

MEMORANDUM

Kellele: FI infopäeval osalejad

Kellelt: Kilvar Kessler

Kuup.: 20.01.2004

Asi: Analüütikud, analüüs ja investeerimissoovituste andmine. Valitud mõtted Euroopa õigustiku alusel

Finantsinspeksioon ei eelda ega võta kohustust tulevikus värskendada 22.01.2004 infopäeval teatavakstehtud informatsiooni või eraldi teatada selles toimunud muudatustest. Infopäeval väljendatud ettekande ja käesoleva memorandumi autori seisukohad on tema isiklikud ning ilmtingimata ei pruugi väljendada Finantsinspeksiooni seisukohti. Käesolevas materjalis toodu ei ole varalises küsimuses teabe või arvamuse andmine.

A. Alusmaterjal ja põhimõtted.

Käesoleva ettekande allikmaterjalidena kasutasin direktiive 2003/6/EÜ, 2003/125/EK, IOSCO 2003. aasta septembris välja antud müügianalüütikute huvide konfliktide maandamise põhimõtteid ja 04.09.2003 välja antud Euroopa Komisjoni analüüsi finantsanalüütikute headest tavadest Euroopa ühtsel finantsturul.

Analüüsi kohta käivad järgmised põhimõtted:

- analüüs peab olema õige, selge ja mitte eksitav;
- analüüsi saavad koostada ainult kompetentsed analüütikud ausalt ja hoolikalt rakendades oma kõiki oskusi ja teadmisi;
- analüüs peab kajastama selle autori arvamust;
- analüüsi avalikustatakse arvestades kavandatud adressaate ja turu ausust;
- analüütikute tööandjad peavad rakendama süsteemi analüütikute ja nende tööandjate huvide konfliktide tuvastamiseks ja ärahoidmiseks;
- huvide konfliktid tuleb avalikustada.

B. Õigusnormidega reguleerimise eesmärk.

Analüütikute tegevuse reguleerimist analüüsi koostamisel tingivad järgmised tegurid:

- investori kaitse;
- väärtpaberituru aususe kaitse;
- vajadus tagada kvaliteetne ja objektiivne analüüs.

C. Analüütiku mõiste ja liigitus.

Kes on analüütik? Analüütik on kvalifitseeritud investeerimisspetsialist, kes omab teadmisi finantsanalüüsi vallas ja kelle tööandjaks tavaliselt on investeerimisteenuse osutaja või muu kutseline investor.

Mida teeb? Analüütik koostab kolmandatele isikutele analüüse, mis põhinevad tunnustatud finantsanalüüsi teostamise võtetel. Analüütik tõlgendab emitentide, avaliku sektori või tööstussektori majandus-, raamatupidamis-, finants-, strateegilist ja muud informatsiooni vastavate isikute või sektorite tulemuste ennustamiseks ja väärtpaberite väärtuse määramiseks investeerimisotsustuste langetamiseks.

Analüütikuid võib liigitada järgmiselt:

- Müügianalüütiku tööandjaks on väärtpaberivahendaja. Tema analüüs avaldatakse väärtpaberivahendaja klientidele või avalikkusele;
- Ostuanalüütiku tööandjaks on kutseline investor, näiteks fondivalitseja. Nemad analüüsivad, kas investeerimine sobib kutselise investori investeerimisstrateegiaga ja valitsetavate portfelli strateegiaga. Tavaliselt ostuanalüütikute analüüsi ei avaldata kolmandatele isikutele. Ostuanalüütikute analüüs võib põhineda müügianalüütikute analüüsil;
- Võlainstrumentide (*fixed income instruments*) analüütik hindab võlainstrumente ja nende emitentide võimet nõuetekohaselt täita vastavat võlasuhet. Võivad olla nii müügi- kui ostuanalüütikud. Tavaliselt on nende tööandjaks krediidiiretinguagentuurid.

Võib väita, et analüütik ei ole uute emissioonide (*new issues*) spetsialist, ühinemiste ja omandamiste (*mergers and acquisitions*) spetsialist ja kinniste emitentide (*private equity*) spetsialist. Esimene tavaliselt nõustab oma tööandja investeerimisplanganduse/ettevõtte finantseerimise osakonda, kas märkida väärtpabereid. Teine aitab ettevõtte finantseerimise osakonda ühinemiste ja omandamiste tehingute nõustamise töö hankimisel, läbirääkimiste läbiviimisel. Kolmandad analüüsivad kinniseid äriühinguid seal osaluse omandamise kaalumiseks. Samas, Eestis on paljud ülalkirjeldatud funktsioonid segunenud ja analüütiku tööülesandeid täitval isikul tuleb lähtuda ka analüütikutele rakenduvatest nõuetest.

D. Müügianalüütiku analüüs, kui regulatsiooni ese.

Hetkel keskendutakse rohkem müügianalüütikute intellektuaalse väljundi reguleerimisele, kuna see mõjutab avalikkuse hinnangut väärtpaberi või selle emitendi suhtes.

Analüüs (uurimus või muu informatsioon, milles soovitatakse investeerimisstrateegia) on: (1) sõltumatu analüütiku, investeerimisühingu, krediidiuasutuse, reitinguagentuuri või eelviidatud isiku töötaja poolt koostatud informatsioon, milles otseselt ("hoia," "müü," "osta") või kaudselt (nt. hinnasihi väljendamine) väljendatakse investeerimissoovitust finantsinstrumendi või selle emitendi suhtes; (2) eelmises punktis nimetatud isiku poolt koostatud informatsioon, milles otseselt soovitatakse investeerimisotsustust finantsinstrumendi suhtes.

Investeerimissoovituse on jaotuskanalile või avalikkusele mõeldud kirjalik või suuline uurimus või muu informatsioon, milles soovitatakse investeerimisstrateegia. Seega investeerimissoovituse on olemuselt kitsam analüüsist, kuna investeerimissoovituse puhul eeldatakse selle avalikku kättsaadavust suure arvu isikute poolt.

E. Analüüsi ja investeerimissoovituse õigsus ning selgus.

Analüüsi õigsuse ja selguse tagamiseks soovitatakse järgmiste reeglite rakendamist. Oma majandus- või kutsetegevuse käigus investeerimissoovitust koostav või levitav isik on kohustatud: (1) tagama investeerimissoovituses fakti selge eristatavuse tõlgendusest, hinnangust, arvamusest või muust mittefaktilisest informatsioonist; (2) tagama investeerimissoovituse aluseks oleva infoallika usaldusväärsuse ning infoallika mitteusaldusväärsuses kahtluse korral kahtlusele selgelt viitama; (3) tagama projektsiooni, ennustuse ning finantsinstrumendi hinnasihi selge tähistuse sellisena ning viitama selgelt nende kasutamisele; (4) järelevalveasutuse nõudel põhjendama investeerimissoovituse mõistlikkust.

Investeerimisühing, krediidiuasutus, reitinguagentuur või muu isik, kelle peamiseks tegevusalaks on investeerimissoovituse koostamine, ja eelviidatud isiku töötaja, on

(eeltoodule lisaks) kohustatud: (1) avaldama investeerimissoovituse koostamiseks kasutatud peamised infoallikad; (2) koostama kokkuvõtte finantsinstrumendi hindamise, finantsinstrumendi emitendi hindamise, finantsinstrumendi emitendi krediidiireitingu määramise ja finantsinstrumendi hinnasihi määramise alustest ning metoodikast; (3) selgitama iga investeerimissoovituse (nt. “osta”, “müü”, “hoia”) sisu ja viitama asjakohastele riskidele; (4) viitama investeerimissoovituse planeeritud sagedusele, tehtavatele uuendustele ja olulistele muudatustele varem avalikustatud avaldamispõhimõtetes; (5) selgelt märkima investeerimissoovituse esmase levitamise kuupäeva ja investeerimissoovitus nimetatud finantsinstrumentide hinna kuupäeva ja aja; (6) selgelt märkima varem koostatud investeerimissoovituse kuupäeva, kui investeerimissoovitus erineb sama finantsinstrumenti või emitenti käsitlevast viimase 12 kuu jooksul avaldatud investeerimissoovitusest.

Analüüsi koostaja tööandja peab rakendama reeglid, mis aitavad vältida investeerimispanganduse/ettevõtte finantseerimise osakonna ja juhtkonna poolt analüüsi sisu mõjutamist. Tööandjale ebasoodsa analüüsi korral ei tohi analüütikut selle eest otseselt või kaudselt (tasuskeemide kaudu) karistada. Analüüsi koostaja tööandja võib analüüsi korrigeerida faktilise õigsuse saavutamiseks.

F. Analüütikute huvide konfliktid.

1. Allikad.

Analüütikute huvide konfliktide peamiseks allikateks on analüütiku tööandja äritegevus (eelkõige investeerimispangandus), suhted emitentide ja teiste klientidega, analüütiku ja/või tema tööandja osalus või muud finantshuvid analüüsi objektis ja analüütiku tasustamine.

2. Üldised märkused huvide konflikti maandamiseks.

Analüütikute tööandjad peavad määratlema huvide konfliktid investeerimispanganduse ja teiste osakondade vahel, rakendama süsteemi huvide konfliktide ärahoidmiseks, avalikustamiseks, seiramiseks ja dokumenteerimiseks. Süsteemi tõhusust ning toimivust reaalsuses tuleb järjepidevalt jälgida ning katsetada.

3. Investeerimispanganduse tehinguga seotud analüüsi avaldamine.

Investeerimispanganduse osakonna peamine huvi on parimal viisil täita nendele antud volitust väärtpaberite avaliku pakkumise läbiviimiseks esmasturul või muude tehingute tegemiseks (ühinemine, ülevõtmine). Teisalt, väärtpaberite kauplemisega, väärtpaberiportfelli valitsemise ja fondivalitsemise ja investeerimisklientide huvi on saada usaldusväärset ja objektiivset analüüsi tegemaks parimaid investeerimisotsuseid. Analüütikud võivad nõu anda kõigile osakondadele.

Sõltumatud analüütikud aga ei või osaleda hinnatundlike faktide käitlemisel seoses uue emissiooniga või muu tehinguga, välja arvatud kui (1) sellised faktid avalikustatakse enne vastava emitendi kohta selle analüütiku poolt investeerimissoovituse avaldamist või (2) analüütik insaiderina ei koosta analüüsi vastava emitendi kohta. Analüütikute ajutine toomine investeerimispanganduse osakonda peab olema dokumenteeritud. Samas, analüütikud ei tohi alluda investeerimispanganduse osakonnale ega viimasel ja ühelgi teisel ei tohi olla õigust mõjutada analüüsi. Suhtlemine analüütikute ja teiste osakondade vahel võiks käia läbi juriidilise või *compliance* osakonna. Analüütikute tasu ei tohi olla sõltuvuses investeerimispanganduse osakonna tuludest.

Emissiooni korraldavate isikute poolt ei tohiks peale avaliku pakkumise hinnastamist kuni märkimise aja möödumiseni ja väärtpaberite investorite omandisse andmiseni avaldada analüüsi pakutavatest väärtpaberitest ja selle emitendist.

Enne hinnastamist võiks analüüsi avaldada, kuid need ei tohi sisaldada enam fakte, kui seda on kirjas prospektis. Sellisel ajal avaldatud analüüsid peavad sisaldama viidet, millal ja kus saab tutvuda prospektiga ning ei tohi sisaldada investeerimissoovitust. Lisaks võiks sellistes analüüsides kasutada hoiatust, et investeerimisotsustus peab põhinema ainult prospektis toodul ja viide, millistes jurisdiktsioonides taolise analüüsi avaldamine võib olla ebaseaduslik. Eeltoodud lõigud ei rakendu emissiooniga mitteseotud investeerimisteenuste osutajate analüütikutele. Viimased peavad lähtuma analüütikutele ja analüüsile rakenduvatest üldistest nõuetest.

4. Emitentide ja teiste klientidega suhtlemisest tekkivad huvide konfliktid.

Emitenti positiivselt näitav analüüs on emitendi huvides, kuna võib soodsalt mõjuda väärtpaberi hinnale ning seeläbi ettevõtja väärtusele. Vaba konkurentsi tingimustes võivad emitendid otsustada kasutada selle investeerimisteenuste osutaja teenuseid, kelle analüüsid on emitendi suhtes kõige positiivsemad. Teisalt, ka analüütikud on rohkema ja huvitavama teabe saamiseks valmis emitentidega väga hästi läbi saama ning nende soovidele vastu tulema.

Emitendid ei peaks saama analüüsi enne, kui see avaldatakse turule. Emitendid ei tohiks analüütikuid mõjutada ega diskrimineerida lähtudes analüüsist. Emitendid ei tohi analüütikutele panna kohustust toota analüüs võimaldamaks neil osaleda finantsinformatsiooni koosolekul. Emitendid peaksid sätestama sisereeglid analüütikutega suhtlemiseks.

5. Analüütiku osalus analüüsi objektis.

Analüütiku, tema kontrolli all olevate isikute ja lähedaste pereliikmete poolt väärtpaberitega kauplemine võib endas kanda huvide konflikti. Investeerimissoovitus võib mõjutada analüütiku või eelnimetatud isikute positsiooni väärtust väärtpaberites.

Ühe lahendina analüütikud ei peaks omama selle sektori väärtpabereid, mida nad analüüsivad. Väärtpabereid võiks omada fondi osakute/aktsiate või väärtpaberiportfelli valitsemise vormis, mille valitsemist analüütik ei kontrolli.

Analüütik (või tema kontrolli all olevad isiku ja lähedased pereliikmed) ei tohiks olla selle emitendi töötaja, juhatuse või nõukogu liige, mida ta analüüsib või peaks selline fakt olema eraldi avalikustatud.

6. Analüütiku tasustamine.

Analüütiku tasu sõltuvusse seadmine investeerimispanganduse tuludest või muu sarnane analüütiku tasustamise skeem võib tekitada huvide konflikti. Tööandjad peaksid tasustamisel peamiseks aluseks võtma analüüsiga seotud tulemuste (kui õige oli analüüs) mõõtmise. Investeerimispangandusega tegelejad ei peaks saama mõjutada analüütikute tasu.

7. Jaeanalüüs.

Jaeturule mõeldud analüüs võib olla kirjutatud lihtsamas keeles, kuid ei saa sisuliselt erineda hulgiturule mõeldud analüüsist. Hulgiturule mõeldud tasulise analüüsi levikut tuleb piirata takistamiseks info pihkumist jaeturule. Koos jaeturule mõeldud analüüsiga tuleb avaldada ka hulgituru analüüs. Seda öeldes ei tohi tekkida valikulist hinnatundlike faktide avaldamist. Hinnatundlikud faktid tuleb avaldada kõigile.

8. Analüütiku isik.

Analüütikule tuleb sätestada sarnaselt juhtorgani liikmele üldine ausa käitumise kohustus. Analüütikule on soovitatav kehtestada usaldusväärsuse ja sobivuse (*fit & proper*) nõuded. Nõudeid rikkunud analüütik ei tohi tähtajaliselt või alaliselt analüütikuna töötada. Analüütiku tööandja peaks tagama analüütiku regulaarse koolituse väärtpaberituru ja õiguse vallas.

9. Huvide konflikti avaldamine.

Oma majandus- või kutsetegevuse käigus investeerimissoovitust koostav või levitav isik, investeerimissoovituse koostamisega seotud tema töötaja ja investeerimissoovituse koostamisega seotud vastava isikuga samasse kontserni kuuluv isik on kohustatud avaldama oma huvid ja huvide konflikti investeerimissoovituse objektiks oleva emitendi ja finantsinstrumendi suhtes. Huvide või huvide konflikti avaldamine peab sisaldama kõiki suhteid ja asjaolusid, mis võivad kahjustada investeerimissoovituse objektiivsust, eelkõige vastava isiku, investeerimissoovituse koostamisega seotud tema töötaja ja investeerimissoovituse koostamisega seotud vastava isikuga samasse kontserni kuuluv isiku poolt investeerimissoovituse objektiks oleva finantsinstrumendi olulises koguses omamine, sarnane huvi või muu huvide konflikt emitendi suhtes.

Investeerimissoovituse koostanud investeerimisühing, krediidasutus ning eelviidatuga samasse kontserni kuuluv investeerimissoovituse koostanud isik on kohustatud avaldama: (1) investeerimisühingu, krediidasutuse ja emitendi vahelise aktsiaosaluse, kui investeerimisühingu või krediidasutuse osalus ületab 5% emitendi aktsiakapitalist või kui emitendi osalus investeerimisühingus või krediidasutuses ületab 5% investeerimisühingu või krediidasutuse aktsiakapitalist; (2) investeerimisühingu või krediidasutuse muu olulise majandusliku huvi emitendis; (3) selgituse, kas investeerimisühing või krediidasutus on vastava emitendi finantsinstrumendi suhtes turutegija või likviidsuse pakkuja; (4) selgituse, kas investeerimisühing või krediidasutus on olnud viimase 12 kuu jooksul toimunud avalikustatud emitendi väärtpaberite pakkumise korraldaja või üks korraldajatest; (5) selgituse, kas investeerimisühing või krediidasutus on emitendiga sõlminud kokkuleppe, mille objektiks on investeerimispanganduse teenuse osutamine emitendile. Sellise kokkuleppe või lepingu olemasolu ei vabasta investeerimisühingut või krediidasutust finantsinformatsiooni avaldamisest emitendiga viimase 12 kuu jooksul kehtinud lepingu või emitendilt saadud tasu kohta; (6) selgituse, kas investeerimisühing või krediidasutus on emitendiga sõlminud kokkuleppe, mille objektiks on investeerimissoovituse koostamine.