

Unustamatu 2011

Viimase aja huvitavamad sündmused

- Telekomide kaasuses anti välja riigipoolsed tõendid
- Euroopa Keskpank on oma likviidsusoperatsioonidega järjest suuremas ulatuses asendamas pankadevahelist rahaturgu
- Pikalt ECB intressialandamist ignoreerinud EURIBOR-id hakkasid lõpuks langema
- USA majandusnäitajad oodatust tugevamad

Indeks	2011 Q4
S&P 500	11,2%
EUROSTOXX50	6,3%
NIKKEI 225	-2,8%
BALTIC Benchmark	-3,17%
USD	3,4%
Jeen	3,6%

31.12.2011	Osakaal, %
Rahajääk	4,69%
CISCO SYSTEM INC	2,83%
DANSKE BANK	2,65%
INDEXCHANGE DAX EX	3,29%
EKSPRESS GRUPP	3,03%
FORTUM OYJ	3,35%
SWEDBANK AB	1,62%
GOLDMAN SACHS	3,54%
HARJU ELEKTER	4,63%
HSBC HOLDINGS	3,73%
LYXOR ETF JAPAN TOPIX	2,94%
NORDECON INTERNATIONAL	3,65%
NOKIA OYJ GER	3,03%
NOKIA AB OYIJ	1,53%
NORDEA BANK	1,88%
PREMIA FOODS	2,62%
SEB A SHARE	3,64%
SNAIGE	1,60%
SPDR S and P 500 ETF TRUST	3,93%
TALLINK GRUPP	9,28%
TELEFONICA	2,99%
TEO LT	9,50%
TALLINNA VESI	3,32%
AKTSIAD KOKKU	78,57%
DANSKE BANK EUR S 20.03.13-16	5,05%
IRISH TBILL 5% EUR 18.10.20	3,32%
LATVIAN T-BOND 02.12.15	1,13%
LATVIAN T-BOND 04.02.21	5,19%
RAIFFEISEN ZENTRB 05.03.19	1,99%
VÕLAKIRJAD KOKKU:	16,68%

Kawe Investeerimisfond

31.12.11	NAV	Q4	12 kuud
A, E osak	9,3706	-1,3%	-17,1%
D osak	9,6956	-4,5%	-19,8%

Fondi rahajääk on tavatult väike, kuna hinnatase turul pakkus võimalusi mõistliku hinnaga investeerimiseks. Aastalõpus portfellis olev Swedbank'i aktsia oli kauplemispositsioon, mis hetkeseisuga enam portfellis ei sisaldu. Mõne kuu perspektiivis peaks raha laekuma ka Snaigest, mis oli tänu strateegilisele müügile +95,5% tõusuga Baltikumi üks enimtõusnud aktsia eelmisel aastal.

„Aasta otsa pidasime nõu...“

Meie täiendava hüvitise nõue TeliaSonerale Eesti Telekomide aktsiate eest on täiesti apoliitiline. Selline tehingustruktuur oli kindlamaks euro saamiseks riigi jaoks eesmärgipärane. Meie eesmärk on ära kasutada neid argumente, mis aitaksid kaasa täiendava hüvitise saamisele TeliaSoneralt, mitte otsida ja välja tuua selle saavutamisel ebaolulisi andmeid meile lõpuks ometi kättesaadavaks tehtud tõenditest. Seetõttu oli

riigipoolne viivitus tõendite väljastamisel mõnevõrra murettekitav. Eriti seetõttu, et TeliaSonera esindaja pidas kunagi eravestluses kohaseks väita: „Üks on igatahes täiesti kindel – neid pabereid ei näe te mitte kunagi!“

Kõik, mis puudutab tahtevastaselt omandi võõrandamist, peaks olema läbi viidud ausalt ja läbipaistvalt. Riik pole antud menetluses meie vastaspooleks vaid eeldatavalt võimude lahususe printsiipi austav neutraalne osapool.

Rahandusministeeriumil läks meile tõendite (2004 ja 2009 tehtud Eesti Telekomi väärtuse analüüsid, valitsuse otsused jms seoses aktsiate müügiga) väljastamiseks üheksa kuud. Sellel nädalal saame teada, milliste piirangutega saame tõenditega tutvuda. Seetõttu ei saa veel täie kindlusega väita, et nende abil saame edasi liikuda kohtuasja sisulisse faasi. Kui andmete avaldamise ulatus on piisav, oleks lõpuks ometi väikeaktsionäridel võimalus saada vastuseid küsimustele, millele põhiaktsionär ülevõtmist otsustanud üldkoosolekul ja seni ka kohtuprotsessis ei ole pidanud vajalikuks vastata. **Millistel eeldustel** on leitud, et aktsia õiglase hind on 93 krooni? Kas ettevõtet on hinnatud eeldades parimat võimaliku käitumist väärtuse suurendamisel? Kas on arvestatud Eesti peatse kuulumisega eurotsooni? Teada on, et riik kauples lisaks sellele hinnale välja rea lisatingimusi. Ostjapoolne nõustumine täiendavate tingimustega viitab tavaliselt sellele, et väärtus on ostuhinna komponendist suurem. Kokkulepitud maksukäitumisel on rahaline tulem riigi jaoks ja ontlik eraettevõtja ei sea

tavaliselt oma ettevõtmise eesmärgiks maksutulude maksimeerimist. Mäletatavasti nõudis riik müügiotsuse langetamisel täiendavalt kokkulepet erakorraliseks dividendimakseks ja kolmeks aastaks fikseeritud dividendipoliitikat, mis riigile jätkuvaid maksutuluseid tähendas. Kui palju peaks nüüd seda olukorda hüperboolima, et sellise konstruktsiooni sisuline probleem – ülevõtmise sihtisikutele rahaliselt mitteekvivalentsete tingimuste rakendumine ning võimalik, et alla põhjendatud väärtuse aktsiate sundülevõtmine teistelt aktsionäridelt, oleks kõigile silmatorkav? Kui aktsiad oleks TeliaSonera antud tasuta ja vastutasuks oleks kokku lepitud dividendipoliitika paarikümneks aastaks, oleks probleem kõigile ilmne. Kombinatsioonile „enam-vähem hind + mõned aastad kokkulepitud dividendipoliitikat“ vaatame avalikku huvi mööndes läbi sõrmede?

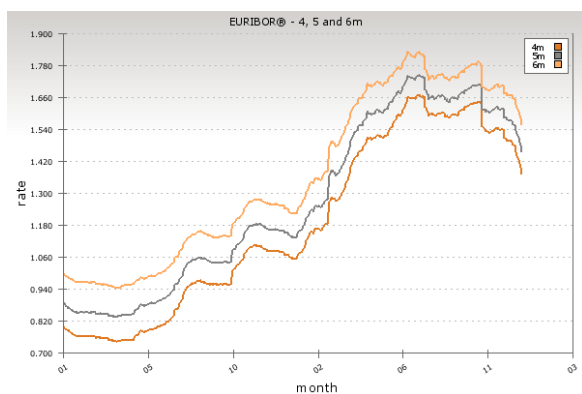
Loodetavasti õnnestub meil näidata, et selline võimalus on ülevõtja jaoks seotud märkimisväärse õigusliku riskiga, mida edaspidi ehk ei soovita seetõttu võtta.

Unustamatu 2011

Lõppenud aastast tuleb meelde lausa mitme aasta jagu esialgu turgudel pigem negatiivset tähendanud sündmusi: Jaapani maavärin ja tuumakatastroof, Araabia kevad, Euroopa võlakriis... Investori jaoks on selliste üleelamiste järgselt tavaline selliste (ja üldiselt mistahes ootamatute) sündmuste tõenäosust mõnda aega suuremaks hinnata¹ ja vastavalt (liig)konservatiivselt käituda.

Pragmatilisem on aga sellised sündmused investeerimiskaalutlustes pigem tahaplaanile jätta, mõnel juhul aga selliste sündmuste tõenäosust edaspidi hoopis madalamaks hinnata.

Tänu ECB enneolematu mahus likviidsuse pakkumisega Euroopa pangandussüsteemile, on mõningaid märke olukorra stabiliseerumisest Euroopa võlakriisis. Viimased riikide võlaoksjonid on toimunud madamate intressidega, kui varasemad ja EURIBOR-id on hakanud langema.



Ehki ECB on intresse alandanud, pole üksteise suhtes umbusklikud pangad seda langetamist reaalmajandusse kuni viimaste kuudeni täies mahus läbi lasknud. Endiselt on vahe euriboride ja ECB refinantseerimismäära vahel tavalisest kõrgem. Ruumi normaliseerumiseks on märkimisväärselt nii võlaturul ja tavaliselt selle tuules ka aktsiaturul.

Kristjan Hänni

kristjan@kawe.ee

¹ Põhjalikult sellel teemal näiteks: „**Thinking, Fast and Slow**”, Daniel Kahneman