

## Baltikum & Ius Primae Noctis<sup>1</sup>

### Viimase aja huvitavamad sündmused

- Investorid ootavad novembris QE2 „linastumist“ USA-s, et täiendavate meetmetega aeglustuvat majanduskasvu turgutada
- Viimase 15 aasta kõrgeimale tasemele kerkinud jeeni kurss tõi kaasa Jaapani keskpanga (BOJ) interventsiooni valuutaturule. BOJ naasis 0-intresside juurde
- Kiirenenud majanduskasvu ja inflatsioonikartlike kommentaaride ECB-lt tulemustena tugevnes EUR järsult

Indeks	2010 Q3
S&P 500	10,7%
EUROSTOXX50	5,2%
NIKKEI 225	-0,1%
BALTIC Benchmark	18,5%
USD	-11,7%
Jeen	-5,2%

### Kawe Investeerimisfond

30.09.10	NAV	Q3	12 kuud
<b>A osak</b>	105,39	8,0%	8,6%
<b>E osak</b>	10,51	8,0%	8,7%
<b>D osak</b>	11,36	20,3%	1,5%

Võtsime **Nokia**st kasumit seoses juhivahetuse uudisega tekkinud ralliga ja ostsime aktsiad pärast hinna taandumist tagasi. Aktsiaturud said vahepealsest nõrkusest üle, kuid dollari langus kahandas tootlust USD noteeritud positsioonidelt.

Advokaatide nõutud summa **Eesti Telekom**i õiglase hüvitise esindajate määramiseks õnnestus korraliku varuga kokku saada ja investorite osavõtt oli üle ootuste aktiivne. 260 (eks)aktsionäri, kes esindasid ligi 24% sundülevõetud aktsiatest, ühinesid aktiivse variandiga. 5. november on orienteeruv tähtaeg, kus advokaadid peaksid uue avalduse kohtule saatma.

Fondi tootlust on sellel aastal negatiivselt mõjutanud **Tallinna Vee** aktsiahinna langus, mis seondub katsega konkurentsiameti kaudu vee hinda reguleerida. Poliitikud on lootnud sellest saavutada 25% veehinna langust Tallinnas. Kunagine erastamisleping ja aktsionäride leping ei ole avalikud, kuid viiteid neile leiab ettevõtte noteerimisprospektis. Mulle tundub, et kunagi ettevõtte osaluse ostnud Briti veefirma United Utilities (UU) oli lepingut sõlmides valmis ka selliseks olukorraks ja on endale jätnud võimalusi sündmuste käiku mõnevõrra kontrollida. Hetkel on veel lõpule viimata UU poolne varade müük Veoliale (tehingu lõpptähtsimeks on esialgu 28. oktoober), kus muuhulgas sisaldub müügipaketis ka UU osalus Tallinna Vees. Praegusest määramatusest tulenevalt pole siinse vara väärtust lihtne hinnata ja UU-l on seetõttu vast mõistlikum pikaajalise kohtuskäimise asemel saavutada kompromiss, mis küll vee hinda mõnevõrra alandaks, kuid säilitab neile

<sup>1</sup> „Esimese öö õigus“

mõistliku kasumiteenimisvõimaluse. Vaadates kunagist Keskerakonna „vee hinna kontrolli alla võtmist“ Tallinnas, võib vaid nentida, et selle kokkuleppe tulemusena tõusis vee hind küll aeglasemalt, kuid samas pikema aja jooksul ja esialgsest kokkuleppes enam. Nii et pigem oskasid britid toona enda huve päris hästi kaitsta. Jooksvalt jätkab ettevõtte majandustegevust vanade hindade alusel, mille juures kujunevate majandusnäitajate põhjal ettevõtte aktsia hind võiks vabalt kaubelda 2x kõrgemal praegusest. Oktoobri keskpaigaks on tegevjuhi sõnul tal eeldatavasti pilt ees, mis siinmail toimuma hakkab ja siis oskab ettevõtte prognoosida mõju majandusnäitajatele.

Kogu selle ettevõtmise juures ei tohiks poliitikud unustada, et maailmas kujunev konsensus kipub finantsturgudel olema ingliskeelne. Juba praegu on antud juhul suund mulje kujunemisest Eestile ebasoodsaks, vt. näiteks Economist'i blogis šotlasest estofiili J. Oates'i kommentaari<sup>2</sup>. Arvatavasti leitakse siin kohalikule valijale meeldida üritamise ja „välisinvestorite suhtes vaenuliku riigi“ kuvandi vahel siiski mõistlik kompromiss. Praegune „*damaged goods*“ letiotsal olev Tallinna Vee turuhind eeldab juba poliitikute nõutavast märksa suuremat veehinna langust. Kahtlemata ei saa välistada sellise kauba liikumist veelgi enam prügikasti kõrval asuvale riiulile. Siiski ma ei usu, et veehinna ja majandustulemuste langus lõppkokkuvõttes nii suureks kujuneb.

### **Baltikum & *ius primae noctis***

Tagantjärele tundub esimese öö õiguse mõnigi kord kahtluse alla seatud olemasolu Baltikumis omavat nii positiivset (parandas ehk pisut talupoegade genotüüpi?) kui negatiivset, kuna tegemist tundub tänapäeva norme arvestades mõnevõrra barbaarse kombega. Rääkisin kunagi ühele Eesti finantsinspektsiooni (FI) ametnikule selle kombe omamoodi taaselustamisest mitmetes Baltikumi börsiettevõtetes. Nimelt selles vormis, et ettevõtte juhtkond käitub mõnes olukorras oma põhiaktsionäri huvidest lähtudes, mitte kõigi aktsionäride huvides. Näiteks ei osteta aktsiaid tagasi ja ei optimeerita kapitalistruktuuri, kokkuvõttes vältides tütre turuväärtuse suurenemist ja muutes väikeaktsionäride käest aktsiate kättesaamise sobivas turuolukorras odavamaks. Ametniku arvamus oli enam-vähem selline, et aktsiainvestorid peavad ise teadma, kuhu nad oma raha investeerivad ja juhtkonna sellise käitumisega arvestama. Fondiinvestorite õnneks FI näiteks fondide puhul sellisest printsiibist ei lähtu ja on üritanud ühel või teisel juhul sekkuda. Suuremaid riske otsivad aktsiainvestorid peavad aga reeglina ise oma huve kaitsma. FI on siiski Eestis esinenud mõne robinsonaadiga näiteks otsustavalt sekkudes liiga hasartseks muutunud LHV aktsiamängu või pisut toorevõitu võitlusesse kontrolli pärast mõnes kohalikule kapitalile kuuluvas ettevõttes.

Ettevõtte juhtkonna kohustus on parim võimalik tegutsemine **kõigi** aktsionäride

---

2

<http://www.economist.com/blogs/easternapproaches/2010/10/estonia>

huvides<sup>3</sup>. „Parim võimalik“ ei saa põhimõtteliselt olla väga erinevad näiteks Skandinaavias ja Baltikumis. Seega on vähemalt teoreetiliselt võimalik üritada kasutada äriseadustiku vastavaid paragrahve, mis näiteks juhtkonnalt ettevõtte suhtes lojaalsust ja parimat käitumist nõuavad, ja üritada selliselt nende käitumist väikeaktsionäride huvides mõjutada. Osalt takistab seda ehk meie varasemast praktiliselt õigusteta ajaloost tulenev hirm, et selliselt käitudes võib põhiaktsionär ju valida käitumismudeli (näiteks ei maksa enam üldse dividende), mis veelgi enam väikeinvestorivaenulik. Minu arvates on see hirm enamjaolt põhjendamatu. Viibime sisult samas õigusruumis, kus arenenud Euroopa. Seega peavad põhiaktsionärid järjest enam arvestama väikeaktsionäride võimalustega oma huvide kaitseks kohtusse pöörduda. Kohtuasjade tõenäosus pigem kasvaks, kui põhiaktsionär oma praktikad veelgi ebasõbralikumaks muudaks.

Praegugi on mõnel investeerimisfondil sellistes ettevõtetes (olnud) suur osalus, mõnel juhul saavutatud ka positsioon ettevõtte nõukogus. Viimaste aastate praktika näitab, et reeglina nende soovide suhtes põhiaktsionäri poolt kontrollitavas nõukogus osavõtlikust ei ilmutata. Ehki mitmel sellisel juhul on olnud alust kohtuasjaks, jääb see investeerimisfondide puhul pahatihti selle taha, et kaasnevad märkimisväärsed kulutused õigusabile ja riigilõivudele tuleks katta fondivalitsejal. Kui fondi tingimustes

---

<sup>3</sup> Hea ülevaade Briti vastavast praktikast: [http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/GGSL/promovendicongres200/chalcoshi/Paper\\_Chunyan\\_Fan.pdf](http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/GGSL/promovendicongres200/chalcoshi/Paper_Chunyan_Fan.pdf)

sellist võimalust otsesõnu pole, puudub võimalus nende kulude tagasisaamiseks fondi arvelt isegi eduka hagemise korral ja on olemas risk, et põhiaktsionäri õnnestub heade advokaatide abil kohtus tõestada, et Baltikumis kehtivadki teistsugused äritavad, kui mujal maailmas. Tagatipuks peaks fondivalitseja kinni maksuma ka sellise absurdsuse tõestamisega hakkama saanutele makstud väärrikad õigusabikulud.

Investeerimisfondid on seetõttu üpris hambutud aktsionäride õiguste eest võitlejad. Norma ja Eesti Telekomis puhul on põhiaktsionärid praktiliselt oma eesmärgi juba saavutanud ja ehki mõningad küsimused äripraktikate osas võivad kerkida üles ka Eesti Telekomis õiglase hüvitise nõudmise osas, on antud juhul tegemist peenrahaga.

Siiski võib siinsest praktikast olla kuigivõrd kasu ka Leedus. Sarnane paragrahv, mille alusel me siin Eestis klassihagi pärast sundülevõtmist moodustasime, on olemas ka seal ja võib olla kunagi näiteks TEO kontekstis oluline. Hiljuti Leedus toimunud investorite ühishagis seoses Lifosa aktsiate sundülevõtmisega seda võimalust rakendada ei üritatud. Tegu on sarnaselt Eestile võimalusega, mida kunagi varem pole Leedus kasutatud. Üks kohalik investor nentis, et kuna Leedus on tema arvates üldse viis kohtunikku (nimesid ta kahjuks ei täpsustanud), kes teavad terminit „lihtaktsia“, on selliste kohtuniku jaoks uudsete ja keerukate asjadega raske kuhugi jõuda. Paralleel Eestiga võiks aga olla väikeaktsionäridele abiks ka seal. Selgeks plussiks osalejatele on eelkõige madalamad

kulud. Meie ürituse puhul oli kulu saadud summa (93+7 EEK) kohta 1,5%, Leedus olid advokaadid nõus Lifosa täiendava nõude kallale asuma ca 2% ettemaksuga (1 LTL aktsia kohta, mille eest maksti 47 LTL) pluss kohustuvad osalevad eksaktsionärid maksma 25% edukustasu (meil aktiivsel osal 10%).

### Aasia Tiigrite uus buum, millal Baltikumis?

Järgnevas tabelis on toodud 30.06.97-30.06.98 Aasia riikide valuutades ja aktsiaturgudel Aasia kriisi käigus aset leidnu.

Riik	Valuuta muut\$, %	Aktsiaturu muut, %	Muut\$ kokku, %
<b>Taiwan</b>	<b>-19,04</b>	<b>-16,41</b>	<b>-32,33</b>
L.-Korea	-35,32	-60,04	-74,15
Singapur	-15,18	-46,34	-54,49
<b>Hong-Kong</b>	<b>0,00</b>	<b>-43,78</b>	<b>-43,78</b>
Tai	-41,47	-49,30	-70,33
Filipiinid	-36,75	-37,34	-60,37
Malaisia	-38,87	-57,71	-74,15
Indoneesia	-83,57	-38,46	-89,89
Jaapan	-17,41	-23,17	-36,55

#### Alikas: Hiina Keskpank

Kahtlemata on siin oma rolli mänginud kriisiga hästi hakkama saanud „emamaa“ Hiina mõju, mis Hong-Kongi ja Taiwani langust teistega võrreldes vähendas. Tähelepanuväärne on ka see, et need riigid ei lasknud oma valuutasid nii kergelt allavett, kui teised. Hong-Kongis oli meiega sarnaselt valuutakomitee ja Taiwan stabiliseeris valuutaturgu suures mahus reserve kasutades.

Uue majandusbuumini jõuti Aasias umbes 10 aastaga. Tänapäevaks 2008/09 ajutise tagasilöögi saanud buum ja välisraha jätkuv sissevool on juba viinud mitmed sealsed riigid punkti, kus tõsiselt tegeletakse väliskapitali tulva piiramisega. Eesmärk on vältida selle

(taaskord) kiire lahkumisega kaasnevat võivat kriisi. Taiwan oli esimene Aasia riik, kes rakendas pärast 2008/09 kriisi kapitalikontrolli, piirates 2009 novembris välisraha investeringuid pangadeposiitidesse. Kohalik keskpank karmistas selle aasta jaanuaris veelgi piiranguid, kohustades pankasid andma suurte välismaiste Taiwani dollarite hoiustajate nimesid turujärelevalvele ja andes neile vaid ühe nädala kas oma raha riigist väljaviimiseks või aktsiatesse investeerimiseks. Mitmed teised regiooni riigid on pärast seda liikumas samas suunas.

Kriisijärgsed liikumised aktsiaturul näitavad, et hoolimata kümne aasta möödumisest pole „tiigrite“ aktsiaturgudel (välja arvatud Hong-Kong) 1997 tippudele õnnestunud tõusta. Graafikul on nelja „Aasia tiigri“ (Hong-Kong, Taiwan, Singapur, Lõuna-Korea, edaspidi AT) aktsiaturgude ajaloolise käitumise.



Selgemast tõusutrendist saab ehk rääkida alles pärast järgmise globaalse mulli (Nasdaq) lõhkemist 2001 aastat.

Ennast tõvevoodist välja upitavatele põduratele „Balti tiigritele“ (BT) võib ühe sarnasusena suhteliselt paremini hakkama saanud AT-tega juba lukku lüüa püsima

jäänud valuutakursi. Samas oli langus aktsiaturgudel osalt seetõttu sügavam ja pikemaajalisem, kuna paljude välisinvestorite pikaksveninud veendumus kohese devalveerimise suhtes piiras pikka aega investeringuid ja järsk tõus korrigeeris selle vaate kadumise.

Ilmselt leiaks küsimus Baltikumi „emamaa“ osas mõnevõrra erinevaid vastuseid lähtuvalt näiteks sellest, kas vastaja juhtub olema Vähja Tiit või mõni ennast rohkem Euroopa turgudega siduja. Kokkuvõttes polegi ju paha, kui neid „emasid“ hulgem ja häda korral ühe või teise poole saab pöörduda. Isegi Euroopas on asjad liikumas meile soodsas suunas. Teises kvartalis kiirenes eurosooni majanduskasv Eurostati andmetel 1%-ni (q-o-q), viimase nelja aasta kiireim kasv. Leedus kiirenes kasv isegi 3,2% tasemele. Ehk saab Venemaa selliste toorainehindade juures kuidagi ka oma asjadega enam-vähem joone peal oldud.



Vähemalt senine Baltikumi aktsiaindeksite ajalugu näitab Eestit teistest BT-dest kõrgema lennuga olevat. Siin on oma roll tõenäoliselt meile lähemal asuval Skandinaavial. „Extra“ pealkirja juurde tagasi tulles on meil neist ka sellisel aeg-ajalt ebamugavusi tähendanud

moel ikkagi ilmselt rohkem kasu, kui kahju olnud.

2007 tipp oli Eestis oluliselt kõrgemal, kui 1997 mullistumine. Kass polnud seega surnud vaid on kippunud ka pärast põrget varsti edasi ronima.



Primitiivne paralleel AT-dega lubaks meile uut majandusbuumi kunagi aastaks 2017 koos samaaegse uue mulli lõhkemisega kohalikul aktsiaturul. Skandinaavlaste rakendatud eristandardi kadumine Baltikumis ja väärtuse suurendamisele suunatud praktika kasutamine kõigis börsifirmades (või seda ennetada üritav väikeaktsionäride mõningase preemiaga väljaostmine) moodustab osa sellest tõusust.

Kristjan Hänni  
kristjan@kawe.ee