, teenite intressi, mis võib võrduda näiteks 130%-ga alusvara hinna tõusust. Kui alusvara hind ei tõuse, on klient riskipreemiaks makstud summast ilma ehk teeninud oma investeeringult riskipreemiaga võrduva kahjumi (meie näites 10%).

Sõltuvalt hoiuse alusvarast võib 10-protsendise riskipreemia eest saada osalusmäär olla erinev. Samuti erinevad sõltuvalt alusvarast riskipreemiate investeeringuhoiuste osalusmäärad. Põhjuseks on see, et hoiust pakkuva pank võtab osalusmääraga lubatud tootluse tagamiseks teatud positsiooni tuletisväärtpaberites, mis maksab eri varade puhul erinevat hinda.

Klientidelt kogutud hoiused paneb pank teenima nõnda, et tähtja saabudes saaks selle investorile saajaprotsendiliselt tagasi maksta. Enamasti ongi investeeringuhoiuste puhul garanteeritud vaid hoiustatud summa tagasisaamine, mõnede hoiuste puhul on lubatud ka väikest – näiteks 1% – garanteeritud intressi.

Kui investor soovib raha tagasi saada varem ehk enne hoiuse lõpptähtaega,

kaotab ta üldjuhul õiguse intressile ja peab lepingu ennetähtaegse lõpetamise eest trahvi maksuma. Mõnikord võivad katkestamistingimused olla ka pisut soodsamad: kui katkestamise hetkeks on teenitud intressi, mis on suurem kui katkestamistasu, saab investor katkestamistasu ületava intressi endale.

Investeeringumishoiuse lisapluss on see, et sarnaselt tavalise pangahoiusega ei kuulu sellelt saadavad intressid maksustamisele.

Vastuse küsimusele, kas investeeringumishoius mahub ka hoiuste tagamise seaduse alla, jätab finantspektsioon lahtiseks. „Tagatise fondi seaduse kohaselt ei hüvitata hoiuste tagamise osafondi arvel hoiuseid, mille intressimäär on oluliselt kõrgem muude sarnaste tingimuste ja suurusega hoiuste intressimäärast sellesamas krediitiasutuses. Intressi piirmäära, millest kõrgema intressimääraga hoiuseid ei hüvitata, määrab igal hoiuste hüvitamise juhtumil Tagatise fondi nõukogu,” seisab inspeksiooni koostatud veebilehel www.minuraha.ee.

Opsioone hästi tundva ja suhteliselt suuri summasid liigutava investori jaoks ei pruugi investeeringumishoius olla kõige mõistlikum rahapaigutus, sest huvi korral saab ta samasuguse positsiooni kokku panna ka ise ja väga võimalik, et odavamalt. Tavahoiustaja jaoks, kes opsioone ei tunne või soovib investeerimisele võimalikult vähe aega kulutada, on investeeringumishoius siiski huvitav võimalus panustada valitud turuliikumistele.

Elukindlustus

Kogudes raha elukindlustuslepingu raames, investeerime me kaudselt samadesse instrumentidesse, millest on teistes peatükkides juba juttu olnud: aktsiatesse, võlakirjadesse, pangahoiustesse, kinnisvarasse. Vahe on selles, et investori ja investeringute vahel on kindlustusselts, mis lisab asjale mõned erijooned: kindlustatud isiku surma puhul lähedastele makstava hüvitise, maksusoodustused jm.

Elukindlustuslepingute kestust mõõdetakse tavaliselt aastates või isegi kümnetes aastates. Ühtaegu tähendab elukindlustus teatud olukordades ka väga likviidset rahapaigutust: elukindlustuslepingu abil saab varad investeerida pikaks ajaks, säilitades ühtlasi võimaluse pääseda rahale kiiresti ligi ootamatute õnnetuste korral ehk siis, kui likviidsusel on kõige suurem väärtus.

Üks kindlustuslepingu kaudu raha kogumise võimalus on garanteeritud intressiga elukindlustus. Kindlustusvõtja maksab kindlustusseltsile kokkulepitud ajal ja suuruses kindlustusmakseid, millest kindlustusselts arvestab maha kulud ja moodustab lepingus määratud kindlustusjuhtumite katteks kindlustusreservi. Kindlustusreservi investeerib selts mitmesugustesse väärtpaberitesse ja varadesse.

Kindlustuslepingus on fikseeritud garanteeritud intressimäär ja kindlustusperiood. Garanteeritud intressimäär on tavaliselt 3–4%. Eduka investeerimistegevuse korral võib elukindlustusselts maksta ka lisaintressi. Kogu investeerimisrisk jääb seda laadi lepingu korral kindlustusseltsi kanda.

Garanteeritud summa maksab kindlustusselts hüvitiseks kindlustusvõtjale endale kindlustusperioodi lõppedes või kindlustusvõtja surma korral soodustatud isikule, kelle kindlustusvõtja on nimetanud. Esimesel juhul sisaldub summas garanteeritud intress ja lisaintress. Teisel juhul sõltub summa (hüvitise) suurus kindlustusvõtja ja kindlustusseltsi kokkuleppest ning võib säästetavast või juba säästetud summast erineda.

Teine kindlustuslepingu kaudu raha säästmise variant on investeerimisriskiga elukindlustus. See on elukindlustuse liik, mille puhul kindlustusseltsi poolt välja makstav(ad) summa(d) sõltub(sõltuvad) lepinguga seotud alusvara väärtusest ja lepingus garanteeritud hüvitise summa suurusest. Üldjuhul on investeerimisriskiga elukindlustuse korral kindlustuskaitse ehk garanteeritult välja makstaval summalt kõrvaline tähtsus, lepingu väärtus sõltub eeskätt investeringute väärtusest.

Tavaliselt pakuvad kindlustusseltsid lepingu alusvaraks investeerimisfonde. Klient saab neist kokku panna oma investeerimisportfelli või valida kindlustusseltsi poolt soovitatava standardportfelli.

Lisakindlustusena pakuvad elukindlustusseltsid kirjeldatud kogumistoodete juurde sageli ka kahjukindlustuse tooteid, näiteks õnnetusjuhtumikindlustust. Õnnetusjuhtumikindlustus pakub rahalist hüvitist õnnetusjuhtumist põhjustatud surma, invaliidsuse või ajutise töövõimetuse puhul.

Lepingut pealiskaudselt lugenud klientidele valmistavad lisakindlustused mõnikord ebameeldiva üllatuse: kogutud summa on sissemaksetest väiksem (eriti esimestel kogumisaastatel). Põhjus on peamiselt selles, et õnnetusjuhtumi vastu kindlustamine on eraldi teenus ning selle eest võtab kindlustusselts ka eraldi tasu.

Eralaenud

1990. aastate esimese poole Eestis, kus inflatsioon oli kõrge ning panga-laenud raskesti kättesaadavad, oli see Eestis suhteliselt levinud rahapai-gutusviis – anda oma raha laenuks intressiga umbes 5–10% kuus. Kre-diidirisk oli loomulikult suur, sageli jäigi laen tagasi saamata. Nii toimus selles äris aegamisi koondumine, amatöörid taandusid, pinnale jäid pan-dimajad ja laenukontorid ning 2000. aastate teisel poolel tuli SMSlaenude buum.

Teisel pool Atlandi ookeani omandavad samal ajal kaalu sotsiaalse lae-namise võrgustikud, nagu näiteks Prosper ja Zopa – kombinatsioon eBayst ja Facebookist ehk internetipõhisest oksjonipaigast ja sotsiaälvõrgustikust. Need on muutnud laenuandmise äriks, kus igaüks saab otse kaasa lüüa. Võib-olla jõuab see suundumus mõne aja pärast ka Eestisse.

Kirjeldatud laenukeskkonda saavad laenuvõtmisest huvitatud inimesed oma laenuaotlused välja panna ning laenu andmisest huvitatud inimesed nende vahel valida ja parematele projektidele laenu pakkuda. Laenuana-lüüs on iga laenuandja enda teha. Esialgu pole sotsiaalse laenamise võrgus-tike laenukahjud olnud suuremad kui pankade kaudu antavatel laenudel, kuid peab märkima, et sotsiaalse laenamise ajalugu on ka lühike, kõigest paar aastat.

Igal juhul on tegemist põneva arenguga, mis võib kõigutada pankade kui laenuvahendajate positsiooni. Krediidiriski aitab Prosperi, Zopa ja teis-te säärase ettevõtete veebikeskkonna kaudu laenu andvatel inimestel vaos hoida see, et nad saavad laenu anda paljudele eri isikutele väga väikeste summade kaupa (nt 50 dollarit) ehk luua isikliku laenuportfelli ja riski ha-jutada.

Toorained

Toorainesse investeerimiseks ei pea paigaldama oma hoovi naftatsisterni ega ajama postsovetlikus stiilis metalliäri. Saab ka lihtsamalt.

Kõige otsem tee toorainesse investeerimiseks on toormefutuurid, mil-lega saab fikseerida paljude toorainete tarnehinna mõne nädala kuni paari

aasta peale ette. Tuleb ainult meeles pidada, et kui futuuri hoitakse sellele märgitud tarnetähtajani, tekib investoril tooraine ostu- või müügikohustus. Et selline kulukas võimalus välistada, ei kauple investorid ja spekulandid tavaliselt futuuridega, mille alusvara tarnimise tähtaeg saabub lähema nädala jooksul. Futuuridest ning nendega kauplemise põhimõtetest oli pikemalt juttu eelmises peatükis.

Peale futuuride või neisse investeerivate fondide võimaldavad tooraineriski võtmist toormetootjate aktsiad, toorainerikaste piirkondade kinnisvara, toorainet tootvatele maadele keskendatud fondid. Neil kõigil on võrreldes futuuridega see viga, et nende hinnaliikumisi võivad oluliselt mõjutada ka toorainevälised tegurid – ettevõtte juhtkonna oskused, toorainet tootva riigi poliitiline olukord (enamik neid riike pole poliitiliselt väga stabiilsed) jms. Kui on soov panustada üksnes ja ainult toorainehinna tõusule või langusele, on kõige paremaks instrumendiks ikkagi futuurid.

Toorainete võimalike hinnatrendide uurimine ja ennustamine on sama huvitav ega ole ka keerulisem kui aktsiaturgude analüüsimine. Lühidalt öeldes tuleb investoril endale selgeks teha nõudmise-pakkumise praegune vahekord ja võimalikud tulevased muutused. Kes toodab? Kes tarbib? Kui suured on varud? Kas tootmisvõimsusi lisandub või kaob? Kas kasutusvaldkondi kaob või lisandub?

Toorainehindade 20. sajandi tõusuperioodid olid väga pikad (1906–1923, 1933–1953, 1968–1982). Põhjuseks see, et langevate hindade aastatel jääb uute maardlate otsimine ja arendamine ning töötlemisvõimsuste uuendamine unarusse. Kui ükskord selgub, et pakkumine on nõudlusest maha jäänud ja tooraine hind hakkab tõusma, võib pakkumise järeleaitamine võtta aega isegi mitu aastakümnet. Seda ka tänapäeval, sest ühest küljest on küll tehnoloogiaid täiustatud ja ehitamine muutunud kiiremaks, aga teisest küljest on jäänud hõlpsasti eksplateeritavaid maardlaid väheks, pealegi venitab asjade käiku vajadus jõuda keskkonnanormide ja keskkonnakaitsetega kompromissile.

Kuld on ühest küljest tooraine nagu iga teine, teisalt on tal ka üks tähtis erijoon. Nimelt on kullal küljes ülikõva emotsionaalne märk: see metall on mitu aastatuhandet olnud rikkuse võrdkuju ning rahasüsteemide keskne osa ega ole oma positsiooni siimaani päriselt loovutanud, kuigi 1990. aas-

tatel vähendasid keskpangad hoogsalt oma kullavarusid. Suuri majandus- ja poliitilisi krahhe kartvate investorite portfelli kuulub seepärast sageli mõningas koguses füüsilist kulda, millelt oodatakse väärtuse püsimist ka ajal, kui elektroonilise ja paberraha ning väärtpaberite ringlus on häiritud.

Valik suuremaid toormebörse ja millega seal kaubeldakse

Börs	Toorained
Chicago Board of Trade (www.cbot.com)	Mais, sojaoad, sojajahu, sojaõli, riis, kaer, nisu, kuld, hõbe
Chicago Mercantile Exchange (www.cme.com)	Puit, piim, piimapulber, sealiha, nuumveised
New York Board of Trade (www.nybot.com)	Kakao, kohv, suhkur, puuvill
New York Mercantile Exchange (www.nymex.com)	Nafta, maagaas, kütteõli, kivisüsi, propaan, bensiin, kuld, hõbe, vask, alumiinium, plaatina, pallaadium
International Petroleum Exchange (www.theipe.com)	Toornafta, maagaas, elekter
Euronext.Liffe (www.euronext.com)	Kakao, kohv, mais, kartul, rapsiseemned, suhkur, nisu
London Metal Exchange (www.lme.co.uk)	Alumiinium, vask, plii, tsink, nikkel
Sydney Futures Exchange (www.sfe.com.au)	Vill, eluskari

Kinnisvara

Kinnisvara on vara, millele mõnikord omistatakse lausa müstilisi omadusi – „kinnisvara hind ei saa langeda” jmt. Nagu 2008. aasta sündmused suures osas maailmast näitasid, pole kinnisvara imeinvesteering, see võib äparduda nagu ka kõik muud investeeringud.

Mis üldse on kinnisvara investeerimise mõttes? Kahtlemata on seda Tallinna või Londoni kesklinna väljaüürimise või edasimüümise eesmärgil ostetud korter, aga mitte ainult. Kõige üldistatumalt öeldes on kinnisvara-investeering otsene või kaudne osalus rahavoogudes, mida annab kinnisvara omamine, arendamine või opereerimine ja/või nende rahavoogude tulevases müügiväärtuses.

Kinnisvarainvesteeringu plussid on:

Inflatsioonikindlus. Kuna kinnisvara saab kasutada sõltumata riigikorrast ja käibel olevast rahast, siis säilib kinnisvara reaalkäiväätus pöördeliste sündmuste keerises hästi, paremini kui võlakirjadel ja vahel võib-olla ka paremini kui aktsiatel. Samal ajal ei saa unustada, et kinnisvaraturul tekivad vahel mullid ning turu tipus ostetud vara väätus võib isegi mitmeid kordi langeda, täpselt nagu aktsiatelgi.

Suhteliselt stabiilne tulu. Kui dividendide suurus kõigub koos ettevõtte majandustulemustega ja võib võrduda nulliga, siis teatud hulka elamis-, äri-, tootmis- ja kaubanduspinda vajatakse majanduses igal juhul ka kitsal ajal. Jooksva tulu allikana on kinnisvara seega võrreldav võlakirjadega, eriti siis, kui elamud või hooned on pikaajaliste lepingute alusel välja üüritud.

Nõrk seos teiste varaklassidega. Tavaliselt jääb kinnisvaratsükkel üldisest majandustsüklist maha, mis tähendab, et kinnisvarahinnad ja üüritulud ei liigu samas rütmis väärt-paberiturgudega – kinnisvaraturul toimuvad langused ja tõusud viitajaga (kui aktsiaturg kukub, võib kinnisvaraturg veel mõnda aega tõusta). Seetõttu saab kinnisvara kasutada riski hajutamiseks ja investeerimisportfelli väärtuse kõikumiste tasandamiseks.

Kinnisvarainvesteeringute miinused on:

Vähene likviidsus. Kuna tavaliselt on iga kinnisvaraobjekt unikaalne, siis kulub sellega tehtavate tehingute vormistamiseks paratamatult pisut rohkem aega kui kauplemiseks aktsiate ja võlakirjadega, mille omadused-tingimused on suhteliselt standardsed. Üldiselt on tehingute vormistamisele kuluv aeg pensionifondide jaoks siiski talutava pikkusega. Kinnisvaraturu tõusu ajal ei teki probleemi ka ostjate leidmisega. Ent stagneeruva või langeva kinnisvaraturu korral võib vabalt juhtuda, et kinnisvarale ei leita ostjat isegi madala hinnaga.

Amortiseerumine ja hoolduskulud. Erinevalt väärt-paberitest puudutab investorit kinnisvara puhul otseselt investeeringu füüsiline ja moraalne

vananemine. Muidugi, kinnisvarahoolduse teenust saab vastavatelt firmadelt osta. Aga see ei muuda tõsiasja, et kinnisvara nõuab investorilt kulutusi igal juhul ka siis, kui vara midagi sisse ei too. Hoolduskulude kompenseerimiseks peaks kinnisvarainvesteeringu tootlus olema aastas u 1–2%.

Otsene kinnisvara omamine ei ole ainus kinnisvarasse investeerimise võimalus. Õieti on otsene omamine koguni halb variant – seotud suurte kuludega ja riski hajutamise raskusega. Tõenäoliselt ei suuda enamik üksikinvestoreid soetada suurt hulka erinevaid kinnisvaraobjekte, vaid ühe või heal juhul kaks-kolm. Sobivamat võimalust kinnisvarasse investeerida pakuvad seepärast kinnisvarafirmade aktsiad või kinnisvarasse investeerivate investeerimisfondide osakud.

Veel kümnekond aastat tagasi segas institutsioonilisi investoreid kinnisvarasse investeerimast puudulik statistiline informatsioon. Puudusid arvud, mille põhjal portfelliteooriat austavad fondijuhid saanuksid hinnata kinnisvara riski-tulu suhet ning võrrelda seda aktsiate ja võlakirjadega, mõõta korrelatsiooni teiste varaklassidega jms.

Nüüd on portfelli investeerimise eelduseks olevat kvantitatiivset infot tänu kaubeldavatele kinnisvaraväärtpaberitele ning kinnisvaraindeksite loomisele hakanud kogunema. Kinnisvara jõuab selles osas aktsiatele ja võlakirjadele järele.

Üksikutesse kinnisvaraobjektidesse investeerides tuleb kindlasti meeles pidada riske, mis kaasnevad finantsvõimendusega. Oletame, et ostate kinnisvara hinnaga 1 mln krooni, finantseerides seda 800 000 krooni ulatuses laenuga. Lihtsuse mõttes eeldame, et intressikulu võrdub korteri väljaüürimisest saadava tuluga. Kui kinnisvara hind tõuseb 10%, on omakapitali tootlus tänu finantsvõimendusele muljet avaldav $[(1\ 100\ 000 - 800\ 000) / 200\ 000] - 1 = 50\%$. Ent sama suure languse korral avaldaks muljet ka langus $[(900\ 000 - 800\ 000) / 200\ 000] - 1 = -50\%$ ehk pool omakapitalist. Futuuridega kauplemisel on finantsvõimendus küll suuremgi, kuid futuuride puhul annab see endast iga päev selgelt märku (kasum või kahjum realiseeritakse iga päeva lõpus), kinnisvara puhul aga on selle toimet salakavalam, sest kinnisvarahinna muutused on aeglasemad ja mitte nii selgelt fikseeritavad.

Valuutad

Vähe on investeerimishuvilisi, kes poleks kuulnud lugu sellest, kuidas George Soros teenis 1992. aastal naelsterlingi langusele spekulierides miljard eurot.

Valuutasse kui eraldi varaklassi investeerides teenitakse tulu kahel viisil: valuutakursi muutustest ning teenides rahaturuintressi valuutas, millesse olete investeerinud. Kursimuutused võivad mõnel perioodil olla kiired ja suured, näiteks 10-protsendine euro/dollari kursi muutus ühe-kahhe kuuga pole sugugi haruldane. Rahaturuintress võib küündida sisuliselt puuduvast (nagu pikka aega on olnud omane Jaapani jeenile) rohkem kui 10%-ni (näiteks mõnel perioodil Islandil või Uus-Meremaal). Soovi korral on investoritel võimalik futuuride, forvardite ja optsioonide abil võtta valuutades ka võimendatud positsioone.

Valuutakursiliikumiste taga on hulk äärmiselt mitmekesiseid mõjureid – kindlasti väliskaubanduse, välispoliitika ja majanduspoliitika, aga ka migratsiooni, turismi ja paljudest muudest valdkondadest. Eraldi varaklassina on valuutat hakatud käsitlema eelkõige seepärast, et valuutakursiliikumiste korrelatsioon aktsia- ja võlakirjaturgude kõikumisega on nõrk.

Neli põhilist valuutasse investeerimise strateegiat on:

carry-trade, mis tähendab laenu võtmist madala intressimääraga valuutas ning selle eest kõrge intressimääraga valuutade ostmist;

momentum-kauplemine, mis püüab ette aimata valuutakursside liikumise suunda ning vastavalt sellele valuutasid osta või lühikeseks ajaks müüa;

väärtuskauplemine, mille eesmärk on leida valuutasid, millega kaubeldakse nende õiglasest väärtusest ülal- või allpool;

arbitraaž, mille eesmärk on leida eri turgude valuutakursierinevused ning pöörata need enda kasuks (selle strateegia on enda pärusmaaks muutnud automaatseid kauplemissüsteeme kasutavad suurpangad, lihtsal investoril on vähe lootust niimoodi teenida).

Infrastruktuur

Kujutlege, et iga Tallinna-Tartu maanteed läbiva sõiduki pealt – kõige hõredama liiklusega kohtades oli neid möödunud aastal keskmiselt u 6000 ööpäevas – kukub mõni kroon ka teie kukrusse. Arvestades, kui visalt autokasutajad kütusehinna tõusu trotsivad, võiks olla päris kasulik olla tasulise tee, silla või tunneli omanik.

Raha infrastruktuurivaradesse paigutamisest hakkabki investeerimismaailmas saama moeasi. Eriti sobilikuks peetakse infrastruktuurivarasid pensionifondidele, sest neid varasid iseloomustab stabiilne rahavoog, nõrk seos majandustsükliga, pikk tähtaeg ja alternatiividega võrreldes suhteliselt suur oodatav tootlus. Just stabiilne tootlus ja nõrk seos majandustsükliga on omadused, mis köidavad investoreid aktsia- ja kinnisvarahindade ülemilmse languse ajal.

Investeeringuspanga Morgan Stanley andmeil on infrastruktuurivarade tasuvusmäär seni jäänud 9–18% vahele. Valmis varad arenenud riikides pakuvad väiksemat, aga samas ka kindlamat tootlust. Varadel, mille investor peab enne, kui saab asuda tasu koguma, laskma valmis ehitada, on suurem tootlus, eriti arengumaades.

Kuigi keskeltläbi on infrastruktuuriinvesteeringute tootlus- ja riskinäitajad olnud head, on siin loomulikult võimalik ka korralikult kõrbed, nagu juhtus Inglismaad ja Prantsusmaad ühendava Eurotunneli rahastajatega.

Põhimõtteliselt pole erakapitali investeeringud infrastruktuuri uus nähtus, neid on tehtud varemgi. Infrastruktuuriobjekti rahavoost saab investor osa aktsionärina, võlausaldajana või infrastruktuuri investeeriva fondi osanikuna.

Konsultatsioonifirma Ernst & Young ennustab, et järgmisel kümnel aastal teeb infrastruktuurivarasse investeerimine läbi samasuguse plahvatusliku kasvu, nagu tegi kinnisvarasse investeerimine möödunud kümne aastaga. Luuakse kümnete kaupa uusi investeerimisfonde, mõeldakse välja infrastruktuuriga seotud finantsinstrumente. Kui seni on olnud tavaline, et enamiku infrastruktuuriprojektide ehitamist finantseeritakse riigi rahaga, siis tulevikus muutub iseenesestmõistetavaks erakapitali kaasamine.

MIS ON INFRASTRUKTUURIVARA?

Infrastruktuurivara:

- on ühiskonnale või majandusele olulise tähtsusega,
- pika kasuliku elueaga,
- monopoolne või sama hästi kui monopoolne või väga kõrge sisenemisbarjääriga turupositsioon,
- toimib reguleeritud keskkonnas ja/või sõltub vähe majandustsüklitest,
- pakub stabiilset ja ennustatavat rahavoogu, mis tihti on indekseeritud inflatsiooniga,
- on raskesti järele tehtav, sest ehituskulud on suured ja sobivaid ressursse (maad, ehitustehnikat jms) on napilt.

Transport	Energia ja kommunaalteenused	Side	Sotsiaalsfäär
Tasulised teed, tunnelid ja sillad Lennujaamad Sadamad Raudteed Linnade tasulise parkimise alad	Nafta- ja gaasijuhtmed ning -hoidlad Elektrivõrgud Veevõrgud Taastuvenegiarajatised	Sidekaablid Satelliidisüsteemid TV- ja raadiovõrgud	Haridushooned Tervishoiuhooned Vanglad Spordirajatised

Allikas: Morgan Stanley Investment Management, Ernst&Young

Saastekvoodid

Mure kliimamuutuse pärast pani tööstusriigid 1997. aastal Kyotos sõlmi- ma protokoll, millega liitunud riigid kohustusid vähendama ajavahemikus 2008–2012 kasvuhoonegaaside heitkoguseid teatud tasemeni (üldjuhul 92 protsendini) 1990. aasta tasemest. Kyoto protokoll tulemusel on tekkinud **CO₂-saastekvootide turg**, kus nüüdseks pakutakse juba ka esimesi jaeinvestoritele mõeldud investeerimisinstrumente.

Lõviosa maailma saastekaubandusest toimub praegu Euroopa Liidu heitkogustega kauplemise skeemi (EU ETS) raames. ELi heitmekaubandu-

se praegusesse, aastateks 2008–2012 kindlaks määratud tingimustega faasi on kaasatud umbes 7500 ettevõtte 14 000 käitist. EL on neile jaganud teatud koguse heitmekvoodiühikuid – EUAsid (European Union Allowance Unit). Üks EUA võrdub 1 tonni CO₂-ekvivalendi emiteerimise õigusega.

Turg on kauplemiseks avatud ka neile, kes pole heitmekaubandussüsteemi mõistes käitajad. Näiteks pangad võivad osaleda heitmekaubanduses spekulatsioonide eesmärgil ja pakkuda oma klientidele saastekvootidel põhinevaid väärt-paberitooteid (näiteks Šveitsi-Saksa tuletisväärt-paberite börsil Scoach on noteeritud EUA-l põhinev investeerimissertifikaat). ELi saastekvootidega saab sooritada tehinguid vabaturul, lisaks saab saastekvoodifutuuride ja -optioonidega kaubelda mitmel börsil (Nord Pool, European Energy Exchange, European Climate Exchange).

Märkimisväärsel hulgal kauplemist toimub ka Kyoto protokolliga puhta arengu mehhanismi (CDM, Clean Development Mechanism) raames. CDM on Kyoto protokolliga osa, mis lubab tööstusriikidel (sh Eestil) teha oma saaste piiramise kohustuse täitmiseks investeringuid arengumaade kasvuhoonegaaside vähendamise projektidesse. Arvet peab säärase projektide üle ÜRO kliimamuutuste raamkonventsiooni sekretariaat (vt cdm.unfccc.int). Neist projektidest tulevad turule tõendatud heitkoguste vähendamise ühikud (CER, Certified Emission Reduction). Ühe CERi annab kasvuhoonegaaside vähendamine 1 tonni CO₂-ekvivalendi võrra. Ka CERidega kaubeldakse nii vabaturul kui ka eelnimetatud börsidel.

2007. aastaga lõppenud ELi saastekaubanduse esimese faasi (võib öelda, et proovifaasi) lõpus langes kvooditonni hind sisuliselt nulli: kvoot oli välja antud liiga palju ja neid ei saanud ka järgmisse faasi üle kanda. Ent 2008.–2012. aasta faasis on paljud ettevõtted saastekvootide osas miinuses ning peavad turult kvooti juurde ostma või otsima saastekoguse vähendamise võimalusi. Pealegi saab teises faasis eraldatud kvoodid üle kanda kolmandasse, mis algab 2013. aastal.

Kolmandaks faasiks eraldatavatest kvoodikogustest pole praegu midagi täpset teada. Kuid teada on ELi üldine eesmärk 2020. aastaks: kasvuhoonegaaside emissiooni vähendamine 20–30%. Detailides võib regulatsioon vahepealsetel aastatel muutuda, kuid kaugem eesmärk on igal juhul CO₂-heidete suur vähendamine. Lisaks Euroopa Liidule on nüüd selles suunas hakanud astuma ka Jaapan, USA ja Austraalia.

Kvootide pakkumist ja nõudmist mõjutavad loomulikult poliitilised otsused ja seadused, sest suurem osa turul olevaid kvote tekib poliitiliste jao-tuskavade tulemusel, väiksem kogus ka puhta arengu mehhanismi kaudu. Peale selle mõjutavad pakkumist ja nõudlust heitmekaubandusse kaasatud ettevõtete tegelikud heitkogused. Heitkoguste tegelikku suurust mõjutavad ilm, majandustsüklid, kütuste hinnad ning aastekvootide turuhind.

Kunst

„Sürrealism – rekordaasta”, „Uusrealistid – kuus rekordit kuue kuuga”. Need on mõned 2008. aasta pealkirjad kunstioksjonite hindu jälgivalt veebilehelt Artprice.com. Krediidi- ja kinnisvarakriis, mis kukutas sel ajal aktsiaturge ja jahutas maailmamajandust, ei olnud veel rahustanud kunstiturgu.

2007. aastal tõusid maailma kunstihinnad Artprice.com-i andmeil keskmiselt 18%, juba seitsmendat aastat järjest. Kallimalt kui miljoni dollari eest müüdi 2007. aastal 1254 kunstiteost (2006. aastal 810).

Mõni näide kunstiteoste hinnamuutustest: 2001. aastal 3,25 miljoni dollari eest ostetud Andy Warholi Elizabeth Taylori portree vahetas 2007. aastal omanikku 21 miljoni dollariga, 1985. aastal valminud Frank Auerbach'i maal „Reclining Figure of Jym” vahetas 2003. aastal omanikku 30 000 Briti naela eest, aga 2007. aastal juba 270 000 naela eest. Ka paljud alla 10 000-eurosed kunstiteosed, mis annavad 90% kunstituru käibest, on näidanud silmatorkavat hinnatõusu.

Üksnes 2000. aastate buumi põhjal pole siiski mõistlik teha järeldusi kunsti kui varaklassi võimaliku tootluse kohta. Kunstiturul vahelduvad tõusud ja mõõnad samamoodi nagu aktsiaturulgi. Näiteks ajavahemikus 1990–1992 langes Artprice Global Index, mis põhineb korduvalt turul olnud tööde hindadel, tervelt 44%.

Kunsti kui investearu tootluse kohta tehtud uuringud näitavad, et keskmiselt võttes ei paku kunst supertootlust – sõltuvalt vaatluse all olevast valimist, perioodist ja hinnangumeetodist on maailmalinnade kunstiturul ostetud-müüdud teoste keskmine reaaltootlus olnud 1–5%. Uuringute teine järeldus on, et tõenäoliselt aitavad kunstiteosed mõnevõrra investearuportfelli riski hajutada, sest nende hinnakõikumine on vähe seotud aktsiaturu kõikumisega.

Samal ajal tuleks kunsti puhul igasugustesse tootlusehinnangutesse suhtuda kui väga spekulatiivsetesse. Sellepärast, et

- keskmine tootlus arvutatakse kunstioksjonitel toimunud müükide põhjal, kuid tavaliselt ei panda oksjonil müüki teoseid, mille väärtus on langenud või mille järele pole nõudlust (s.t nõrga tootlusega kunstiteoseid); väärtuslikumad (s.t suurema tootlusega kunstiteosed) aga lõpetavad saagi muuseumides (ehk väljuvad kunstiturust käibest);
- tootlusearvutused ei võta arvesse tehingukuluseid, kuid erinevalt aktsiatest ja võlakirjadest on need tavaliselt hiiglasuured (võttes kokku nii ostja kui ka müüja makstava komisjonitasu, võivad ulatuda 25%-ni teose hinnast);
- väärtusliku kunstiteose omamisega kaasneb alati varguserisk (ja tõenäoliselt kindlustuskulud), samuti hoiu- ja hoolduskulud;
- positiivse omadusena maksab kunst omamoodi dividendi – naudingu näol, mida vaataja teose vaatamisest saab; põhimõtteliselt võrdub see dividend teoste rentimise kuluga (kui suured on keskmised kunsti rentimise kulud, pole keegi uurinud); kui kollektsioon tasuliseks vaatamiseks välja panna, võiks nii ka mõningast tegelikku tulu teenida.

Kunstikollektsionääride seas levib käibetõde: „Alati on parem osta üks 10 000 dollarit maksev teos kui kümme 1000-dollarilist või – kui saate seda endale lubada – üks 100 000 dollarit maksev teos kümne 10 000-dollarilise asemel.”

Ent analüütikud, kes on seda käibetõde viimasel ajal katsetanud, leiavad, et tegelikult ei pea nn meistritööde efekt paika. Vastupidi – mõnedel hinnangutel on meistritööde tootlus keskmisest isegi väiksem. Võib-olla on põhjus selles, et osa odavamaid teoseid on esinenud nii halvasti, et omanikud pole neid enam müüki pannud (s.t äpardid on valimist välja kukkunud).

Analüütikud on veel leidnud, et suurte oksjonikorraldajate palgatud ekspertide hinnaproгноosid on üldiselt küllaltki täpsed ja tegelik müügihind jääb enamasti madalaima ja kõrgeima prognoosi vahele. Huvitav on, et eksperdid kalduvad ülehindama tänapäeva kunsti ning alahindama kunstiteose mõõtmete mõju hinnale (suuremad maalid näivad minevat paremini kaubaks).

Kõige kindlam on kunsti osta oksjonilt või galeriist. Oksjonil toimivad

küll ka emotsioonid, mis võivad ajendada maksuma liiga kõrget hinda, kuid teisalt on oksjonitel väljas parim valik turul olevaid töid. Lisaks on tööd varem väljas, mis võimaldab nende väärtust kalkuleerida, ning tagatud on ka autentsus, sest töö tausta selgitamiseks kasutavad oksjonikorraldajad eksperte. Inimesel, kes ostab kunsti peamiselt hinnatõusust tulu saamise eesmärgil, võib olla otstarbekas pöörata tähelepanu väga säravate teoste varju jäävatele töödele, mille hind ei tõuse enampakkumise käigus emotsionaalsetesse kõrgustesse.

Valik kunstiinvesteeringute tootluse hinnanguid

Analüüs	Valim ja periood	Reaaltootlus aastas
Anderson (1974)	1780–1960, maalikunst	2,6–3,0%
Baumol (1986)	1652–1961, maalikunst	0,55%
Frey & Pommerehne (1989)	1635–1949 1950–1987	1,4% 1,7%
Buelens & Ginsburgh (1992)	1700–1961	0,91%
Pesando (1993)	1977–1991, moodne graafika	1,51%
Goetzmann (1993)	1716–1986, maalikunst	2,0%
Barre (1996)	1962–1991, vanad meistrid 1962–1991, muu maalikunst	5% 1%
Chanel (1996)	1855–1969	4,9–5,0%
Mei & Moses (2001)	1875–2000, maalikunst	4,9%
Graeser (1993)	1967–1986, antiikmööbel	7,0% (nominaal- tootlus)
Ross & Zondervan (1995)	1803–1986, Stradivari viiulid	2,2%

Mets

Otsides traditsiooniliste investeeringutega vähehes korrelatsioonis olevaid varasid, on finantsinvestorid avastanud metsa. Puud kasvavad ju sõltumata sellest, mis toimub finantsturgudel, ning metsa müüki on suhteliselt hõlbus ajastada soodsa turukonjunkturi aega, sest kasvavad puud jätkavad kasvamist (ehk väärtuse kogumist) ka finantsturgude madalaseisu ajal.

Sellest tulenevalt on alates 1980. aastate keskpaigast maailmas – eriti USAs ja Suurbritannias – jõudsalt kasvanud finantsskeemide ja fondide hulk, mille kaudu portfelliinvestorid saavad paigutada raha kasvavasse metsa. 2008. aasta seisuga oli 91% metsa tehtud finantsinvesteeringutest Põhja-Ameerikas, 5% Okeaanias, 2% Lõuna-Ameerikas ning 2% muudes maailma osades.

Metsa investeerimistootlus koosneb kolmest komponendist:

- bioloogiline kasv,
- puiduhinna muutus,
- metsamaa hinna muutus.

Tänu bioloogilisele kasvule esineb metsa investeerimisel negatiivset tootlust harva, üldiselt suudab see korvata puidu või metsamaa hinna languse. Bioloogiline kasv annab tavaliselt metsainvesteeringu tootlusest keskmiselt 65–75%, puiduhinna muutus 25–30% ning metsamaa hinna muutus 2–5%.

Metsainvesteeringu väärtust ohustavad riskid on kahjurid, tormid ja tulekahjud. Hinnatakse, et nende tõttu hävib igal aastal 0,1% professionaalselt hooldatud metsade väärtusest.

Metsainvesteeringute ajaloolise tootluse andmed on puudulikud. USA metsamaade tootlust iseloomustav NCREIF Timberland Index on alates 1987. aastast kasvanud keskmiselt 15,7% aastas. Piirkonniti on tootlus olnud üsna erinev, ulatudes 10,4%-st 21,7%-ni, mis viitab, et metsainvesteeringu tootlus sõltub oluliselt kliimast, pinnasest ja metsa liigilisest koosseisust.

Haridus

Kõik me oleme kuulnud mõtteavaldusi, et haridus on investeering. Tõepoolest, ka hariduse tootlust – nii üksikisiku kui ka riigi vaatenurgast – on võimalik arvutada. Sääraseid arvutusi on teinud näiteks OECD raportis „Education at a Glance”, samuti on hariduse tootlust püütud leida mõnedes ökonomeetrilistes uuringutes.

OECD meetodil hariduse tasuvuse arvutamise põhimõte on lihtne. See käib sarnaselt muudegi investeeringute tasuvuse arvutamisega: tuleb leida kõrghariduse omandamiseks tehtud kulutused ja palgalisa, mille põhjuseks on kõrgharidus. Siis tuleb kõik väljaminekud ja sissetulekud aastate kaupa ritta panna ning arvutada nende sisemine tasuvusmäär ehk IRR.

Kui hinnata tasuvust üksikisiku vaatenurgast, tuleb kuludesse arvata õpingute tõttu saamata jäänud tulu – see, mis inimene oleks teeninud, töötades õpingute asemel madalama haridustasemega. Kuluna tuleb loomulikult arvesse võtta ka õppemaks, mis inimene peab ise maksma. Kulusse tuleb lisada ka lisanduv maksukulu: kui inimene hakkab saama kõrgemat palka, hakkab ta maksma ka rohkem tulumaksu.

Hariduse tulude poolele läheb kirja tänu haridustaseme tõstmisele lisandunud palk. Lisaks tuleb tuluproгноosis positiivse tegurina arvesse võtta, et kõrgema haridustasemega isikutel on tavaliselt väiksem tõenäosus tööta jääda.

OECD on teinud hariduse tasuvuse arvutused 19 riigi kohta (Eestit nende hulgas kahjuks pole). Läbi on mängitud kaks stsenaariumi: esiteks inimese kohta, kes sammub haridusteed järjest ja omandab kohe pärast keskhariduse saamist ka kutse- või kõrghariduse, ning teiseks inimese kohta, kes otsustab pärast keskhariduse saamist katki jäänud haridusteed jätkata 40-aastaseks saades.

Arvude väänamise tulemusel – need arvutused sisaldavad suurel hulgal hinnanguid ja eeldusi – selgub, et haridus pakub peaaegu kõigis vaadeldud riikides investeeringuna suuremat tootlust kui raha pangahoiusel hoidmine ja sageli töotab ka rohkemat kui aktsiaturule investeerimine.

Kutsehariduse tasuvus pideva haridustee stsenaariumis on kõige suurem Suurbritannia naiste puhul (18,5%) ja kõige väiksem Korea naiste puhul (1,5%). Korea naiste tulemus on erandlikult madal, järgmised madalamad

tulemused on 5,5% kandis (Taani, Norra, Prantsusmaa) ja näiteks Korea meeste tulemus on 9,7%. Kõrghariduse tasuvus on kõrgeim Tšehhi meeste puhul – tervelt 29,1%. Tublisti üle 20% on tasuvus ka Poolas ja Portugalis. Sabas sörgivad Taani, Saksamaa ja Rootsi 4–5% kanti jääva tootlusega.

40-aastaselt jätkatud haridustee stsenaariumis on OECD mänginud läbi mitu varianti: sellise, kus riik õpingute ajal saamata jäänud palga asemel toetust ei maksa, ja kaks sellist, kus seda mõningal määral tehakse. Esimese, karmi variandi puhul on kutsehariduse omandamise tootlus paaril juhul negatiivne (Soome mehed ja naised ning Saksa naised) ning enamikul juhtudel jääb alla 10%. Erandiks on Tšehhi, Portugal ja USA. Kõrghariduse omandamise tasuvus on mõnevõrra parem, tootlusega üle 10% paistavad siin silma Ungari, Tšehhi, Poola ja Portugal.

Keskmiselt tasub haridusse investeerimine ennast kenasti ära, näitavad OECD arvutused. Ent selge on ka see, et sõltuvalt inimesest, tema valitud erialast ja muudestki teguritest võib konkreetse juhtumi tootlus kujuneda keskmisest kõvasti erinevaks. Samuti ei tea keegi päris kindlalt, kuidas täpselt hakkavad tuleviku tehnoloogilised, majanduslikud ja sotsiaalsed muutused mõjutama haridustaseme ja sissetulekute seost. Raha pangahoiusel hoidmisest näib haridusinvesteering seepärast riskantsem olevat. Ent nõnda muutlik kui aktsiahinnad ei ole tänu haridusele saadav palgalisa ilmselt ka.

Sotsiaalne kapital

Kui ettevõtete raamatupidamisreeglid arenevad suunas, kus arvele võetakse ja mõõdetakse ka aina enam „poolpehmeid” ja „pehmeid” väärtusi (vt IFRS 3 „Äriühendused” ja IAS 38 „Immateriaalsed varad”), siis üksikisikute rikkust hinnatakse endiselt põhiliselt „kõvade”, rahas mõõdetavate varade hulga järgi – kinnisvara, aktsiad, sularaha jms.

Inimese sotsiaalse suhtevõrgustiku või tema „brändi” väärtust on rahas muidugi veel keerulisem hinnata kui näiteks ettevõtte brändinime, kliendisuhteid või kliendinimekirja, kuid see ei tähenda, et neil poleks väärtust.

Üks näide: sotsiaalse laenamise firma Prosper (vt eralaenude alapeatükki eespool) lisas umbes pooleteise aasta eest oma süsteemi joone, mis näitab, kui suures summas on sõbrad ja sugulased valmis laenutaotlejat finantseeri-

ma. Ehk seda, kas nad on valmis laenuaotlejat lisaks sõnadele-soovitustele toetama ka oma rahaga. Teooria ütleb, et sõprade-sugulaste toetus ja usaldus aitab laenuandjatel üles leida kõige usaldusväärsemad laenuvõtjad, samuti sunnib see laenuvõtjaid tagasimaksmise nimel rohkem pingutama, et mitte neid usaldanud sõpru alt vedada. Prosperi kogemus näitab, et nii ongi: laenuaotlejad, kellele laenu andmises osaleb pakkumisega ka mõni sõber või sugulane, on saanud laenu teistest u 10% soodsama aastaintressiga. Laenude puhul, milles osaleb üks sõber/sugulane, on tagastamise näitajad 35% paremad kui sõbra/sugulase osaluseta laenudel. Kui laenus osaleb mitu sõpra/sugulast, on tagastamise näitajad Prosperi kinnitusel koguni 50% paremad.

Sotsiaalsel kapitalil on seega selge rahaline väärtus. Ajal, mil formaalne majandussüsteem toimib sujuvalt – pangast saab hõlpsalt laenu, pensionifondide ja muude investeringute väärtus kasvab jõudsalt, tööd on ja töötajad ka jne –, võib see meeletult minna, aga pikka perspektiivi, millesse mahub nii paremaid kui ka halvemaid aegu, arvestades tasub sotsiaalse kapitali kasvatamisele panna sama suurt rõhku kui rahalisele kapitalile.

Oluliseks kujuneb sotsiaalne kapital tõenäoliselt pensioniküsimustes. Praegu kogub enamik eestlasi usinalt pensionisambaid, aga kui palju neist samastest pensionikka jõudes abi hakkab olema? Peamine risk pole selles, et inflatsioon või poliitilised muutused võivad muuta pensionisäästude väärtuse tühiseks. Kindlad muutused kaasnevad hoopis sellega, et inimeste eluiga pikeneb (ka Eestis on see pärast 1990. aastate ajutist langust jälle tõusuteele asunud), sündimus püsib üsna väike, perekondlikud sidemed nõrgenevad ja muutuvad lühiajalisemaks, ühe lapsevanemaga perede osakaal kasvab. Selle kõige tagajärjel pikeneb ajavahemik, mis tuleb üle elada pensionisammastesse või muude säästudena kogutud raha toel. Teiseks kasvab nende (hooldus)teenuste hulk, mida varem osutasid vanadele inimestele nende lähikondlased, kuid mida nüüd tuleb üha suuremal määral hakata ostma raha eest ja võõrastelt.

Rahavarusid aitab kasvatada eelkõige töö, mis paraku pole enamikule inimestele ühtaegu ka hobi, millega tahaks rõõmsalt tegeleda kas või rütmis 24/7. Iseenda sotsiaalsesse kapitali investeerimine ei too kaasa koheseid positiivseid muutusi panga- või väärtpaberikontol, vaid võib hoopis raha välja viia. See-eest seisneb sotsiaalse kapitali kasvatamine sageli just mingis mõnuses ja pingevabas tegevuses ning mis finantsilisest vaatenurgast tähtis: loob täiendava turvavõrgu majanduslike ootamatuste ja raskuste puhuks.

Villu Zirnask
finantsajakirjanik



Kuidas sa sattusid tegelema investeerimise ja finantsturgude teemaga?

1990. aastate alul, kui ülikooli lõpetasin, tundusid väärtpaberid, börsid ja kõik sellega seotu väga põneva ja salapärase valdkonnana. Nii ma enast sel teemal harima hakkasingi – peamiselt omal käel, sest tollal oli see Eestis uus ja tundmatu ala. Esimene finantsturgude tundmist eeldav töö oli uudisteagentuuris BNS valuutakommentaaride kirjutamine. Majanduse ja finantsturgude ajakirjandusliku kajastamise juurde olen jäänud siiani, reaalse raha liigutamisega tegelen oma portfelli piires.

Palun kirjelda lühidalt, kuidas näeb välja su tüüpiline tööpäev.

See algab tavaliselt kella 9–10 paiku enda uudistega kurssi viimisega – mitte üksnes finantsturge puudutavatega, vaid ka laiemalt. Eesmärk on saada nende baasil ideid, mis teemasid käsitleda väljaannetes, kuhu kirjutatakse või mida toimetatakse. Kella 12 paiku püüan teha mõnetunnise pausi – eriti talvisel ajal katsun sellesse mahutada ka suurema või väiksema trenni (suvel jääb trenn tihti õhtu peale). Pärastlõunasesse aega katsun üldiselt sättida asjad, mis nõuavad teiste inimestega kohtumist ja suhtlemist. Töölainel olen umbes kella kuueni. Sageli mahub hilisõhtusse veel üks kahe-kolmetunnine töösessioon, sest siis on ümberringi kõige vähem keskendumist segavaid tegureid.

Mis sind sinu töö puhul köidab, just sellel alal hoiab? Mida pead miinusteks?

Köidab see, et investeerimisteemadel kirjutamine nõuab kursis olemist praktiliselt kõigi maailma asjadega – pidevalt õpib midagi uut ja huvitavat. Investeerimist ajakirjanduse poolelt kajastama olen jäänud sellepärast, et nii on mul palju vabadust teemade osas, millega parajasti tegeleda, ja ka töögraafiku mõttes. Miinuseks – nagu vist ka väga paljude teiste vaimsete tööde puhul – võib pidada seda, et raske on enast töömõtetest lahti rebida, need kipuvad suvalisel ajal pähe tikkuma.

Milline on olnud sinu senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida sulle õpetas?

Põnevaid perioode on olnud pidevalt. Buumid-krahhid korduvad, aga samas on igapäev ka oma eripära. Õpetanud on nad eelkõige seda, et

sul võib küll olla õigus, et hinnad on muutunud absurdelt kõrgeks või madalaks (aktsiatel, kinnisvaral jne), kuid sellegipoolest võivad nad alati muutuda veel absurdsemaks. Halvemal juhul hakkad lõpuks juba ise ka uskuma jutte uuest paradigmast ja muust sellisest, millega absurdset hinnataset põhjendatakse.

Mis on sinu arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saad nimetada vaid ühe?

Kas see on just kõige-kõige tähtsam, aga kindlasti oluline: ole oma investeerimisotsustes distsiplineeritud ja analüüsi ennast. Mõistlikud otsused jäävad nii mõnigi kord – eriti langevatel turgudel – tegemata mitte teadmiste või kogemuste puudumise tõttu, vaid psühholoogilistel ja alateadlikel põhjustel. Umbes nii, et mõtled küll, et peab, aga ikkagi ei tee.



investeeri
nii, et rahulik
ööuni säiliks

7. Väärtpaberituru infrastruktuur

Kalle Viks,

NASDAQ OMX Tallinna börsi turuteenuste juht

Nii nagu iga hästi toimiv riik, mis oleks ilma infrastruktuurita vaid tükk raskelt läbitavat maastikku, vajab ka väärtpaberiturg toimimiseks infrastruktuuri. Teedevõrgu, jaamade ja sadamate asemel on investeerimismaastikul deponitooriumid, börsid, turuosalised ja nendevahelised suhted.

Eesti väärtpaberiturul toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Tallinna Börsil ja tema tütarettevõttes Eesti Väärtpaberikeskus. Mõlemad äriühingud kuuluvad maailma suurimasse rahvusvahelisse börsikontserni NASDAQ OMX Group.

Börsi ja deponitooriumi tegevuse järele valvab Eestis finantsinspeksioon, arveldussüsteemi järelevaataja rollis on lisaks ka Eesti Pank.

Depositooriumid

Ammusel ajal olid väärtpaberid sõna otseses mõttes väärt paberid – nii aktsiad kui ka võlakirjad kujutasid endast kauneid pabersertifikaate ning kuulusid neile, kelle käes nad parajasti olid – tegu oli esitajaväärtpaberitega. Seepärast oli oluline, et neid hoitaks pangaseifis võõraste käte ja kurjade silmade eest kaitstult. Väärtpaberite ostmise-müümise muutis selline tava muidugi kalliks, keeruliseks ja aeganõudvaks – tuli ju sertifikaate füüsiliselt ühest linnast teise vedada.

Esitajaväärtpaberite kõrval tulid käibeles ka nimelised väärtpaberid, mis kuulusid neile, kelle nimele need olid välja antud. Informatsiooni väärtpaberite omanike kohta dubleeriti iga äriühingu poolt peetavas kirjalikus registris – aktsiaraamatus. Hiljem hakati moodustama keskeid depositooriume, kuhu väärtpaberid ja ka aktsiaraamatud koondati. Infotehnoloogia arenedes asuti väärtpabereid elektroonilisteks muutma ehk dematerialiseerima – väärtpaberisertifikaadid hävitati ning väärtpaberid hakkasid eksisteerima vaid kannetena elektroonilistes registrites. See aitas oluliselt kaasa väärtpaberiturgude rahvusvaheliseks muutumisele.

Depositooriumi (*depository*) põhifunktsioonid on väärtpaberiregistri pidamine, kontohaldurite vahendusel investoritele väärtpaberikontode avamine ja haldamine, väärtpaberiülekanneteks vajaliku tehnilise lahenduse pakkumine, arvelduste korraldamine ning korporatiivsete sündmuste (nt aktsiakapitali muutmise, ärinime muutmise, jagunemise jms) haldamine. Lisaks pakuvad depositooriumid sageli ka lisateenuseid, näiteks korraldavad väärtpaberite laenamist, rahalisi väljamakseid jne.

Kontohaldur (*account operator*) on juriidiline isik, kes edastab väärtpaberite keskregistri pidajale väärtpaberikontode omanike korraldusi registritoimingute tegemiseks (nt väärtpaberite ost-müük jne) ning vahendab investoritele depositooriumi poolt osutatavaid teenuseid (nt väärtpaberikonto avamine, sulgemine, andmete muutmine, väärtpaberiülekannete tegemine, väärtpaberite pantimine jne). Kontohalduri staatus võimaldab finantsasutusel pakkuda oma klientidele reguleeritud keskkonnas väärtpaberite hoidmise ja kauplemisega seotud teenuseid. Kontohaldurid on üldjuhul pangad.

Emitent (*issuer*) on äriühing, kohalik omavalitsus või riik, kes on välja lasknud väärtpabereid (aktsiaid, võlakirju, fondiosakuid, tuletisväärtpabereid vms). Näiteks AS Eesti Telekom, AS Baltika jt.

Investor on füüsiline või juriidiline isik, kellele kuulub vähemalt üks mõne emitendi poolt emiteeritud väärtpaber.

Iga elektroonilisse registrisse kantud väärtpaber asub kellegi väärtpaberikontol ning selle info põhjal on võimalik igal ajahetkel väljastada **väärtpaberiomanike nimekiri** (aktsiate puhul nimetatakse seda ka **aktsiaraamatuks**).

Eesti väärtpaberite keskregister

Eesti Väärtpaberikeskus on elektroonilise Eesti väärtpaberite keskregistri ja Eesti kogumispensioni registri pidaja.

Eesti väärtpaberite keskregistrit peab Eesti Väärtpaberikeskus (EVK). Eesti väärtpaberite keskregister on üks riigi elektroonilisi põhiregistreid, mis peab arvet kõigi Eestis avatud väärtpaberikontode, kogumispensionikontode ning Eestis asutatud aktsiaseltside aktsiaraamatute üle. Samuti haldab Eesti Väärtpaberikeskus kogumispensioni ehk pensionisüsteemi II samba infosüsteemi, peab arvet kogumispensioni kontode üle ning korraldab fondiosakute väljalaskmist ja tagasivõtmist. Loomulikult peab EVK arvestust ka kõigi registris olevate väärtpaberitega tehtud toimingute üle.



Eesti Väärtpaberite keskregister

Eesti väärtpaberite keskregister koosneb kolmest olulisest osast: aktsia-
raamatute registrist ehk aktsiaraamatute registrist, kogumispensioni re-
gistrist ja väärtpaberite arveldussüsteemist.

Aktsiaraamatute registri hoitakse järgmisi andmeid:

- emitentide andmed;
- andmed emiteeritud väärtpaberite (aktsiad, osad, võlakirjad, fondide osakud) ja nende omanike kohta (aktsiaraamat, osanike nimekiri vms);
- andmed väärtpaberikontode omanike ja neile kuuluvate väärtpaberite kohta (väärtpaberikontod);
- väärtpaberite omandamise, võõrandamise ja pantimise andmed.

Kohustuslikus korras on registrisse kantud kõik Eestis registreeritud aktsiaseltside aktsiad (alates 2003. aastast), kõik pensionifondide osakud (alates 2002. aastast) ning kõik avalikult kaubeldavad võlakirjad ja investeerimisfondide osakud. Kohustuse eesmärk on väärtpaberite omanike struktuuri suurem läbipaistvus ning õiguskindlus investoritele.

Vabatahtlikult on registris osaühingute osad, mittekaubeldavad võlakirjad ja fondiosakud ning muud väärtpaberid.

Igal elektroonilisel väärtpaberil on rahvusvahelistele standarditele vastav unikaalne identifitseerimistunnus – **ISIN** (*International Securities Identification Number*). ISIN koosneb 12 sümbolist, millest kaks esimest on riigi tunnus, järgnevad üheksa väärtpaberi unikaalne baastunnus ja viimane on kontrollnumber. Näiteks Eesti Telekomis aktsia ISIN on EE3100007220.

Ettevõttere registrisse kantud andmetele pääsevad õigustatud isikud ligi elektroonilise teenuskeskkonna **e-Register** (<https://www.e-register.ee>) vahendusel. e-Register on mõeldud kasutamiseks registris registreeritud äriühingute esindajatele, väärtpaberikontot omavatele eraisikutele ning eriõigustega kasutajatele (notarid, äriregister, maksu- ja tolliamet jne). e-Registri vahendusel on võimalik sooritada päringuid ja saada operatiivselt teavet registrisse kantud väärtpaberite ja väärtpaberikontode kohta kokkulepitud andmekoosseisude piires (näiteks väärtpaberiomanike nimekirjad, tehingute ajalugu, kontosaldo, väärtpaberiportfelli hetkeväärtus jpm).

Kogumispensioni (pensionisüsteemi II samba) registris hoitakse järgmisi andmeid:

- Eestis kogumispensioniga liitunud isikute andmed,
- andmed nende isikute kogumispensioni maksete kohta,
- andmed pensionifondide osakutega tehtud toimingute ja tehtud valikute kohta.

Kogumispensioni registrisse kantud andmetele pääsevad õigustatud isikud ligi elektroonilise teenuskeskkonna **Pensionikeskus** (<http://www.pensionikeskus.ee>) vahendusel. Pensionikeskus on mõeldud kasutamiseks eelkõige pensionisüsteemiga liitunud eraisikutele ning selle vahendusel on võimalik sooritada päringuid ja saada teavet oma pensionikonto kohta kokkulepitud andmekoosseisude piires (nt tehingute ajalugu, kontosaldo, fondiosakute hetkeväärtus jpm).

Lisaks registritele haldab Eesti Väärtpaberikeskus väärtpaberitehingute tegemiseks vajalikku **väärtpaberite arveldussüsteemi**, pakub rahaliste väljamaksete (dividendi- ja intressimaksete) tegemise ja muid väärtpaberitega seotud lisateenuseid.

Seisuga 31.07.08 oli Eesti Väärtpaberikeskusel kümme kontohaldurit ning keskregistris olid registreeritud:

- kõigi 4946 Eestis tegutseva aktsiaseltsi aktsiad,
- 249 eri võlakirjaemissiooni,
- 1758 osaühingu osad,
- 57 fondi osakud (neist 15 on II samba pensionifondid, 7 on III samba pensionifondid ja 35 muud fondid),
- 130 682 kehtivat väärtpaberikontot, millest 116 747 kuuluvad eraisikutele,
- 569 217 kehtivat kogumispensionikontot.

Börsid ja alternatiivsed kauplemiskohad

Börs viib kokku raha paigutavad investorid, täiendavat kapitali kaasata soovivad ettevõtted ning börsiliikmed, kes vahendavad investorite väärt-paberitehinguid ühtses elektroonilises kauplemissüsteemis.

Börs kui **väärt-paberite järelturg** (*secondary market*) on loogiline jätk **väärt-paberite väljalaskele ehk esmasturule** (*primary market*). Kui väärt-paberite esmasturul viiakse väärt-paberite avaliku pakkumise (*public offering*) või suunatud pakkumise (*private offering*) käigus kokku oma arengu finantseerimiseks lisakapitali vajavad **emitendid** ning oma vabale rahale sobivaid investeerimisobjekte otsivad **investorid**, siis järelturul viiakse omavahel kokku investorite ostu- ja müügisooovid.

Eesti ainus reguleeritud väärt-paberite järelturg on **Tallinna Börs**.

Börsi on iseloomustatud kui majanduse vereringet ning tõsi on see, et toimiv kapitaliturg on vaba turumajanduse tingimustes üks jätkusuutliku majanduskasvu eeltingimus. Kitsamalt võib börsis näha investoritele, börsiettevõtetele ja maaklerifirmadele pakutavat turvalist, efektiivset ja interaktiivset kesket kauplemiskeskonda, mis aitab tagada noteeritud väärt-paberitele õiglase hinna kujunemise. Börsile kogunevad paljude investorite korraldused ning nende hulgast sobiva hinnaga tehingupartneri leidmine on oluliselt lihtsam kui teda ise omal käel otsida.

Börsidel on ka olulisi lisafunktsioone, näiteks börsiettevõtete poolt edas-tatud **teabe avalikustamine**. Selleks et börsil kaubeldavate väärt-paberite hinnad püsiksid võimalikult adekvaatsed ja vastaksid ettevõtete tegelikule väärtusele, avalikustavad emitendid börsi vahendusel börsiteateid oma ma-jandustulemuste ning oluliste sündmuste kohta. Börsiteadete avalikusta-mise eesmärk on tagada teabe võrdne kättesaadavus kõigile investoritele.

Teine oluline lisafunktsioon, mis on mõeldud kõige eelneva sujuva toi-mimise tagamiseks, on **järelevalve**. Järelevalve nii börsiettevõtete kui ka börsi liikmete üle aitab tagada, et kõik turuosalised käituvad heas usus ning vastavuses seaduste ja börsi reeglitega, turuosalisi koheldakse võrdselt ning investorite huvid on hästi kaitstud.

Börs kui infrastruktuuriüksus peab oma tegevuse jätkusuutlikkuse ta-gamiseks üleval pidama oma tehnilist ja regulatiivset keskkonda. **Tehnili-se keskkonna** all peame silmas eelkõige kauplemissüsteemi, millest tuleb

juttu pisut hiljem, aga ka kõiki kauplemissüsteemiga seotud andmebaase, turuinfo veebilehekülge jpm. **Regulatiivse keskkonna** all mõistame peamiselt börsi reglementi, mis sätestab nii börsi kui ka börsiettevõtete ja börsi liikmete õigused, kohustused ja vastutuse.

BÖRSINIMEKIRJAD

Üldjuhul on börsidel kaubeldavad väärtpaberid jagatud eri nimekirjadesse või segmentidesse, mille moodustamise aluseks võib olla kas ettevõtete suurus, tegevusala, nendega seotud riskid, väärtpaberite likviidsus, õiguslik staatus või mõni muu oluline tunnus.

Balti börsidel jagunevad aktsiad Balti põhinimekirja ja Balti lisanimekirja, võlakirjad on noteeritud Balti võlakirjade nimekirjas.

Balti põhinimekirjas (*Baltic Main List*) noteerimiseks peab ettevõtte olema tegutsenud vähemalt kolm aastat, tema aktsiate turuväärtus peab olema vähemalt 4 mln eurot ning vähemalt 25% ettevõtte aktsiatest peab olema avalikkuse hulka kuuluvate investorite käes (*free float*). Samas loetakse viimane nõue täidetuks ka siis, kui avalikkuse hulka kuuluvate investorite käes olevate aktsiate rahaline väärtus on vähemalt 25 miljonit eurot.

Balti lisanimekirjas (*Baltic Secondary List*) kauplemisele võtmiseks peab ettevõtte aktsiate turuväärtus olema vähemalt 1 miljon eurot. Tegevusajaloo pikkuse ega avalikkuse hulka kuuluvate investorite käes olevate aktsiate osakaalu nõudeid Balti lisanimekirja ettevõtetel ei ole.

Balti võlakirjade nimekirjas (*Baltic Bond List*) noteerimiseks peab ettevõtte olema tegutsenud vähemalt kaks aastat ning tema võlakirjade summaarne nimiväärtus peab olema vähemalt 1 miljon eurot (Riia ja Vilniuse börsil 200 000 eurot).

Börsinimekirjas kaubeldavaks muutuvad väärtpaberid pärast edukalt lõppenud **noteerimismenetlust**, mille käigus hinnatakse ettevõtte ja tema poolt emiteeritud väärtpaberite vastavust õigusaktidele ja börsi reglementile ning väärtpaberite sobivust börsil kauplemiseks. Selleks esitab ettevõtte koostöös oma nõustajatega ettevalmistatud dokumendid – noteerimistaotluse ja selle lisad, sealhulgas finantsinspeksioonis kooskõlastatud noteerimisprospekti – börsile läbivaatamiseks. Pärast dokumentidega tutvumist

edastab börs materjalid otsustamiseks **noteerimis- ja järelevalvekomisjonile**. Komisjoni positiivse otsuse korral määrab komisjon väärtpaberite esimese kauplemisspäeva ning börs lisab väärtpaberid kauplemissüsteemi.

Pärast väärtpaberite noteerimist on emitendi kõige olulisem ülesanne informeerida investoreid pidevalt oma äritegevuse olulistest sündmustest ning majanduslikust käekäigust, et võimaldada informeeritud investeerimisotsuste langetamist. Selline informeerimine hõlmab nii perioodiliste majandustulemuste avalikustamist kui ka ühekordsete börsiteadete koostamist oluliste sündmuste kohta, mis võivad mõjutada noteeritud väärtpaberite hinda.

Kõigil Tallinna Börsil noteeritud ettevõtetel on kohustuslik täita finantsinspektsiooni juhendit „Hea ühingujuhtimise tava” (HÜT). HÜT annab ettevõtetele käitumisjuhised ning aitab lahendada huvide konflikte ja vältida huvigruppide liigset survet ettevõtete juhtimisele. Juhend kehtib põhimõttel „täida või selgita” (*comply or explain*), mille kohaselt peab majandusaasta aruande lisaks olevast HÜT aruandest selguma, millistest aktsionäride huve arvestavatest reeglitest ettevõtte juhtimisel lähtutakse ja millistest mitte.

99 AKTSIAT JA 69 VÕLAKIRJA

Seisuga 31.07.2008 saab Balti börside vahendusel kaubelda 99 eri aktsiaga, mille turuväärtus on kokku pisut enam kui 10 miljardit eurot. Neist 41 aktsiat on noteeritud Balti põhinimekirjas ja 58 aktsiat on kaubeldavad Balti lisanimekirjas. Balti võlakirjade nimekirjas on noteeritud 69 eri võlakirja.

Seisuga 31.07.2008 olid Tallinna Börsil noteeritud ettevõtetest kõige suurema turuväärtusega telekommunikatsiooniettevõtte Eesti Telekom (897 mln EUR), laevandusettevõtte Tallink Grupp (377 mln EUR) ja kasinooperaator Olympic Entertainment Group (261 mln EUR).

ALTERNATIIVTURUD JA FIRST NORTH

Reguleeritud väärtpaberiturgude rohked ja järjest karmistuvad reeglid on viimastel aastatel toonud kaasa suundumuse luua vähem reguleeritud kauplemiskohti ehk alternatiivturge.

Esimese alternatiivturu (Londoni AIM ehk *Alternative Investment Market*) loomisest 1995. aastal kujunes paljajälgendatud idee – järjest koormavamaks muutuva regulatsiooni taustal hakkas alternatiivturgude loomine kümnekond aastat hiljem levima üle terve Euroopa. Oma alternatiivturud – *First North* – on käivitanud nii Põhjamaades kui ka Balti riikides ka NASDAQ OMXi börsikontsern.

Alternatiivturg on finantseerimisallikana suunatud eelkõige kasvuettevõtetele, kelle aktsiatega seotud lisariske peavad investorid kindlasti arvestama. Tegemist on enamasti agressiivses kasvufaasis olevate ja pigem vähetuntud ettevõtetega. Investeerimiskriske suurendavad ka ettevõtetele kehtestatud väiksemad nõuded – puuduvad nii ettevõtte tegevusajaloo, omakapitali suuruse kui ka aktsiate hajutatuse miinimumnõuded, leebemad on ootused aruandluse ja teabe jooksva avalikustamise osas.

Kõigil alternatiivturu ettevõtetel peab olema börsi poolt sertifitseeritud **nõustaja**, kes on vahemeheks ettevõtte, börsi ja investorite vahel. Alternatiivturu nõustaja on ettevõtte partner nii enne kui ka pärast alternatiivturule kaubelda võtmist – ta informeerib ettevõtet kõigist alternatiivturu nõudmistest ja kohustustest ning aitab neid täita.

Põhinimekirja, lisanimekirja ja alternatiivturu nõuete ja tingimuste võrdlus

Põhinimekirja (börs, reguleeritud turg)	Lisanimekirja (reguleeritud turg)	Alternatiivturg (reguleerimata turg)
Noteerimine	Kauplemisele võtmine	Kauplemisele võtmine
Täisprospekt	Täisprospekt	Lihtsustatud prospekt/ täisprospekt
Tagatud nn europass	Tagatud nn europass	Kauplemine europassita/ europassiga
Prospekti kinnitab FI	Prospekti kinnitab FI	Prospekti kinnitab börs/FI
Omakapital: 4 mln EUR	Omakapital: 1 mln EUR	Omakapitalinõue puudub
Free float 25% v. 25 mln EUR	Free float peab olema piisav	Free float'i nõue puudub
Ajalugu vähemalt 3 aastat	Ajalugu võib olla lühem	Ajaloole nõudeid ei ole
Finantstulemused stabiilsed, omakapital positiivne	Finantstulemustes võib esineda kõikumisi	Finantstulemustes võib esineda kõikumisi
Kõrged info avalikustamise nõuded	Kõrged info avalikustamise nõuded	Madalamad info avalikustamise nõuded
Kontrollitud riskid, mistõttu kõrge investorikaitse	Kõrgemad riskid, mistõttu madalam investorikaitse	Kõrged riskid, mistõttu madal investorikaitse
Kõrgliiga ettevõtted	Hüppelaud põhinimekirja	Börsi kasulava

BÖRSI LIIKMED

Börsi liikmeteks nimetatakse äriühinguid, kellel on börsil kauplemise õigus. Börsi liikmeks saamise oluline eeltingimus on investeerimisühingu või krediitiasutuse tegevusluba, mis annab ettevõttele õiguse osutada investeerimisteenuseid.

Börsi liikmed on professionaalsed turuosalised, kelle peaülesanne on vahendada investorite tehingutellimusi börsile ning tagada nende täitmine võimalikult soodsatel tingimustel. Sellega edukalt hakkama saamiseks peavad börsi liikmete juures töötavad **maaklerid** – füüsilised isikud, kellel on ligipääs börsi kauplemissüsteemile – tundma nii börsi reglementi kui ka kauplemissüsteemi funktsionaalsust. Selle tagamiseks korraldab börs enne maaklerile kauplemisõiguse andmist eksami, millega hinnatakse maakleri erialast kompetentsi.

Kõigil kolmel Balti turul kauplemiseks peab maaklerifirma olema kõigi kolme börsi liige. Kuna Balti börsid on eraldi vaadatuna üsna väikesed, siis on turuosaliste suurema huvi saavutamiseks ning Balti börside edasiseks integreerimiseks välja töötatud **ühise Balti liikmesuse** kontseptsioon. See annab börsi liikmele, kes juba kaupleb ühel Balti börsil, võimaluse hakata ilma täiendavate lisakuludeta kauplema ka teistel Balti börsidel.

Kõigi kolme börsi väärtpaberitega on võimalik kaubelda ühises elektroonilises kauplemissüsteemis, millel on ühine ligipääsukoht ja kasutajaliides; samuti on ühised kauplemisreeglid. Kuna sama kauplemissüsteemi kasutavad ka kõik NASDAQ OMXi gruppi kuuluvad Skandinaavia börsid ning Oslo Börs, ei pea nende börside liikmed Balti börsidel kauplemiseks tegema eraldi kulutusi tehnoloogiale.

Seisuga 31.07.2008 oli Tallinna Börsil 31 liiget, kellest 26 on liikmed kõigil kolmel Balti börsil. Neist üheksa liiget on väljastpoolt Balti riike.

INFOVENDORID

Emitentide ja börsi liikmete kõrval on börsi otsesteks klientideks veel **info edasimüüjad** ehk **vendorid**, kes saavad börsilt laia valiku turuinfot, mis hõlmab kauplemisinfot reaalajas, 15-minutise viitajaga kauplemisinfot, turusügavuse, indekseid jm teemalisi infopakette.

Vendorid müüvad töödeldud teavet edasi investoritele, analüütikutele, portfellihalduritele ja eraisikutele ning töötlemata teavet teistele vendoritele, kes soovivad teavet omakorda edastada.

Balti börside infovendorite hulgas on näiteks Bloomberg, Reuters, Telekurs Financial, Thomson, BNS, Äripäev Online jpt.

Jaeinvestor saab jooksva kauplemisinfoga tutvuda kas börsi veebilehel (info on 15-minutise viitajaga) või internetipankade vahendusel, kust võib leida kauplemisinfot ka reaalajas. Ajaloolise kauplemisstatistikaga saab tutvuda näiteks Tallinna Börsi kodulehel (nasdaqomx.com/tallinn).

INVESTORID

Investorid ei ole otseselt börsi kliendid, vaid börsi liikmete kliendid, kuid tegelikult panevad just nemad kogu väärtpaberituru infrastruktuuri tööle, genereerides väärtpaberite ostu- ja müügitellimuste vooge. Investoritena on siin silmas peetud nii jaeinvestoreid kui ka institutsioonilisi investoreid (nt investeerimis- ja pensionifonde, kindlustusseltse). Tehnoloogia arenguga on pidevalt kasvanud ka jaeinvestorite teadlikkus ja informeeritus turgudel toimuvast, samuti võimaldab tänapäevane kauplemistehnoloogia investoritel oma kauplemisotsuseid järjest kiiremini realiseerida. Kõik see lisab turgudele efektiivsust ja likviidsust.

BÖRSIINDEKSID

Olulised abivahendid börsidel valitsevate meeleolude ja domineerivate instinktide jälgimiseks on **börsiindeksid**, mille abil asjaosalised saavad esmasse ülevaate indeksisse kuuluvate aktsiate hinnaliikumistest.

Balti börsidel on **kolm kohalikku üldindeksit** – OMX Tallinn (OMXT), OMX Riga (OMXR) ja OMX Vilnius (OMXV). Lisaks arvutatakse ühist **Balti üldindeksit** (*OMX Baltic All-Share*, OMXB). Kõik üldindeksid sisaldavad kõigi vastavate börside põhinimekirja ja lisanimekirja ettevõtete, v.a. nende ettevõtete aktsiaid, kus üks aktsionär kontrollib aktsiatest 90% ja rohkem.

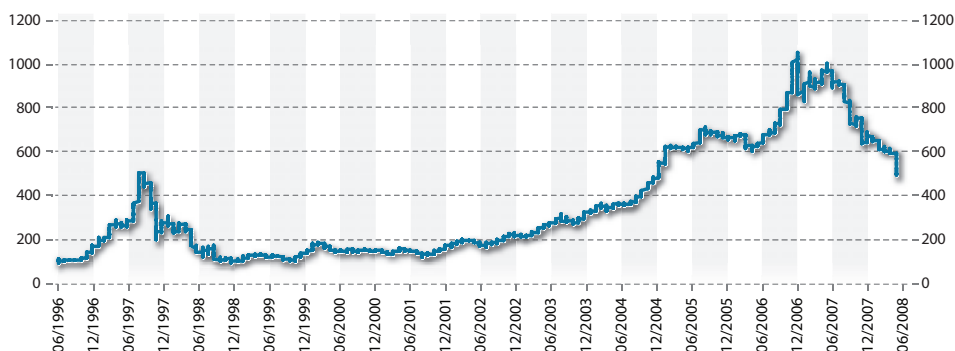
Lisaks üldindeksitele kuuluvad Balti indeksiperekonda:

Balti sektoriindeksid (*OMX Baltic Sector Indexes*), mis põhinevad *Morgan Stanley Capital International Inc* ja *Standard & Poor'si* poolt väljatöötatud tegevusalade klassifikatsioonistandardil GICS. Sektoriindeksid arvutatakse iga sektori kohta eraldi ning kajastavad konkreetses sektoris valitsevaid trende.

Balti võrdlusindeks (*OMX Baltic Benchmark*), mis koosneb Balti börside suurimatest ja enim kaubeldud aktsiatest. Indeksisis olevate väärtpaberite osakaal põhineb vabalt kaubeldavate aktsiate osakaaluga korregeeritud turuväärtusel, mis tähendab, et indeksi koosseisu on arvatud ainult vabalt kaubeldavad aktsiad. Võrdlusindeksit arvutatakse nii osakaalupiirangutega (*capped index*, CAP) kui ka ilma osakaalupiiranguteta indeksina. Võrdlusindeks sobib investeerimistoodetes kasutamiseks ning investoritele oma portfelli võrdlusindeksiks.

Kaubeldav Balti indeks (*OMX Baltic 10*), mis koosneb kümnest Balti börsidel kõige aktiivsemalt kaubeldud aktsiast. Indeksisse arvatud väärtpaberite väga hea likviidsuse tõttu sobib see indeks tuletisväärtpaberite alusvaraks. Indeksisse arvatud väärtpaberite osakaal põhineb vabalt kaubeldavate aktsiate osakaaluga korregeeritud turuväärtustel, millele rakendub 15% osakaalupiirang (ühe aktsia osakaal ei saa olla suurem kui 15%). Seisuga 31.07.2008 kuulusid OMXB10 indeksisse Apranga, Arco Vara, Eesti Telekom, Invalda, Olympic Entertainment Group, Šiauliai bankase, Tallink Grupi, TEO LT, Tallinna Kaubamaja ja Ükio bankase aktsiad.

Kõiki ülebaltilisi indekseid arvutatakse eurodes ning nii hinnaindeksina (*price index*, PI) kui ka tulususindeksina (*gross index*, GI). Kaubeldav indeks OMX Baltic 10 arvutatakse ainult hinnaindeksina ning kohalikud üldindeksid ainult tulususindeksitena. Kõigi indeksite algväärtuseks on 100 ning algkuupäevaks 31.12.1999, v.a OMXT, mille algkuupäev on 03.06.1996.



Indeksi OMX Tallinn liikumine 03.06.1996-31.07.2008

Börsi kauplemissüsteem

Paljudel investoritel kerkivad börsile mõeldes silme ette filmidest ja rahvusvahelistest uudislõikudest pärit kaadrid ülerahvastatud kauplemisspõrandatest, kus triiksärkides maaklerid üritavad hasartselt käte ja paberitega vehkides ning telefonidesse karjudes endale või oma klientidele parimaid tehingutingimusi välja kaubelda. Infotehnoloogia edusammud on aga nüüdseks sundinud enamikku börse oma kauplemissüsteemi muutama ning loobuma emotsionaalsetest kauplemisspõrandatest elektroonilise kauplemissüsteemi kasuks.

Elektrooniline kauplemissüsteem kujutab endast keerukat programmi, kuhu börsiliikmete juures töötavad maaklerid end arvutite vahendusel sisse logivad. Elektrooniliste kauplemissüsteemide eelis on nende kiirus, konkreetsus, objektiivsus, emotsioonide puudumine. Ka võimaldavad need automatiseeritud ehk algoritmidel põhinevat kauplemist ehk n-ö kauplemisrobotite kasutamist.

Tallinna Börsi poolt 1996. aasta mais kasutusele võetud kauplemissüsteem *Trade* ning selle hilisem edasiarendus *Trade2000* olid lihtsad kauplemissüsteemid, mille vahendusel raporteerisid maaklerid börsile telefoni teel kokkulepitud tehinguid. Seega oli tegemist **telefonipõhise süsteemiga**, milles ei toimunud automaatset tehingute sobitamist.

Pärast seda kui enamusosaluse Tallinna Börsis ostis Helsingi Börs, võeti Tallinnas 2002. aastal kasutusele Soome kauplemissüsteem HETI. See süsteem võimaldas juba ka **tehingutellimuste automaatset sobitamist** (*automatic order matching*) vastavalt nende hinna- ja ajaprioriteedile.

Peagi liitus Helsingi Börs mitmeid Põhjamaade börse ühendava OMX-iga ning alates septembrist 2004 on Tallinna Börsil kasutusel elektrooniline kauplemissüsteem SAXESS, mida kasutavad ka kõik teised NASDAQ OMXi Skandinaavia ja Balti börsid. SAXESS võimaldab väärtpaberitega kaubelda üheaegselt mitmel börsil ja eri valuutades ning on rajatud suurt kauplemisaktiivsust silmas pidades.

Seoses NASDAQi ja OMXi ühinemisega on Skandinaavia ja Balti börsid alustanud ettevalmistusi üleminekuks veelgi kiiremale kauplemissüsteemile INET, mida praegu kasutatakse aktsiatega kauplemiseks Ameerika Ühendriikide turul.

TURUMUDEL

Börsikauplemise mõistmiseks on kasulik teha endale selgeks börsi **turumudel**. See mõiste hõlmab nii kauplemispäeva struktuuri, hinna kujunemise protseduure, tehingute sobitamise reeglistikku kui ka ülevaadet turusegmentidest ja kaubeldavatest väärtpaberiliikidest.

Balti börsidel on eri liiki väärtpaberitega kauplemiseks eri alamturud: aktsiate alamturg, võlakirjade alamturud ja fondiosakute alamturg. Kuna Tallinnas on kauplemine koondunud aktsiate alamturule, siis tuleb allpool lähemalt juttu ainult sellest.

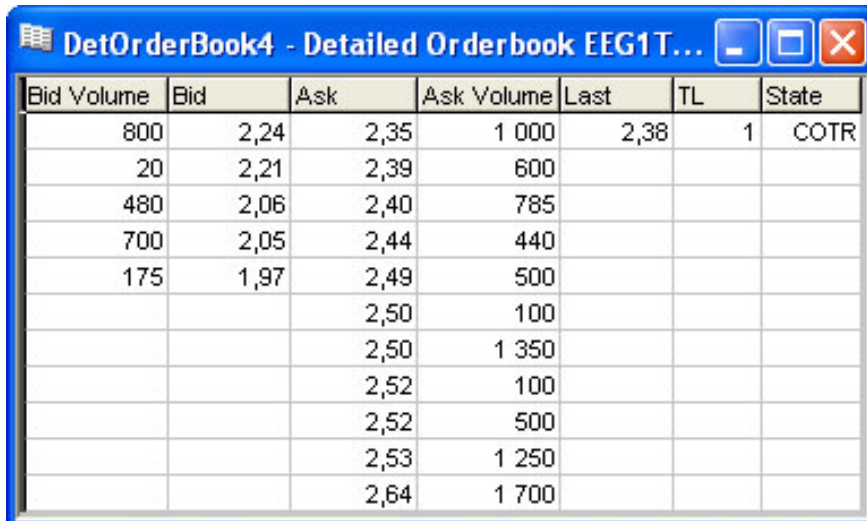
Tallinna Börsi ametlik **kauplemisvaluuta** on euro ning aktsiate alamturul on **hinnasamm** (*tick size*) 0,01 eurot – see on väikseim samm, mille võrra on võimalik tehingutellimuse hinda muuta. Investoritel on võimalik esitada tehingutellimusi ka Eesti kroonides, kõigi vajalike ümberarvutuste tegemisel kasutatakse Eesti Panga poolt kehtestatud ametlikku keskkurssi (1 EUR = 15,6466 EEK).

Riia ja Vilniuse Börsil kaubeldakse kohalikes valuutades – vastavalt latices ja littides – ning aktsiate hinnasamm on vastavalt 0,01 latti ja 0,01 litti.

Balti börsidel on igal kaubeldaval aktsial viiest sümbolist koosnev uni-kaalne **lühinimi** (*trading code*). Näiteks Eesti Telekom A-aktsiate lühinimi on ETLAT, kus ETL tähistab emitenti; A – A-aktsiat ning T – Tallinna Börsil kaubeldavat aktsiat.

Igale väärtpaberile on kauplemissüsteemis avatud üks keskne **tellimusraamat** (*orderbook*), kuhu maaklerid sisestavad ostu- ja müügitellimusi. Tellimused sobitatakse automaatselt hinna ja koguse poolest sobivate eelnevalt tellimusraamatusse sisestatud tehingutellimustega **hinna- ja ajaprioriteedi** (*price-time priority*) alusel. Esimesena sobitatakse kõige parema hinnaga tellimused (hinnaprioriteet) ning võrdse hinnaga tehingutellimuste korral eelistatakse varem sisestatud tehingutellimust (ajaprioriteet). Täidetud tehingutellimused kustuvad kauplemissüsteemist.

Maaklerid võivad börsitehingutes kokku leppida ka väljaspool kauplemissüsteemi (näiteks telefoni teel) ning siis tehingud börsi kauplemissüsteemi vahendusel raporteerida. Sellisel juhul on tegemist **määratud vastaspoolega tehinguga** (*manual trade*).



Bid Volume	Bid	Ask	Ask Volume	Last	TL	State
800	2,24	2,35	1 000	2,38	1	COTR
20	2,21	2,39	600			
480	2,06	2,40	785			
700	2,05	2,44	440			
175	1,97	2,49	500			
		2,50	100			
		2,50	1 350			
		2,52	100			
		2,52	500			
		2,53	1 250			
		2,64	1 700			

Ekspress Grupi lihtaktsia (EEG1T) tellimusraamat kauplemissüsteemis SAXESS (august 2008)

TEHINGUTELLIMUSTE PÕHITÜÜBID

Turu parima hinnaga tehingutellimuse ehk **turutellimuse** (*market price order*) puhul nõustub investor turul hetkel pakutava parima hinnaga. Selline ostutellimus realiseeritakse hetke parimate (odavaimate) müügitellimuste vastu ning selline müügitellimus hetke parimate (kalleimate) ostutellimuste vastu. Turutellimuse lisatingimuseks on üldjuhul „täida ja tühista” (*Fill and Kill* – tellimus täidetakse maksimaalses võimalikus mahus), kuid see on võimalik asendada tingimusega „täida või tühista” (*Fill or Kill* – tellimus täidetakse vaid siis, kui see on võimalik täies mahus).

Turutellimuse plussiks on kohene täitmine, kuid investor võtab endale hinnariski – tehingu hind sõltub oluliselt turu hetkeolukorrast (tellimusraamatus olevate tellimuste hulgast, hindadest ja mahtudest). Seepärast peaks investoril olema hea ülevaade turu hetkeolukorrast ning ta peaks loobuma turutellimuse kasutamisest vähem likviidsete väärtpaperite korral.

Kui investor sisestaks Ekspress Grupi tellimusraamatut iseloomustaval joonisel turuhinnaga müügitellimuse 2000 aktsiale, saaks ta oma aktsiad küll kohe müüdud, kuid aktsiate keskmiseks müügihinnaks kujuneks 2,13 eurot. Samal ajal kujuneks poole väiksema koguse ehk 1000 aktsia turuhinnaga müügil keskmiseks hinnaks 2,21 eurot.

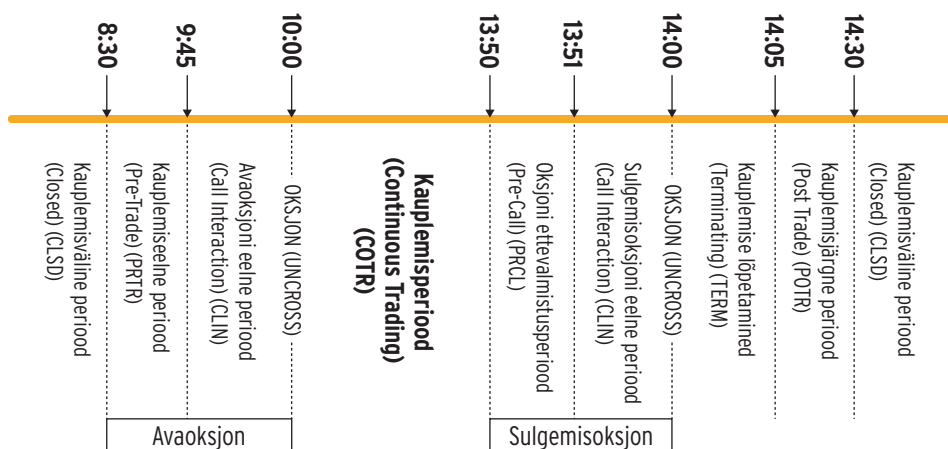
Määratud hinnaga tehingutellimuse ehk **limiittellimuse** (*limit order*) puhul määrab investor ise kõrgeima vastuvõetava ostuhinna või madalaima vastuvõetava müügihinna. Kui tellimust ei ole võimalik kohe täita, jääb see tellimusraamatusse ootele. Tellimusele saab määrata ka kehtivusaja (kuni 30 päeva). Kõige agressiivsemate limiittellimuste hindu nimetatakse parimateks hindadeks (kõrgeim ostuhind – *best bid* – ja madalaim müügihind – *best ask*) ning nende vahet nimetatakse kursivaheks (*spread*).

Ka limiittellimusele on võimalik määrata lisatingimus „täida või tühista” või „täida ja tühista”, kuid lisaks on seda võimalik sisestada ka „varjatud kogusega” (*hidden quantity*) tellimusena. Sel juhul saab maakler sisestada suuremahulise tellimuse nii, et tellimusraamatus avalikustatakse see väiksema kogusega (näiteks 100 000 asemel näidatakse koguseks 5000 ja selle täielikul täitmisel ilmub tellimusraamatusse automaatselt järgmine tellimus taas kogusega 5000). Sellise käitumise tõttu nimetatakse sellist tellimust ka „jäämäeks” (*iceberg*).

Limiitellimuse pluss on võimalus määrata ise sobiv tehinguhind, kuid samas võtab investor endale riski, et tehinguni jõudmine võtab rohkem aega või soovitud tehingut ei toimugi.

Tasakaaluhinnaga tehingutellimust (*equilibrium price order*) saab sisestada vaid oksjonieelsel perioodil ning tehingu hinnaks saab oksjoni käigus kujunev tasakaaluhind. Kui tasakaaluhinda ei teki, siis ei täideta ka tasakaaluhinnaga tellimust.

Tehingutellimuse sisestamise aken kauplemissüsteemis SAXESS



Kauplemispäeva struktuur* Balti börside aktsiate alamturul

* Balti börsid kavatsevad 2009. aastal pikendada kauplemisperioodi 2 tunni võrra

KAUPLEMISPÄEV BALTI BÖRSIDEL

Börsi kauplemispäev on jagatud eri perioodideks, mil maakleritele on lubatud erinevad toimingud.

Kauplemiseelsel perioodil saavad maaklerid sisestada, muuta ja tühistada tehingutellimusi ning raporteerida määratud vastaspoolega tehinguid. **Avaoksjoni eelsel perioodil** enam tehinguid raporteerida ei saa, kuid endiselt saab sisestada, muuta ja tühistada tehingutellimusi. Sellel perioodil näevad maaklerid tellimusraamatus vaid viit parimat hinnataset summeeritult.

Avaoksjoni käigus maaklerid turul toimuvasse sekkuda ei saa. Kui tellimusraamatusse sisestatud ostu- ja müügitellimuste hinnad ristuvad (parim ostuhind on kõrgem parimast müügihinnast) või on üksteisega võrdsed, siis leiab kauplemissüsteem tasakaaluhinna, millega on võimalik sobitada kõige rohkem aktsiaid. Tehingutellimused, mille hind on tasakaaluhinnaga võrdne või sellest parem, sobitatakse tehinguteks tasakaaluhinnaga.

Kujutleme, et oksjonielsel perioodil on tellimusraamatusse sisestatud järgmises tabelis toodud tellimused. Nagu näha, on kahe ostutellimuse hinnad kahe müügitellimuse hindadest kõrgemad. Oksjoni tasakaaluhinnaks kujuneb 7,05 ning omanikku vahetab 2000 aktsiat. Vaadeldud juhul täidetakse kõige agressiivsemate hindadega tehingutellimused soovitus- soodsamalt.

Ostutellimused		Müügitellimused	
Hind	Kogus	Hind	Kogus
7,2	1000	6,9	1000
7,1	1000	7,0	1000
6,9	1000	7,3	1000

Kauplemisperiood on kauplemispäeva olulisim periood, mis on mõeldud tehingutellimuste sisestamiseks, muutmiseks ja tühistamiseks ning tehingute kokkuleppimiseks ja raporteerimiseks.

Kauplemispäeva jooksul on maakleritel turul toimuvast kauplemissüsteemi vahendusel pidev reaajas ülevaade.

(*high*) ja madalaimat (*low*) hinda, kaubeldud aktsiate kogust (*total amount*) ja koguväärtust (*total value*), tehtud tehingute arvu (*total trades*), viimase tehingu hinda (*last*) jpm. Sellises mahus teave on investoritele 15-minutilise viitajaga kättesaadav börsi kodulehelt.

Sulgemisoksjoni eelsel perioodil enam tehinguid teha ega raporteerida ei saa, kuid endiselt saab sisestada, muuta ja tühistada tehingutellimusi. Sellel perioodil näevad maaklerid tellimusraamatus taas vaid viit parimat hinnataset summeeritult.

Sulgemisoksjoni käigus on analoogselt avamisoksjoniga võimalik tehingutellimuste sobitumine tasakaaluhinnaga.

Kauplemisjärgsel perioodil on võimalik vaid tehingutellimusi tühistada ja raporteerida määratud vastaspoolega tehinguid. **Kauplemisvälisel perioodil** on kauplemissüsteem kõigiks toiminguks suletud.

TURU AKTIIVSUST ISELOOMUSTAVAD MÕISTED

Turu likviidsuse (*liquidity*) all mõistetakse võimalust osta ja müüa väärt-pabereid kiiresti ja suurtes kogustes ilma väärtpaberi hinda oluliselt mõjutamata. Suurem likviidsus tähendab väiksemat hinnariski ja väiksemat tehingu ebaõnnestumise riski. Likviidsus on tihedalt seotud turu aktiivsuse ja turusügavusega.

Turusügavuse (*market depth*) all mõistetakse tehingutellimuste rohkust tellimusraamatus. Mida rohkem tellimusi on tellimusraamatus, seda sügavam on turg ja seda väiksem on hinnaliikumine suurte tehingutellimuste täitmisel.

Turu volatiilsus (*volatility*) tähendab hindade muutumise sagedust ja ulatust. Mida rohkem väärtpaberite hinnad kõiguvad, seda volatiilsem on turg. Üldjuhul volatiilsus turusügavuse ja likviidsuse kasvades väheneb.

Üks võimalik vahend volatiilsuse alandamiseks on hinnamuutuste tehniline piiramine: kauplemine peatatakse, kui hinnad tõusevad või langevad üle teatud piiri. Balti börsidel on sel eesmärgil kehtestatud 15% suurune **võrdluslimiit** (*reference limit*). Võrdluslimiit kaitseb investoreid lisaks järs-

kudele põhjendamatutele hinnaliikumistele ka tehingutellimuse sisestamisel tekkida võivate kulukate näpuvigade eest, lubades sisestatava tehingutellimuse hinnal erineda **võrdlushinnast** (*reference price*) kuni 15% võrra (mõlemas suunas). Võrdlushinnaks on eelmise börsipäeva viimase tehingu hind. Börsi reglemendi kohaselt on börsil õigus vajaduse korral muuta nii võrdlushinda (korporatiivsete sündmuste – näiteks fondiemissiooni või aktsiaspliti – puhul) kui ka võrdluslimiite (seoses olulise avalikustatud teabega, põhjendatud hinnaliikumistega jne).

Väärtpaberiarveldused

Kui väärtpaberite ostu-müügitehing on kas börsi kauplemissüsteemi vahendusel või mõnel muul viisil kokku lepitud, on vaja see tehing ka edukalt lõpule viia ehk kanda väärtpaberid kokkulepitud ajal müüjalt ostjale ning raha ostjalt müüjale. Kõik tehingu kokkuleppimisele järgnevad toimingud, mis on suunatud tehingu lõpuleviimisele, on võimalik koondada ühe mõiste alla – **väärtpaberiarveldused** (*clearing and settlement*).

Laias laastus võib väärtpaberiarveldused jaotada kaheks liigiks sõltuvalt sellest, kas samaaegselt väärtpaberite liikumisega liigub investorite vahel ka raha.

Väärtpaberiülekannet makse vastu (*Delivery versus Payment, DVP*) saab kasutada igat laadi börsitehingute puhul. DVP-arelduse puhul liiguvad raha ja väärtpaberid investorite vahel samaaegselt ning kumbki tehingupool ei võta endale teisest poolest suuremat riski.

Makseta väärtpaberiülekande (*Free of Payment, FOP*) puhul liiguvad ainult väärtpaberid ning seda kasutatakse siis, kui raha liikumine (väärtpaberite eest tasumine) korraldatakse iseseisvalt või seda ei toimugi (näiteks väärtpaberite kinkimise puhul).

Aktsiaturgudel üle maailma kasutatav standardne **arveldustsükkel** on **T+3**. See tähendab, et väärtpaberite ülekandmine müüjalt ostjale rahalise hüvitise vastu toimub alati kolmandal börsipäeval pärast tehingu sõlmimist (T tähendab tehingu sõlmimise päeva).

Kuigi põhimõtteliselt oleks tänapäevastes infotehnoloogilistes oludes võimalik avaldada tehingud ka reaajas, on katsed standardset arvel-

dustsükli lühendada olnud edutud. Ebaedu põhjused peituvad kiirelt ülemmastuvates finantsturgudes endis – arveldustesse kaasatakse sageli palju eri kontohaldureid ning mitmeid arveldusorganisatsioone – nende ahela kaudu tuleb tuvastada väärtpaberite ja rahaliste vahendite õigeaegne olemasolu tehingupooltel. Samuti nõuaks arveldustsükli lühendamine muudatusi rahvusvahelistel valuuta- ja rahaturgudel.

KODUMAISED VÄÄRTPABERiarveldused

Balti börsidel toimub automaatselt sobitatud tehingute arveldamine arveldustsükliga T+3. Erandiks on tehingud Vilniuse Börsil noteeritud Leedu valitsuse võlakirjadega, kus arveldused toimuvad tehingule järgneval börsipäeval (T+1).

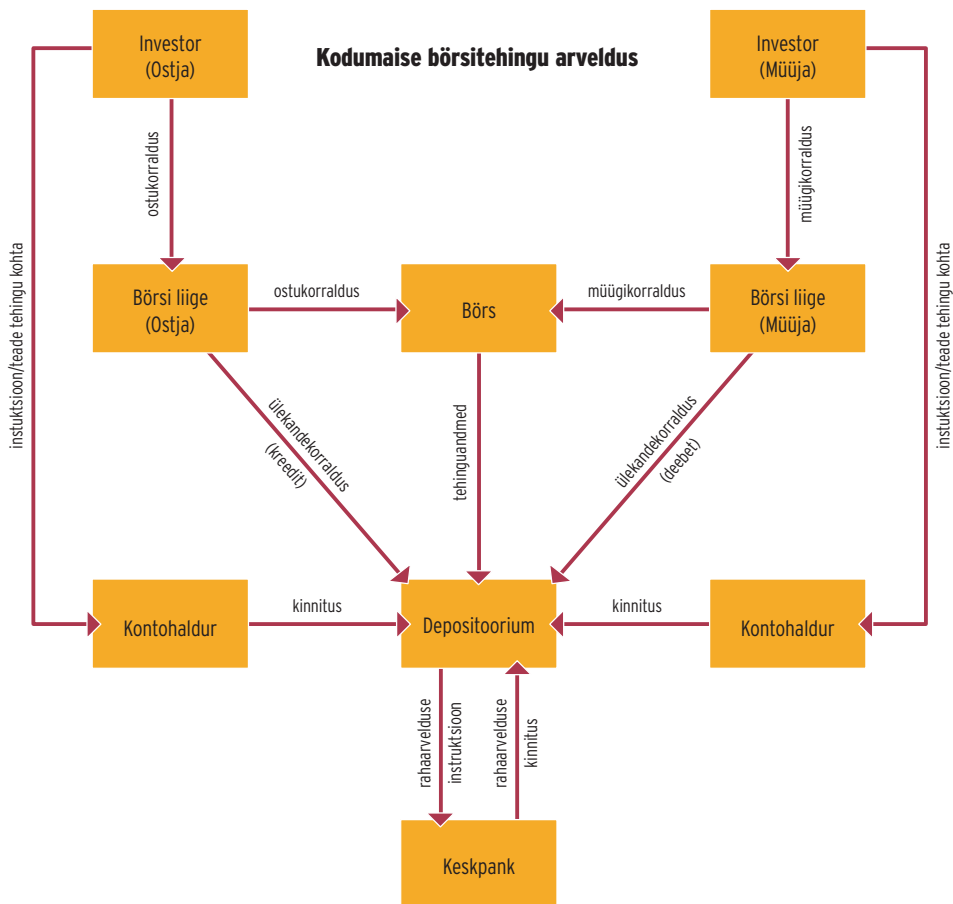
Määratud vastaspoolega tehingute arveldused toimuvad samuti vaiki-misi T+3, kuid Tallinna ja Vilniuse Börsil võib tehingu osapoolte valikul määratud vastaspoolega tehingute arveldamine toimuda ka vahemikus T+1 kuni T+6. Riia Börsil võib tehingute arveldamine tehingu osapoolte valikul toimuda isegi vahemikus T+0 kuni T+40.

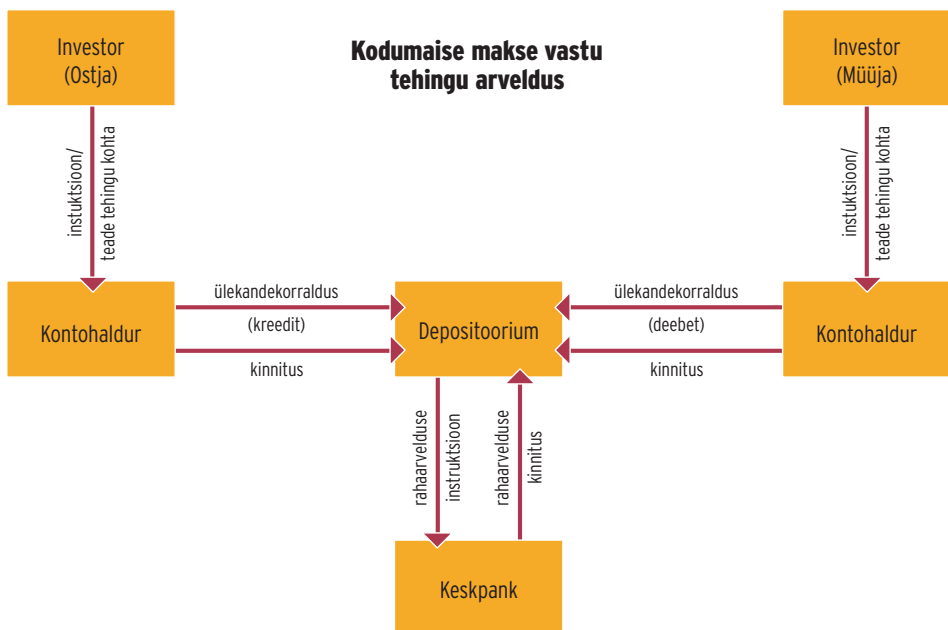
Eestis arveldatakse nii börsitehinguid kui ka börsiväliseid tehinguid Eesti Väärtpaberikeskuse (EVK) poolt opereeritavas väärtpaberiarveldussüsteemis. Tallinna Börsil kokku lepitud tehingute detailid edastatakse kauplemissüsteemist automaatselt arveldussüsteemi. Edastatav teave sisaldab:

- väärtpaberi identifitseerimistunnust (ISIN),
- tehingu hinda ja toimumise aega, väärtpaberite kogust, arveldussummat ja -valuutat,
- tehingu identifitseerimisnumbrit ning teavet tehingupoolte kohta.

Tehingupoolteks olevad börsiliikmed edastavad EVKsse vastavad ülekandekorraldused ning juhul kui nad ei ole EVK kontohaldurid, peab mõni kontohaldur nende ülekandekorralduse hiljemalt arvelduste toimumisele eelneval tööpäeval kinnitama. Seejärel arvutab EVK iga kontohalduri kohta välja arveldustesse mineva netorahasumma, mis arveldatakse Eesti Panga vahendusel.

Enne raha liikumist blokeerib EVK väärtpaberid müüja väärtpaberikontol. Seejärel edastab EVK Eesti Pangale vajalikud ülekandekorraldused ning pärast kinnituse saamist kannab EVK väärtpaberid müüja väärtpaberikontolt ostja väärtpaberikontole. EVK kanne muudab tehingu lõplikuks.





Kodumaise börsivälise väärtpaberiülekande makse vastu (DVP) arveldus

PIIRIÜLESED ARVELDUSED JA ARVELDUSLINGID

Piiriüleused väärtpaberi arveldused kujutavad endast keerulist suhtlusahelat börsiliikmete, kontohaldurite, eri arveldussüsteemide ja ka riiklike maksesüsteemide vahel. Just eri süsteemide paljusus on oluline tegur, mis muudab väärtpaberiturgude konsolideerimise Euroopas keeruliseks ja piiriüleused arveldused kulukaks ja aeganõudvaks.

Piiriüleste väärtpaberitehingute arveldamiseks loodud depositooriumide vaheliste organisatsiooniliste, tehniliste ja õiguslike lahenduste kogumit nimetatakse **arvelduslingiks**.

Piiriülese kauplemise lihtsustamiseks on Eesti, Läti ja Leedu väärtpaberite keskdepositooriumid loonud Baltimaades **piiriülese arvelduslahenduse** ehk mitmepoolse arvelduslingi, mille abil saab piiriülesest arveldada kõiki järelturu tehingutüüpe: börsitehinguid, börsiväliseid makse vastu tehinguid ja börsiväliseid makseta tehinguid. Selle tulemusena ei pea Balti börside liikmed ja nende kliendid enam igas Balti riigis kohalike väärt-

paberitega kauplemiseks väärtpaberi- ja arvelduskontosid avama – kõigi kolme riigi väärtpabereid saab hoida ja tehinguid teha vaid ühes deposi-
tooriumis asuvat kontot kasutades. Väärtpaberi arveldus toimub emitendi
kodudepositooriumis, rahaarveldused sooritatakse väärtpaberi asukoha-
maa keskpangas kohalikus valuutas kommertsbankade vahendusel.

Läti keskdepositooriumi (LCD) ning Leedu keskdepositooriumiga
(CSDL) on EVKl link, mis võimaldab kanda kõigi kolme riigi väärtpaberi-
te keskdepositooriumis registreeritud väärtpabereid teistesse deposi-
tooriumidesse ja tagasi. Võimalik on makseta väärtpaberitehingute arveldus ning
börsitehingute ja börsiväliste makse vastu tehingute arveldus.

Soome keskdepositooriumi (APK) ja Poola Väärtpaberite Keskdepo-
sitooriumiga (KDPW) on EVKl link, mis võimaldab teise väärtpaberite
keskdepositooriumisse üle kanda üksnes neid väärtpabereid, mis on vas-
tava riigi keskdepositooriumi juhatuse otsusega arvatud ülekandekõlblike
väärtpaberite nimekirja. 2008. aasta seisuga oli võimalik ainult EVKs re-
gistreeritud ja Tallinna Börsil noteeritud väärtpaberitega tehtud makseta
väärtpaberitehingute piiriülene arveldus. See võimaldab Soome investori-
tel hoida Eesti väärtpabereid oma APKs avatud kontodel ning Poola inves-
toritel Eesti väärtpabereid oma KDPWs avatud kontodel.

Detailsemat teavet Balti deposi-
tooriumide arveldusteenuste ja turutava-
de kohta on võimalik saada Balti turgude arvelduspraktikate juhendist.

Kalle Viks

Tallinna Börsi turuteenuste juht



Kuidas sa sattusid börsindusega tegelema?

Börsindusse tõi mind paljuskki juhus. Kui olin töötanud enam kui aasta Hansapanga valuutavahetusüksuses, jäi 1997. aastal ajalehes silma kuulutus, kus toonase nimega Tallinna Väärtpaberibörs pakkus tööd noteerimisosakonna analüütikule. Kuigi ma sellest valdkonnast midagi ei teadnud ja ka õpingud ülikoolis olid alles pooleli, tundus see piisavalt huvitav, et konkursil osaleda. Just sel ajal tulid ettevõtted ridamisi börsile ning esimesed olulisemad tegevused olid siis noteerimisprospektide läbivaatus ning börsiettevõtete poolt avaldatavate börsiteadete ja finantsaruandluse jälgimine.

Palun kirjelda lühidalt, kuidas näeb välja su tüüpiline tööpäev.

Tüüpilise tööpäeva sisu on 11 aasta jooksul palju muutunud, kuid kõige muutumatum osa on vajadus püsida kursis börsiettevõtete käekäiguga ning oluliste majandussündmustega Eestis ja lähiümbruses. See eeldab nii meedia kui ka börsiteadete igapäevast jälgimist ja kaasamõtlemist. Süvenev börsidevaheline koostöö on toonud kaasa ka vajaduse suhelda järjest enam teiste börsidega nii Balti- kui ka Põhjamaades. Kriitilisim osa tööpäevast kattub börsi kauplemisajaga – ajavahemikul 10.00–14.00 oleme igas mõttes kõrgeimas valmisolekus – nii info edastamise operatiivsuse, kauplemisjärelvalve kui ka tehniliste süsteemide töö monitoorimise osas.

Mis sind selle töö juures köidab ning just sellel alal hoiab? Mida pead miinusteks?

Plusspoolel on minu jaoks võimalus suhelda laia ringi oma ala ekspertidega, kes meie kliendid ja koostööpartnerid kahtlemata on. Lisaks loomulikult ka võimalus olla nõuandjaks Eesti n-ö kõrgliiga ettevõtetele ja aidata omalt poolt kujundada häid praktikaid väärtpaberiturul. Miinusteks on ehk keskmisest pisut intensiivsem töötempo ning sageli ka tehtud töö tulemuste saabumise pikk viitaeg, mis raskendab tagasiside kogumist enda jaoks.

Milline on olnud sinu senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida sulle õpetas?

Seni põnevaim ja õpetlikem periood turu käitumise seisukohast oli 1997. aastal alanud ning 1998. aastal hoogsalt jätkunud börsilangus, mis

järgnes vääramatuna näivale börsibuumile. Ka paljud börsitöötajad olid kogunenud kauplemisekraanide ette ning vaatasid reaajas, kuidas seni võimatuna tundunu tõeks sai. See oli küll paljusid investoreid turult peletav kogemus, kuid oma kainestava mõjuga rajas kindlasti hea põhja ratsionaalsemate ja edukamate investeeringute tegemiseks tulevikus.

Mis on sinu arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saad nimetada vaid ühe?

Minu jaoks võtab kõige olulisemad investeerimistarkused kokku soovitus investeerida nii, et rahulik ööuni säiliks. Sealt võib välja lugeda nii soovitusi riskide hajutamiseks, investeerimishorisondi valikuks ja liigsetest emotsioonidest hoidumiseks kui ka lihtsalt „talupojamõistuse” ning eluterve lähenemise kasutamiseks.

// kõige külmem
on vahetult enne
päikesetõusu



8. Investeerimisportfelli koostamine

Tõnis Rätsep,
Swedbank

Lihtsustatult võib öelda, et portfelli koostamine tähendab eri investeeringute tootluse, riski ja omavaheliste seoste prognoosimist ning nende investeeringute kõige sobivamat kokkusegamist.

Praktilise külje pealt võiks finantsturgudel toimetamise laias laastus jagada kauplemiseks ja investeerimiseks. Kuigi kivisse raiutud definitsiooni nende kahe erinevuse kohta pole, mõeldakse kauplemise all üldiselt seda, kui väärtpaber on soetatud mõneks päevaks, nädalaks või kuuks, ning investeerimise all seda, kui raha on finantsturule paigutatud aastateks. Soovitatavalt isegi vähemalt üheks majandustsükliks.

Miks nii kauaks? Kui vähegi pikema perioodi jooksul edukaks kauplemiseks on vaja väga arenenud kõhutunnet või vähemalt töökorras kristallkuuli, siis investeerimise töövahendid baseeruvad majanduslikul loogikal ja seostel ning avalduvad tihti alles pikema aja jooksul.

Kindlasti tuleb endale ka selgelt aru anda, et ei ole olemas üht ja õiget portfelli koostamise põhimõtet – investeerimine on siiski üks inimtegevusega seotud valdkond, inimestel on kõigil oma eesmärgid ja eelistused ning tihti ei käitu me ratsionaalselt. Ühtlasi võib olla päris kindel, et tulevik ei ole samasugune kui minevik.

Tootluse mõõtmine

Investeeringu tootlus on koos sellega kaasneva riskiga üks portfelli koostamise alustalasid. Õigem oleks öelda isegi, et tulevikus oodatav tootlus, sest just tulevast tootlust on vaja praeguse otsuse langetamise puhul. Aga mil moel ikka prognoose teha, kui mitte ajaloolisi andmeid kasutades ja neid tulevikku projitseerides?

Arvutuslikult on tootluse leidmine lihtne. Tuleb vaid leida investee ringute väärtuse muutus perioodi jooksul ja viia see ühtsele baasile. Näiteks leida keskmine aastane kasv. Siin on aga mitmeid karisid. Valedel eeldustel võib mõnikord teha küll suhteliselt täpse prognoosi, kuid suure tõenäosusega seda teist korda ei juhtu.

Kui mõõta mingi investeeringu jooksvat tootlust, sobib selleks väga hästi tavaline protsentuaalne muutus. Näiteks aktsiafond A kasvas ühe kuuga 5%. Kui aga on vaja leida portfelli koostamiseks vajalikku aktsiate kui varaklassi pikaajalist tootlust, ütleme, viimase 30 aasta jooksul, siis saame aastaseid kasve kokku liites kindlasti vale tulemuse. 20% tõusu ühel aastal ja 15% tõusu järgneva poole aasta jooksul ei ole kokku mitte 35%, vaid $(1 + 20\%) \times (1 + 15\%) - 1 = 38\%$. Mida pikem aeg ja suuremad liikumised, seda erinevam võib tulla tulemus. Et nüüd ikkagi keskmine kasv leida, tuleks saadud kogukasv teisendada aasta baasile. Eelneva näite korral oleks keskmine tulusus:

$$[(1 + 20\%)(1 + 15\%)]^{\frac{1}{1,5}} - 1 = 23.95\%$$

Tootluse leidmise puhul tuleb kindlasti arvesse võtta ka kõik dividendid, võlakirjakupongid jne. Ainult hinnamuutuse arvestamise korral on oht vastava investeeringu tegelikku tootlust oluliselt ala- või ülehinnata.

Omaette teema on igasugused tasud, mis tootlust alla tõmbavad. Peamiselt tuleks arvesse võtta väärtpaberikontoga seotud tasud ning tehingutasud. Rusikareegel võiks olla, et perioodilised tasud (näiteks haldustasud) tuleb kohe vastava investeeringu tootluse leidmisel arvesse võtta. Nii näiteks võib mõne piirkonna väärtpaberite kontrol hoidmine olla päris oluline kulu.

Tehingutasusid (peamised on komisjonitasu ning *spread* ehk ostu- ja müügihinna vahe) tuleks kindlasti arvestada hiljem, kui portfellis muudatusi tehakse. Tihti jäetakse need tasud üldse vaatluse alt välja, kuid hinnanguliselt võib see kulu olla 2–3% aastas, kui tehinguid tehakse portfelliga sama suures mahus. *Spread* võib olla oluliselt suuremgi, kui väärtpaberitehinguid tehakse eksootilistel ja vähelikviidsetel turgudel.

AEGRIDADE PIKKUS JA TSÜKLILISUS

Mida rohkem ajaloolist infot investeringu kohta on, seda statistiliselt pädevamad on selle baasil tehtud prognoosid. Loomulikult kehtib see rohkem laiema varaklassi kohta, mis sisaldab suurt hulka üksikinstrumente ja kajastab muutusi terves majanduses, kui näiteks üksiku aktsia või võlakirja kohta, mis sõltub vaid ühe ettevõtte käekäigust.

Teisalt aga kerkib pikkade aegride puhul küsimus, kas majandusseosed ja -mõjurid on praegu samasugused kui 100 või 50 aastat tagasi. Tõenäoliselt nad seda ei ole, finantsturud on üleilmsemad, info liigub oluliselt kiiremini, investoreid on palju rohkem, kapitali on kergem ja kiirem liigutada.

Milline on sobiv periood, ei oska keegi täpselt öelda. Tõenäoliselt ühest vastust polegi. Soovitatavalt võiks andmeid leiduda kahe-kolme investeerimistsükli jagu, alla ühe tsükli (tõus-langus) pole analüüsil suuremat mõtet. Kuidas prognoosida näiteks mõne riigi aktsiaturu pikemaajalist tootlust, kui see on ligipääsetav olnud vaid viimased kaks aastat ning tõusnud igal aastal 50%? Isegi paadunud optimistil oleks raske uskuda, et nii jääbki. Isegi mitme tsükli andmete analüüsimisel tuleks jälgida, et algus- ja lõpp-punkt ei satuks väga erinevatesse tsükli faasidesse, kuna sellisel juhul annab keskmise tootluse leidmine kaunis erinevaid tulemusi.

VARAKLASSI TEGELIK TOOTLUS

Üldiselt on soovitatav, et investeerimisportfell oleks võimalikult hajutatud. See ei tähenda, et portfell peaks sisaldama ainult palju aktsiaid, vaid pigem seda, et portfell sisaldaks võimalikult erinevaid varaklasse: aktsiaid, võlakirju, *hedge*-fonde, tooraineid, kinnisvara.

Varaklassi pikaajalise tootluse leidmiseks saab kasutada vastavaid indekseid. Ent ka indeksitel on omad konksud. Esiteks kipuvad „värskemad” varaklassid alguses näitama kõrgemat tootlust. Seepärast, et varaklassi tekkides ei näita keegi selle vastu üles suurt huvi ja raha sinna eriti ei tule või tundub varaklass investorite enamikule liialt riskantne ja raskesti ligipääsetav. Aja jooksul aga avastab uue varaklassi enda jaoks „suur raha” – pensionifondid ja kindlustusseltsid – ning ka meedia hakkab selle vastu huvi tundma. Saabub aeg, kus investorite huvi kasvab hüppeliselt ning raha sissevool samuti. Loomulikult hüppab selle peale üles ka tootlus, käes on mull. Mõne aja pärast lastakse mullist õhk välja ning edasine sõltub juba rohkem varaklassi majanduslikust käekäigust ja seal genereeritavast tulust.

Teine oluline nüanss, mida meeles pidada, on varaklassi indeksi koostamine. Eriti oluline on see praegu *hedge*-fondide puhul. Probleem on selles, et üldiselt kujutavad *hedge*-fondid endast kontsentreeritud riski või suure võimendusega investeringuid. Mis tähendab, et mõned fondid jäävad aeg-ajalt oma varadest ilma. Kui nüüd selline fond oli indeksi koosseisus, siis tavaliselt arvatakse see indeksist, mille tulemusel indeks seda kahjumit ei kajasta.

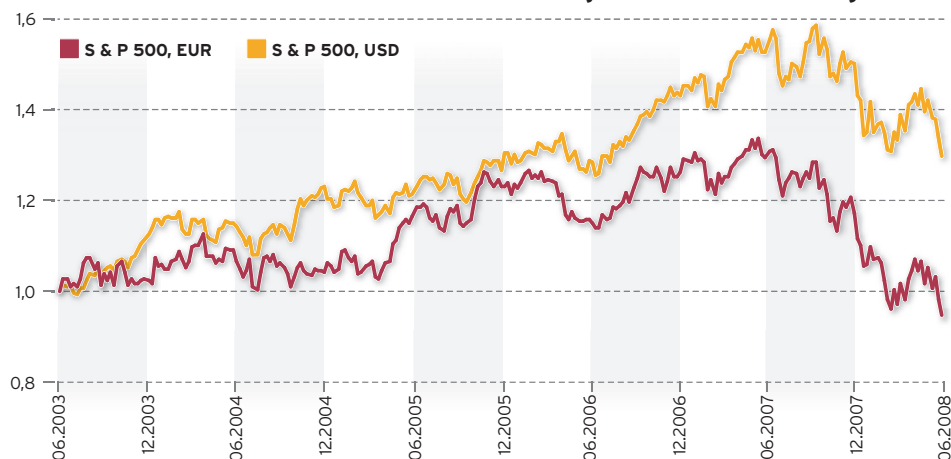
Lisaks on *hedge*-fondid uutele investoritele suhteliselt raskelt ligipääsetavad, mistõttu indeksid ei kajasta kaugeltki kogu võimalike valikute hulka. Samuti eelistavad fondijuhid avalikustada vaid oma paremate fondide tootlusi. Seetõttu hinnataksegi, et realselt võib *hedge*-fondide tootlus olla 2–3% väiksem kui indeksid kajastavad.

VALUUTAKURSI ARVESTAMINE

Kui investeringud on eri valuutades, tuleks nad tootluse leidmiseks kindlasti viia ühte valuutasse. See pole päris nii lihtne, kui esmapilgul tundub (korrutad või jagad aegread vastava valuutakursiga läbi ja kõik). Miks?

Põhjus peitub selles, et valuutarisk on eraldi riskikategooria, mis on teistest peamistest varaklassidest praktiliselt sõltumatu ja küllaltki volatiilne. Teises valuutas hinnastatud väärtpaberisse investeerides saab tootluse oluliseks komponendiks valuutakursi muutus. Tootlus võib prognoositust seetõttu üsna palju erineda, kusjuures – sellel on vähe seost kõnealuse väärtpaberiga.

USA aktsiaindeksi S&P 500 viie aasta tootlus USA dollarites ja maandamata valuutariskiga eurodes



Veel 10–15 aastat tagasi lahendati probleem eitamise teel. Leiti, et valuutariskiga polegi vaja tegeleda, sest valuutakursid kõiguvad pika perioodi jooksul edasi-tagasi oma keskmise ümber. Nüüdseks on suhtumine muutunud ning valuutades nähakse omaette varaklassi, mis nõuab eraldi analüüsi.

FINANTSVÕIMENDUS

Oletame, et investor A ostab väärtpaberi X ning investor B ostab sama väärtpaberi, kuid võtab selleks juurde 20% laenu. Investori B investeering väärtpaberisse X on seega 1,2 korda suurem (20-protsendise võimendusega) kui A-l. Võib olla kindel, et kui nad selle investeeringu kunagi kasuga maha müüvad, siis teenib investor B 20% võrra rohkem. Kas B oli osavam investor?

Kindlasti mitte, sest B võttis ka 20% suurema riski. Mis juhatab meid selle juurde, et pole olemas investeeringut, millega ei kaasneks riski. Mitte kunagi pole mõtet võrrelda investeeringute tootlust ilma nendega kaasneva riskita. See oleks samaväärne kui öelda, et sportlane, kes jookseb mäest alla, on kiirem jooksja kui sportlane, kes jookseb mäest üles.

Seega tuleks investeeringu ajaloolise või oodatava tootluse leidmiseks finantsvõimendus maha võtta.

Kõige selgem võimenduse kasutamine toimub tavaliselt kinnisvara puhul, kus oma raha pannakse mängu näiteks 40% ning pangast võetakse juurde 60%. Kui nüüd tootlus tuleb 25%, lüüakse rusikaga vastu rinda ja öeldakse, et muud investeeringud on mõttetu. Ei ole – kui võtta arvesse ka 2,5-kordset võimendust, tootis alusvara tegelikult vaid 10%. See on ka põhjus, miks kõik vaidlused „mina säästan kinnisvarasse investeerides, aktsiatega teenib palju vähem” on olemuselt sisutühjad.

Tegelikult kaasneb muidugi ka aktsiatesse investeerimisega finantsvõimendus, sest valdav enamik ettevõtteid kasutab lisaks omakapitalile ka laenukapitali. Kuigi aktsiate puhul on võimenduse leidmine keerukam ning portfelli koostamisel seda üldiselt arvesse ei võeta, tasuks seda üksikusse aktsiasse või kitsamasse sektorisse investeerimisel ikkagi arvestada. On suur vahe, kas ettevõttel on suur laenukoormus või on ta võlavaba.

Riski mõõtmine

Igapäevaelus mõistame me riski kui midagi negatiivset – kui stsenaariumi, mis toob endaga kaasa ebameeldiva või ebasoovitava tagajärje. Autoga kihutades riskime me lisaks trahvile veel avariiga. Pole siiani kuulda olnud, et keegi riskiks hoolsalt ning lubatud piires sõites õnneliku kohalejõudmisega.

Just selline on aga **riski** kontseptsioon finantsteoorias – risk ei tähenda ainult hindade kukkumist, vaid ka hindade tõusu. Absurd? Seda siiski vaid traditsioonilise mõtlemise raamides. Finantsriski olemus seisneb tuleviku ebamäärasuses, ennustamatuses. Mida rohkem mingi investeeringu väärtus kõigub, mida suurem on tema volatiilsus, seda suurem on ka sellega kaasnev risk.

Et ka hinnatõus võib olla risk, aitab ehk selgitada järgmine mõttekäik. Valides kahe investeeringu seast väiksema riskiga investeeringu, tekib oht jääda ilma teise investeeringu suuremast tõusust. Tulu saamata jäämine on ka risk.

Risk ja tulu käivad käsikäes. Kui meile lubatakse mingi investeeringuga kaasnevat suurt tulu, siis võib olla täiesti kindel, et sellega kaasneb ka suur risk. Tasuta lõunaid ei ole olemas, veelgi harvemini jagatakse neid teistele.

Tehniliselt baseerub riski arvutamine võrdse pikkusega perioodide tootluste standardhälbe leidmisel. Tihti kutsutakse seda ka volatiilsuseks, sest risk mõõdab, kui kõikuvad (stabiilsed) on mingi investeeringu tootlused. Väga oluline on meeles pidada, et standardhälve leitakse kasutades perioodi tootlusi, mitte perioodi lõpu hinnatasemeid.

Standardhälbel põhinev riski kajastamise meetod on kõige levinum ning matemaatiliselt kõige läbiuuritum, kuid riski kajastamiseks ning portfelli koostamiseks on teisigi võimalusi.

Tootluste vahemik

Eeldatakse, et mida laiem on kõrgeima ja madalaima tootluse vaheline vahe, seda suurem on ka ebamäärasus ja tulevikus oodatavate tootluste kõikumine. Võrreldes standardhälbega on see lihtsam lähenemine, kuid ei kajasta vahemiku sisse jäävate tootluste esinemissagedust.

Poolvariatsioon

Osa uurijaid leiab, et kõigi tootluse muutuste asemel peaksid investoreid huvitama vaid need tootlused, mis jäävad allapoole keskmist tootlust. Selle seisukoha edasiarendus ütleb, et riski hindamiseks tuleks kasutada ainult negatiivseid tootlusi või tootlusi, mis jäävad väiksemaks kui näiteks valitsuse võlakirjade tootlus (või inflatsioon, võrdlusindeksi tootlus jms). Selliste mõõdikute pooldajad eeldavad vaikimisi, et investorid püüavad viia miinimumini mingist tasemest allapoole jäävate tootluste mõju ega pööra suurematele tootlustele tähelepanu.

HINNAMÕÕTMISE SAGEDUS

Üks väga oluline riski leidmise aspekt on see, kui sagedasti ning objektiivselt on võimalik leida vastava investeeringu hinda. Börsil kaubeldavate aktsiate puhul probleemi ei teki. Probleemi ei teki ka muude pidevalt kaubeldavate ning likviidsete väärtpaberite korral.

Kuidas aga arvutada investeringu riski, kui tehinguid tehakse kord aastas või selgub hind alles müügitehingu käigus? Nagu näiteks kinnisvara puhul, mil parimal juhul kord aastas on kättesaadav mõne hindaja väga umbmäärane hinnang. Või võtame mõne Eesti ettevõtte võlakirja või laenukohustuse, mida börsil ei noteerita ning millega pärast emissiooni tehinguid ei tehta. Investori jaoks muutub kuni lunastamiseni vaid selle investeringu kogunenud intress, mis tähendab, et muutused on kõigil perioodidel võrdsed ning seega puudub investeringul volatiisus! Unelmate võimalus: kõrge tootlus ilma riskita! Kui esimene eufooria on lahtunud, tasuks siiski enne aru pidada, kui reaalne selline tasuta lõuna ikkagi on.

Ega sellistel juhtudel muud lahendust polegi, kui tuleb hinnata samaväärsete, kuid aktiivselt kaubeldavate instrumentide volatiilsust. Mittenoteeritud võlakirjade puhul tuleks leida mõni samaväärse reitinguga sagedasti kaubeldav võlakiri või indeks, kohandada seda Eesti riskitasemega ja likviidsuse puudumisega (see suurendab riski) ning siis arvutada volatiilsus. Teine võimalus on alustada tootlusest, mida mittekaubeldav võlakiri pakub, leida samasuguse oodatava tootlusega indeks ning siis omakorda juba selle indeksi volatiilsus.

Portfelliteooria põhimõtted

1952. ja 1959. aastal avaldatud töödega lõi Harry Markowitz esimese matemaatilise **portfelliteooria**. Enne seda oli investeerimisringkondades küll diskuteeritud riskist, kuid puudus võimalus seda mõõta ning ühtlasi ka ratsionaalset portfelli koostada.

Laskumata matemaatilistesse võrranditesse (põhjalikumalt kirjandust leidub piisavalt ka eesti keeles) ja Markowitzi teooria eeldustesse investori käitumise kohta, võib öelda, et tema portfelliteooria baseerub investeringute oodataval tootlusel, riskil ning omavahelisel korrelatsioonil. Iga investeringu kohta peavad need kolm mõõdikut olemas olema ning seejärel saab kõigist võimalikest kombinatsioonidest leida optimaalse ja kõige ratsionaalsema.

Tootlusest ja riskist oli juba eespool juttu. Nüüd **korrelatsioonist** – see on statistiline näitaja, mis maakeeli iseloomustab seda, millises ulatuses

liiguvad kaks juhuslikku suurust (investeeringut) sama- või vastassuunaliselt. Alati täiesti samas suunas ja samas ulatuses liikuvate investeeringute korrelatsioon võrdub 1-ga, alati vastassuunas liikuvatel on see -1 ning kui omavahelist seost pole, on korrelatsioon 0.

Korrelatsiooni omapära on selles, et see on ainuke ja tõeline tasuta lõuna, mis on finantsturgudel pakkuda. Nimelt johtub korrelatsioonist efekt, mida tuntakse ka hajutamise efekti nime all. Nagu standardhälve oli riski matemaatiline väljendus, nii on korrelatsioon hajutamise matemaatiline väljendus.

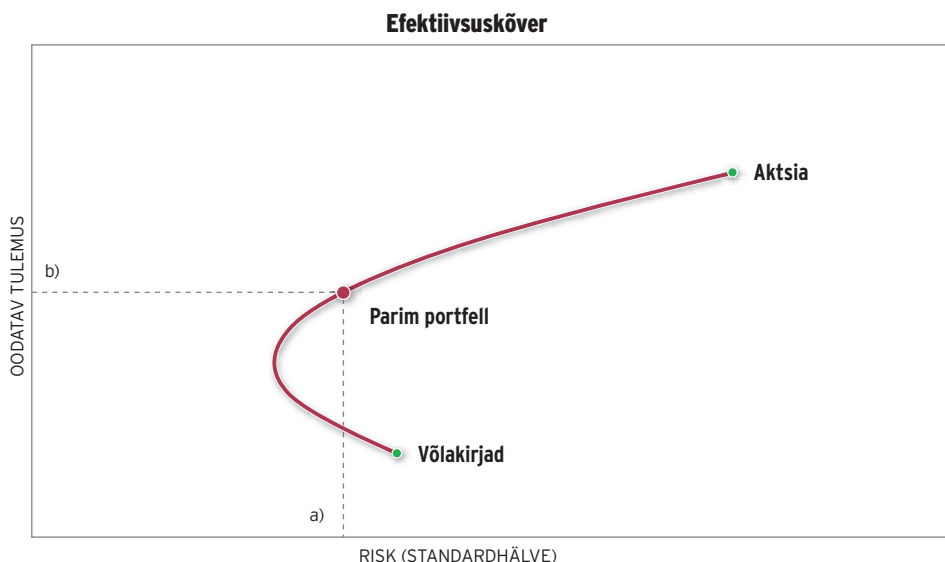
Idealis peaks portfelli valima võimalikult palju omavahel vähekorreleeruvaid investeeringuid. Teoreetiliselt annaksid kõige suuremat efekti perfektse negatiivse korrelatsiooniga (-1) väärtpaberid, kuid neid ei saaks olla üle kahe ning selline valik oleks ka loogiliselt võttes nonsens. Maksimaalselt kaks tuleneb sellest, et kui kahe väärtpaberi hinnad juba liiguvad alati samas ulatuses ning vastassuunaliselt, siis ükskõik milline kolmas väärtpaber liigub paratamatult emma-kummaga samas suunas ega anna enam järelikut mingit efekti. Loogiline vastuolu tuleneb sellest, et portfelli seisukohalt peab kõigi investeeringute tootlus olema ka positiivne (juba ette oodatava kahjumiga investeeringu soetamine ei kuulu ratsionaalse käitumise valdkonda, parimal juhul saab seda nimetada korruptsiooniks). Kui üks investeering näitab positiivset tootlust, siis sellega maksimaalselt negatiivselt korreleerual investeringul ei jää üle muud, kui näidata negatiivset tootlust.

Tegelikkuses tähendab eelnev jutt seda, et väärtpaberid või varaklassid, millel on väike negatiivne korrelatsioon või nullilähedane korrelatsioon, on juba portfelli koostamise El Dorado. See on ka üks põhjuseid, miks kõige levinumad varaklassid on olnud aktsiad ja võlakirjad. Eespool sai nimetatud ka valuutasid, millel aktsiate ja võlakirjadega korrelatsioon peaaegu puudub, kuid siin on probleemiks oodatav tootlus – üle väga pika perioodi võib valuutade tootlus olla nullilähedane.

Kombineerides portfellis eri investeeringuid erinevate osakaaludega ning arvestades nende kõigi oodatavaid tootlusi ja riske ning omavahelist korrelatsiooni, annab portfelliteooria vastuse küsimusele, milline kombinatsioon:

- annab sellel riskitasemel parima tootluse või
- on sellise tootluse puhul madalaima riskiga.

Kõiki selliseid kombinatsioone kutsutakse efektiivsuskõveraks.



Teooria on siiski vaid teooria, igal teorial on omad puudused. Reaal-elus kahjuks oli, on ja jääb tulevik ebakindlaks. Tegelikult me ikkagi ei oska tulevasi tootlusi ega investeeringute volatiilsust täpselt prognoosida, ka investeeringute omavaheline korrelatsioon muutub aja jooksul. Selles peitub ka üks peamisi põhjuseid, miks rõhutatakse investeerimise pikaajalist iseloomu: üle pika perioodi on tootlus, risk ja korrelatsioonid õnneks enam-vähem püsivad, mis annab mingigi kindlustunde portfelli koostamiseks. Lühiajaliselt võivad aga kõik kolm kõikuda päris suures ulatuses – lühiajaliselt on finantsturg ennustamatu.

Investeeringufondid ja fondiportfellid

Iga investeeringufond on juba portfell. Sõltub fondi strateegiast ja kvaliteedist, kuidas ta sobib investori muude investeeringute kõrvale. Issanda loomaaed on kirju ning vahel komplekteerivad fondid oma portfelli võimalikult paljusid eri nüansse kaaludes, teinekord võivad neil olla ka muud

eesmärgid. Näiteks võib fondi eesmärk olla pakkuda investoritele ligipääsu mingile kitsamale või spetsiifilisemale varade kogumile.

Igal juhul tasub enne investeerimisotsuse langetamist lugeda läbi fondi prospekt ja tingimused ning otsida vastust küsimusele: kuidas fond oma portfelli koostab? Mis piiranguid seab fond oma investeeringutele, kas ta maandab või ei maanda valuutariski, kas kasutab finantsvõimendust või mitte jne.

Fondide puhul tasuks meeles pidada ka seda, et üldiselt annavad nad investori jaoks mastaabiefekti. Andmete ja info kogumine ning töötlemine, sobivate investeeringute valimine ja übermängimine – kõik see on jõukohane vaid meeskonnale. Üks inimene kõike paratamatult ei jõua. Tehtud töö eest võtavad fondid mitmesuguseid tasusid. Investor ise peab otsustama, kas need tasud on väärt talle fondi poolt pakutavat lisaväärtust.

Oluline aspekt on veel see, et korralikult hajutatud portfelli loomine on päris kallis ettevõtmine, kui isikliku portfelli loomiseks leiduv rahasumma ei ulatu miljonitesse. Nimelt jääb iga üksiku investeeringu summa väikese portfelli puhul küllalt väikeseks ning ühekordsed kulud söövad suure osa tootlusest ära.

Kui investeerimisfondid täidavad investori jaoks kitsamat eesmärki, kattes mingit piirkonda, tööstusharu või varaklassi, siis **fondiportfellid** on investori jaoks samm edasi. Selliste portfellide eesmärk on pakkuda juba lõplikku investeerimislahendust, kus investor ei pea oma portfelli loomiseks ise fonde valima ja kokku sobitama, vaid saab täislahenduse. Ja pääseb ligi tõenäoliselt tunduvalt suuremale hulgale fondidele kui oma käe peal valides. Fondide valimine pole lihtne töö, vaid eeldab suure hulga andmete ja fondijuhtide analüüsimist.

Tõnis Rätsep

Swedbanga personaalse varahalduse investeringute direktor



Kuidas sa sattusid investeeringute juhtimisega tegelema?

Võis olla umbes 1990. aasta. Piirid olid lahti läinud, kuulusin ühte üliõpilaskorporatsiooni ning Soome sõprusorganisatsioon kutsus külla. Üks vastuvõtjatest õppis finantsala ning korraldas väikese ringkäigu kuskil pangakontoris ning Helsingi börsil. See oli aeg, mil üldiselt tuldi Soomest tagasi kohvimasinaga või eriti heal juhul mikrolaineahjuga. Minul aga oli kott tulles täis igasugu reklaamvoldikuid ning lihtsamaid finantsturge tutvustavaid brošüüre. Kodus lugesin läbi, sain „ahhaa”-elamuse ning alates 1992. aastast olen olnud seotud finantsturgudega.

Palun kirjelda lühidalt, kuidas näeb välja su tüüpiline tööpäev.

Kõigepealt tass kohvi, mustalt ja ilma suhkruta, kõrvale peamised uudised eelmisest öhtust kuni jooksva päeva hommikuni ning peamiste aktsiaindeksite liikumised. Sama skeemi (ilma kohvita) püüan päeva jooksul veel mitu korda korrata.

Päevad pole vennad ning ega rohkem midagi väga tüüpilist või rutiinset polegi. Üldiselt kulub aeg kolme peamise kategooria vahel: otseselt klientidega seotud tegevus (kohtumised, suhtlus, portfelli, raportid), analüüs (eri turgude, piirkondade, ettevõtete kohta) ja osakonna sise- mine tööprotsess (investeerimiskomitee, portfelli kokkupanek, kõik see, mis viib süsteemse investeerimiseni).

Mis sind selle töö juures köidab ja just sellel alal hoiab? Mida pead minusteks?

Nii võlu kui ka valu peituvad selles, et iga päev alustad nagu puhtalt lehelt. Koos uute sündmuste ja arvamustega, mis suunda annavad. Väga köitev on turgude poolt esitatav intellektuaalne väljakutse: mis ja mil viisil mõjutab parajasti erinevaid varaklasse, millised hoovused täna ja homme suunda annavad? Mis mind tihti ikka veel hämmastab, on see, kui seotud ja kooskõlalised on varaklassid ja regioonid – nende tootlused, volatiilsus, valuutad, intressid, ettevõtete kasumlikkus jne. Lihtsamalt öeldes, raha teha (loe: paremat tulemust kui valdav enamik turust) saab vaid siis, kui ennustada turu liikumise suunda.

Näiteks lihtne küsimus: kui intressimäärad tõusevad, kas jääda siis euriboriga seotuks või fikseerida intressimäärad? Õige vastus peitub selles, kas int-

ressimäärad tõusevad kiiremini või aeglasemalt, kui turg täna arvab. Fikseerida lihtsalt sellepärast, et laenuintressid tõusevad, näitab finantsvõhiklust. See, et turul pole liikumissuuna kohta kunagi täit kindlust, on ühtlasi ka selle töö suurim miinus. Ebakindlus, mis teinekord kasvab päris suureks, võtab vahel igasuguse isu ära. Aga tuleb endale selgelt aru anda, et alati ei saagi õigus olla. Oluline on seda juba ette arvestada ja strateegiast kinni pidada. Kõige külmem ongi vahetult enne päikesetõusu.

Milline on olnud sinu senise karjääri põnevaim periood? Mille poolest oli see põnev ja mida sulle õpetas?

Turgude käitumise poolest on minu arust kõige huvitavamad need perioodid, mil trend pöördub, ning kui kaua see aega võtab, kuni sellest aru saadakse.

Kõige põnevamaks aga peaksin siiski seda aega 1990. aastate lõpus, kui üritati murda Eesti krooni. Mis selle ajendas, mis käivitas, mis mehhanisme kasutati ja kuidas lõpuks sisinal aur välja jooksis. Sattusin seda päris lähedalt nägema ja olen siiani õige veendunud, et väljastpoolt on krooni murda praktiliselt võimatu. Õige palju planeete peaks end selleks ühte ritta sättima, et vastupidiseks soodne pinnas tekiks.

Mis on sinu arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saad nimetada vaid ühe?

Raske küsimus. Mitte selle poolest, et tähtsaid tarkusi oleks raske leida, vaid näiteks sama küsimus auto kohta: mis on tähtsam – rool või pidurid? Või milline füüsikaseadus on kõige tähtsam?

Kõige olulisemaks peaksin oskust oma peaga mõelda ja terad sõkaldest eraldada. Otseteid ei ole olemas, tippsportlaseks ei saa kord nädalas Eurosporti vaadates. Või teises formuleeringus: tasuta lõunaid ei ole. Kui mingi asi tundub väga kasumlik ja väikese riskiga, siis on asi mäda, midagi on jäänud kahe silma vahele. Vähegi pikema perioodi peale keskmisest kõrgem tootlus tuleb vaid suurema riskiga. Kogu finantsturgude toimimine sellel põhinebki. Kui kuskil on mõnel hetkel vähema riski korral hea tootlus, voolab sinna raha kokku, mull saab küpseks ja lõhkeb.

Kahtlemata on ka juhuslikke ja suuri õnnestumisi, millest meedia armastab edulugusid vormida. Samuti juhtub selliseid asju lotomängus või kasiinos.

**“investeeri
väärt-
paberitesse,
mida tunnend
ja usaldad.”**



9. Väärtpaberitehingute maksustamine

Ardo Ojasalu,

IMG Advokaadibüroo nõunik

Väärtpaber ja maksukohustuslane

Väärtpaber on tulumaksu mõistes varaline õigus nagu aktsia, osa, täis- või usaldusühingu sissemakse, fondiosak, nõudeõigus, ostueesõigus, märkimisõigus, depositeoriumi tõend (ADR, GDR), võlakiri, optioon, *forward* jm derivatiivid.

Ei ole tähtis, kas väärtpaber on olemas paberi näol või elektrooniliselt, ega ka see, kas tal on ISIN-kood. Kui varalise õigusega saab kaubelda, seda saab müüa või vahetada ja selle vastu antakse raha või muud vara, siis see õigus on tulumaksu mõistes väärtpaber. Väärtpaberiga on tegemist ka siis, kui seda saab võõrandada vaid kitsas ringis, selle ostab tagasi vaid emitent või see tühistatakse kehtivusperioodi lõpul. Väärtpaber võib anda õiguse saada dividende, intresse, likvideerimisjaotisi ja muud vara või varalisi õigusi.

Vara võõrandamisest tekkinud tulu maksustamisel lähtutakse kõigi väärtpaberite puhul ühest ja samast printsiibist: tulumaksuga kuulub maksustamisele väärtpaberi müügihinna ja ostuhinna vahe. Väärtpaberi omanikule makstud dividendid, intressid jm maksustatakse vastava tululiigi reeglite alusel eraldi.

Eestis kehtiva tulumaksusüsteemi eripära on see, et juriidilised isikud ei pea tasuma tulumaksu reinvesteeringut kasumilt ning maksustamisele kuulub vaid jaotatud kasum. Seetõttu kõik allpool kirjeldatu neid ei puuduta. Maksukohustuslane on vaid residendist* füüsiline isik. Ka mitteresident ei pea Eestis tehtud väärtpaberitehingutelt Eestis tulumaksu maksuma, vaid see kohustus on tal tema enda residentsusriigis.

Seega käib kõik järgnev vaid Eesti füüsilisest isikust investorite kohta.

Väärtpaberite müügist saadud kasu ja kahju

Väärtpaberitega kaubeldes on vaja teada, kuidas mõjutab kauplemisel saadud kasu või kahju maksukohustust.

Esmalt on oluline rõhutada, et maksustamine tõuseb päevakorda alles siis, kui väärtpaber võõrandatakse (müüakse, kingitakse või vahetatakse mingi muu vara vastu). Eestis puuduvad maksud, mis rakendatakse võõrandamata varale (kapitali- või omandimaks), samuti ei maksustata tulumaksuga realiseerimata kapitalikasvu. Teisisõnu, kui oled omandanud väärtpabereid ühe miljoni krooni eest ja praegustes turuhindades on need väärtpaberid väärt 1,2 miljonit, siis seni, kui sa ei ole neid müünud ega vahetanud, ei ole ka mingit maksukohustust.

Harilikult tekib väärtpaberite võõrandamisel müügihinna ja ostuhinna erinevusest kasum või kahjum. Tulumaksutermiinites nimetatakse neid kasuks või kahjuks.

Kasu või kahju leitakse alljärgneva valemi abil:

$$K = V_M - V_S - C,$$

kus:

K – tehingu kasu või kahju;

V_M – väärtpaberite müügihind;

V_S – väärtpaberite soetamismaksumus;

C – väärtpaberite võõrandamisega seotud dokumentaalselt tõendatud kulud.

* - Residendi mõiste on sätestatud tulumaksuseaduse §-s 6, füüsiliste isikute puhul on tegemist valdavalt Eesti elanikega.

Soetamismaksumus on väärtpaberite omandamiseks tehtud kõigi dokumentaalselt tõendatud kulude summa, mis hõlmab väärtpaberite soetamise hinda, makstud komisjonitasusid, teenustasusid ja lõivusid ning ka parendamise ja täiendamise kulusid. Soetamismaksumuse hulka ei arvestata väärtpaberite haldamise kulusid.

Lisaks väärtpaberite ostuhinnale ja müügihinnale arvesse võetavad muud kulud peavad olema otseselt seotud konkreetse väärtpaberitehinguga ning nende kohta peab olema dokumentaalne tõend (arve, leping, pangakonto või väärtpaberikonto väljavõte). Levinuimad sellised kulud on pangaga või maakleri komisjoni- ja teenustasu väärtpaberi ostmisel ja müümisel (kajastuvad kontoväljavõttel), notaritasu EVKs registreerimata väärtpaberi omandamisel või võõrandamisel (notari arve alusel) ning konsultantide ja nõustajate tasu juhul, kui nad on otseselt nõustanud kõnealust ostu- või müügiehingut. Parendamist ja täiendamist väärtpaberite puhul üldjuhul ette ei tule. Küll võib ette tulla olukordi, kus teatud väärtpaberitega seoses tuleb tasuda mingeid täiendavaid tasusid seoses väärtpaberi tüübi muutumisega, selle registreerimisega EVKs vms.

Maksuhaldur on seni olnud seisukohal, et väärtpaberikonto haldustasu ja maaklerite komisjonitasud, mis rakenduvad mitte ühe konkreetse väärtpaberitehingu suhtes, vaid väärtpaberikontole teatud perioodil (kalendrikuu) või tervele portfelliga, ei kuulu nende kulude hulka, mida saaks arvestada soetusväärtusesse või võõrandamisega seotud otsestesse kuludesse.

Ülaltoodud valemiga saadud ühe väärtpaberitehingu kasu või kahju tuleb kokku liita kõigi teiste maksustamisperioodil tehtud väärtpaberitehingute kasu või kahjuga. Kui liitmise tulemuseks on positiivne summa, on see maksubaas, mis tuleb läbi korrutada maksumääraga (2008. aastal on tulumaksu määr 21%). Korrutustehte järel saame maksuna tasumisele kuuluva summa.

Tulu deklareerimine ja kahju edasikandmine

Maksustamisperiood on Eestis kalendriaasta, seega koondatakse tuludeklaratsiooni kõigi ühe kalendriaasta jooksul tehtud väärtpaberitehingute summaarne kasu või kahju.

Deklaratsioon esitatakse maksuhaldurile hiljemalt maksustamisperioodile järgneva kalendriaasta 31. märtsiks. Deklaratsiooni ei tule esitada, kui kasu ei saadud (kahjust tuleb juttu allpool) või kui saadud kasu koos muude tuludega oli väiksem kui maksuvaba tulu või kui koos muude tuludega täiendavat tulumaksu maksta ei tule.

Väärtpaberitehingute deklareerimine toimub tuludeklaratsiooni tabeli 6.1. või lisa 8.2. (välismaised väärtpaberid) abil*. Iga väärtpaberitehing tuleb näidata eraldi real. Samanimeliste väärtpaberitega tehtud tehingud on lubatud summeerida ühele reale.

Veerus, kus kajastub soetusväärtus (tabel 6.1., veerg 5), tuleb kajastada ka kõik väärtpaberi soetamisega seotud dokumentaalselt tõendatud kulud, kuid võõrandamisega seotud kulude kohta on eraldi veerg (tabel 6.1., veerg 7).

Kõigi tehingute summaarne kasu (netokasu) liidetakse muudele maksustatavatele tuludele (töötasu jms) ning see suurendab maksukohustust. Kui suurenenud maksukohustuse tõttu tuleb täiendavalt tasuda tulumaksu, siis selle maksu tasumise tähtpäev on maksustamisperioodile järgneva kalendriaasta 1. oktoober.

Kui väärtpaberitehingutes on maksustamisperioodil summaarselt saadud kahju, siis ei vähenda see kõnealuse maksuperioodi maksustatava tulu suurust. Saadud kahju saab järgmisse maksustamisperioodi edasi kanda ning selle võrra saab vähendada tulevastel maksustamisperioodidel väärtpaberitehingutest saadavat kasu. Isik, kes soovib kahju edasi kanda, peab igal juhul tuludeklaratsiooni esitama ja saadud kahju deklareerima.

Kui järgmisel maksustamisperioodil saadakse väärtpaberitehingutest kasu, lahutatakse saadud kasust eelmisest või eelmistest perioodidest edasi kantud kahju. Kui tulem on kasu, liidetakse see muudele maksustatavatele tuludele. Kui tulem on endiselt kahju, saab selle jällegi järgmisse perioodi edasi kanda. Kahju suurus, mida tohib edasi kanda, ning aastate arv, kui kaua saab kahju edasi kanda, ei ole piiratud. Edasikantav on nii Eestis emiteeritud kui ka välismaal emiteeritud väärtpaberitega kauplemisest saadud kahju.

* - Tuludeklaratsiooni vormi kinnitab rahandusminister ning seetõttu muutub see sageli. Kõik viited deklaratsiooni tabelitele ja lisadele kehtisid käesoleva väljaande kirjutamise ajal.

Kahju arvestamisel kehtib üks erand: kui kahju on saadud tehingust, mis sooritati seotud isikute* vahel, ning müük toimus turuhinnast odavamalt või olid väärtpaberid soetatud turuhinnast kallimalt, siis sellist kahju arvesse ei võeta. See ei vähenda teiste jooksva maksustamisperioodi tehingute kasu ega ole ka edasikantav järgmistesse perioodidesse.

Eesti maksuhaldur rakendab väärtpaberitehingute osas eeldeklaratsioonini täitmist: Eestis registreeritud väärtpaberitega tehtud tehingute puhul on võõrandamisest saadud tulu eeltäidetud deklaratsioonis juba kirjas.

Kuna maksuhalduril ei ole teavet kõigi väärtpaberitehingute kohta, siis ei ole kõik tehingud alati kajastatud. See ei tähenda, et kajastamata tehinguid ei tule deklareerida.

Lisaks tuleb arvesse võtta, et maksuhalduril ei ole tavaliselt teavet väärtpaberite soetusväärtuse kohta. Seega tuleb eeldeklaratsiooni väärtpaberitehingute osa alati hoolikalt üle kontrollida, vastasel korral võib deklaratsioon olla vale ja see võib kaasa tuua nii seaduses ettenähtust suurema maksusumma tasumise kui ka saadud kasu deklareerimata jätmise.

Erireegel dividendikuupäeva kohta

Veel mõni aasta tagasi oli üsna levinud väärtpaberitehingute kasu vähendamine tehingutega, kus börsil kaubeldud aktsia omandati vahetult enne dividendidõiguslike aktsionäride nimekirja fikseerimist ning müüdi kohe pärast seda, kui dividendide väljamaksmisest tulenev hinnalanguse mõju oli aktsiahinda vähendanud. Sisuliselt muudeti nii väärtpaberitehing kahjumlikuks, kuid kahjumi korvasid saadud dividendid. Kuna dividend oli ja on Eestis füüsilisest isikust maksumaksja jaoks maksuvaba, siis kokkuvõttes vähendati ilma majanduslikku kahju saamata teiste väärtpaberitehingute kasu dividendiaktsia tehingust saadud kahju võrra.

* - Seotud isiku mõiste on sätestatud tulumaksuseaduse §-s 8 ja on üsna keeruline, vajadusel tuleb seadust uurida või konsulteerida asjatundjaga. Seotud isikuna tulevad kõne all füüsilise isiku lähimad sugulased, abikaasa ja tema lähimad sugulased, äriühingud, kus tal on vähemalt 10% osalus või koos teiste seotud isikutega 50% osalus, ning äriühingud, kus ta on juht- või kontrollorgani liige.

Alates 2005. aasta 1. juulist kehtib aga reegel, et kui dividendiõiguslik aktsia soetatakse 30 päeva jooksul enne dividendiõiguslike isikute nimekirja fikseerimist ja see aktsia võõrandatakse 30 päeva jooksul pärast dividendiõiguslike isikute nimekirja fikseerimist või nimekirja fikseerimise päeval, ei saa saadud kahju arvesse võtta.

Pärimise erireeglid

Tõlgendades mitme seaduse koosmõju on maksuhaldur asunud seisukohale, et pärandamisel ja pärimisel toimub väärtpaberite omaniku muutus. Järelikult – kui pärija võõrandab pärimise teel saadud väärtpaberid, siis on nende soetusväärtus null. Sellise käsitluse õiguslik alus on küll kaheldav, moonutades pärimise kui suktsessiooni mõtet ja riivates omandiõigust, kuid vaatamata sellele on maksuhalduri käsitlust vähemalt ühe lahendi näol toetanud ka kohtusüsteem.

Oletame, et pärandaja on väärtpaberite soetamiseks investeerinud üks miljon krooni. Kui pärija võõrandab need väärtpaberid samuti miljoni krooni eest, peab ta maksuhalduri praeguse tõlgenduse kohaselt ikkagi maksma 210 000 krooni tulumaksu (2008. a kehtiva maksumäära alusel).

Väljakujunenud õigustava raames ei ole seega pärandajal mõistlik oma vara vastuvõtjatele pärimiseks pakkuda suurt väärtpaberiportfelli. Parem on väärtpaberid müüa ja pärandada raha. Seda eriti juhul, kui väärtpaberite soetusväärtus on märkimisväärne või suurem kui nende turuhind.

Repotehingute maksustamine

Väärtpaberitega kauplejad võtavad väärtpaberite tagatisel nii mõnigi kord laenu, mis sageli toimub repotehingu vormis. Formaalselt on repotehingu puhul tegemist väärtpaberi võõrandamisega ja hilisema taasomandamisega juba pisut kallima hinna eest. Majandusliku sisu poolest on tegemist siiski väärtpaberi pandiks andmisega, tagasiostu kallim hind on sisuliselt kreditorile intressi maksmine.

Sellest loogikast lähtudes on tulumaksuseadusse pandud säte, mis välistab

repotehingutest kahju saamise. Repotehingu puhul loetakse taasomandatud väärtpaberite soetusväärtuseks nende müügihind samas tehingus. Sellega välistatakse repointressi arvessevõtmine väärtpaberitehingu kahjuna.

Kassapõhine maksustamine

Füüsilise isiku puhul on tulumaksuga maksustamine Eestis kassapõhine. Kassapõhisus tähendab seda, et tulu saamise hetkeks peetakse raha saamise hetke, sõltumata sellest, millal tehti tehing või millal tekkis õigus raha saada. Kassapõhisust ei saa vaadelda kitsalt vaid raha saamisena – arvesse tuleb võtta ka kasu, mida väärtpaberi võõrandaja saab mõnel muul moel, näiteks vahetustehinguga.

Tulu saamise hetkel on tähendust siis, kui väärtpaberite müügi korraldus antakse ühel maksustamisperioodil, kuid raha laekub teisel maksustamisperioodil. Tavapäraste T+3 tehingute puhul juhtub seda vaid aasta kahel viimasel tööpäeval tehtud tehingutega, sest nende väärtuspäev ja raha laekumine langeb järgmisse aastasse. Selliste tehingute puhul on maksukohustuse tekkimise hetk selles aastas, mil raha saadakse. Deklareerimine ning maksu maksmine nihkub säärasel juhul aasta võrra edasi.

Keerulisemad on juhud, kus müüja ja ostja lepivad kokku, et osa raha laekub ühel kalendriaastal ning ülejäänud (või mingi muu osa) järgmisel aastal. Sel juhul on otstarbekas jagada tehing maksustamise mõttes samuti osadeks vastavalt proportsioonile, mille kohaselt raha laekub. Kui näiteks müüakse 10 000 aktsiaseltsi aktsiat, mille eest 2 miljonit krooni laekub 2008. aastal ning 3 miljonit krooni 2009. aastal, siis 2008. aasta maksudeklaratsioonis tuleb näidata $\frac{2}{5} \times 10\,000$ ehk 4000 aktsia müüki (ning näidata sama koguse soetusväärtust) ning 2009. aastal näidata $\frac{3}{5} \times 10\,000$ ehk 6000 aktsia müüki.

Väärtpaberite vahetamine ja kinkimine

Väärtpaberite vahetamise korral peetakse väärtpaberi võõrandamist toimunuks ning vastusaadud vara turuhind on võõrandatud väärtpaberite müügihinnaks (V_M eespool toodud valemis). Siinjuures ei ole tähtis, millise

vara vastu väärtpaberid vahetatakse. Vahetusena käsitletakse väärtpaberi vahetamist nii teiste väärtpaberite kui ka näiteks auto või kinnisvara vastu.

Sellel reeglil on järgmised erandid:

- maksustamisele ei kuulu vahetustehing, mis on toimunud äriühingute või mittetulundusühistute ühinemise, jagunemise või ümberkujundamise käigus;
- maksustamisele ei kuulu tulu, mis saadakse äriühingus osaluse suurenemisest või omandamisest mitterahalise sissemakse teel, sh väärtpaberite võõrandamisel äriühingule tolle osaluse (väärtpaberite vastu);
- maksustamisele ei kuulu Euroopa Liidu liikmesriigi sama investeerimisfondi erinevate osakute ja fondivalitseja poolt hallatavate eri fondide osakute vahetamine.

Väärtpaberi vahetamise teema võib olla aktuaalne ka olukorras, kus üks väärtpaber muutub teatud seadusest või kauplemisreeglitest tulenevalt teiseks. Näiteks muutub märkimisõigus või registreerimistõend aktsiaks. Puhtformaalselt on tegemist eri väärtpaberitega – neil on erinev ISIN-number, ehkki emitent on sama. Siiski on siin mõistlik lähtuda maksustamisel kasutatavast majandusliku tõlgendamise reeglist ning võtta seisukoht, et tegemist ei ole vahetustehinguga, vaid tehnilise muudatusega. Nõnda saadud aktsia võõrandamisel tuleb arvesse võtta nii õiguse või tõendi omandamise soetusväärtus kui ka kulud, mis on seotud selle õiguse või tõendi muutumisega aktsiaks.

Ka väärtpaberi kinkimine on selle võõrandamine ning mõjutab maksustamist. Kuna kinkimise puhul on müügihind null, siis on võimalik saada vaid kahju. Kahju puhul tuleb arvestada seotud isikute reeglit, mille kohaselt kõnealusel juhul pole kahju arvesse võetav. Kuid kingi tegemisel mitte-seotud isikule (näiteks heategevuse eesmärgil mõnele mittetulundusühingule) on kingi tegijal võimalik see kahju arvesse võtta ning vähendada selle võrra teiste väärtpaberitehingute kasu maksustamisperioodil või kanda see kahju järgmistesse perioodidesse edasi. Kingi saaja jaoks on väärtpaberi soetusväärtus null.

FIFO ja KKM

Väärtpaberite maksustamine on imelihtne seni, kuni ostetakse kindel kogus mingeid väärtpaberid ja hiljem võõrandatakse sama kogus. Kui ei toimu fondiemissioone, väärtpaberite jagunemist ega tühistamist. Tegelik elu aga on sageli keerulisem.

Enamasti näeb väärtpaberitega kauplemine välja nii, et omandatakse teatud kogus väärtpaberid, mõne aja pärast omandatakse neid veel, ja seejärel võõrandatakse mingi kogus, mis ei lange kokku ei esimese ega teise omandatud kogusega jne. Tihti toimuvad ka investorist sõltumatud sündmused: fondiemissioon, aktsia jagunemine ehk splitt, teatud hulga aktsiate tühistamine, äriühingute ühinemine ja aktsiate vahetus jms.

Tehingute kasu ja kahju arvestamiseks on tulumaksuseadus kehtestanud kaks raamatupidamisest tuntud meetodit, mis aitavad selliseid olukordi lahendada. Need meetodid on FIFO (*first in, first out* ehk esmalt omandatu võõrandatakse kõigepealt) ning kaalutud keskmise meetod (lühemalt KKM).

FIFO-meetodi korral lähtutakse põhimõttest, et kõige varem omandatud väärtpaberid võõrandatakse esmalt. Kui investor omandas 2006. aasta kevadel 3000 aktsiat hinnaga 50 krooni tükk, sama aasta sügisel veel 2000 aktsiat hinnaga 80 krooni tükk ja 2007. aastal veel 5000 aktsiat hinnaga 100 krooni tükk, siis 2008. aastal neid võõrandama asudes lähtub ta sellest, et näiteks 4000 aktsia müümise korral on nende soetusväärtus $3000 \times 50 + 1000 \times 80 = 230\,000$ krooni*.

KKMi puhul arvestab investor välja kogu aktsiapaki keskmise soetushinna ühe aktsia kohta ja korrutab selle võõrandatavate aktsiate arvuga. Eeltoodud näite korral, kui ta võõrandab 4000 aktsiat, on nende soetusväärtus:

$$[(3000 \times 50 + 2000 \times 80 + 5000 \times 100) / 10\,000] \times 4000 = [810\,000 / 10\,000] \times 4000 = 81 \times 4000 = 324\,000$$

Sellest näitest jääb mulje, et KKM on investorile soodsam meetod kui FIFO. Meetodi valikul tuleb siiski silmas pidada, et erinevates olukordades

* - Selles ja järgnevas näites ei ole lihtsuse huvides arvestatud tehingutega seotud kulusid.

annavad eri meetodid veidi erineva tulemuse, aga juhul kui kõik soetatud väärtpaberid müüa, on maksmisele kuuluv summa mõlema meetodi korral sama (eeldusel, et maksumäär müügitehingute vahel ei muutu).

KKM annab parema tulemuse, kui aktsia hind kasvab stabiilselt ja soetusi on tehtud ka hiljuti enne võõrandamist ning oluliselt kallimalt kui esimeste soetuste puhul. FIFO toimib paremini, kui hind on langenud ning esmane kogus väärtpabereid on soetatud müügihetke turuhinna lähedalt või sellest kallimalt.

Võib jääda mulje, et rakendades ühele väärtpaberile üht meetodit ja teisele teist või ühel aastal üht ja teisel teist saab maksusummat optimeerida. Seadus nõuab siiski, et kord kasutusele võetud meetodit tuleb rakendada järjepidevalt. Seega saab valida ühe meetodi ja rakendada seda teatud väärtpaberile kuni selle väärtpaberi lõpliku võõrandamiseni. Küll aga ei keela seadus meetodit muuta ja kuna järjepidevus ei ole piiritletud aastate arvu ega mingi muu kriteeriumiga, võib öelda, et meetodit võib muuta nende väärtpaberite võõrandamisel, mille suhtes ei ole varem teist meetodit rakendatud.

Veelgi keerulisemaks muutub maksustamine siis, kui toimuvad fondi-emissioonid, aktsiate tühistamised või muud sündmused, mis muudavad nende kogust ja hinda. Selliseid juhtumeid maksuseadus täpselt ei reguleeri. Tuleb rakendada majanduslikku sisukust kajastavat arvutusmetoodikat ning selle rakendamisel tuleb olla järjekindel.

Täiendame eelöeldu selgitamiseks eespool toodud näidet. 2008. aastal, kui investorile oli jäänud 6000 aktsiat, toimus fondi-emissioon, mille käigus anti iga senise aktsia kohta välja üks uus aktsia. Pärast fondi-emissiooni võõrandas investor veel 5000 aktsiat, aktsia müügihind oli 50 krooni.

FIFO-meetodi puhul võõrandas ta aktsiad, mille soetushind oli $1000 \times 80 + 4000 \times 100 = 480\,000$, saades selle arvestuse kohaselt kahju ($5000 \times 50 - 480\,000$). Talle jäi alles 7000 aktsiat, mille soetusväärtusena on arvestatav vaid 2007. aastal omandatud 1000 aktsia (hinnaga 100 krooni) maksumus 100 000 krooni. FIFO kohaselt lähevad järgmisel võõrandamisel need ka esimestena müüki ja ülejäänud aktsiate soetusväärtus on null.

FIFO-meetodi puhul võib lähtuda ka loogikast, et iga fondi-emissiooni järgne aktsia on sisuliselt pool enne emissiooni olnud aktsiast, ning võtta 5000 aktsia võõrandamisel arvesse vaid 2500 soetatud aktsia väärtus. See

teeks eri maksuperioodide vahelise arvestuse ühtlasemaks ja oleks rohkem kooskõlas majandusliku sisuga.

KKM-meetodi kasutamise korral oleks 5000 võõrandatud aktsia soetusväärtus järgmine: 81 krooni aktsia kohta oli varem leitud soetusväärtus 6000 aktsia kohta ehk kokku 486 000 krooni. Kuna lisandunud aktsiad tulid fondi emissioonist, siis ei lisa need soetusväärtuse summale midagi ning soetusväärtus aktsia kohta on pärast fondi emissiooni $486\,000 / 12\,000 = 40,5$ krooni aktsia kohta. Võõrandades 5000 aktsiat hinnaga 50 krooni aktsia, saab investor kasu ($5000 \times (50 - 40,5)$). Allesjäänud 7000 aktsia soetusväärtuseks jääb endiselt 40,5 krooni aktsia kohta.

Saadud dividendid ja intressid

Lisaks väärtpaberite võõrandamisel saadud kasu ja kahju maksustamisele pakuvad väärtpaberid ka muid tulusid.

Dividend on tavapäraselt füüsilise isiku jaoks maksuvaba tulu. Kõik Eestist saadud dividendid on maksuvabad. Maksustamisele kuuluvad vaid dividendid, mis saadakse välismaalt ning mida selles välisriigis ei ole maksustatud (s.t välisriigist väljamakse tegemisel ei ole tulumaksu kinni peetud). Dividendid, mis saadakse välisriigist, kus need on juba maksustatud, on saaja jaoks Eestis maksuvabad.

Intressid võlakirjadelt on üldjuhul maksustatud. Maksuvabad on vaid intressid, mis saadakse Euroopa Majandusühenduse lepinguriigi resident krediidiasutuselt või sellises riigis püsiva tegevuskoha* kaudu tegutsevalt mittelepinguriigi krediidiasutuselt. Seega on oluline, kes on intressitulu tekitava võlakirja emitent. Eelnimetatud krediidiasutuste poolt emiteeritud võlakirjadelt saadav intress on maksuvaba. Siinjuures tuleb siiski silmas pida majandusliku tõlgendamise reeglit. Viimasel ajal kohtab hulganisti tooteid, mille puhul eri liiki investeerimistooteid pakutakse võlakirjapakettide kaudu ning krediidiasutused emiteerivad need. Pole välistatud, et

* - Püsiv tegevuskoht on sätestatud tulumaksuseaduse §-s 7, krediidiasutuste puhul saab üldjuhul tegemist olla vaid filiaaliga (nt USA panga Šveitsi filiaal).

mõne sellise toote puhul asub maksuhaldur seisukohale, et võlakirjast saadava tulu (mis otseselt ei ole kupongiintress) näol ei ole tegemist intressituluga, vaid mõnd teist liiki ja seejuures maksustatava tuluga.

Majanduslikku tõlgendamist tuleb vaadata ka maksumaksjale kasulikumast suunast. Diskonteeritud võlakirjade puhul on võlakirja lunastamisväärtus (või ka aja jooksul muutuv turuhind) tavaliselt alati suurem, kui oli selle soetusväärtus (välja arvatud siis, kui emitendi majanduslik olukord on oluliselt halvenenud ja võlakirja risk suurenenud). Seega tekib võõrandamisel kasu. Majandusliku sisu näol on siin siiski tegemist intressiga, mis väljendub võlakirja hinna kaudu. Ka maksuhaldur on möönnud, et seda tulu tuleks käsitleda intressituluna. Kui võlakirja oli emiteerinud ülalkirjeldatud krediidi-asutus, siis selle võõrandamisest saadud tulu on intressituluna maksuvaba.

Pensionifondidega seotud erisused

Ka pensionifondide osakud on väärtpaberid ja nendegi suhtes kehtivad maksustamisreeglid. Ehkki pensionifondi osakutega aktiivselt ei kaubelda, tuleb siiski ette, et neid võõrandatakse ja on vaja teda, kuidas mõjub saadud kasu või kahju maksustamisele.

Pensionisüsteemil on ühiskonnas eriline positsioon ja seetõttu on seda puudutavad reeglid keerukamad. Esmalt tuleb mainida, et pensionifondi osakutesse sissemaksete tegemine vähendab teatud piires* maksubaasi. Selle tulemusel on pensionifondides raha, mida saamisel ei ole maksustatud, mis tingib selle, et raha pensionifondidest väljavõtmist maksustatakse.

Täiendava kogumispensioni ehk vabatahtlike pensionifondide osakud maksustatakse võõrandamise korral 10% tulumaksuga, juhul kui võõrandamise eesmärk on pensioni saamine või kui fond likvideeritakse. Pensioni saamiseks loetakse olukorda, kus osakuomanik on vähemalt 55-aastane ja ta võõrandab osakuid, mis on soetatud vähemalt viis aastat tagasi. Samuti loetakse pensioni saamiseks olukorda, kus on tuvastatud osakuomaniku täielik ja püsiv töövõimetus.

* - Seda reguleerib tulumaksuseaduse § 28 lg 2 – piir on 15% maksukohustuslase kogutuludest, millest on tehtud seadusega lubatud mahaarvamised.

Kui võõrandatud on pensionifondi osakuid, mis eelnimetatud reeglitele ei vasta, siis maksustatakse tehing tavalise maksumääraga. Nõnda maksustatakse ka pärijate poolt realiseeritud osakud. Vabatahtliku pensionifondi osakute võõrandamisel maksustatakse kogu saadud tulu ega arvata maha soetusväärtust.

Kohustusliku kogumispensioni väljamaksetele kehtivad rangemad nõuded. Üldjuhul ei saa nende puhul rääkida väärtpaberite võõrandamisest ja seetõttu me siin sel teemal üksikasjaliselt ei peatu. Kohustusliku kogumispensioni väljamaksete saamise põhireegel on, et saadud pension maksustatakse, kuid sellele rakendatakse koos „esimese samba” pensioniga täiendavat pensioni maksuvaba miinimumi, mis 2008. aastal oli 36 000 krooni aastas.

Investeeringukonto

Kuna äriühing on võrreldes füüsilisest isikust investoriga tulumaksu tasumisel oluliselt soodsamas olukorras (ta saab saadud kasumi maksuvabalt reinvesteeringu kuni hetkeni, mil investeeringust loobub; füüsiline isik peab iga kasumiga lõppenud aasta järel tasuma tulumaksu), siis on riigile juba mõnda aega avaldatud survet füüsilise isiku ja äriühingu väärtpaberitulu maksustamise reeglite võrdsustamiseks.

Rahandusministeerium valmistas ette eelnõu, mis annab füüsilisest isikust investorile võimaluse avada nn investeeringukonto (olemuselt on see eraldiseisev pangakonto, mis on seotud väärtpaberikontoga), kuhu väärtpaberite müügist laekuv raha on maksuvaba seni, kuni seda ei ole kantud maha mõnele teisele kontole ega võetud isiklikku tarbimisse.

See samm on füüsilisest isikust investorile jaoks kahtlemata positiivne muudatus. Käesoleva raamatu kirjutamise ajal on siiski veel vara anda investeeringukonto kohta täpseid juhisteid.

Teadagi on, et rahandusministeerium soovis piirata väärtpabereid, millega saab investeeringukonto abil maksuvabalt kaubelda. See põhjustas suuri vaidlusi, sest elu on alati mitmekülgsem, kui saab seaduses sõnastada. Esialgne kava oli jõustada muudatused juba 2009. aastast, kuid nimetatud vaidlused ja keerukaks muutunud majandusolukord võivad investeeringukonto rakendamise edasi lükata.

Ardo Ojasalu,

IMG Advokaadibüroo nõunik



Kuidas sattusite maksude ja maksunõustamisega tegelema?

1993. a olin Riigikogu liige ja püüdsin leida võimalusi, kuidas saaks Eesti riik oma eelarvet suurendada. Mõõdukate fraktsiooni initsiatiivil saime kokku tollaegse Maksuameti peadirektori Villar Aroniga. Selgus, et maksukogumisega seoses on mitmeid lahendamata probleeme. Soovisin nende lahendamisele kaasa aidata. Mingil hetkel jäin peaminister Laarile silma ja ta pakkus, et peaksin ise midagi reaalselt ära tegema. Sain USAs ja Taanis koolituse, pärast seda asusin ametisse. Edasine on ajakirjanduse vahendusel teada.

Maksunõustamine tuli pärast Maksuametit oma loomulikku arengut pidi. Ikka helistati ja küsiti üht või teist maksunõu, ühe aasta olin FIE-na maksunõustaja ja siis asutasime koos kaasaktsionäridega IMG Konsultant ASi, millest nüüdseks on välja kasvanud Eestis ja Lätis eri äriteenusid pakkuv grupp.

Palun kirjeldage lühidalt, kuidas näeb välja teie tüüpiline tööpäev.

Ma ei ole väga varane startija. Sõidan tööle tavaliselt siis, kui tipptunni ummikud on läbi. Teinekord on vaja ka laps lasteaeda või kooli viia, siis alustan varem. Kontoris on peamine töö arvutiga, päeval eelkõige e-kirjad ja jooksev töö, pärast ametliku tööpäeva lõppu on hea vaikselt ja rahulikus kontoris tassi kohviga pikemaid tekste kirjutada ja materjale läbi vaadata. Päeval on tavaliselt ka kohtumised ja nõupidamised, mulle meeldib ka ise kontorist väljas kliendi juures kohtumistel käia. Seetõttu on kõik päevad üsna erinevad, aga üldjoontes siiski vastavad eelkirjeldatule.

Mis teid selle töö puhul köidab ja just sellel alal hoiab? Mida peate miinusteks?

Meeldib eelkõige see, et saab inimesi aidata ja neile kasulik olla. Teisest küljest on mul ka juba kogutud teadmisi ja kogemusi, mida paljudel ei ole. On loomulik kasutada seda, milles oled tugev. Miinus on vahest see, et kohati kipuvad tööd kuhjuma ja siis tekitab tegemist vajavate asjade surve stressi. Viimasel ajal olen palju kasutanud kolleegide kaasabi ja seetõttu ei ole minu hallata olevate tööde hulk ülearu suur.

Milline on olnud teie senise karjääri põnevaim periood seoses väärtpaberite ja väärtpaberiturgudega? Mille poolest oli see põnev ja mida õpetas?

Kõige põnevam periood oli sajandivahetusel, kui paljud investorid panid pärast esimest turukriisi taas oma portfelle kokku ja enamik neist hakkas aru saama, et *off-shore* 'ide asemel on mõistlik kasutada Eesti uue tulumaksu võimalusi. Sel perioodil tuli palju tegeleda portfellide ümberkorraldamisega. Sel ajal algas ka uus edukas investeerimisperiood, mis lõppes nüüd eelmise aasta teisel poolel. Kogu periood õpetas eelkõige seda, et tõusud ja mõõnad on alati ning iga mõõna järel tuleb tõus ja vastupidi.

Mis on teie arust kõige tähtsam investeerimistarkus – kui saate nimetada vaid ühe?

Edukaks investeerimiseks peab investeerimisobjekti ja tema tegevusvaldkonda väga hästi tundma. Riski maandamiseks pole vaja portfelli diversifitseerida (praeguse kriisi korral kukuvad praktiliselt kõik aktsiad), vaid tuleb täpselt teada viie–kümne ettevõtte näitajaid ja investeerida neisse, mida tunned ja usaldad.

Kokkuvõte

Ühed väärtpaberid kaotavad börsikrahhides ja majanduskriisides väärtust rohkem, teised vähem, kolmandad ei lase ennast peaaegu üldse kõigutada (aga neid on vähe), neljandatega saab oskaja langustest hoopis kasu lõigata. Nüüd, pärast „Väärtpaberite teejuhi” lugemist olete nende kõigiga tuttavaks saanud.

Meenutuseks loetust toogem siin veel kord esile mõned eredamad ja õpetlikumad lõigud raamatu peatükkidest.

Aktsiatest kirjutas Kristjan Hänni: „Parimad aktsiakauplejad on sageli nooremad kui 30-aastased, sest kiire reaktsioon ja väike kauplemismaht annab (uudiste)kauplemises mõningase eelise. Ühtlasi on selles vanuses inimesed tavaliselt ka riskialtimad. Samas saaks suurem osa päevakauplejaid oma nooruse isegi kindlamalt enda kasuks pöörata pikaajalise investeerimise ning suurema aktsiaosakaaluga portfelliga.”

Teisest tähtsast varaklassist, võlakirjadest kirjutas Endriko Vörklaev muu hulgas: „Võlakirjad kui varaklass on tervikuna küll keskmisest vähem riskantne, kuid võlakirjade maailm on väga mitmekesine. Näiteks intressimäärade järsk tõus tähendab pikaajaliste võlakirjade hinna märkimisväärselt langust, mis võib viia algselt turvalisena tundunud võlakirjainvesteeringu sügavasse miinusesse.”

Fondide ja fondiosakute mitmekesist maailma tutvustasid meile Art Lu- kas ja Kaarel Roosa: „Kujuta ette, et külastad koos sõpradega uut hiinapä- rast söögikohta. Teil pole kogemust, millise maitsega toidud nende võõra- päraste nimede taga peituvad, ja seetõttu otsustate tellida kogu seltskonna peale mitu eri rooga ning arve omavahel ära jagada. Sel moel saavad kõik mitut erinevat toitu proovida ja keegi ei saa oma tellimusega täielikult alt minna. Samal põhimõttel toimivad investeerimisfondid.”

Alo Vallikivi ja Ragnar Pees selgitasid, mis on ja kuidas käia ringi tule- tisväärtpaberitega. „Tuletisväärtpaberitega kaupleja peab meeles pidama, et nende hind ei sõltu ainult ühest tegurist, vaid enamasti vähemalt kahest- kolmest muutujast. Näiteks optsiooni alusvara hinnaliikumine võib tule- tisväärtpaberi hinnas kajastuda kohe, kuid tihti tuleb ette, et hind liigub alusvarale hoopis vastupidises suunas,” on üks tarkus, mida tasub meeles pidada.

Villu Zirnask tutvustas muid finantsinstrumente, mille hulk aasta-aas- talt paisub, sest aktsiate ja võlakirjade liikumistega vaid nõrgalt seotud va- rade otsingul on portfelliinvestorite huviorbiiti sattunud ka toorained ja valuutad, samuti kasvav mets, saastekvoodid, kunst jm. „Puud kasvavad ju sõltumata sellest, mis toimub finantsturgudel, ning metsa müüki on suh- teliselt hõlbus ajastada soodsa turukonjunkturi aega, sest puud jätkavad kasvamist (ehk väärtuse kogumist) ka finantsturgude madalaseisu ajal,” kirjeldas ta omadust, mis võib portfelliinvestoreid metsa puhul.

Tõnis Rätsepa portfelliteooria põhimõtete ehk investeerimisportfel- li kokkupaneku jälgimist analüüsivas peatükis on kirjas: „„Värskemad” varaklassid kipuvad alguses näitama kõrgemat tootlust. Seepärast, et va- raklassi tekkides ei näita keegi selle vastu üles suurt huvi ja raha sinna eriti ei tule või tundub varaklass investorite enamikule liialt riskantne ja raskesti ligipääsetav.”

Kalle Viks tegi meid tuttavaks rahamaailma teedevõrgu, jaamade ja sada- matega – väärtpaberituru infrastruktuuriga. Tema peatükist väärib muu hul- gas kõrva taha panekut tarkus: „Turul parima hinnaga tehingutellimuse ehk turutellimuse plussiks on kohene täitmine, kuid investor võtab sellega enda- le hinnariski – tehingu hind sõltub oluliselt turu hetkeolukorrast. Seepärast peaks investoril olema turu hetkeolukorrast hea ülevaade ning ta peaks loo- buma turutellimuse kasutamisest vähem likviidsete väärtpaberite korral.”

Raamatu viimases peatükis kirjutas Ardo Ojasalu IMG Advokaadibüroost väärtpaberitehingute maksustamisest. 2008. aasta sügise valguses võib järgmise tuludeklaratsiooni koostamisel eriti kasulikuks osutada tarkus: „Kahju suurus, mida tohib edasi kanda, ning aastate arv, kui kaua saab kahju edasi kanda, ei ole piiratud. Edasikantav on nii Eestis emiteeritud kui ka välismaal emiteeritud väärtpaberitega kauplemisel saadud kahju.” Kahjuks saab seda kahju maha arvestada ainult väärtpaberitehingutest saadavast kasust, mitte kogu maksustatavast tulust.

Igast selles raamatus jutuks olnud varaklassist saaks kirjutada mitu vähemalt sama paksu raamatut kui see, mida praegu käes hoiate. Seepärast soovitame teil enese investeerimisalast harimist käesoleva raamatuga mitte lõpetada, vaid minna edasi – otsida kirjandust teemade kohta, mis on hakanud teile pärast selle raamatu lugemist rohkem huvi pakkuma. Kindlasti hoidke silma peal ka Tallinna Börsi investorhariduse alasel tegevusel.

