

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Tiia Annus

**ÕIGLANE HÜVITIS EESTI REGULEERITUD TURUL
NOTEERITUD AKTSIA EEST SUNDÜLEVÕTMISE KORRAL**

Magistritöö

Õppekava Ärirahandus ja majandusarvestus, peaeriala Ärirahandus

Juhendaja: Kalle Ahi, MA

Tallinn 2018

Deklareerin, et olen koostanud töö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 13 009 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Tiia Annus

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 162872TARM

Üliõpilase e-posti aadress: tiia.annus@gmail.com

Juhendaja: Kalle Ahi, MA:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. AKTSIATE SUNDÜLEVÕTMINE.....	8
1.1. Sundülevõtmise põhjused	8
1.2. Regulaatiivne raamistik.....	13
1.2.1. Sundülevõtmise pärast ülevõtmispakkumist	13
1.2.2. Sundülevõtmise siseriikliku õiguse alusel	17
2. ÕIGLANE HÜVITIS AKTSIA EEST	20
2.1. Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldus ja turuhinna meetod	20
2.1.1. Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldus	20
2.1.2. Turuhinna meetod.....	26
2.2. Alternatiivsed meetodid õiglase hüvitise määramisel	28
2.2.1. Diskonteeritud rahavoogude meetodid.....	28
2.2.2. Väärtuskordajate võrdlusmeetod	32
2.2.3. Muud meetodid.....	34
3. EESTI REGULEERITUD TURUL NOTEERITUD AKTSIATE SUNDÜLEVÕTMINE	36
3.1. Andmed ja metoodika.....	36
3.2. Aktsia väärtuse hindamisel kasutatud meetodid.....	37
3.3. Vähemusaktsionäridele avalikustatav informatsioon ülevõtmisaruan­des	44
3.4. Audiitori ülevõtmisaruan­de kontroll	46
3.5. Soovitused praktika parandamiseks.....	48
KOKKUVÕTE	50
SUMMARY	53
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	56

LÜHIKOKKUVÕTE

Aktsiate sundülevõtmine (inglise keeles *squeeze-out*) kui enamusaktsionäri õigus kohustada vähemusaktsionäre talle oma aktsiad müüma õiglase hüvitise eest on tänapäeval regulatiivses raamistikus ning majanduskeskkonnas tavapärane nähtus. Peamiseks probleemkohaks sundülevõtmiste puhul on aga aktsia eest tasutava hüvitise suuruse määramine. Tulenevalt asjaolust, et aktsiate eest makstava hüvitise määrab reeglina enamusaktsionär, on sundülevõtmised toonud kaasa märkimisväärse arvu kohtuvaidlusi nii Eestis kui ka rahvusvahelises praktikas. Käesoleva magistritöö eesmärgiks on seega tuvastada reguleeritud turul noteeritud aktsiaseltside sundülevõtmistel rakendatavad hüvitise määramise meetodid ning esitada teoreetilise kirjanduse ja kohtupraktika abil selged põhimõtted Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia eest õiglase hüvitise määramiseks sundülevõtmise korral. Töö alameesmärgiks on teha kindlaks sundülevõtmise hüvitise määramisel Eesti praktikas esinevad puudused ning esitada omapoolsed soovitused olemasoleva turupraktika parandamiseks. Uurimuse tulemusel selgus, et regulatiivseid nõudeid arvestades on peamiseks väärtuse hindamise meetodiks turuhinna meetod, kuid selle meetodi rakendamisel esineb teatud kitsaskohti. Kohtupraktika pinnalt on vähemusaktsionäri täielikuks kompenseerimiseks sobivaim meetod omakapitali või ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimise meetod. Dividendide diskonteerimise meetod ei ole sundülevõtmiste kontekstis rakendamiseks sobiv ning samuti on Eesti turu väiksuse tõttu keeruline lähtuda aktsia väärtuse hindamisel ainult väärtuskordajate võrdlusmeetodist. Vähemusosaluse allahindluse rakendamine aktsia väärtuse hindamisel ei ole asjakohane, kuid mittelikviidsuse allhindluse rakendamine võib olla sobiv arvestades aktsia likviidsust enne sundülevõtmist. Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsiate sundülevõtmiste praktikas on valdav turuhinna meetodi rakendamine. Ülevõtmisaranded lähtuvad üldjuhul vaid ühest hindamismeetodist. Nii ülevõtmisaranded kui ka audiitorkontrolli aruanded käsitlevad harva mitmeid alternatiivseid hindamise meetodeid, mistõttu valitud meetodi sobivuse ja kohasuse põhjendus on pigem formaalne kui sisuline.

Võtmesõnad: aktsiate sundülevõtmine; õiglase hüvitis; hindamismeetodid; reguleeritud turg

SISSEJUHATUS

Aktsiate sundülevõtmine (inglise keeles *squeeze-out*, *freeze-out*) tähendab ettevõtte enamusaktsionäri õigust sundida vähemusaktsionärid müüma neile kuuluvad aktsiad enamusaktsionärile teatud hüvitise eest (Report of the High Level Company Law Experts.. 2002, 11). Selline enamusaktsionäri õigus on tänapäeva õigusruumis tavaline nähtus ning toimib regulatiivses raamistikus sundülevõtmise õiguse teostamise ja hüvitise määramise kohta. Kuivõrd vähemusaktsionäril puudub tavapäraselt sundülevõtmise olukorras otsustusõigus nii oma vara üleandmise kui ka selle eest makstava hüvitise üle, siis on aga sundülevõtmiste läbiviimisel tõusetunud mitmeid rakenduslikke probleeme ja kohtuvaidlusi.

Üks oluline probleemkoht seoses sundülevõtmistega peitub vähemusaktsionärile makstava hüvitise suuruse määratlemises. Tulenevalt asjaolust, et vähemusaktsionär peab saama vara omandiõiguse kaotamise eest õiglaselt kompenseeritud, omab esmapilgul juriidilises raamistikus toimiv protsess tugevat rahanduslikku puutumust. Finantsvara väärtuse hindamine on teadaolevalt üks rahanduse valdkonna keskseid teemasid ning leidnud just sundülevõtmiste kontekstis rohkesti rakendust.

Aktsiate sundülevõtmist on Eesti teadustöodes uuritud magistritöö tasandil peamiselt juriidilistes uurimustes. Nimetatud tööd on keskendunud enamasti sundülevõtmise kui juriidilise institutsiooni kitsaskohtadele vähemusaktsionäride kaitse vaatest. Majandus-alastes teadustöodes on aga käesolev teema pälvinud tagasihoidlikku tähelepanu. Näiteks on Marko Aasa uurinud oma Tartu Ülikooli Majandusteaduskonnas kaitstud bakalaureusetöös sundülevõtmisi kõigis Eesti ettevõtetes ning käsitleb teatud ulatuses ka reguleeritud turul noteeritud ettevõtetega seonduvat. Võttes aga arvesse, et reguleeritud turul kauplevate ettevõtete sundülevõtmisel rakendatakse nii regulatiivsest kui ka praktilisest vaatest erinevaid protseduure ja väärtuse hindamise meetodeid, siis vajab just reguleeritud turul noteeritud ettevõtete aktsiate sundülevõtmine eraldiseisvat uurimist. Reguleeritud turul kauplevate aktsiate sundülevõtmisega seonduva uurimist õigustab veelgi asjaolu, et avalikel turgudel kauplevatel ettevõtetel on

üldjuhul rohkem aktsionäre ning seega omab ka vähemusaktsionäride sundülevõtmine suuremat kandepinda üldise investeerimiskeskonna kontekstis.

Uuritav teema on aktuaalne seetõttu, et reguleeritud turul noteeritud aktsiate sundülevõtmise käigus määratud hüvitise suurusega seonduv on toonud nii Eestis kui ka välismaal kaasa märgatavalt palju kohtuvaidlusi. Näiteks toob töö autor välja hiljuti lahenduse saanud AS Eesti Telekom aktsiate sundülevõtmise TeliaSonera AB poolt, kus määrati kohtuvaidluse tulemusel vähemusaktsionäridele täiendav hüvitis. Hüvitise suuruse määramisega seotud arvukate kohtuvaidluste olemasolu on ühtlasi nähtav näiteks Saksamaal ja Ameerika Ühendriikides läbiviidud uurimustest. Reguleeritud turul noteeritud aktsia eest õiglase hüvitise määramisel kasutatavate meetodite rakendamise ja nende kitsaskohtade selgitamine täidab töö autori hinnangul kahepoolset eesmärki. Esmalt on ülevõtjal, tema finantsnõustajal ja ülevõtja poolt määratud ülevõtmisaruanne kontrollival audiitoril võimalik täpsemalt mõista väärtuse hindamisega seonduvaid kaalutluskohti senise Eesti ja välismaa kohtupraktika pinnalt. Teisalt omab nimetatud probleemkohtade selgitamine vähemusaktsionäride kaitse eesmärki, kellel on tihti keeruline omada selget ülevaadet nii noteeritud ettevõttega seonduvat sundülevõtmise regulatiivsetest nõuetest kui ka väärtuse hindamise senisest praktikast. Väärtpaberiturgudele investeerivad erineva teadmiste taustaga inimesed.

Käesolevas magistritöös uuritakse Eesti reguleeritud turul noteeritud ettevõtete aktsiate sundülevõtmisel makstava hüvitise suuruse määramisega seonduvat. Magistritöö eesmärgiks on tuvastada reguleeritud turul noteeritud aktsiaseltside sundülevõtmistel rakendatavad hüvitise määramise meetodid ning esitada teoreetilise kirjanduse ja kohtupraktika abil selged põhimõtted Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia eest õiglase hüvitise määramiseks sundülevõtmise korral. Töö alameesmärgiks on teha kindlaks sundülevõtmise hüvitise määramisel Eesti praktikas esinevad puudused ning esitada omapoolsed soovitusel olemasoleva turupraktika parandamiseks. Eesmärgi täitmiseks on püstitanud töö autor järgmised uurimisküsimused:

- 1) Millised on sundülevõtmise peamised põhjused?
- 2) Milline on regulatiivne raamistik Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia sundülevõtmisel?
- 3) Milliseid aktsia väärtuse hindamise põhimõtteid ja meetodeid rakendatakse Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia sundülevõtmisel õiglase hüvitise määramiseks?

- 4) Milliseid probleemkohti esineb uuritavate sundülevõtmiste puhul praktikas nii hindamismeetodite rakendamisel, vähemusaktsionäridele avalikustatavas informatsioonis kui määratud hüvitise järelkontrollis sõltumatu audiitori poolt?

Magistritöö eesmärkide saavutamiseks viiakse esmalt läbi kvalitatiivne uurimus teaduskirjanduse ja kohtupraktika abil, selgitamaks erinevate väärtuse hindamise meetodite kasutamise võimalikkust ja kitsaskohti Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsiate sundülevõtmiste kontekstis. Sellele järgneb empiiriline uurimus Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsiate sundülevõtmistest aastatel 2002-2017, mille abil tuvastab töö autor senise sundülevõtmistega seonduva praktika ning probleemkohad. Töö empiiriline uurimus põhineb töö autori poolt käsitsi kogutud informatsioonil, mille peamiseks allikateks olid aktsiate ülevõtmisaranded, ülevõtmispakkumise dokumendid ja audiitorkontrolli aruanded. Nimetatud aruanded ja dokumendid on kogutud Tallinna börsil avaldatud teadetest ja üldkoosolekute materjalidest, ettevõtete Äriregistri avalikest toimikutest ning Finantsinspektsiooni koduleheküljelt.

Töö esimeses peatükis antakse ülevaade sundülevõtmise põhjustest ja regulatiivsest raamistikust, mille alusel sundülevõtmine toimub. Ülevõtmise põhjused ning regulatiivne raamistik omavad olulist mõju sundülevõtmisel rakendatavate väärtuse hindamise meetodite valikul, mistõttu vajavad need kaks teemat eraldiseisvat tähelepanu. Magistritöö teises peatükis käsitleb töö autor erinevaid praktikas kasutusel olevaid meetodeid ning nende rakendamise võimalikkust ja kitsaskohti Eesti reguleeritud turul kaupleva aktsia sundülevõtmisel hüvitise määramiseks. Esimesena käsitletakse ülevõtmispakkumiste järgsete sundülevõtmistega seonduvat ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldust ja selle aluseks olevat turuhinna meetodit. Teise peatüki teises alapeatükis käsitleb töö autor muid meetodeid, mida saab rakendada aktsia eest õiglase hüvitise leidmisel kui sundülevõtmine ei toimu vahetult pärast ülevõtmispakkumist või kui ülevõtmispakkumisega seonduv regulatiivselt paika pandud hüvitise määramise meetod ei ole rakendatav. Töö kolmandas peatükis toob töö autor empiirilise uurimuse abil välja Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsiate sundülevõtmisel aastatel 2002-2017 kasutatatud meetodid, tuvastab praktikas esinevad probleemkohad ning annab omapoolsed soovitused praktika parandamiseks.

1. AKTSIATE SUNDÜLEVÕTMINE

Aktsiate sundülevõtmisega seonduvad probleemkohad on leidnud kajastamist mitmetes teaduslikes uurimistöodes. Töö autor annab käesolevas peatükis ülevaate olulisematest teaduskirjanduses toodud teoreetilistest seisukohtadest seoses sundülevõtmise põhjustega. Lisaks toob töö autor välja regulatiivse raamistiku Euroopa Liidu ning Eesti tasandil, mis on vajalik mõistmaks sundülevõtmise toimumise protsessi ning dünaamikat. Käesolevas töös on sundülevõtmine selgelt piiritletud olukordadega, kus enamusaktsionäri tekib kohalduva regulatsiooni alusel õigus sundida vähemusaktsionäri talle oma aktsiad hüvitise eest üle anda.

1.1. Sundülevõtmise põhjused

Aktsiate sundülevõtmine oma olemuselt toob teravalt välja huvide konflikti ettevõtte enamusaktsionäride ning vähemusaktsionäride vahel. Vähemusaktsionäridel on õigus oma vara vastavalt oma soovile hallata ja käsutada, samas võib aga enamusaktsionäri ning ettevõtte tegevuse vaatest vähemusaktsionäri sellise õiguse absoluutne säilitamine osutada problemaatiliseks.

Üks varasemaid sundülevõtmisega seotud reeglistikke Euroopas pärineb Ühendkuningriikidest, kus 1950. aastatel kasutati ülevõtmiste sihiks olevate ettevõtete juhatuste poolt mitmeid ebaõiglaseid meetmeid ülevõtmiste tõrjumiseks. Üldjuhul jäid juhatuse tegevuse tõttu kaotajaks just ettevõtte vähemusaktsionärid, kellel puudus piisav sõnaõigus ülevõtmispakkumise ja selle hinnastamise osas. Seetõttu võetigi Ühendkuningriikides vastu esimesed reeglid ülevõtmiste ning vähemusaktsionäri kaitse osas aastal 1959 (täpsemalt *Notes on Amalgamation of British Businesses*). (Mukwiri 2013, 434-435) Euroopa Liidu õiguse raamistikuni ülevõtmispakkumisteks ning sundülevõtmisteks jõuti alles aastal 2004 (EN direktiiv 2004/25/EÜ).

Euroopa Liidu õigusliku raamistiku paikapanemisel leiti, et sundülevõtmine on õigustatud järgmistel põhjustel (Report of the High Level Company Law Experts.. 2002, 60-61):

- 1) Ülevõtmispakkumise järgne vähemusaktsionäri allesjäämine toob enamusaktsionäri kaasa mitmeid otseseid ja alternatiivkulusid ning riske, muu hulgas:
 - a. Enamusaktsionär kannab kulusid seoses asjaoluga, et tal ei ole võimalik täielikult integreerida omandatud ettevõtte oma gruppi seondult oma tegevuste, varade kasutamise, organisatsiooni ja finantsjuhtimisega. Vähemusaktsionäride jätkuv olemasolu pärsib enamusaktsionäri võimalust ettevõtet efektiivselt juhtida oma grupi osana ning seetõttu vähendab ettevõtte ülevõtmisega saadavat kasu.
 - b. Enamusaktsionär kannab otseseid kulusid hoidmaks üleval vajalikku infrastruktuuri aktsionäride üldkoosolekute läbiviimiseks, millest on õigus osa võtta ka vähemusaktsionäridel (teavitused, toimumiskoht, andmete avalikustamine jm), ning seondult muude vähemusaktsionäride õigustega (nagu näiteks aktsionäride koosolekute kokkukutsumine, taotlused informatsiooni saamiseks, õigus kaevata ettevõtte ja selle juhid kohtusse jm).
 - c. Enamusaktsionär kannab riski, et vähemusaktsionär kasutab ebaõiglaselt ära talle kuuluvaid õigusi. Vähemusaktsionär võib ähvardada oma õiguste kasutamist selleks, et tekitada enamusaktsionäri täiendavaid kulusid ning ebamugavusi eesmärgiga survestada enamusaktsionäri alluma tema soovidele või kahjustada enamusaktsionäri plaane ettevõtte arendamiseks.

Eeltoodud kulud ning riskid enamusaktsionäri on tugevalt seotud allesjäänud vähemusaktsionäride õigustega. Vähemusaktsionäride õiguste jätkuva kaitsmise väärtus avalike huvide mõttes muutub ebaproportsionaalseks võrreldes kulude ning riskidega, mida enamusaktsionär kannab, kui allesjäänud enamusaktsionäride arv on väga madal.

- 2) Ilma sundülevõtmise õigusega on ülevõtmispakkumised potentsiaalsetele ülevõtjatele vähem atraktiivsed tulenevalt allesjäävate vähemusaktsionäridega kaasnevatest kuludest ning riskidest. Eelnev vähendab tõenäosust, et vabatahtlikud ülevõtmispakkumised ning nende käigus vähemusaktsionäridele pakutav hind on majanduslikult mõistlik. Samuti toetab sundülevõtmine kohustuliku ülevõtmispakkumise tegemise nõuet.
- 3) Sundülevõtmisega sarnast mõju on mõndades liikmesriikides võimalik saavutada noteerimise lõpetamisega reguleeritud turul. Nimetatud protsessiga üldjuhul kaasneb kohustus teha pakkumine allesjäänud vähemusaktsionäri osas, kandes viivituste ning avalikustamise koormat ja kulusid. Eelnev on ebaefektiivne olukorras, kus enamusaktsionär on vahetult teinud ülevõtmispakkumise ning see omakorda ei taga, et vähemusaktsionärid on ka nõus oma aktsiaid müüma. Sundülevõtmise õigus täidab soovitud eesmärki oluliselt efektiivsemalt.

Lisaks on märgitud, et sundülevõtmine tähendab vähemusaktsionäri jaoks tugevat inimõiguste riivet, kuna tegemist on omandi äravõtmisega vastu isiku tahtmist. Riive on aga õigustatud sellel põhjendusel, et see on tingitud avalikest huvidest, puudutatud isikute ring on väikene ning vähemusaktsionär saab õiglaselt kompenseeritud. Avalik huvi seineb antud juhul esmalt selles, et ettevõtted oleksid efektiivselt juhitud, ning teisalt, et väärtpaberiturud oleksid piisavalt likviidsed. (*Ibid.*, 61)

Eelnev näitab selgelt, et sundülevõtmine ning selle võimaldamine enamusaktsionäri poolt saavutada tasakaalu eespool välja toodud aktsionäride huvide konfliktis. Kuivõrd omandiõiguse riive on õigustatud tulenevalt sellest, et vähemusaktsionär saab õiglaselt kompenseeritud, on viimane asjaolu üheks sundülevõtmiste võtmekohaks. Täpsemalt on käsitletud õiglase kompensatsiooni määramisega seotud probleemkohti käesoleva töö teises peatükis.

Selgitamaks aga sundülevõtmise kui enamusaktsionäri poolt lubatava õiguse põhjendatust, tuleb vaadata sundülevõtmiste taga peituvat majanduslikku loogikat. Kuna sundülevõtmise tulemusel muutub reeglina ettevõtte täielikult enamusaktsionäri omandiks, siis toimub sundülevõtmine selge eesmärgiga lõpetada ettevõtte avalik kauplemine (noteerimine reguleeritud turul) ning seeläbi muutuda avalikust ettevõttest eraettevõtteks. Teoreetilises kirjanduses on palju keskendunud ettevõtte reguleeritud turul noteerimise põhjustele ning kasule. Näiteks toob A. Szyszka (2014, 33-34) oma Varssavi börsil noteeritud ettevõtete tegevjuhtide seas läbi viidud uuringust välja peamiste põhjustena ettevõtte rahastamisvajadused, aktsionäride soovi osaliselt või täielikult oma osalus võõrandada ning soodsad turutingimused. J. R. Ritter ja I. Welch (2002, 1796) toovad peamiste põhjustena välja ettevõtte soovi rahastada ettevõtte tegevust aktsiakapitali suurendamise teel ning ühtlasi ettevõtte aktsionäride soovi tekitada aktsiatele avalik turg, mis pakub neile tulevikuks likviidsust oma osaluse müümiseks. Siinkohal on tegemist vaid valitud põhjustega, ettevõtte avaliku noteerimise põhjuseid on veel mitmeid (vt nt Bancel, Mittoo 2009; Kim, Weinshbach 2008).

J. Martinez ning S. Serve hinnangul on võimalik ettevõtete noteerimise põhjuste ja kasu teoreetilist tausta kasutades uurida ka põhjuseid, miks ettevõtted otsustavad noteerimise lõpetada sundülevõtmise kaudu. Nimetatud uurimuses leiti, et ettevõtted otsustavad noteerimise lõpetada likviidsuse puudumise ja vähese aktsiaanalüütikute kaetavuse tõttu. Samuti leiti, et noteerimise lõpetanud ettevõtetel oli madalam riskiindikaator beeta, tegevuskasumi marginaal, käive ja

finantsvõimenduse määr ning ühtlasi olid ettevõtted väiksema suurusega. Eeltoodu pinnalt järeldati, et peamiselt seonduvad noteerimise lõpetamise otsused noteerimisest saadava kasu vähenemisega (likviidsuse, välise finantseerimisvajaduse ning väliste investoritega riskide jagamise vajaduse puudumine). Samuti järeldati, et noteerimise lõpetamine seonduv finantsraskustega, mida näitavad halvemad finantstulemused võrreldes sama sektori teiste ettevõtetega. (Martinez, Serve 2011, 231-235; vt ka Pour, Lasfer 2013; Leuz *et al.* 2008)

Sarnase laialdase uurimuse noteerimise lõpetamise kohta põhjuste kohta on viinud läbi ka S. T. Bharath ja A. K. Dittmar (2010), kuid eelnevat ettevõtete võimendusega väljaostude (*leveraged buyout*) kontekstis. Olgugi, et uurimuste peamised järeldused on sarnased, siis võrreldes eespool välja toodud J. Martineze ja S. Serve uurimusega nähtub, et riskiindikaator beeta, ettevõtte tegevuskasum ning finantsvõimenduse määr omavad sundülevõtmiste puhul olulisemat tähtsust (vt ka Kim, Lyn 1991).

Analüütikute poolse vähese kaetavuse seos ettevõtte noteerimise lõpetamise otsusega on ühtlasi kinnitust leidnud H. Mehran ja S. Peristani uurimuses. Nimetatud uurimus keskendus kitsamalt ettevõtte finantsilise nähtavuse seostele noteerimise lõpetamise otsusega ning uurimuses järeldati, et kui ettevõtte ei ole suutnud suurendada oma finantsilist nähtavust läbi analüütikute soovitude, on sellistes ettevõtetes informatsiooni asümmeetria suurem ja seetõttu noteerimise lõpetamise otsus tõenäolisem. (Mehran, Peristani 2009) Informatsiooni asümmeetriat ettevõtte juhtide või insidrite ja väliste osapoolte vahel peetakse põhjuseks, miks võib ettevõtte juhtidele või insidritele noteerimise lõpetamine olla atraktiivsem nii strateegilistel põhjustel kui ka ettevõtte tulevase kasumi endale hoidmiseks (Kim, Lyn 1991, 640).

Eraldiseisvat märkimist väärivad C. Leuz, A. Triantis ja T. Y. Wang (2008) uurimus, mille peamiseks järelduseks oli, et Ameerika Ühendriikides noteeritud ettevõtetele rakendatud täiendavad regulatiivsed nõuded ja raporteerimiskohustused mõjutavad oluliselt ettevõtete otsuseid noteerimine lõpetada ning jätkata kauplemist reguleeritud turu väliselt (*over-the-counter* turgudel). Eelnev on tingitud muuhulgas suurenenud kuludest, tagamaks vastavuse regulatsiooni nõuetele. (*Ibid.*; vt ka Block 2004; Engel *et al.* 2007)

Eelnevaga mõnevõrra vastuolulisemate tulemusteni jõudsid E. Croci, E. Nowak ja O. Ehrhardt (2017) oma uurimuses Saksamaa ettevõtete sundülevõtmise kohta aastatel 2002-2011. Võrreldes eelnevaga nähtus empiirilisest uurimusest, et sundülevõtmise sihtgrupiks olid suured ettevõtted,

kelle aktsia hind oli parema tulemuslikkusega (*Ibid.*). Samas, mitmetes uurimustes on leidnud kinnitust, et üldjuhul on börsil noteerimise lõpetanud ettevõtted väiksemad (nt Engel *et al.* 2007; Leuz *et al.* 2008; Weir *et al.* 2008; Bartlett 2009). Erinevust varasemalt välja toodud seisukohtadega võib aga töö autori hinnangul selgitada asjaolu, et sundülevõtmisi on uuritud perioodil alates 2002. aastast, millele eelnevalt puudus Saksamaa õiguses efektiivselt rakendatav juriidiline raamistik sundülevõtmiseks. Uurimuses kasutatud andmetest nähtub, et tervelt 324st sundülevõtmisest toimus 185 neist (ligi 60%) kolme esimese aasta jooksul uue sundülevõtmiste regulatsiooni kehtima hakkamisest (aastatel 2002-2004). (*Ibid.*, 98, 102) Varasema sundülevõtmise võimaluse puudumise tõttu võib uuritavas andmegrupis olla rohkem hästi toimivaid ettevõtteid, kelle peamiseks ajendiks oli informatsiooni asümmeetriast tulenev strateegiline otsustuskoht ettevõtte noteerimise lõpetamiseks. Seejuures tasub lisaks märkida, et nimetatud uurimuses leiti, et uuritavate ettevõtete varade kasvumäär oli pigem madal ning varade tootlikkusel (ROA) negatiivne seos sundülevõtmise otsusega, mis viitab uuritavate ettevõtete tegevuse tulemuslikkusega seonduvatele probleemkohtadele (*Ibid.*, 104-105).

Töö autori hinnangul on eespool välja toodud järeldused noteerimise lõpetamise põhjuste kohta kooskõlas muude majandusteoreetiliste käsitlustega. Mitmeti on leidnud kinnitust, et tõenäosus ettevõtte noteerimise lõpetamiseks suureneb kehvade majandustulemuste järgselt (Leuz *et al.* 2008; Thomsen, Vinten 2007). Lisaks, ettevõtte likviidsust peetakse üheks olulisemaks faktoriks, miks ettevõtted kauplevad avalikel väärtpaberiturgudel ning mitmed empiirilised uurimused on näidanud ettevõtte aktsia likviidsuse positiivset seost ettevõtte turuväärtusega (Boot *et al.* 2006; Amihud, Mendelson 2002; Bolton, Von Thadden 1998). Seetõttu on töö autori hinnangul põhjendatud likviidsuse kui ühe olulisema noteerimise kasuteguri vähenemise mõju sundülevõtmise otsuse tegemisel. Vähenenud kaetus analüütikute poolt toob kaasa investorite ebakindluse tõusu, mille tulemusel muutub ettevõtte aktsia ebalikviidsemaks ja suureneb tõenäosus aktsia valeks hinnastamiseks väärtpaberiturul (Mehran, Peristani 2009, 521). On leitud, et ettevõtte väärtuse (mõõdetuna Tobini q järgi) ning analüütikute kaetavuse vahel on positiivne seos (Chung, Jo 1996). Vähenenud kaetus analüütikute poolt raskendab ettevõtte ligipääsu kapitaliturgudele või teeb selle kulukamaks, mõjutades näiteks ettevõtte võimekust kaasata kapitaliturgudelt raha õiglase määraga (Bowen *et al.* 2004).

S. Shah ja A. V. Takor (1988) on oma uurimuses näidanud, et enamusaktsionäri eeliseks ettevõtte avalikul kauplemisel on väliste investoritega efektiivne riskide jagamine. Kui aga ettevõtte varade või investeeringute tulusus kannab madalat mittesüsteematilist riski (*idiosyncratic risk*),

siis enamusaktsionäri eelis riskide jagamiseks kaob. Eelnev selgitab, miks sundülevõtmiste puhul on ettevõtetel üldjuhul madalam beeta.

Käesolevas alapeatükis käsitletud teemadest võib järeldada, et aktsiate sundülevõtmine kui juriidiline instrument on majanduse efektiivseks toimimiseks vajalik ning põhjendatud. Ühtlasi nähtub, et enamasti toimub sundülevõtmine sellises olukorras, kus ettevõtte aktsiad väärtpaberiturul on vähem likviidsed, esineb informatsiooni asümmeetria, ettevõttel võivad tõenäoliselt esineda finantsraskused ning puudub vajadus väliseks finantseerimiseks või riskide jagamiseks.

1.2. Regulatiivne raamistik

1.2.1. Sundülevõtmine pärast ülevõtmispakkumist

Euroopa Liidu liikmesriigile on peamiseks regulatiivseks allikaks ülevõtmiste puhul Euroopa Parlamendi ja Euroopa Liidu Nõukogu 21. aprilli 2004. aasta direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta (edaspidi ülevõtmispakkumiste direktiiv). Nimetatud ülevõtmispakkumiste direktiivi preambula punkti (2) kohaselt on direktiivi vastuvõtmise eesmärgiks kaitsta liikmesriigi õiguse kohaldusalasse kuuluvate ettevõtete väärtpaberite omanike huvisid, kui nende ettevõtete suhtes on tehtud ülevõtmispakkumisi või toimub muutus kontrollis nende ettevõtete üle ja kui vähemalt osaga nende väärtpaberitest on mõnes liikmesriigis lubatud kaubelda reguleeritud turul. Eeltoodust nähtub, et ühenduse ülene õiguslike nõuete harmoniseerimine on suunatud vaid konkreetsetele ühisturul tegutsevatele ettevõtetele, täpsemalt ettevõtetele kelle väärtpaberid kauplevad reguleeritud turul.

Eestis on ülevõtmispakkumiste direktiiv kohaldatud Väärtpaberituruseadusesse (VpTS), selle 19. peatükki. Väärtpaberituruseaduse kohaselt rakendatakse nimetatud peatükis sätestatud reegleid ülevõtmispakkumistele, mis tehakse hääleõiguse omandamiseks Eestis registreeritud aktsiaseltsis ning mille kõikide või teatud liiki aktsiatega kaubeldakse Eesti turul (VpTS §164 lg 1). Ülevõtmispakkumine on Väärtpaberituruseaduses defineeritud kui avalik pakkumine sihtemitendi aktsionäridele nendelt aktsiate omandamiseks raha või turul kaubeldavate väärtpaberite eest (VpTS §165 lg 1). Esmapilgul näeb Eesti õigus ette võimaluse Väärtpaberituruseaduses sätestatud ülevõtmispakkumistele kohalduvat rakendada vaid aktsiaseltsi aktsiate ülevõtmisel (*Ibid.*), kuigi ülevõtmispakkumiste direktiiv nägi liikmesriikidele

ette võimaluse rakendada reegleid kõigi üleantavate väärtpaberite suhtes (*transferable securities*) (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 2(1)(e)). Väärtpaberituruseadus täpsustab täiendavalt, et aktsia definitsioon sisaldab ülevõtmispakkumiste peatükis aktsiaid ja muid samaväärseid kaubeldavaid õiguseid, kaubeldavat väärtpaberi hoidmistunnistust ning muud üleantavat õigust hääletamiseks aktsionäride üldkoosolekul (VpTS §164 lg 6, §2 lg 1 p 1 ja 7). Näiteks Belgia õiguse kohaselt rakendub sundülevõtmine kõigi väärtpaberite suhtes, mis kannavad hääleõigust või annavad ligipääsu hääleõigusele, muu hulgas väärtpaberitele, mis annavad õiguse märkida või omandada sarnaseid väärtpabereid või sarnaseid väärtpabereid vahetada. Sellised väärtpaberid on näiteks *warrantid*, vahetusõlakirjad (Van der Elst, Van der Steen 2009, 417).

Ülevõtmispakkumiste direktiiv (ja liikmesriikide kohaliku õigusesse üle võetud sätestused) näeb ette, et ülevõtmispakkumisi on kahte liiki – vabatahtlik ülevõtmispakkumine ning kohustuslik ülevõtmispakkumine. Vabatahtlikku ülevõtmispakkumist on ülevõtjal võimalik teha vastavalt oma äranägemisele ettevõttes teatud osaluse omandamiseks. Kohustuslik ülevõtmispakkumine on aga ettevõtte üle valitseva mõju omandanud isiku kohustus teha 20 päeva jooksul nimetatud ettevõtte osas ülevõtmispakkumine (VpTS §166 lg 1). Valitseva mõju omandamiseks peab olema täidetud vähemalt üks järgmistest tingimustest: isik omab enamikku aktsiatega esindatud häälest (st üle 50%), isik omab õigust nimetada või tagasi kutsuda ettevõtte nõukogu või juhatuse liikmete enamikku, isik kontrollib enamikku hääleõigusest vastavalt teiste aktsionäridega sõlmitud kokkuleppele, isik omab muul viisil ettevõtte üle valitsevat mõju või kontrolli ja tal on võimalik seda teostada (VpTS §10 lg 1). Kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise kohustus aga ei rakendu vahetult pärast vabatahtliku ülevõtmispakkumise tegemist kõigile ettevõtte aktsiatele või muudel seaduses sätestatud erandjuhtudel (VpTS §166 lg 2).

Juhul, kui ülevõtja on omandanud avaliku ülevõtmispakkumise tulemusel vähemalt 90% sihtemitendi hääleõiguslikust aktsiakapitalist, on Väärtpaberituru seaduse kohaselt ülevõtjal õigus teha taotlus emitendi üldkoosolekule ülejäänud aktsionäride aktsiate sundülevõtmiseks (VpTS §182¹ lg 1). Nõutav hääle arvu üldkoosolekul otsuse vastuvõtmiseks on vähemalt 90% aktsiatega esindatud häälest (VpTS §182¹ lg 2).

Ülevõtmispakkumiste direktiivi täpsemalt uurides nähtub, et Väärtpaberiturseadus näeb sundülevõtmise õiguse tekkimise ette kitsamalt võrreldes direktiivis sätestatuga. Ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaselt on liikmesriigil õigus sätestada sundülevõtmise õiguse ühel järgmistest juhtudest (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(2)):

- a) kui pakkumise tegija omanduses on pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpabereid vähemalt 90 protsendi ulatuses hääleõigust andvast kapitalist ja 90% hääleõigusest; või
- b) kui pakkumise tegija on pärast pakkumise vastuvõtmist omandanud pakkumise objektiks oleva ettevõtte väärtpaberid või sõlminud siduva kokkuleppe nende omandamiseks vähemalt 90% ulatuses hääleõigust andvast kapitalist ja 90% pakkumises hõlmatud hääleõigusest.

Väärtpaberituru seaduse kohaselt võib 90% hääleõigusliku aktsiakapitali omandamise järgselt ülevõtja taotluse alusel emitendi üldkoosolek otsustada ülejäänud aktsiate sundülevõtmise (VpTS §182¹ lg 1). See tähendab, et ülevõtmise otsustamise taotluse esitamise õigus tekib Eesti õiguse alusel vaid hääleõigusliku aktsiakapitali omandamisel, jättes kõrvale lisanduva nõudena 90% hääleõiguse omamine. Töö autor märgib, et 90% hääleõigusliku aktsiakapitali omandamine ei tähenda aga automaatselt 90% hääleõiguste omamist, mida on võimalik näiteks aktsionäride omavahelise kokkuleppega piirata. Seejuures ei ole aga üldkoosoleku otsus vastu võetud, kuni sundülevõtmise poolt ei ole hääletanud vähemalt 90% aktsiatega esindatud häälest (VpTS §182¹ lg 2), mistõttu on justkui direktiivi poolt seatud nõue täidetud.

Ülevõtmispakkumiste direktiiv nägi liikmesriigile võimaluse tõsta eespool punktis a) viidatud sundülevõtmise alampiiri kuni 95%-ni hääleõiguslikust aktsiakapitalist ja 95% hääleõigusest (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(2)), kuid Eesti nimetatud õigust ei kasutanud ning rakendab direktiivis toodud 90% lävendit. Näiteks on vähemalt 95%-line hääleõigusliku aktsiakapitali alampiir kehtestatud Belgias, Prantsusmaal, Hollandis, Saksamaal (Van der Elst, Van der Steen 2009, 404-412).

Kui ülevõtmispakkumise objektiks olev ettevõtte on emiteerinud mitut liiki väärtpabereid, võivad liikmesriigid sätestada, et sundülevõtmist võib teostada ainult selle väärtpaberiliigi piires, mille korral on saavutatud siseriiklikus õiguses ette nähtud lävendid vastavalt töös eespool viidatud direktiiviga võimaldatud valikutele (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(3)). Eelnev omab praktilisest vaatepunktist vähemusaktsionäri suhtes olulist rolli eelkõige sellisel juhul kui aktsionär omab piiratud hääleõigusega või hääleõiguseeta väärtpabereid. Ülevõtja vaatepunktist sõltub siseriikliku õiguse sobivus erinevate väärtpaberiliikide ülevõtmise piiramisel paljuski ülevõtja eelistustest. Ühelt poolt võib ülevõtja eelistada paindlikkust vaid ühe liigi väärtpaberite sundülevõtmise osas või vastupidi soovida, et hääleõiguse omandamine annaks õiguse kõigi ettevõtte emiteeritud omandiõigust väljendavate väärtpaberite omandamiseks.

Töö autor ilmestab olukorda näitega Eesti õiguses toodud aktsiate erinevate liikide kaudu. Äriseadustik eristab tavaaktsiat ning eelisaktsiat, milledest viimasel puudub hääleõigus (ÄS §235-§237). Oletame, et ülevõtmispakkumise sihtemitendiks olev ettevõtte on emiteerinud erineva nimiväärtusega 100 lihtaktsiat ning 100 eelisaktsiat. Ülevõtja on teinud ülevõtmispakkumise emitendi kõigile aktsiatele ning selle tulemusel on omandanud 92 tavaaktsiat ning 60 eelisaktsiat. Sellise arvu tavaaktsiate omandamine tähendab, et ülevõtmispakkumise järgselt on ülevõtja omandanud 92% hääleõiguslikust aktsiakapitalist ning saab vastavalt Väärtpaberituru seaduse §182¹ lõigetes 1 ja 2 ette nähtud õigusele otsustada aktsionäride üldkoosolekul nii tava- kui ka eelisaktsiate sundülevõtmise õiglase hüvitise eest. See tähendab, et Eesti õigusesse ei ole kohaldatud direktiivis ette nähtud võimalus piiritleda ülevõtmispakkumise lävendid kindla väärtpaberiliigiga. Näiteks Itaalia ja Ühendkuningriigid on seejuures aga jätnud direktiivi ülevõtmisel paindlikuma lahenduse ning sätestanud, et sundülevõtmine on võimalik vaid sellise väärtpaberiliigi osas, mille osas on ületatud seaduses ette nähtud lävend (Maul *et al.* 2008, 391, 415, 571, 603).

Ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaselt tuleb ülevõtjal kasutada oma sundülevõtmise õigust kolme kuu jooksul pärast ülevõtmispakkumise vastuvõtmise tähtaja lõppu (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(4)). Eesti õiguse kohaselt tuleb emitendi aktsionäride üldkoosoleku otsus sundülevõtmise kohta vastu võtta kolme kuu jooksul arvates ülevõtmispakkumise tähtaja lõppemisest (VpTS §182¹ lg 2). Kui üldkoosoleku otsus aktsiate sundülevõtmiseks ei ole vastu võetud nimetatud tähtaja jooksul, siis ei kohaldata aktsiate sundülevõtmisele Väärtpaberituru seaduse ning ülevõtmispakkumiste direktiivil põhinevaid reegleid. Täiendava meetmena on ühtlasi rakendatud ülevõtmispakkumise tähtaja pikenedamine kolme kuuni ülevõtmispakkumise tulemuste avalikustamisest arvates, kui ülevõtja aktsiatega on esindatud vähemalt 90% emitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ning emitendi üldkoosolek ei ole teinud sundülevõtmise otsust (VpTS §182²). See tähendab, et aktsionärid, kes ei võtnud ülevõtmispakkumist vastu, võivad enne sundülevõtmist ülevõtmispakkumise täiendava tähtaja jooksul veel samadel tingimustel vastu võtta.

Lähtuvalt ülaltoodust võib järeldada, et ülevõtjad saavad tugineda ülevõtmispakkumiste direktiivi ning selle siseriiklikusse õigusesse kohaldamise sätestustest järgmiste tingimuste täitmisel:

- 1) Väärtpaber (või siseriiklikult piiritletud täpsem finantsinstrument) on noteeritud reguleeritud turul;
- 2) Ülevõtja on teinud avaliku pakkumise, mille tulemusel omandas ta kas a) vähemalt 90% (või kuni vähemalt 95% vastavalt liikmesriigi siseriiklikule regulatsioonile) hääleõigust andvast kapitalist ja hääleõigusest, või b) vähemalt 90% hääleõigust andvast kapitalist ja 90% pakkumises hõlmatud hääleõigusest, sõltuvalt liikmesriigi valikust direktiivi kohaldamisel;
- 3) Ülevõtja kasutab sundülevõtmise õigust kolme kuu jooksul arvates ülevõtmispakkumise tähtaja lõppemisest.

Kuigi ülevõtmispakkumiste direktiivi rakendamisel loodeti olenemata selle piiratud suunitlusest liiduüleselt äriõiguslike meetmete ühtlustumist ning harmoniseeritud lähenemist, siis vastupidiselt on direktiiv ning selle rakendamine leidnud palju kriitikat teaduskirjanduses (nt Clarke 2009; Clift 2008; Gatti 2005). Töö autor märgib, et ülevõtmispakkumise reegleid täiendab alati siseriiklik õigus ettevõtte toimimise, hääleõiguste, üldkoosoleku korraldamise ja muu sarnase kohta. Seetõttu peab mitte ainult ülevõtmispakkumiste reeglite kohaldamata jätmisel rakendama kohalikus äriõiguses sätestatud, vaid üldjuhul rakendatakse neid koostoimes. Eelnev võib olla üheks põhjuseks, miks direktiiv ei toonud kaasa soovitud harmoniseeritust.

1.2.2. Sundülevõtmine siseriikliku õiguse alusel

Eelmises alajaotises uuritud sundülevõtmise regulatiivne raamistik tugineb eelkõige Euroopa Liidu soovile tagada liiduülene integreeritud kapitaliturg ning võrdsed reeglid ettevõtete ülevõtmiste puhul. Enne ülevõtmispakkumiste direktiivi (EN direktiiv 2004/25/EÜ) vastuvõtmist kutsuti kokku kõrgetasemeline äriõiguse ekspertide grupp, kes analüüsisid ülevõtmispakkumistele (mh ka sundülevõtmistele) kohalduvaid siseriiklike reegleid ning jõudsid järeldusele, et liikmesriikides esineb väga suuri erinevusi ülevõtmisprotsesside puhul. (Report of the High Level Company Law Experts.. 2002, 2, 74) Tulenevalt direktiivi madalast harmoniseeritusest ning liikmesriikide laialdastest valikuvõimalustest, on nimetatud erisused teatud määral püsima jäänud.

Kui eelnevas jaotises sätestatud ülevõtmispakkumiste direktiivil põhinevad reeglid ei ole rakendatavad, kohalduvad sundülevõtmistele ainult siseriiklikult määratletud sundülevõtmist puudutavad sätestused. Eestis on sundülevõtmine reguleeritud Äriseadustikus, täpsemalt 29¹ peatükis. Töö autor märgib, et isegi kui tegemist oli ülevõtmispakkumisele järgneva

sundülevõtmisega, kohaldub lisaks Väärtpaberituru seaduses toodud nõuetele sundülevõtmistele ka nimetatud Äriseadustiku peatükis 29¹ toodu, täpsemalt näiteks üldkoosoleku kokkukutsumisega seonduv, üldkoosolekul esitatavad dokumendid ning audiitorkontrolli nõue. Väärtpaberituru seaduses toodud nõuded oma olemuselt täiendavad Äriseadustiku sätestusi, näiteks õiglase hüvitise määramisel.

Äriseadustik näeb ette aktsionäri õiguse esitada aktsiaseltsi üldkoosolekule taotluse ülejäänud aktsionäridele kuuluvate aktsiate sundülevõtmiseks õiglase rahalise hüvitise eest, kui nimetatud aktsionäri poolt omatud aktsiatega on esindatud vähemalt 90% aktsiaseltsi aktsiakapitalist (ÄS §363¹). Nähtub, et kui ülevõtmispakkumise järgse sundülevõtmise puhul on nõutav vähemalt 90% hääleõigusliku aktsiakapitali (ja hääleõiguse) omamine taotluse esitamiseks, siis Äriseadustiku lähenemine on erinev ning seab piiri 90% juurde lähtudes vaid aktsiakapitali omandamisest. Seejuures aga seab Äriseadustik üldkoosoleku otsuse vastuvõtmiseks kõrgema nõude võrreldes ülevõtmispakkumisele järgneva sundülevõtmisega, täpsemalt peab üldkoosolekul sundülevõtmise poolt hääletama 95% (vrd 90% häältest VpTS §182¹ lg 2) aktsiatega esindatud häältest (ÄS §363⁷). Äriseadustik ei ole sätestanud piiranguid ülevõtmise objektiks olevate aktsiate liikide suhtes. See tähendab, et üldkoosoleku otsuse vastuvõtmise järgselt on ülevõtjal õigus omandada kõikidest liikidest aktsiad. On seejuures aga küsitav, kas ülevõtmise õigus laieneb ka muudele aktsiaõigusli sisalduvatele väärtpaberitele, nagu näiteks vahetusvõlakirjadele.

Äriseadustik näeb ette kohustuse esitada aktsionäride üldkoosolekule kirjaliku aruande (ülevõtmisaruanne), kus selgitatakse ja põhjendatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise tingimusi ning aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise aluseid (ÄS §363⁴ lg 1). Ülevõtmisaruanne peab kontrollima audiitor ning esitama oma kontrolli kohta kirjaliku aruande (ÄS §363⁴ lg 2). Audiitorkontroll täidab vähemusaktsionäride kaitse eesmärki, kuna tema ülesandeks on kontrollida, kas enamusaktsionäri poolt määratud hüvitis vastab aktsia väärtuse määramise osas paika pandud seaduse nõuetele. Muuhulgas peab audiitor märkima, millist meetodit kasutati hüvitise suuruse määramisel, millised olid hüvitise suuruse määramisega seotud raskused, kas kasutatud meetod on hüvitise suuruse määramiseks kohane ning millised oleksid muud meetodid hüvitise määramiseks. Kui hüvitise suuruse määramisel kasutatakse erinevaid meetodeid, tuleb märkida, milline olnuks hüvitise suurus iga meetodi puhul eraldi ning millist tähtsust omab iga meetodi alusel saadud tulemus hüvitise suuruse määramisel. (ÄS §363⁴ lg 2¹) Seejuures tuleb aga tähele panna, et audiitori valib ja määrab ülevõtja, samuti kannab ülevõtja audiitorkontrolliga seonduvad kulud (ÄS §363⁴ lg 3). Huvide

konflikti maandamiseks on Äriseadustikus ette nähtud ka audiitori isiklik süüline vastutus ülevõtmisaruaude kontrollimisega tekitatud kahju eest (ÄS §363⁴ lg 4). Ülevõtmisaruaude ja audiitorkontrolli aruaude esitamise kohustus kehtib nii siseriikliku õiguse alusel aktsiate sundülevõtmisel kui ka aktsiate sundülevõtmisel vahetult pärast aktsiatele tehtud ülevõtmispakkumist.

Vähemusaktsionäril on õigus nõuda seadusega vastuolus oleva ülevõtmisotsuse kehtetuks tunnistamist kohtu poolt, välja arvatud juhul, kui vähemusaktsionär tugineb kehtetuks tunnistamise taotluses liiga madalale hüvitisele. Kui vähemusaktsionäri hinnangul määrati ülevõtmisotsusega hüvitis liiga madalaks, saab ta teha kohtule vaid taotluse õiglase hüvitise määramiseks. (ÄS §363⁸) Euroopa tasandil on aktsionäri vaidlustusõiguses mitmeid erisusi, näiteks Saksamaal saab vähemusaktsionär nõuda ka ülevõtmisotsuse kehtetuks tunnistamist kui hüvitis määrati tema hinnangul liiga madal (Crocchi *et al.*, 99; Van der Elst, Van der Steen 2009, 421-433).

2. ÕIGLANE HÜVITIS AKTSIA EEST

Aksia eest õiglase hüvitise määramisel tuleb esmalt arvesse võtta asjaolu, millist regulatiivset protsessi on ülevõtja kasutanud aktsiate sundülevõtmise läbiviimiseks. Seetõttu on ka käesolev peatükk jaotatud kaheks suureks alapeatükiks, millest esimeses käsitletakse aktsia eest õiglase hüvitise määramist sundülevõtmisel vahetult pärast ülevõtmispakkumise toimumist ning selle aluseks olevat turuhinna meetodit. Teises alapeatükis käsitletakse aga hüvitise määramist olukorras, kus sundülevõtmine ei toimu ülevõtmispakkumisele järgnevalt või siis, kui ei ole võimalik rakendada regulatsioonidega paika pandud aktsia väärtuse hindamise meetodikat.

2.1. Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldus ja turuhinna meetod

Ülevõtmispakkumise regulatiivses raamistikus on nii ülevõtmispakkumiste direktiivi (EN direktiiv 2004/25/EÜ) kui ka Eesti kohalikus õiguses Ülevõtmispakkumisreeglite kujul pandud paika kindlad põhimõtted õiglase aktsia hinna leidmiseks. Tulenevalt asjaolust, et nimetatud raamistik tugineb paljuski turuhinna meetodile, mis on ka Eesti seadusandluse alusel üheks esmaseks võimaluseks aktsia väärtuse hindamisel, siis käsitletakse käesolevas alapeatükis esimesena vastavalt ülevõtmispakkumiste raamistikku ning seejärel laiemalt turuhinna meetodi rakendamist ja sellega seonduvaid probleemkohti.

2.1.1. Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldus

Ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaselt peavad liikmesriigid tagama, et sundülevõtmise korral pärast ülevõtmispakkumist garanteeritakse vähemusaktsionärile aktsia eest õiglane hind (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(5)). Vastavalt töös eespool käsitletud regulatiivsele raamistikule, eristatakse ülevõtmispakkumiste puhul vabatahtlikku ning kohustuslikku ülevõtmispakkumist.

Direktiivi kohaselt eeldatakse vahetult pärast vabatahtlikku ülevõtmispakkumist (kui vabatahtliku ülevõtmispakkumise tulemusel saavutas ülevõtja nõutava minimaalse hääleõiguse) sundülevõtmisel õiglaseks hinnaks ülevõtja poolt vabatahtlikus ülevõtmispakkumises pakutud tasu, kui pakkumise tegija omandas pakkumise vastuvõtmise tulemusel aktsiaid vähemalt 90%

ulatuses pakkumises hõlmatud hääleõigust andvast kapitalist (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(5)). See tähendab, vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul eeldatakse, et vabatahtlikus ülevõtmispakkumises pakutud hind oli õiglane, kui selle võttis vastu vähemalt 90% nimetatud pakkumise sihtaktsionärideks olevatest isikutest. Eeltoodu ilmestamiseks toob töö autor järgmise näite. Oletame, et ettevõttel on 100 hääleõiguslikku aktsiat ning vabatahtliku ülevõtmispakkumise tegija omab enne pakkumist 40 hääleõiguslikku aktsiat (40% ettevõtte hääleõigusest). Ülevõtmispakkumine tehti kogu ülejäänud 60 aktsia omandamiseks ning sundülevõtmiseks Väärtpaberituruseaduses ette nähtud minimaalne piir on 90% hääleõigust andvatest aktsiatest. Vabatahtliku ülevõtmispakkumisele järgneva sundülevõtmise puhul eeldatakse ülevõtmispakkumises pakutud hind õiglaseks siis, kui pakkuja omandas vähemalt 54 aktsiat (st 90% pakkumise mahust) vabatahtliku ülevõtmispakkumise tulemusel. Kui pakkuja omandas näiteks 52 aktsiat vabatahtliku ülevõtmispakkumise tulemusel, on tal võimalik rakendada sundülevõtmise õigust (omab 92% hääleõigust andvast aktsiakapitalist), kuid ei ole võimalik kohaldada vabatahtliku ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldust. Ülevõtmispakkumiste direktiiv ei näe ette kindlaid reegleid vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul pakkumise hinna määramiseks, mis tähendab, et pakkumise hind on direktiivi kohaselt ülevõtja poolt vabalt määratletav ning peaks olema piisavalt atraktiivne aktsionäriks pakkumise vastuvõtmiseks. On põhjendatud, et kui 90% pakkumisega hõlmatud aktsionäridest on nõus pakkumise vastu võtma, siis tõenäoliselt peegeldab ka vabatahtliku ülevõtmispakkumise hind õiglast hüvitist aktsia eest.

Kohustusliku ülevõtmispakkumisele järgneva sundülevõtmise puhul eeldatakse, et pakkumises määratud aktsia hind oli õiglane (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(5)). Kui vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul jättis direktiivi sätestus pakkujale vabaduse määratleda aktsia hinna, siis kohustusliku ülevõtmispakkumise hind peab direktiivi kohaselt olema õiglane (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 5(1)). Õiglaseks hinnaks loetakse direktiivi järgi kõrgeimat hinda, mida pakkumise tegija või temaga koosõlas tegutsevad isikud on maksnud samade aktsiate eest pakkumisele eelnenud minimaalselt kuue- ja maksimaalselt 12-kuulise ajavahemiku jooksul, mille täpse kestuse määravad kindlaks liikmesriigid (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 5(4)). Kuna direktiivi sätestus õiglasest hinnast on suhteliselt ühekülgne, jäeti liikmesriikidele õigus täpsustada õiglase hinna määramise meetmeid ning protsessi.

Töö autori hinnangul väärneb märkimist, et kui ülevõtmispakkumiste direktiivi õiglase hinna määramise sõnastuses kasutatakse originaaltekstis läbivalt ingliskeelset sõna *presume* ehk eesti

keeles eeldama, siis direktiivi ametlikus tõlkes eesti keelde ja Väärtpaberituru seaduses kasutatakse sõnastust, mille järgi hind vastavalt “loetakse” ja “peetakse” õiglaseks (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(5); VpTS §174 lg 3). Viimased sõnastused on aga oluliselt rangema alatooniga, mis oma olemuselt justkui vähendaks sundülevõtmisel ülevõtja hoolsuskohustust kaaluda, kas hinna õigluse eeldus on ka nimetatud sundülevõtmise puhul kohaldatav. Samas jällegi sätestab aga Väärtpaberiturseadus erinevalt ülevõtmispakkumiste direktiivist, et aktsiate sundülevõtmisel ei või makstav hüvitis olla väiksem pakkumise ostuhinnast (VpTS §182¹ lg 3). Direktiivis sarnane nõue puudub, kuid ka teaduskirjanduses on järeldatud, et ülevõtmispakkumise hind peaks sundülevõtmise tarbeks panema paika õiglase hüvitise madalaima piiri (Kaisanlahti 2007, 502; vt ka ülevõtmispakkumiste direktiivi ekspertgrupi arvamust Report of the High Level Company Law Experts.. 2002, 69).

Ülevõtmispakkumiste puhul ei ole direktiivi kohaldamisel Väärtpaberituru seadusesse tehtud märgatavaid erisusi (VpTS §174 lg 2 ja 3), see tähendab kohustusliku ülevõtmispakkumise käigus pakutav hind peab olema õiglane ning vabatahtliku ülevõtmispakkumise hinda on võimalik pakkujal ise määrata. Seejuures on aga Eesti õiguses täpsustatud olulisel määral õiglase hinna määramise meetmeid. Täpsemalt on Väärtpaberituru seaduse §183 alusel Rahandusminister kehtestanud määrusega Ülevõtmispakkumisreeglid, mis näevad muuhulgas ette põhimõtteid ülevõtmispakkumise hinna määratlemiseks. Töö autor märgib lisaks, et Finantsinspeksioon ei kontrolli vabatahtliku ülevõtmispakkumise hinna vastavust Ülevõtmispakkumisreeglitele (Finantsinspeksioon 2008, 3-4).

Ülevõtmispakkumisreeglite kohaselt tuleb ülevõtmispakkumise raames ülevõtmispakkumise esemeks oleva aktsia eest tasutava õiglase ostuhinna määratlemisel, arvestades kõiki asjaolusid väärtpaberiturul ja selle aktsiaga kauplemisel, määrata kõrgeim ostuhind, lähtudes alljärgnevatest asjaoludest nende kogumites (Ülevõtmispakkumisreeglid §2 lg 2):

- 1) ostuhind on eelneva kuue kuu jooksul turul selle aktsiaga tehtud tehingute hindade või nendes tehingutes aktsia eest makstud hinna kaalutud keskmine;
- 2) ostuhind on ülevõtmispakkumist tegeva isiku (edaspidi ülevõtja) või temaga kooskõlastatult tegutseva isiku poolt eelneva kuue kuu jooksul selle aktsia eest makstud kõrgeim hind;
- 3) ostuhind on ülevõtja või temaga kooskõlastatult tegutseva isiku poolt eelneva kuue kuu jooksul selle aktsia eest makstud kaalutud keskmine hind;

- 4) ostuhind ei ole madalam 10 protsendi võrra ülevõtmispakkumise taotluse Finantsinspeksioonile Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud korras esitamise päevale eelnenud kümne kauplemispäeva vastava aktsia hindade kaalutud keskmisest;
- 5) ostuhind ei ole madalam kui aktsia bilansiline maksumus (väärtus).

Eeltoodust nähtub, et Ülevõtmispakkumisreeglite §2 sätestab ülevõtmispakkumiste direktiivi eeskujul õiglase hüvitise määramise suuresti lähtuvalt aktsiatega varasemalt tehtud tehingutest. See tähendab, et regulatiivsel tasandil on keskendunud õiglase väärtuse määramisel turuhinna põhisele lähenemisele. See on kooskõlas klassikalise majandusteooriaga, mille kohaselt peaks lähtuvalt väärtipaberiturgude efektiivsuse eeldusest peegeldama reguleeritud turul noteeritud aktsia hind kõige paremini tema sisemist väärtust. (Miliutis 2013, 780; Bebchuk, Kahan 2000, 250) Samuti väärrib tähelepanu asjaolu, et ostuhind ei või olla madalam kui aktsia bilansiline maksumus ehk aktsia raamatupidamislik väärtus. Ehk siis kui ka varasemad tehingud on mingitel põhjustel toimunud madalama hinnaga kui aktsia bilansiline väärtus, ei saa ülevõtmispakkumist teha madalama hinnaga kui on ühele aktsiale vastav ettevõtte raamatupidamislik väärtus.

Ülevõtmispakkumise järgselt toimuva sundülevõtmise puhul on võtmeprobleemiks pakkumise hinna õigluse eelduse rakendamine tegelikes investoritevahelistes suhetes. Kuivõrd ülevõtmispakkumiste direktiiv on seadnud aluseks meetoodiliselt ühekülgse lähenemise ettevõtte aktsia väärtuse määramisel, siis on tegelikus elus toimuv kohati märksa mitmekülgsem ning nõuab seetõttu ka vastavat lähenemist. E. Croci *et al.* (2017) viisid läbi uurimuse Saksamaa sundülevõtmiste ning nendele järgnenud kohtuvaidluste kohta aastatel 2002-2011. Aastal 2002 jõustus Saksamaa õiguses ülevõtmispakkumiste direktiiviga sarnane raamistik (enne direktiivi ametlikku vastuvõtmist) ning nimetatud töös uuriti pärast uue sundülevõtmise võimaldava regulatiivsete sätestuste kohaldamist Saksamaal toimunud sundülevõtmise. Saksamaa sundülevõtmiseks nõutav minimaalne hääleõigusliku aktsiakapitali nõue on 95%. (*Ibid.*, 103) Uurimuse kirjeldav statistika ilmestab eredalt ülevõtmispakkumise hinna õigluse eelduse rakendamisprobleemi praktikas. Nimetatud uurimuse kirjeldav statistika on toodud alljärgnevalt Tabelis 1.

Tabel 1. Sundülevõtmised (SÜ) ja nende vaidlustamine vähemusaktsionäride poolt Saksa kohtutes aastatel 2002-2011

Aasta	Sundülevõtmised (SÜ) Saksamaal aastatel 2002-2011					
	SÜ arv	Vaidlustatud SÜ arv	Vaidlustatud SÜ protsent	Ebaõnnestunud vaidlustamised	Teadmata vaidluse tulemus	Lõpetamata vaidlused
2002	106	72	67,92%	8	8	14
2003	52	42	80,77%	9	2	17
2004	27	26	96,29%	7	4	9
2005	25	24	96%	4	1	13
2006	24	23	95,83%	7	2	10
2007	22	18	81,82%	4	0	13
2008	15	15	100,00%	4	1	10
2009	19	17	89,47%	8	0	12
2010	17	16	94,12%	1	1	11
2011	17	15	88,24%	0	1	14
Kokku	324	268	82,71%	52	20	123

Allikas: Croci *et al.* (2017, 102)

Ülaltoodud tabelist nähtub, et vaidlustatud sundülevõtmiste protsent on vaid ühe erandiga (2002 aasta) püsinud üle 80%. Seejuures on ebaõnnestunud vaidluste arv eriti vaatluse algusperioodil suhteliselt madal, võttes arvesse ebaõnnestunud vaidlustamiste suhet vaidlustatud sundülevõtmistega. Samas tuleb märkida, et ka lõpetamata vaidluste arv on suhteliselt suur terve vaadeldava perioodi vältel. Andmete pinnalt on võimalik järeldada, et suure tõenäosusega võib ülevõtmispakkumist ning seejärel sundülevõtmist planeeriv aktsionär arvestada vähemusaktsionäride poolt sundülevõtmisel määratud hüvitise vaidlustamisega. Samas nähtub aga, et aastal 2009 on ebaõnnestunud vaidlustamiste arv suhtena vaidlustatud sundülevõtmistesse märgatavalt suurem. Töö autori arvutuste kohaselt on see 2009. aastal 47%, mis näitab, et vähemusaktsionärid ei olnud sundülevõtmiste vaidlustamisel enam niivõrd edukad kui varasemalt. Kuigi 2010. ja 2011. aasta andmete pinnalt ei ole võimalik teha järeldusi ebaõnnestunud vaidluste tõusva trendi osas, sest enamuse vaidluste on veel pooleli, siis töö autor märgib, et ebaõnnestunud vaidluste osas võib tõusev trend omada teatud loogikat. Võttes arvesse, et sundülevõtmise läbiviivatel isikutel on ligipääs varasemate aastate ulatuslikule kohtupraktikale sundülevõtmise hüvitise kujunemisest, on tõenäolisemalt paranenud ka sundülevõtmise käigus määratavate hüvitiste meetodika.

Sundülevõtmiste vaidlustamise kõrge protsent on põhjendatav asjaoluga, et vähemusaktsionäri vaatest on üldjuhul tegemist majanduslikult kasumliku otsusega. E. Croci *et al.* (2017, 119) leidsid oma eespool käsitletud uurimuses, et vaatlusperioodi keskmine vähemusaktsionäri

kohtu poolt määratud õiglane hüvitis oli 30,9% kõrgem võrreldes esialgse pakkumisega. Ameerika Ühendriikides sarnase uurimuse läbi viinud C. N. V. Krishnan *et al.* (2012, 1262-1264) leidsid samuti, et *squeeze-out* ülevõtmiste puhul on kohtuvaidluste esinemine oluliselt suurema tõenäosusega võrreldes teiste ühinemiste ja ülevõtmiste (*M&A*) liikidega ning keskmine kohtu poolt määratud hüvitis oli 30,25% kõrgem võrreldes ettevõtte aktsia hinnaga 41 päeva enne ülevõtmise avalikustamist. E. Croci *et al.* (2017, 115) uurimus näitab vaatlusperioodi kestel kohtute poolt määratud sundülevõtmise täiendava hüvitise osas tugevat langustrendi, jäädes vaatluse lõpuperioodil ligikaudu 10% kanti. Ilmselt olenemata asjaolust, et vähemusaktsionärid kannavad üldjuhul vaidlusega kaasnevad kohtukulud, siis pikaldaste vaidluste tulemusel määratud hüvitis ja viivis peaks osutama siiski vähemusaktsionäri majanduslikult kasumlikuks.

Eesti praktikas on samuti esinenud ülevõtmispakkumise järgsel sundülevõtmisel makstud hüvitisega seotud kohtuvaidlusi. Töö autor toob välja AS Eesti Telekom aktsiate sundülevõtmise TeliaSonera AB poolt ning Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) AB poolt Eesti Ühispanga sundülevõtmise.

Eesti Telekom aktsiate sundülevõtmisel TeliaSonera poolt toimus aktsiate sundülevõtmine pärast vabatahtlikku ülevõtmispakkumist, kus oli saavutatud pakkumise hinna eelduse kohaldamiseks nõutud 90% pakkumisega hõlmatud aktsiate omandamine. Sellegipoolest oli Tallinna Ringkonnakohtu Tsiviilkolleegium (TlnRnTsKm 2-10-2551, p 8) seisukohal, et vähemusaktsionäri põhiõiguste tagamiseks peab olema sundülevõtmisel makstud hüvitis kontrollitav ka juhul, kui on täidetud nn 90% aktsepti nõue. Kohtu hinnangul ei olnud nimetatud vaidluse kontekstis võimalik pakkumise hinna õigluse eeldusest lähtuda, kuna tuleb arvesse võtta asjaolusid nagu, kas aktsia oli likviidne, kas ülevõtmine toimus turuvapustuse olukorras, kas riigile maksti kõrgemat müügihinda ning kas ülevõtja kasutas oma valitsevat mõju hinna langetamiseks. Vaidluse tulemusel said sundülevõtmise sihtgrupiks olnud Eesti Telekom vähemusaktsionärid täiendavaks hüvitiseks 64 euro senti ning lõpphüvitis aktsia eest kujunes 10,95% kõrgemaks (hüvitist tõsteti 5 eurolt ja 94 sendilt 6 euro ja 59 sendini) võrreldes sundülevõtmisel esialgselt makstuga. SEB AB poolt Eesti Ühispanga vähemusaktsionäride aktsiate sundülevõtmise vaidluses suurenes Harju Maakohtu poolt määratud õiglane hüvitis võrreldes ülevõtmispakkumise hinnaga 2,43 eurolt (38 EEK) 4,105 euron (64,24 EEK), see tähendab autori arvutuste kohaselt 68,93% kõrgemat hüvitist kui ülevõtmispakkumisel (HMKm 2-05-1031).

Eelneva pinnalt on võimalik järeldada, et ülevõtmispakkumiste direktiivi ja Eesti kohalike seadusandluse poolt paika pandud konkreetset reeglid aktsia õiglase hinna määratlemiseks ei ole universaalsed ning võivad põhjustada mitmeid kohtuvaidlusi. Turuhinna meetodi rakendamisega seotud probleemkohti uurib töö autor alapeatüki järgmises jaotises.

2.1.2. Turuhinna meetod

Eraõiguse keskse käsitluse vara väärtuse osas sätestab Tsiviilseadustiku üldosa seaduse §65, mille kohaselt on eseme (asi, õigus vm) harilikuks väärtuseks selle kohalik keskmine müügihind (turuhind). Kuigi seadusandja on ülevõtmispakkumistega seonduvalt sätestanud konkreetset nõuded aktsia turuhinna põhisele väärtuse määramisele, siis on turuhinna meetodit võimalik rakendada ka laiemalt, st sundülevõtmiste puhul mis viiakse läbi ainult vastavalt Äriseadustiku sätestustele. Nagu töös eespool mainitud, ei täpsusta Äriseadustik ülevõtjale konkreetset meetodit, mida aktsia eest õiglase hüvitise määramisel rakendada, kuid turuhinna meetod on üldjuhul üks esmastest meetoditest mille poole pöördutakse. Turuhind võib tähendada reguleeritud turul noteeritud aktsiaseltsi suhtes selle hinda turusüsteemis teatud ajahetkel või perioodil, aga ka näiteks noteerimata aktsiaseltsi puhul varasemate või sarnaste tehingute pinnalt kujunenud aktsia hinda.

Teaduskirjanduses on aga mitmeti kritiseeritud aktsia turuhinnapõhist lähenemist õiglase hüvitise määramisel. M. Ventoruzzo (2010, 886) arvates turuhinnal põhinev meetodika tihtipeale ei taga aktsia tegelikust hetkeväärtusest lähtumist ja seda eriti sundülevõtmistele omastes olukordades, kus aktsia hind on madalseisus ning just nimetatud madalseis on enamusaktsionäri motivaatoriks ettevõtte ülevõtmisel. Madalseis võib olla tingitud näiteks vähesest likviidsusest, mida peetakse ettevõtte turuväärtuse kujunemisel üheks olulisemaks faktoriks (Longstaff 2001, 407). Ei saa tähelepanuta jätta, et näiteks kontrollenamust omav ülevõtja võib ettevõtte aktsia turuhinda negatiivselt mõjutada oma otsustega ettevõtte valitsemisel (Hamermesh, Wachter 2009, 1035).

Turuhindadele ning pikemate vaatlusperioodide ajaloolistele hindadele tuginemine väärtuse hindamisel võib olla problemaatiline põhjusel, et aktsia turuhind peaks väljendama enamusaktsionäri poolt vähemusaktsionäri sundülevõtmise riski (Gevurtz, 736). L. A. Bebchuk ja M. Kahan (1999, 5-6) on leidnud, et juba pelgalt tõenäosus vähemusaktsionäri sundülevõtmiseks võib ettevõtte aktsia turuhinda allapoole tuua. Nimetatud uurimuse kohaselt ei pruugi ka efektiivsel turul kaupleva likviidse aktsia turuhind peegeldada aktsia sisemist (õiglast)

väärtust tulenevalt enamusaktsionäri olemasolust ja sellega kaasaskäivast informatsiooni asümmeetria pinnalt tekkivast hinnasurvest (Bebchuk, Kahan 1999, 8).

Riigikohus on oma 21. detsembri 2004. a otsuses 3-2-1-145-04 ühtlasi täheldanud, et turuhind ei ole aktsiate eest õiglase hüvitise määramisel ainuke kriteerium. Üldjuhul saab seda pidada minimaalseks, mis aktsionäridele tuleks maksta, see tähendab aktsionärid ei tohi saada hüvitist vähem, kui nad teeniksid aktsiaid vabalt võõrandades. Võimalik on aga ka, et tehingute alusel määratav hind ei kajasta aktsiate tegelikku väärtust ega taga aktsionäridele täielikku hüvitist nende kaotatud aktsiate eest. Turuhinna arvesse võtmine eeldab üldjuhul aktsiate reaalsel likviidsust ehk nende võõrandamise võimalikkust arvessevõetaval perioodil ning võimalike spekulatsioonide puudumist turuhinnaga. (*Ibid.*, 32) Seega on ka Riigikohus täheldanud, et regulatiivses raamistikus paika pandud turuhinnapõhise meetodi rakendamine on teatud juhtudel komplitseeritud.

Eelnevat on oluline vaadata kooskõlas töö esimeses peatükis toodud järeldustega. Empiiriliste uurimuste pinnalt nähtus, et enamasti toimub sundülevõtmine sellises olukorras, kus ettevõtte aktsiad väärtpaperiturul on vähem likviidsed, esineb informatsiooni asümmeetria, ettevõttel võivad tõenäoliselt esineda finantsraskused ning puudub vajadus väliseks finantseerimiseks või riskide jagamiseks. See viitab töö autori hinnangul selgelt, et sundülevõtmisi läbiviivate ettevõtete puhul on üldjuhul ainult turuhinnale keskenduvate meetodite puhul aktsia õiglase väärtuse määramine raskendatud. Kindlasti on aga oluline, et iga ülevõtmispakkumist ja sundülevõtmist planeeriv isik uuriks põhjalikult läbi ettevõtte turuolukorra (sh aktsia likviidsuse), finantsilise seisuga, tulevikuväljavaated ja kõik muud asjaolud, mis võiksid mõjutada regulatiivsel tasandil paika pandud turuhinnast lähtuva meetoodika kasutamist ülevõtmispakkumise või hilisemalt sundülevõtmise aktsia hinna kujunemisel. Kui ülevõtmispakkumise aktsia hind määrata vastavalt nimetatud kaalutlustele, on ka sundülevõtmisel tõenäolisem kasutada võimalusel ülevõtmispakkumise hinna eeldust.

Peamiseks järelduseks võib tuua eeltoodud käsitluste raames, et ülevõtmispakkumist ning hilisemat sundülevõtmist kaaluv isik peaks juba ülevõtmispakkumist tehes lähtuma ülevõtmispakkumise hinna määramisel lisaks regulatiivsele raamistikule vajadusel kohtupraktikas väljakujunenud aktsia õiglase väärtuse hindamise meetoditest, vähendamaks riske hilisemateks vaidlusteks. Samas võib jällegi olla ülevõtjale soodsam suur osa aktsionäridest välja osta madalama hinnaga, kui seda on hilisemalt kohtu poolt määratud õiglase hüvitis aktsia eest,

mis määratakse juba kitsamale ringile aktsionäridest – sundväljaostetud vähemusaktsionärid. Ostja soovib alati osta odavamalt ning müüja müüa võimalikult kallilt.

2.2. Alternatiivsed meetodid õiglase hüvitise määramisel

Eelmises alapeatükis käsitletud regulatiivsete nõuete alusel määratud ülevõtmispakkumise hinnast lähtuva meetodi rakendamine aktsia õiglase väärtuse määratlemisel on praktikas teatud juhtudel problemaatiline. Kohtupraktika pinnalt on välja kujunenud mitmeid alternatiivseid meetodeid, mida on kasutatud aktsia eest õiglase hüvitise määramisel. Ühtlasi ei ole võimalik ülevõtmispakkumise hinna eeldust kohaldada selliste sundülevõtmiste puhul, kus üldkoosolek ei võta vastu sundülevõtmise otsust Väärtpaberituruseaduses sätestatud kolmekuulise tähtaja jooksul pärast ülevõtmispakkumise lõppu (VpTS §182¹ lg 2). Kuivõrd Äriseadustik ei täpsusta, millisest hindamismeetodist tuleb aktsiate sundülevõtmisel lähtuda sellises olukorras, siis omab käesoleva alapeatüki käsitus olulist tähtsust nimetatud juhul aktsia õiglase väärtuse hindamisel. Järgnevalt käsitletakse põhilisi aktsia eest õiglase hüvitise määramise meetodeid, mis on nii Eesti kui rahvusvahelises kohtupraktikas ja teaduskirjanduses tähelepanu pälvinud.

2.2.1. Diskonteeritud rahavoogude meetodid

Riigikohus on leidnud, et üldjuhul tuleb arvestada õiglase hüvitise määramisel ülevõetud aktsiate eest aktsiaseltsi tulevikuväljavaateid ehk aktsionäride võimalust oma aktsiatest kasu saada – dividendi või aktsia väärtuse suurenemise näol ettenähtavas tulevikus. Seega tuleb aktsiaseltsi ja ka aktsiate väärtuse hindamisel reeglina rakendada meetodikat, mis võimaldab tulevikuväljavaateid arvestada. Tulevikuväljavaadete arvesse võtmiseks väärtuse hindamisel peab Riigikohus nii rahvusvaheliselt kui ka Eestis tunnustatud meetodikaks diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodeid või selle modifikatsioone. Samas on otsuses täpsustatud, et kindlasti ei ole kohus seotud ühe kindla hindamismeetodiga, vaid tuleb leida igale ettevõttele sobivaim meetodika, mida hindamisel aluseks võtta. (RKTsKo 3-2-1-145-04) Seejuures nähtub aga praktikast, et DCF meetod on üks enim levinud meetod.

Diskonteeritud rahavoogude meetodid on investeerimisotsuste tegemisel ning ettevõtte väärtuse hindamisel leidnud tunnustust nii finantsalases teoreetilises käsitluses kui ka praktikas. Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetodi alged pärinevad liitintressi arvutamise teooriatest, on tänapäeval kujunenud sellest välja mitmete erinevate rahavoogude hindamisel põhinevaid alam-

meetodeid. (Shrieves, Wachowicz 2001, 33-34) Diskonteeritud rahavoogude meetodit on võimalik rakendada ettevõtte erinevate rahavoogude hindamisel ning vastavalt valitud hindamise aluseks olevale rahavoole, eristatakse kolme lähenemist (Bodie *et al.* 2010, 398-421):

- 1) Dividendide diskonteerimise mudel, sh ühe, kahe ja mitmetasandilisel dividendide kasvul põhinevad dividendide diskonteerimise mudelid (*dividend discount model* ehk DDM);
- 2) Ettevõtte vaba rahavoo mudel (*free cash flow to firm* ehk FCFF);
- 3) Omakapitali vaba rahavoo mudel (*free cash flow to equity* ehk FCFE).

Dividendide diskonteerimise meetod eeldab, et aktsia väärtus on määratletav peaausjalikult ettevõtte aktsionäri poolt otseselt tulevikus saadaolevatest rahavoogudest, see tähendab dividendidest. Ettevõtte ning omakapitali vaba rahavoo meetodid on mõnevõrra paindlikumad ning lähtuvad kogu ettevõttele või aktsionäridele saadaolevast vabast rahavoost. Kahte viimast meetodit on võimalik rakendada ka ettevõtete puhul, mis ei maksa dividende või omab tagasihoidlikku dividendipoliitikat. (*Ibid.*) Eesti kohtupraktikas on käsitletud dividendide diskonteerimise meetodit eraldiseisvana ega mitte diskonteeritud rahavoogude meetodi alamliigina (HMKm 2-05-1031). Selguse ning kohtupraktika vaatest ühtse lähenemise huvides käsitletakse töös edaspidi diskonteeritud rahavoogude meetoditena ühtselt vaid FCFF ja FCFE meetodeid ning dividendide diskonteerimise meetodit iseseisva hindamismeetodina.

Eesti Telekomis aktsiate sundülevõtmist puudutavas vaidluses täheldas kohus, et tegutseva ja raha loova ettevõtte põhitegevuse väärtus sõltub tema võimest luua tulevikus vaba raha ja loodava vaba raha muutlikkusest. DCF meetodite puhul leitakse ettevõtte (omakapitali) väärtus diskonteerides tulevasi rahavoogusid nende rahavoogude riskitaset arvestava diskonteerimismääraga. Oodatavatel rahavoogudel põhinevate meetodite puhul võetakse väärtuse hindamisel aluseks ettevõtte poolt tulevikus loodavate oodatavate rahavoogude nüüdisväärtus. (TlnRnTsKm 2-10-2551) Kohtumääruse tekstist on töö autori hinnangul võimalik järeldada, et õiglase hüvitise määramiseks aktsia eest kasutati FCFE meetodit.

Rahvusvahelises kohtupraktikas on samuti leidnud kinnitust, et diskonteeritud rahavoogude või sellele sarnaste meetodite kasutamine on eelistatud aktsia eest õiglase hüvitise määramisel. Saksamaal on ajalooliselt kasutatud õiglase hüvitise määramisel diskonteeritud kasumi meetodit (*Ertragswertmethode*), mille alusel diskonteeritakse aktsionäridele tulevikus saadaoleva kasumi ning arvutatakse selle nüüdisväärtus. Tänapäevases Saksamaa kohtupraktikas on aga peamiselt kasutatavaks meetodiks diskonteeritud rahavoogude meetod (FCFF ja FCFE). (Krebs 2012, 961)

Ameerika Ühendriikide kohtutes on sundülevõtmisega seonduv hüvitise suuruse määramine leidnud arutlust juba aastakümneid ning diskonteeritud rahavoogude kui põhilise meetodi kasutamiseni jõuti Delaware'i osariigis 1980. aastatel (*Ibid.* 962). Märgilise tähtsusega kohtuasjas *Weinberger v. UOP, Inc.* (1983) leidis Delaware'i Ülemkohus, et hüvitise õigluse hindamisel tuleb arvesse võtta ettevõtte varasid, turuväärtust, kasumlikkust, tuleviku väljavaateid ja teisi asjaolusid, mis võivad mõjutada ettevõtte aktsia sisemist (*intrinsic*) väärtust. Nimetatud kohtuasjas loodi pretsedent kasutamaks ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodit, mis on kasutusel leidnud mitmetes järgnevates kohtukaasustes ja seda eriti Delaware'i osariigis. Teisalt aga on uuritud, et umbes pooled Ameerika Ühendriikide osariikidest lähtuvad jätkuvalt aktsia turuhinna meetodist ning ei luba vähemusaktsionäridel nõuda õiglase hüvitise määramist muu meetodi alusel juhul kui aktsia kaupleb reguleeritud turul (Thompson 1995, 30).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamine ei ole aga probleemkohtadeta. Diskonteeritud rahavoogude meetodi sisendite valimisel võib ettevõtte väärtuseks saada vägagi erinevaid tulemusi, mistõttu määravad Ameerika Ühendriikides näiteks kohtud lisaks vaidluste poolte esitatud eksperthinnagutele ühtlasi ise omalt poolt sõltumatuid eksperte kohtuvaidluses hinnangute andmiseks. (Allen *et al.* 2009, 479) Diskonteeritud rahavoogude meetodi usaldusväärsus sõltub rahavoogude tulevikuväärtuste hindamisest, riski hindamise meetmetest ning kapitali kulukuse määra arvutamisel kasutatud eeldustest, mh ajaloolisest riskipreemiast (Kaplan, Ruback 1995, 1067). Seetõttu põhjustavad praktikas probleemkohti eelkõige tuleviku rahavoogude täpne hindamine ning õige diskonteerimismäära valimine (Miliutis 2013, 785).

Eesti praktikas on diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul kerkinud esile tulumaksu arvestamine või mittearvestamine ettevõtte vabadesse rahavoogudesse, mis on aga sõltuv Eesti maksusüsteemi eripärast. Tulumaksu ei tohiks vabadesse rahavoogudest maha võtta põhjusel, et diskonteerimisel kasutatav omakapitali hind on tulumaksueelne, omaniku nõutava tulunormi sees on juba arvestatud üksikisiku tulu maksustamisega. Eesti tulumaksusüsteem arvestab omanikele suunatud rahavoogude maksustamisel ühekordse tulumaksuga (ettevõtte tulumaks makstakse dividendide väljamaksmisel) ja peale seda täiendavalt omanikutulu ei maksustata. (HMKm 2-05-1031; vt ka TlnRnTsKm 2-10-2551) Töö autor märgib aga, et selline tulumaksu arvestamine peaks paika muudes riikides, kus tulumaksusüsteem on kahetasandiline, st esineb ettevõtte tulumaks ja samuti üksikisiku tulumaks omanikutulult.

Lisaks on välja toodud FCFE meetodi nõrkusi seoses suure finantsvõimendusega (laenukoormusega) ettevõtete puhul. Oma olemuselt käsitletakse sellise ettevõtte aktsiat võrreldavana ostuoptsiooniga tulenevalt kõrgest makseviivituse riskist. Kuna aga optsiooni hindamise meetodite rakendamine on keerukas tulenevalt asjaolust, et vastavalt maksegraafikutele on tegemist omavahel seotud keeruliste optsioonide seeriaga (sh optsioonid optsioonidele), siis on leitud, et kuigi FCFE meetod annab mõnevõrra ebatäpse tulemuse, on see siiski üks täpsemaid võimalusi ettevõtte väärtuse hindamisel. FCFE meetodi puhul on sellisel juhul oluline korrektselt hinnata finantskohustusi ning korrigeerida diskonteerimismäära vastavalt võimenduse riskidele. (Luehrman 1997, 139-140)

Eelkõige USA kohtupraktikas on leidnud arutlust, kas õiglase hüvitise määramisel peaks tuleviku rahavoogude prognoosimisel arvestama ka sundülevõtmise positiivset majanduslikku mõju ettevõtte tulemustele. Kuigi traditsioonilisest vaatest ja näiteks Eestis Äriseadustiku (§363²) järgi hinnatakse ettevõtte väärtust vahetult enne sundülevõtmist (10 päeva enne üldkoosoleku teate väljasaatmise päeva), siis teatud juhtudel on USA kohtud pidanud õigustatuks, et arvestada ka positiivset majanduslikku kasu ettevõttele ehk siis ettevõtte tulevikuväljavaateid pärast sundülevõtmist. Majandusliku kasu mitteamistamine oleks õigustatud olukorras, kus vähemusaktsionäril on võimalik teha iseseisvalt otsus kas jääda või mitte jääda ühendatud ettevõttesse. Seejuures aga olukorras, kus vähemusaktsionäri nimetatud valikuvõimalus puudub ning ülevõtmise hinna määrab enamusaktsionär, oleks mõnevõrra ebaõiglane jätta arvestamata ühendamisest tekkivat majanduslikku kasu. (Ventoruzzo 2010, 857)

Eeltoodust tulenevalt nähtub, et FCFE meetod on leidnud laialdaseimat kasutust sundülevõtmisel aktsia eest õiglase hüvitise määramisel, kuid teatud juhtudel ei ole täpsustatud, kas aktsia väärtuse leidmiseks on kasutatud FCFF meetodit, millest aktsia väärtus tuletatakse hilisemalt laenukohustuste mahaarvamisel või ainult FCFE meetodit. Samas FCFE meetod võimaldab otseselt tegeleda aktsia väärtusega seonduvate prognoosidega, mistõttu vähemalt Eesti kohtutes on eksperdid kasutanud pigem FCFF meetodit. Ühtlasi on võimalik järeldada, et diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades tuleb prognoosides olla vägagi täpne ning arvestada ettevõtte seadusest tulenevaid maksukohustusi, laenukoormust, riske ja tuleviku rahavoogude prognoosimisel ettevõtte väärtuse hindamise fikseerimist ajas.

Kuna oma olemuselt diskonteeritud dividendide meetod lähtub samuti tulevaste rahavoogude diskonteerimisest, siis toob töö autor järgnevalt välja nimetatud meetodi rakendamisega seonduvad kaalutlused aktsia eest õiglase hüvitise määramisel. Töö autor märgib, et uurides rahvusvahelisi teadusartikleid, puudus sundülevõtmise kontekstis täielikult dividendide diskonteerimise mudeli käsitlus. Eelnev on aga põhjendatud, sest dividendide diskonteerimise mudelit on keeruline ettevõtte sundülevõtmise raamistikus rakendada. Täpsemalt on Eesti kohtupraktikas dividendide diskonteerimine käsitlust leidnud Eesti Ühispaniga aktsiate sundülevõtmist puudutavas kaasuses. Nimetatud ülevõtmist puudutavas kohtumääruses lähtus kohus FCFE meetodist ning jättis tõendina arvestamata ekspertide poolt koostatud dividendide diskonteerimise mudelid hüvitise määramisel. Kohtu hinnangul on õiglase hüvitise kindlaks määramiseks sobilikum FCFE meetod, sest dividendide diskonteerimise meetodi kasutamisel saadav tulemus on väljamakstud või prognoositavatest dividendidest, kuid dividendide väljamaksmine on aga täielikult enamusaktsionäri otsustada. FCFE meetod võtab arvesse aktsia väärtuse hindamisel enam tegureid, mistõttu võimaldab see kohtu arvates aktsia väärtust täpsemalt hinnata. (HMKm 2-05-1031)

S. H. Penman ja T. Sougiannis (1998) on leidnud oma aktsia väärtuse hindamise meetodeid käsitlevas võrdlevas uurimuses, et kuigi dividendide diskonteerimise mudel lähtub aktsionärile tulevikus saadaolevatest tegelikest rahavoogudest, on selle rakendamine praktikas problemaatiline. Dividendi diskonteerimise mudel nõuab dividendide ennustamist lõpmatuseni või likvideerimisdividendini, kuid Milleri ja Modigliani (1961) poolt paika pandud dividendide irrelevantsuse eelduse kohaselt ei ole aktsia väärtus seotud oodatava väljamakse ajastuse ega suurusega kindlaksmääratud perioodidel. Seega, ettevõtte jätkuvuse vaatest, ei oma teatud ajaperioodiks kindlaksmääratud dividendid informatsiooni ettevõtte väärtuse osas, välja arvatud juhul, kui ettevõtte dividendipoliitika seob dividendimaksed rangelt ettevõtte väärtust suurendavate asjaoludega. Seetõttu peaks Penmani ja Sougiannise hinnangul lähtuma aktsia väärtuse hindamisel ka millestki fundamentaalsemast kui ainult dividendidest. (Penman, Sougiannis 1998, 348) Eelneva pinnalt on võimalik järeldada, et dividendide diskonteerimise mudel ei ole reeglina sobiv sundülevõtmisel aktsia eest õiglase hüvitise leidmiseks.

2.2.2. Väärtuskordajate võrdlusmeetod

Finantsmaailma praktikud hindavad tihti pealt ettevõtete väärtust kasutades väärtuskordajaid. Nimetatud meetodi järgi arvutatakse ettevõtete tulemuslikkuse hindamiseks kasutatava näitaja suhtarv või kordaja võrreldavate ettevõtete valimis. Kõige tavapärasemad tulemuslikkuse

hindamise näitajad on ettevõtte kasum enne intressi, makse, depretsatsioon ja amortisatsiooni (EBITDA) ning EBIT, puhaskasum ja müügitulu. Ettevõtte väärtus hinnatakse vastavalt ettevõtete valimis arvutatud väärtuse suhtarvu või kordajaga läbi korrutades. (Kaplan, Ruback 1995, 1066)

Väärtuskordajatel põhinev ettevõtte väärtuse hindamine tugineb kahele eeldusele. Esmalt, et võrreldavatel ettevõtetel tuleviku rahavoogude osas proportsionaalsed ootused ning sarnased riskid hinnatava ettevõttega. Teiseks, et valitud tulemuslikkuse näitajad peegeldavad ettevõtte väärtust. Kui nimetatud eeldused peaksid paika, annaks väärtuskordajate võrdlusmeetod ettevõtte väärtuse osas täpsema hinnangu võrreldes diskonteeritud rahavoogude meetoditega, kuna hõlmab ühtlasi suhtarvuga hetkel kehtivad turuootused ettevõtte tuleviku rahavoogude ja diskontomäära osas. Praktikas aga ei ole võrreldavad ettevõtted perfektselt sarnased, see tähendab rahavood ei ole proportsionaalsed ning riskid sarnased. Ühtlasi ei ole välja kujunenud selget seisukohta, milline tulemuslikkuse näitaja on sobivaim ettevõtete omavaheliseks võrdlemiseks. (*Ibid.*, 1067) Näiteks on leitud, et teatud valdkondades on ettevõtete hindamisel kasutatud süstemaatiliselt valdkonnapõhiselt erinevaid tulemuslikkuse näitajaid nende parema rakendatavuse huvides. Nimetatud uuringus vaadeldi täpsemalt ettevõtteid nõustavate investeerimispankurite ja analüütikute praktikat. (Tasker 1998)

Väärtuskordajate võrdlusmeetodi rakendamine eeldab, et hinnatavale ettevõttele on olemas piisavalt suur hulk võrreldavaid ettevõtteid, mis aga Eesti turu väiksust arvesse võttes võib pigem osutada komplitseerituks. Seetõttu leidis ka Harju Maakohus Eesti Ühispanga aktsiate sundülevõtmise kaasuses, et piisava hulga sobilike võrdluspankade puudumise ning vähese ettevõttespetsiifilisuse tõttu ei ole suhtarvude võrdlusmeetodi kasutamine põhjendatud aktsia väärtuse välja selgitamiseks. Eesti Ühispanga aktsiate sundülevõtmisel tugineti aktsia eest hüvitise määramisel väärtuskordajate võrdlusmeetodile ning võrdluspankadeks oli lisaks Tallinna börsil noteeritud Hansapangale ja Sampo pangale Skandinaavia pangad. Kohus tugines eksperdi arvamusele, mille kohaselt olid Skandinaavia pankadel sel hetkel hinnatava pangaga võrreldes oluliselt erinev suurus, risk, tulusus ja kasv ning ka erinevad tulumaksusüsteemid. Kohus märkis, et diskonteeritud rahavoogude või dividendide diskonteerimise meetod võimaldavad suhtarvude võrdlusmeetodist enam arvesse võtta hinnatava ettevõtte spetsiifikat. Samuti ei võta meetod arvesse aktsiatest tulevikus saadavat potentsiaalset kasu. (HMKm 2-05-1031) Sarnaselt leidis Tallinna Ringkonnakohus Eesti Telekomis aktsiate sundülevõtmise kaasuses, et põhjendatud on lähtuda vaid diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisest, kuna nimetatud kohtuasjas

võrdlevate meetodite puhul ei lähtunud adekvaatses võrdlusvalimist ja seega ei saanud analüütikute sihthinna analüüs omada aktsia õiglase hüvitise määramiseks täiendavat asjakohast mõju. Võrdlusgrupi ettevõtetena kasutati Kesk-, Ida- ja Lääne-Euroopa ning Skandinaavia telekommunikatsiooniettevõtteid. (TlnRnTsKm 2-10-2551)

Kuigi Eestis on väärtuskordajate võrdlusmeetodi rakendamine tulenevalt turu eripäradest keeruline, ei tasuks antud meetodit siiski täielikult kõrvale jätta. Näiteks leidsid S. N. Kaplan ja R. S. Ruback (1995) oma empiirilises uurimuses Ameerika Ühendriikide kõrge võimendusega ettevõtete ülevõtmise puhul, et diskonteeritud rahavoogude meetod toob 10% ulatuses sama tulemuse ettevõtte väärtuse osas kui seda oli väärtuskordajate võrdlusmeetodit kasutades. Kuigi diskonteeritud rahavoogude meetodi kitsaskohaks peetakse turul valitsevate ootustega vähest arvestamist, siis nähtub, et mõlemad meetodid võivad anda ettevõtte väärtuse osas võrreldavaid tulemusi. Ühtlasi täheldati nimetatud uurimuses, et kahe hindamismeetodi kombineerimine toob kaasa täpsemaid tulemusi ettevõtte väärtuse hindamisel võrreldes sellega, kui kasutada kahte meetodit eraldiseisvalt (*Ibid.*, 1059). Seetõttu võib Eesti kontekstis omada väärtuskordajate võrdlusmeetod toetavat rolli aktsia väärtuse hindamisel, kuid sõltub siiski paljuski esindusliku võrdlusgrupi olemasolust.

Tulenevalt väärtuskordajate võrdlusmeetodi laialdasest kasutamisest on selle meetodi rakendusvõimalusi pidevalt täiustatud, mistõttu väärrib antud meetod töö autori hinnangul praktikas jätkuvalt tähelepanu. Näiteks on leitud empiirilisi tõendeid, et kombineerides omavahel aktsia hinnast ja ajaloolistest raamatupidamislikest väärtustest lähtuvad kordajad hindamise hetkel leitud kordajatega, on ettevõtte omakapitali väärtuse hindamise tulemus täpsem (Yoo 2006). Samuti on leitud, et tuleviku ennustustel põhinevate (nt analüütikute hinnangud) väärtuskordajate rakendamine toob kaasa täpsema hinnangu ettevõtte väärtusele kui ainult ajaloolistel andmetel põhinevate kordajate rakendamine (Kim, Ritter 1999; Liu *et. al.* 2002).

2.2.3. Muud meetodid

A. Vähemusosaluse allahindluste rakendamine

Juhtimiskontrolli mitteomavale aktsionärile kuuluva aktsia puhul korrigeeritakse hindamispraktikas terve ettevõtte hindamisel leitud aktsia väärtust vähemusosaluse allahindlusega, kuna tema võimalused ettevõtte juhtimist ja strateegiliste otsuste langetamist mõjutada on piiratud. Sundülevõtmiste puhul ei ole kohtupraktika pinnalt aga nimetatud allahindlust võimalik rakendada seetõttu, et kõiki aktsionäre tuleb hüvitise

määramisel kohelda võrdselt, olenemata sellest, millised olid erinevate aktsionäride reaalsed võimalused aktsiaseltsi tegevust mõjutada. (HMKm 2-05-1031)

Sarnane praktika on ühtlasi valdav näiteks Ameerika Ühendriikide üheks parimaks ärikeskkonnaks peetavas Delaware'i osariigis, kus vastavalt korrigeeritakse aktsia turuväärtuse hinda ülespoole arvestamaks kaudset vähemusosaluse allahindlust, mis sisaldus turuhinnas enne ülevõtmist (Miliutis 2013, 786). Mitmetes kaasustes on rõhutatud, et aktsia väärtuse hindamisel vaadeldakse aktsiaseltsi tervikuna. Nimetatud korrigeerimisele viidatakse ka kui kontrollipremia (*control premium*) lisamisele, jaotamaks kontrolli ettevõtte üle võrdselt ning seega hinnata ettevõtte väärtust tervikuna (nt M. G. Bancorporation, Inc. v. Le Beau; Rapid-American Corp. v. Harris; Borruso v. Communications Telesystems International; Agranoff v. Miller).

B. Mittelikviidsuse allahindluse rakendamine

Mittelikviidsuse allahindluse rakendamine on ettevõtte väärtuse hindamise käigus kasutatav täiendav meede kajastamiseks aktsia õiglast väärtust. Aktsia mittelikviidsusega kaasnevad suuremad tehingukulud, mis põhjustavad allahindlust. (HMKm 2-05-1031)

Mittelikviidsuse allahindluse rakendamine eeldab, et ettevõtte aktsia ei olnud sundülevõtmisel aluseks võetud väärtuse määramisel likviidne. Nii on Tallinna Ringkonnakohus (TlnRnTsKm 2-10-2551) täpsustanud, et mittelikviidsuse allahindluse rakendamine ei ole õigustatud Eesti Telekom aktsiate ülevõtmise puhul, kuna ülevõtmispakkumise ajal oli aktsia vägagi likviidne. Samas leidis Harju Maakohus Eesti Ühispanga aktsiate ülevõtmise kaasuses (HMKm 2-05-1031), et mittelikviidsuse allahindluse rakendamine on põhjendatud, kuna ettevõtte ei olnud rohkem kui aasta aega enne sundülevõtmist reguleeritud turul noteeritud, mistõttu tegemist oli ebalikviidse aktsiaga. Kuigi vähemusaktsionäride seisukohast vaadatuna tekitas enamusaktsionär noteerimise lõpetamise taotlusega mittelikviidsuse olukorra tahtlikult, siis tuleb aktsiate sundülevõtmise hüvitise määramisel kohelda aktsionäre võrdselt ning kuna mittelikviidsuse allahindlus rakendub kõigile aktsionäridele, on ka hüvitise määramisel mittelikviidsuse allahindluse rakendamine õigustatud (so kohtukaasuses keskmiselt rakendatav mittelikviidsuse allahindlus 25% eksperdi arvamuse kohaselt) (*Ibid.*).

3. EESTI REGULEERITUD TURUL NOTEERITUD AKTSIATE SUNDÜLEVÕTMINE

3.1. Andmed ja meetodika

Käesolevas peatükis esitab töö autor empiirilise uurimuse tulemused Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsiate suhtes läbiviidud sundülevõtmiste kohta aastatel 2002-2017. Vaadeldaval perioodil on Eestis üks reguleeritud turu tegevusluba omav ettevõtte, milleks on töö kirjutamise seisuga Nasdaq Tallinn Aktsiaselts (edaspidi Tallinna börs). Töö valimisse kuuluvad ettevõtted, kelle aktsiad olid noteeritud Tallinna börsil ning milliste aktsiate osas toimus sundülevõtmine alates aastast 2002 kuni aastani 2017. Sundülevõtmised alates 2002. aastast on valimi aluseks, sest siis rakendati seadusesse sundülevõtmisteks kahe erineva võimalusega süsteem ning nimetatud sundülevõtmiste raamistik on sellest ajast püsinud tänaseni. Valimi kindlaksmääramisel kasutas töö autor Tallinna börsil avalikustatud informatsiooni aktsiate ülevõtmispakkumiste ja noteerimise lõpetamise kohta ning Eesti väärtpaberite registri Nasdaq Baltic CSD SE Eesti filiaali poolt avalikustatud statistikat toimunud ülevõtmistest.

Empiiriline uurimus põhineb töö autori poolt käsitsi kogutud informatsioonil, mille peamiseks allikateks olid aktsiate ülevõtmisaranded, ülevõtmispakkumise dokumendid ja audiitorkontrolli aruanded. Kokku uuris töö autor enam kui 30 erineva dokumendi sisu. Uurimuses kasutatud aruanded pärinevad Tallinna börsil avaldatud teadetest ja üldkoosolekute materjalidest, ettevõtete avalikest elektroonilise Äriregistri toimikutest ning Finantsinspektsiooni koduleheküljelt. Informatsiooni leidmisega ei esinenud suuremaid probleeme võttes arvesse, et ettevõttel on kohustus avalikustada üldkoosoleku otsuste sisu börsi infosüsteemis, juhul kui sundülevõtmine toimub enne noteerimise lõpetamist. Mõnevõrra keerukam oli leida informatsiooni ettevõtete kohta, mille osas lõpetati börsil noteerimine enne sundülevõtmist, kuid vastavalt Äriseadustikule (§363¹⁰) tuleb esitada aktsiate sundülevõtmisel üldkoosoleku protokoll koos aruannetega Äriregistrile, mistõttu oli informatsioon kättesaadav ettevõtte avalikust Äriregistri toimikust. Kokku kuulub valimisse 13 ettevõtet, mille kirjeldav statistika on toodud alljärgnevalt Tabelis 2.

Tabel 2. Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmised (SÜ) aastatel 2002-2017

Ettevõtte	SÜ aasta	Ülevõtja	Börsil not. lõpetamine	SÜ ülevõtja osalus
Järvevana AS	2014	AS Riverito	Pärast SÜ	97,51%
Norma AS	2010	AS Automotive Holding	Pärast SÜ	93,70%
AS Eesti Telekom	2009	TeliaSonera AB	Pärast SÜ	97,58%
AS Starman	2009	Baltic Moontech Investments Holding AS	Pärast SÜ	98,55%
Saku Õlletehase AS	2008	Carlsberg Estonia Holding OÜ	Pärast SÜ	92,40%
Tallinna Farmaatsiatehase AS	2006	AS Grindeks	Pärast SÜ	95,01%
Tallinna Külkhoone AS	2006	Kauno Pieno Centras AB	Enne SÜ	94,62%
AS Rakvere Lihakombinaat	2006	HK Ruokatalo Group Oyj	Pärast SÜ	95,74%
AS Hansapank	2005	FöreningsSparbanken AB	Pärast SÜ	99,00%
AS Estiko	2004	Rondam AS	Enne SÜ	97,47%
Sampo Pank AS	2002	Sampo Plc.	Pärast SÜ	95,03%
Reval Hotelligrupi AS	2002	Linstow International A/S	Enne SÜ	99,80%
AS Eesti Ühispank	2002	Skandinaviska Enskilda Banken AB	Enne SÜ	99,02%

Allikas: autori koostatud

Kogutud aruannete ning dokumentide pinnalt on töö autoril võimalik analüüsida sundülevõtmistel kasutatud aktsia väärtuse hindamisel kasutatud meetodeid, vähemusaktsionäridele esitatud ülevõtmisaruanne ja audiitorkontrolli aruannete sisu ja põhjalikkust ning esitada omapoolsed ettepanekud praktika parandamiseks. Lisaks uurib töö autor valimis toodud aktsiate sundülevõtmiste osas toimunud kohtuvaidluseid ning nende tulemusi, selgitamaks välja väärtuse hindamisel kasutatud meetodite kohasuse. Kohtukaasuste leidmiseks kasutas töö autor Riigi Teataja veebileheküljel toodud avalikku kohtulahendite andmebaasi. Aruannete ja dokumentide analüüsi täpsem metoodika on toodud igas alapeatükis välja eraldiseisvalt.

3.2. Aktsia väärtuse hindamisel kasutatud meetodid

Aktsia väärtuse hindamisel kasutatud meetodite tuvastamiseks uuris töö autor Äriseadustiku (§363⁴) kohaselt nõutud ülevõtmisaruanneid ja seal nimetatud meetodeid. Nimetatud aruanded täidavad vähemusaktsionäri kaitse eesmärgi, selgitamaks enamusaktsionäri poolt määratud hüvitise suurust ning selle aluseid. Tallinna börsil noteeritud ettevõtete sundülevõtmistel kasutatud aktsia õiglase väärtuse hindamise meetodid ja hüvitis on esitatud kokkuvõtvalt alljärgnevas Tabelis 3. Tabelisse 3 on väärtuse hindamise meetod lisatud vastavalt selle

nimetamisele ülevõtmisaruanandes ning meetod on lisatud tabelisse olenemata asjaolust, kas meetodi kasutamisega kaasnevad ülevõtja poolsed selgitused või mitte. Ülevõtmisaruannete sisu ja selgitusi uurib töö autor täpsemalt alapeatükis 3.3.

Tabel 3. Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmisel (SÜ) õiglase väärtuse hindamisel kasutatud meetodid ja hüvitis aastatel 2002-2017

Ettevõtte	SÜ hüvitis (eurot)	SÜ õiglase väärtuse hindamise meetodid					
		ÜVP HÕE	TH	FCFE/FCFF	DDM	VV	muu
Järvevana AS	0,84	X	–	–	–	–	–
Norma AS	5,90	X	–	–	–	–	–
AS Eesti Telekom	5,94	X	–	–	–	–	–
AS Starman	5,75	X	X	–	–	–	–
Saku Õlletehase AS	12,40	X	–	–	–	–	–
Tallinna Farmaatsiatehase AS	5,11	–	X	X	–	–	X
Tallinna Külkhoone AS	2,29	–	–	X	–	–	–
AS Rakvere Lihakombinaat	2,90	–	X	X	–	–	–
AS Hansapank	13,50	X	X	–	X	X	–
AS Estiko	E: 1,26 B1: 0,83	–	X	–	–	–	–
Sampo Pank AS	1,00	–	X	–	–	–	–
Reval Hotelligrupi AS	4,96	–	X	–	–	–	–
AS Eesti Ühispank	2,43	X	–	–	–	X	–

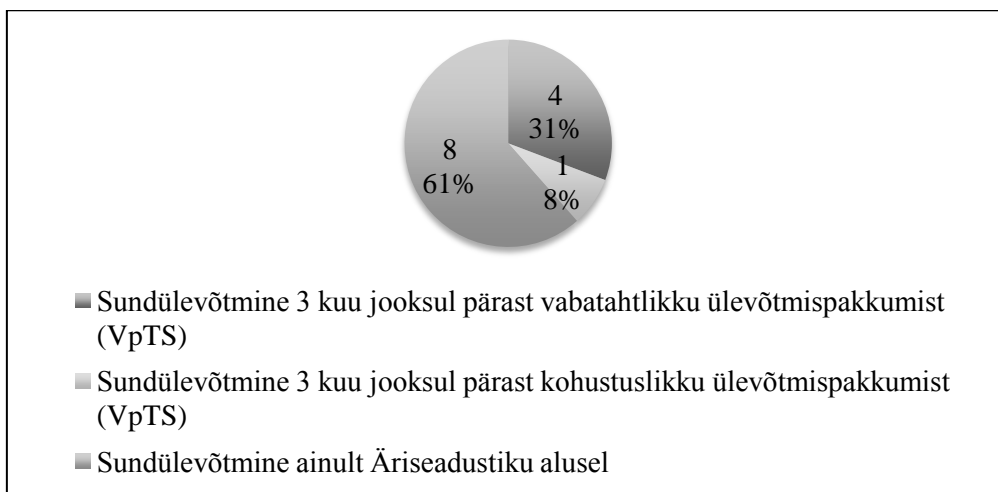
Allikas: ülevõtmisaruanDED; autori koostatud

Märkused:

1. Tabelis kasutatud lühendite selgitused:
 ÜVP HÕE – ülevõtmispakkumise hinna õigluse meetod
 TH – turuhinna meetod
 FCFE/FCFF – omakapitali/ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimise meetod
 DDM – dividendide diskonteerimise meetod
 VV – väärtuskordajate võrdlusmeetod
 Muu – allahindluste rakendamine
2. Eesti kroonides määratud hüvitised on eurodesse ümber arvestatud Eesti Panga ametliku keskkursiga 15,6466 krooni 1 euro kohta.

Ülaltoodud andmetest nähtub, et Tallinna börsil noteeritud aktsiate eest õiglase hüvitise leidmisel olid enim kasutatavateks meetoditeks ülevõtmispakkumise hinna õigluse eelduse rakendamine ja turuhinna meetod. Dividendide diskonteerimise meetod leidis kasutust vaid ühel korral ning väärtuskordajate võrdlusmeetod kahel korral. Tallinna Farmaatsiatehase AS aktsiate ülevõtmisaruanDES esines kaudne viide mittelikiividsuse allahindluse rakendamise osas aktsia väärtuse leidmisel. Eesti ja rahvusvahelises kohtupraktikas tunnustust leidnud omakapitali või ettevõtte vabade rahavoogude meetod leidis kasutust vaid kolmel korral, seejuures ei ole aga välistatud, et nimetatud meetodit kasutati ülevõtmispakkumise hinna määramisel enne sundülevõtmist juhul kui ülevõtja tugines sundülevõtmisel ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele.

Vastavalt töö teises peatükis käsitletule sõltub esmalt aktsia väärtuse hindamise meetodi valik asjaolust, kas sundülevõtmine viidi läbi 3 kuu jooksul pärast Väärtipaberituruse seaduse (§182¹ lg 2) alusel tehtud ülevõtmispakkumise lõppu või mitte. Ühtlasi on võimalik ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldust kohaldada kohustusliku ülevõtmispakkumise või sellise vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul, mille osas andsid sihtaktsionärid oma aktsepti 90% pakkumisega hõlmatud aktsiate osas. Töö valimis toimus aktsiate sundülevõtmine pärast ülevõtmispakkumist viiel juhul kolmeteistkümnest. Vastav osakaalude jaotus on toodud alloleval Joonisel 1.



Joonis 1. Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmised 2002-2017 liigiti

Allikas: autori koostatud

Ülaltoodud osakaaludest nähtub, et üle poole sundülevõtmiste puhul ei olnud võimalik ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldust kohaldada. Vabatahtlike ülevõtmispakkumiste käigus

omandasid ülevõtjad 90% pakkumisega hõlmatud aktsiatest vaid pooltel juhtudel, see tähendab kahel juhul neljast (Järvevana AS ja AS Eesti Telekomis ülevõtmispakkumised). Järelikult oli formaalsete nõuete kohaselt võimalik rakendada ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldust vabatahtlike ülevõtmispakkumiste järgselt vaid kahel juhul. Siinkohal tuleb aga tähele panna, et kuigi AS Hansapank aktsiate sundülevõtmisel tugineti ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele, siis toetuti ülevõtmisarunde kohaselt ka mitmetele muudele meetoditele, toetamaks määratud hüvitist. Norma AS ülevõtmispakkumisel omandas ülevõtja AS Automotive Holding ülevõtmispakkumise käigus 87,2% pakkumisega hõlmatud aktsiatest, mis küll formaalselt ei ole nõutud 90%, kuid sellele ligilähedane.

Lisaks toob töö autor välja, et võrreldes omavahel Tabelis 3 ja Joonisel 1 toodud andmeid, nähtub, et ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele tugines Tabeli 3 kohaselt kokku seitse ülevõtjat (vrd 5). Nii AS Starman kui ka AS Eesti Ühispank aktsiate sundülevõtmisel tugineti ülevõtmispakkumise käigus pakutud hüvitise õigluse eeldusele (st hüvitis oli sama kui ülevõtmispakkumisel) olenemata asjaolust, et sundülevõtmine toimus märgatavalt hiljem võrreldes ülevõtmispakkumisega. Näiteks lõppes AS Starman ülevõtmispakkumine 27. novembril 2007. aastal, kuid aktsiate sundülevõtmine otsustati aktsionäride üldkoosolekul, mis toimus 25. veebruaril 2009. aastal, peaaegu aasta ja kolm kuud hiljem. Jällegi olid mõlemad ülevõtjad tuginenud ka teistele meetoditele, vastavalt Starmani aktsia puhul turuhinna ning Eesti Ühispanga puhul väärtuskordajate võrdlusmeetodile. Töö autori hinnangul on kaheldav, kas ettevõtte aktsia väärtus on olnud ajas muutumatu, mistõttu võib sundülevõtmisel ülevõtmispakkumise hinnast lähtuv hüvitis olla nii aktsionäri kasuks (kui ettevõtte väärtus on vähenenud) või aktsionäri kahjuks (kui ettevõtte väärtus on vahepealsel ajal tõusnud). Vastavalt Äriseadustikule tuleb õiglase hüvitise aktsia eest määrata seisuga 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmist (ÄS §363² lg 2). Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eelduse kohaldamine peab olema ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaselt (EN direktiiv 2004/25/EÜ art 15(4); vt ka VpTS §182¹ lg 2) ning selle väljatöötamises osalenud ekspertgrupi hinnangul piiratud selge ajalise perioodiga ((Report of the High Level Company Law Experts.. 2002, 65), milleks on kolm kuud. Seejuures tõusetub mitmeid probleemkohti, näiteks tuleb lisaks ettevõtte majandustulemustele võtta arvesse, kas turuhinna või mõne muu meetodi rakendamine täiendavalt ülevõtmispakkumise hinnast lähtumise õigustamiseks on asjakohane, kui ettevõtte noteerimine börsil lõpetati enne sundülevõtmist või likviidsus börsil oli enne sundülevõtmist väga madal. Näiteks lõpetati AS Eesti Ühispanga aktsiate noteerimine Tallinna börsil 1. jaanuaril 2001. aastal, kuid sundülevõtmine toimus alles aastal 2002. Samuti kauples vahetult enne AS

Starmani aktsiate sundülevõtmist Tallinna börsil vaid ligi 1,5% ettevõtte aktsiatest, mida ei saa töö autori hinnangul pidada likviidseks turuks.

Tabeli 3 kohaselt ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele tuginenud ülevõtjate puhul tuleb täiendavalt uurida, millistele meetoditele tugineti ülevõtmispakkumise tegemisel. Eelnev annab võimaluse hinnata ülevõtmispakkumise käigus rakendatud meetodite asjakohasust sundülevõtmisel õiglase hüvitise määramiseks. Allolevas Tabelis 4 on toodud seega ülevõtmispakkumistes rakendatud aktsia väärtuse hindamise meetodid. Tabelisse 4 on väärtuse hindamise meetod lisatud vastavalt selle nimetamisele ülevõtmispakkumise dokumendis ning meetod on lisatud tabelisse olenemata asjaolust, kas meetodi kasutamisega kaasnevad pakkumise esitaja poolsed selgitused või mitte.

Tabel 4. Tallinna börsil noteeritud ja hilisemalt sundülevõetud (SÜ) aktsiate ülevõtmispakkumise (ÜVP) hinna määramisel kasutatud meetodid ja hüvitis aastatel 2002-2017

Ettevõte	ÜVP liik	ÜVP hind (eurot)	SÜ hüvitis (eurot)	ÜVP aktsia hinna määramise meetod				
				TH	FCFE/FCFF	DDM	VV	muu
Järvevana AS	V	0,84	0,84	X	–	–	–	–
Norma AS	V	5,90	5,90	X	–	–	–	–
AS Eesti Telekom	V	5,94	5,94	X	X	–	X	–
AS Starman	K	5,75	5,75	X	–	–	–	–
Saku Õlletehase AS	K	12,40	12,40	X	–	–	–	–
AS Hansapank	V	13,50	13,50	X	–	–	–	–
AS Eesti Ühispank	V	2,43	2,43	X	–	–	–	–

Allikas: ülevõtmispakkumiste dokumendid; ülevõtmisaranded; autori koostatud

Märkused:

1. Tabelis kasutatud lühendite selgitused:

V – vabatahtlik ülevõtmispakkumine

K – kohustuslik ülevõtmispakkumine

TH – turuhinna meetod

FCFE/FCFF – omakapitali/ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimise meetod

DDM – dividendide diskonteerimise meetod

VV – väärtuskordajate võrdlusmeetod

Muu – allahindluste rakendamine

Sarnaselt sundülevõtmistega on ka ülevõtmispakkumiste puhul olnud valdavaks meetodiks turuhinna meetod, täpsemalt Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatu. Samas märgib aga töö autor, et enamasti pakuti ülevõtmispakkumise tegemisel preemiat üle Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud ostuhindade. Vaid kahel juhul seitsmest tugineti Ülevõtmispakkumisreeglitega paika pandud kõrgeimale turuhinnale ilma preemiata. Näiteks tugines ülevõtja AS Starman ülevõtmispakkumises eelneva 10 kauplemispäeva aktsia hindade kaalutud keskmisele hinnale, millele ei olnud lisatud preemiat. Samuti tugines ülevõtja Saku Õlletehase AS ülevõtmisel eelneva kuue kuu kaalutud keskmisele hinnale Tallinna börsil, millele ei olnud lisatud preemiat. Ülejäänud viie ülevõtmispakkumise puhul jäid pakutud preemiad Ülevõtmispakkumisreeglite järgi paika pandud kõrgeima turuhinna suhtes vahemikku 0,12% (AS Järvevana ülevõtmisel üle aktsia bilansilise väärtuse) kuni 40% AS Eesti Ühispank ülevõtmisel. Keskmised preemiad jäid vahemikku 20-30%, näiteks 24,3% AS Eesti Telekomi aktsiate ülevõtmispakkumisel ja 28,3% Norma AS aktsiate ülevõtmispakkumisel. AS Hansapank aktsiate ülevõtmispakkumise kõrgeimale turuhinnale lisatud preemiaks oli 4,7%.

Lähtuvalt Tabelis 4 toodud andmetest ning ülevaatest turuhinna preemiate osas võib järeldada, et tõenäolisemalt toetutakse juba ülevõtmispakkumist tehes kõrgemale aktsia väärtusele kui on seda Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud. Seega on üldjuhul ka pärast ülevõtmispakkumist toimival sundülevõtmisel aluseks aktsia kõrgem väärtus võrreldes Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud õiglase hinnaga. See näitab turupraktikat positiivsest küljest, et igal juhul ei lähtuta alati madalaimast võimalikust formaalsete reeglite järgi paika pandud väärtusest. Ühtlasi võimaldab preemia lisamine adresseerida turuhinna meetodi rakendamise kitsakohti ning seega jõuda õiglasema hüvitiseni. Samas on aga kohati raskesti järgitav, millistel alustel ja meetoditega antud preemia on arvestatud.

Õiglase hüvitise määramisel kasutatud meetodite tulemuslikkuse osas annavad tagasisidet ka kohtuvaidlused, mis on tõusetunud seoses vähemusaktsionäridele sundülevõtmisel makstavate hüvitise suurustega. Vastavalt regulatiivses raamistiku ülevaates käsitletule, ei ole vähemusaktsionäriil võimalik nõuda üldkoosoleku otsuse kehtetuks tunnistamist tulenevalt madalast hüvitisest, kuid on võimalik nõuda õiglase hüvitise määramist kohtu poolt (ÄS §363⁸). Kuigi vähemusaktsionäridele õiglase hüvitise määramiseks on kohtusse pöördutud mitmel juhul ka töö valimist väljas olevate mittenoteeritud ettevõtete puhul (vt nt RKTsKo 3-2-1-145-04; RKTsKo 3-2-1-114-05; HMKm 2-07-13415), siis esines töö valimis olevate ettevõtete osas kolm kohtuvaidlust. Töö autor toob järgnevalt Tabelis 5 välja kohtuvaidluste olulisemad asjaolud.

Tabel 5. Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmisel (SÜ) makstud hüvitise vaidlustamisega seonduvad kohtuasjad aastatel 2002-2017.

Ettevõtte	SÜ aasta	Vaidluse sisu	SÜ hüvitis (eurot)	Kohtu määratud hüvitis (eurot)	Õiglase hüvitise tõus (%)
AS Eesti Telekom	2009	Õiglase hüvitise määramine	5,94	6,59	10,94%
Sampo Pank AS	2002	Üldkoosoleku otsuse kehtetuks tunnistamine	1,00	–	–
AS Eesti Ühispank	2002	Õiglase hüvitise määramine	2,43	4,105	68,93%

Sampo Pank AS ülevõtmisega seonduvas kohtuasjas sooviti tunnistada kehtetuks aktsionäride üldkoosolekul vastuvõetud otsus aktsiate sundülevõtmiseks. Vaidlustajate eesmärk oli tunnistada üldkoosoleku otsus kehtetuks, kuna audiitor ei kontrollinud vähemusaktsionäride kaitse eesmärgil hüvitise suuruse vastavust Äriseadustiku nõuetele. (RKTsKo 3-2-1-145-04) Kohus jättis kaebuse rahuldamata ning kuivõrd vaidlustajad ei tuginenud selgelt hüvitise õiglase väärtuse määramisele, ei määratud ka antud kohtukaasuses õiglast hüvitist aktsionäridele. AS Eesti Telekom aktsiate sundülevõtmise järgselt kohtu poolt kõrgema hüvitise määramine on hea näide ülevõtmispakkumise järgse ülevõtmispakkumise hinna õigluse eelduse rakendamise kohta. Nimelt, olenemata asjaolust, et pakkumisega nõustus üle 90% pakkumise sihtaktsionäridest, ei olnud ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldus kohaldatav ja kohtus määrati õiglase hüvitise aktsia eest kasutades FCFE meetodit. Siinkohal tuleb märkida, et juba ülevõtmispakkumisel kasutati hinna määramiseks pakkumisdokumendi kohaselt diskonteeritud rahavoogude meetodit, kuid kohtuvaidlusest nähtub, et rahavoogusid hinnati oluliselt madalamaks, ei võetud arvesse Eesti tulumaksusüsteemi eripära ning ka muud sisendid ei olnud korrektsed. (TlnRnTsKm 2-10-2551) AS Eesti Ühispank aktsiate sundülevõtmisel osutus probleemseks eelkõige asjaolu, et ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldust rakendati oluliselt hiljem võrreldes seaduses toodud 3-kuulise tähtajaga, mistõttu ülevõtmispakkumise hinna eeldusele tuginemine ei olnud korrektne. Alates ülevõtmispakkumisest aastal 2000 kuni sundülevõtmiseni aastal 2002 ettevõtte aktsiate noteerimine lõpetati Tallinna börsil (2001) ning samuti olid ettevõtte majandustulemused sundülevõtmisel oluliselt paremad võrreldes aastaga 2000. Seetõttu kasutati kohtulikult hindamisel ekspertide poolt õiglase hüvitise määramisel vaid FCFE meetodile. (HMKm 2-05-1031) Töö autor märgib, et just nimetatud erilised asjaolud tõid kaasa hüvitise määramise oluliselt kõrgemaks, mis omakorda ilmestab vajadust ettevõtte väärtuse hindamiseks õigel

ajahetkel selleks kohaste meetoditega. Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldus ja väärtuskordajate võrdlusmeetod ei olnud nimetatud juhul sobivad.

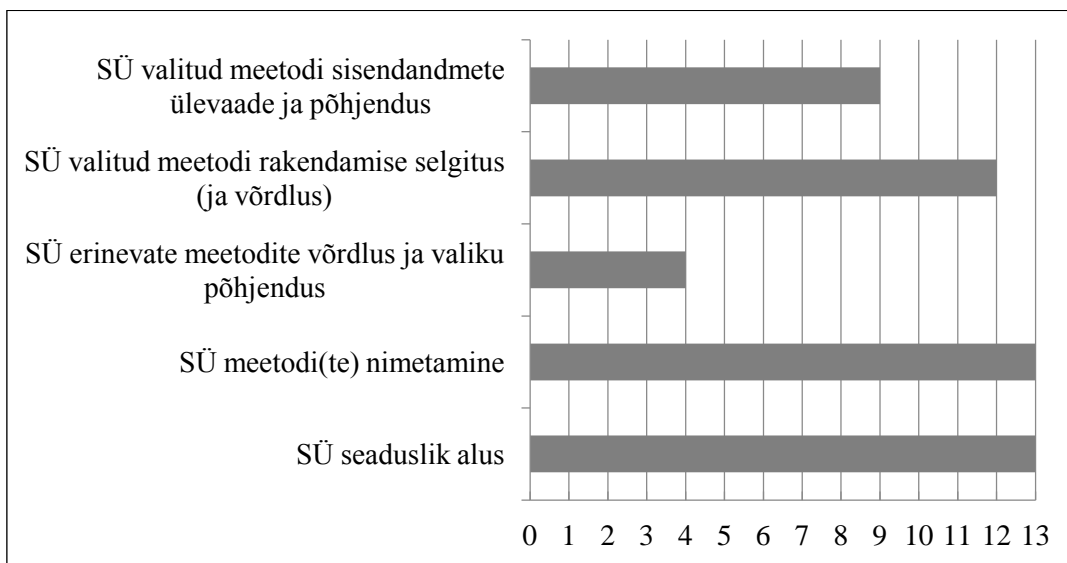
Tabeli 5 andmete pinnalt võib järeldada, et Eestis ei ole kuigi palju esinenud kohtuvaidlusi vähemusaktsionäride poolt Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmisel määratud hüvitise osas, samas on vaidlustatud kohtuasjad toonud vähemusaktsionäride jaoks kaasa positiivse lõppetulemuse. Kindlasti tuleb siinkohal arvesse võtta ka üldises plaanis aktsionäride teadlikkust, võimalusi kohtusse pöördumiseks (nt klassihagi esitamise võimaluse puudumine Eesti õiguses) ja jätkuvat ebaselgust AS Eesti Telekomi aktsiate ülevõtmisel vähemusaktsionäre esindanud advokaatide kulude tasumise osas, mis võib tulevikus raskendada vähemusaktsionäridele ühiste esindajate leidmist kohtukaasustes.

Üldise järeldusena võib uuritud andmetest välja tuua, et Tallinna börsil noteeritud aktsiate suhtes aastatel 2002-2017 läbi viidud sundülevõtmistel (ja nendele vahetult eelnenud ülevõtmispakkumistel kui tugineti ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele) on enim kasutust leidnud turuhinna meetod, kas siis Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud kujul või laiema kohaldamisalaga turuväärtuse leidmise abil. Seejuures on aga turuhinna meetodi osas väljendatud teaduskirjanduses mitmesugust kriitikat ning samuti ei ole Eesti kui ka rahvusvahelises kohtupraktikas see peamiseks meetodiks aktsia eest õiglase hüvitise määramisel. Positiivsest küljest toob töö autor välja uuritud andmete pinnalt nähtunud praktika lisada turuhinna meetodil leitud väärtusele teatava suurusega preemia, mis peaks võimaldama turuhinna meetodi kitsaskohtade tasandamist. Kahetsusväärne on aga asjaolu, kuivõrd vähesed ülevõtjad on tuginenud sundülevõtmisel kasvõi toetava meetodina omakapitali või ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimise meetodile, mis on leidnud tunnustust aktsia väärtuse hindamisel nii rahvusvahelises teaduskirjanduses kui ka kohtupraktikas.

3.3. Vähemusaktsionäridele avalikustatav informatsioon ülevõtmisaruanDES

Äriseadustiku kohaselt peab sundülevõtmise taotluse esitanud enamusaktsionär esitama aktsionäride üldkoosolekule kirjaliku aruande, kus selgitatakse ja põhjendatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise tingimusi ning aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise aluseid (ÄS §363⁴). Vaadates seaduse sõnastust, peaks iga vähemusaktsionär mõistma ülevõtmisaruanDE pinnalt sundülevõtmisel määratud õiglase hüvitise

suuruse kujunemise aluseid ning kasutatud meetodeid ja selle sisendeid. Seetõttu uuris töö autor enamusaktsionäride poolt koostatud ülevõtmisaruandeid ning nende sisu, et teha kindlaks praktikas esinevate ülevõtmisaruanete kvaliteet ning info kättesaadavus vähemusaktsionäridele. Andmete analüüsil lähtus töö autor vaid formaalsetest ülevõtmisaruanetest, mis peaks tagama kõigi vähemusaktsionäride võrdse kohtlemise, kuid kindlasti ei ole ka välistatud, et teatud juhtudel jagati ülevõtmisaruanete sisu ja kasutatud meetodite osas täpsemat infot aktsionäride üldkoosoleku toimumise ajal. Ülevõtmisaruanete analüüs viidi läbi aruande sisu tingimuspõhise hindamisega, see tähendab hinnati, kas kindlaksmääratud informatsiooni esitamise tingimus on täidetud uuritava ülevõtmisaruanete puhul või mitte. Uuritavad tingimused on töö autori poolt iseseisvalt paika pandud vastavalt eespool nimetatud Äriseadustiku nõuetele ning kohtupraktikas kujunenud seisukohtadele ülevõtmisaruanete sisu esitatava info osas. Ülevõtmisaruanetes sisalduva info uurimise tulemused on toodud alljärgneval Joonisel 2 ning selle pinnalt on võimalik järeldada, millised infokriteeriumid olid töö valimi ulatuses ülevõtmisaruanetes täidetud.



Joonis 2. Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmisel (SÜ) koostatud ülevõtmisaruanete sisu analüüs

Allikas: autori koostatud

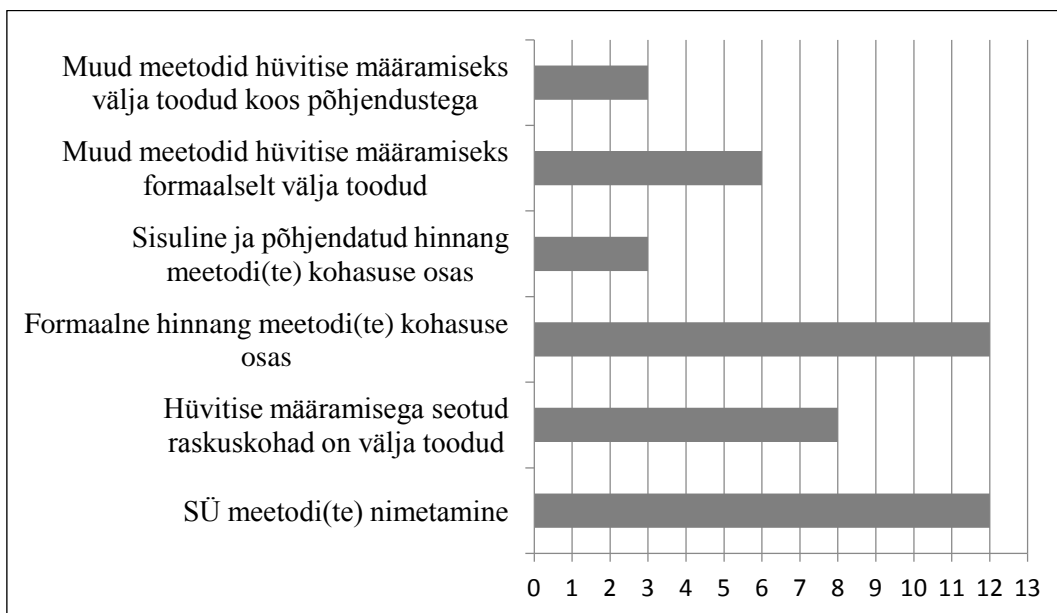
Ülaltoodud joonise pinnalt nähtub, et esmajoonel on täidetud ülevõtmisaruanete formaalsed informatsiooni esitamise eeldused, st sundülevõtmise seadusliku aluse ja sundülevõtmisel kasutatud meetodite nimetamine. Ühtlasi on reeglina selgitatud ja võrreldud sundülevõtmisel valitud meetodite rakendamist. See tähendab, näiteks Ülevõtmispakkumisreeglitele või turuhinna

meetodile tuginenud ülevõtja on selgitanud turuhinna meetodi rakendamist ning võrrelnud omavahel erinevalt saadud turuhindasid. Sellistes olukordades oli aruandes üldjuhul täpsustatud ka sisendandmed ning põhjendatud nende andmete kasutamist. Milles aga peitub ülevõtmisaruanne sisulise poole probleemkoht, on asjaolu, et tihtipeale valiti välja näiteks turuhinna põhine meetod ning ei põhjendatud nimetatud valikut võrreldes teiste võimalike meetoditega. Ülevõtmisaruanne peaks andma vähemusaktsionärile kindluse, et ülevõtja on valinud sundülevõtmisel õige ja sobiva meetodi ning antud valik peaks olema ka vastavalt põhjendatud. Sarnaselt on Harju Maakohus oma määruses (2-07-13415, 9) asunud seisukohale, et ülevõtmisaruanne tuleb põhjendada valitud meetodi kasutamist ning kontrollida nimetatud meetodi asjakohasust võrreldes teiste võimalike hüvitiste määramise meetoditega. Samuti peavad kohtu hinnangul ülevõtmisaruanne selgitused võimaldama vähemusaktsionäri iseseisvalt kontrollida, milliseid majandusnäitajaid ja muid olulisi tegureid on hüvitise suuruse määramisel arvestada ning selle põhjal otsustada, kas määratud hüvitis tagab täieliku kompensatsiooni aktsia sundülevõtmise eest (*Ibid.*). Seetõttu on ka oluline ülevõtmisaruanne valitud meetodi sisendandmete kirjeldamine ja põhjendamine. Näiteks viidati mitmel korral diskonteeritud rahavoogude meetodi kasutamisele ilma konkreetsete arvnäitajate, mudeli eelduste ja infota rahavoogude prognoosi või muude oluliste andmete osas. Eeltoodust võib järeldada, et kuigi üldjuhul on ülevõtmisaruanne põhjendatud ja selgitatud valitud meetodiga seonduvaid asjaolusid, siis ei ole vähemusaktsionäri võimalik selle pinnalt objektiivselt otsustada, kas enamusaktsionäri poolt on valitud sobivaim meetod konkreetse ettevõtte aktsia eest hüvitise määramiseks sundülevõtmisel. Juhul, kui ka võrdlus teiste meetoditega leidub ülevõtmisaruanne, oli see töö valimis pigem pealiskaudne ning ei andnud võimalust objektiivselt hinnata, et enamusaktsionär valis sobivaima meetodi. Pelgalt mainimine, et eksisteerivad ka teised hindamise meetodid ning aruandes valiti see kindel meetod, ei ole töö autori hinnangul piisav vastava hinnangu andmiseks.

3.4. Audiitori ülevõtmisaruanne kontroll

Äriseadustik näeb ette täiendava vähemusaktsionäri kaitse meetmena, et enamusaktsionäri koostatud ülevõtmisaruanne kontrollib audiitor (ÄS §363⁴ lg 2). Audiitorkontrolli eesmärk on eelkõige teha kindlaks, kas sundülevõtmisel määratud hüvitis vastab aktsia väärtusele 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate saatmist (ÄS §363⁴ lg 2 ja §363²), kuid ühtlasi peab audiitor kontrollima kas hüvitise määramisel kasutatud meetod oli hüvitise suuruse määramiseks

kohane ning tooma välja alternatiivsed meetodid hüvitise määramiseks (ÄS §363⁴ lg 2¹). Audiitori aruannete puudusi on toodud välja mitmetes kohtukaasustes (vt nt RKTsKo 3-2-1-114-05; HMKm 2-07-13415), mistõttu uuris ka käesoleva töö autor töö valimisse kuuluvate aktsiate sundülevõtmistel koostatud audiitorite aruandeid. Sarnaselt eelmises alapeatükis toodud ülevõtmisaruanne analüüsiga, viidi töö valimi ulatuses audiitorkontrolli aruannete sisu analüüs läbi samuti tingimuspõhise hindamisega, see tähendab hinnati, kas kindlaksmääratud informatsiooni esitamise tingimus on täidetud uuritava audiitori aruande puhul või mitte. Audiitori aruandes esitatava informatsiooni nõuded on töö autor pannud paika vastavalt eespool toodud Äriseadustiku sätetuste ning kohtupraktikas toodud seisukohtade alusel. Ülevaade uurimusest on toodud alloleval Joonisel 3.



Joonis 3. Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmisel (SÜ) koostatud audiitorkontrolli aruannete sisu analüüs

Allikas: Autori koostatud

Jooniselt 3 nähtub, et audiitorkontrolli aruanne on täitnud praktikas pigem formaalset eesmärki kui vähemusaktsionäri täiendavat infot või kinnitust andev arvamus. Kuigi audiitoril ei ole kohustust kontrollida sundülevõtmisel määratud hüvitise õiglust (selline kontroll toimub kohtus), siis omab audiitori kontrollaruanne vähemusaktsionäri vaatest olulist infot selle kohta, kas valitud meetodid on kohased või oleks ülevõtja pidanud muid meetodeid rakendada või pelgalt infot valitud meetodi rakendamise raskuskohtade osas. Eelneva pinnalt on vähemusaktsionäri seega võimalik teha teadlikum otsus selles osas, kas sundülevõtmisel pakutud hüvitis oli õiglane

või mitte. Praktika aga näitab, et audiitorite aruanded on lühikesed, formaalsed ning üldjuhul ilma täiendavate selgitustega oma seisukohtade osas. Mitmel juhul toodi hüvitise määramise raskuskohana välja lühikese ajalise perioodi audiitori aruande koostamiseks, mitte aga konkreetselt hüvitise suuruse kindlakstegemise raskuskohti. Riigikohtu hinnangul on põhiaktsionäri ja audiitoril kohustused põhjendamiseks ja kontrolliks, mistõttu nende puudumisel ei oleks ka aruannetel sisuliselt üldse mõte ja kohtul polekski lähteandmeid, mida ÄS §363⁸ lg 3 järgi kontrollida (RKTsKo 3-2-1-145-04, p 40). Positiivsena toob aga töö autor välja asjaolu, et valimi kolme hilisema sundülevõtmise puhul on audiitorite aruanded muutunud märksa põhjalikumaks ning sisaldavad põhjendusi antud arvamuste osas.

3.5. Soovitused praktika parandamiseks

Eelmistes alapeatükkides uuritud andmetest nähtub, et Eesti reguleeritud turul noteeritud ettevõtete sundülevõtmisel esinevas praktikas on mitmeid probleemkohti. Järgnevalt toob töö autor välja oma soovitused probleemkohtade adresseerimiseks ning paremaks praktikaks tulevikus:

1) Ülevõtjale:

- a. Ülevõtmispakkumise hinna õigluse eelduse rakendamisel tuleb kontrollida lisaks nimetatud eelduse kohaldamise formaalsete nõuete täitmisele muuhulgas tegelikku turuolukorda (kas esines turu madalseis), aktsia likviidsust, kas ülevõtmispakkumise hind kajastab ettevõtte tulevikuväljavaateid või muid asjaolusid, mis võivad muuta ülevõtmispakkumise hinna erinevaks õiglasest hüvitisest aktsia eest. Sundülevõtmisel määratud hüvitis peab olema täielik kompensatsioon vähemusaktsionärile oma vara kaotamise eest. Nimetatud kaalutlusi tuleks kajastada ülevõtmisaruanDES.
- b. Turuhinna meetodi rakendamisel tuleb arvesse võtta nimetatud meetodi kitsaskohti ning analüüsida õiglase hüvitise määramisel, kas esineb vajadus hüvitisele preemia lisamiseks.
- c. Kasutada õiglase hüvitise määramisel mitut alternatiivset meetodit, mida on tunnustanud nii kohtud kui teaduskirjanduse autorid sundülevõtmise hüvitise määramisel. Omakapitali või ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimise meetod peaks olema selleks esimene valik.

d. Koostada ülevõtmisaruanne vähemusaksionäri jaoks informatiivselt ja selgete põhjendustega võimalike meetodite võrdluse, valitud meetodi(te), kasutatud lähteandmete ning arvutuskäikude osas. On oluline põhjendada, miks võimalikest meetoditest on ülevõtja poolt valitud meetod kõige kohasem ja tagab vähemusaksionärile õiglase kompensatsiooni.

2) Ülevõtmisaruanne kontrollivale audiitorile:

- a. Esitada selged põhjendused, miks ülevõtja poolt valitud meetod on audiitori hinnangul kohane. Seejuures tuvastada valitud meetodi kasutamisel ja hüvitise määramisel esinevad raskuskohad vastavalt erinevate meetodite teaduskirjanduses toodud kitsaskohtadele ning ülevõtja poolt meetodi rakendamisel kasutatud lähteandmetele.
- b. Tuua välja alternatiivsed meetodid õiglase hüvitise määramisel ning põhjendada, miks nimetatud meetodid võivad samuti olla kohased või mitte.

KOKKUVÕTE

Magistritöö eesmärgiks oli tuvastada reguleeritud turul noteeritud aktsiaseltside sundülevõtmistel rakendatavad hüvitise määramise meetodid ning esitada teoreetilise kirjanduse ja kohtupraktika abil selged põhimõtted Eesti reguleeritud turul noteeritud aktsia eest õiglase hüvitise määramiseks sundülevõtmise korral. Töö alameesmärgiks oli teha kindlaks sundülevõtmise hüvitise määramisel Eesti praktikas esinevad puudused ning esitada omapoolsed soovitused olemasoleva turupraktika parandamiseks.

Sundülevõtmisel rakendatav meetod sõltub paljuski regulatiivsest raamistikust, mille alusel sundülevõtmine läbi viiakse. Eestis eristatakse sundülevõtmist vahetult pärast ülevõtmispakkumise tegemist (Väärtpaberituru seaduse alusel) ning ainult Äriseadustiku sätestustest lähtuvat sundülevõtmist. Peamisteks aktsia väärtuse hindamisel kasutatavateks meetoditeks on ülevõtmispakkumise hinna õigluse eelduse kohaldamine ning selle aluseks olev turuhinna meetod. Kuigi seaduslik raamistik näeb ette üldreeglina turuhinna meetodi rakendamise, siis on nimetatud meetodist lähtumine kohati komplitseeritud. Teaduskirjanduses ja kohtupraktikas on asutud seisukohale, et turuväärtus on minimaalne mida aktsionäriks sundülevõtmisel pakkuda ning samas ei pruugi aktsia turuväärtus peegeldada aktsia õiglast väärtust (mis on sundülevõtmise aluseks) näiteks madala likviidsuse või üldise turu madalseisu korral. Ühtlasi võib turuväärtus sisaldada vähemusosaluse allahindlust, mida ei arvestata aga õiglase hüvitise määramisel tulenevalt aktsionäride võrdse kohtlemise põhimõttest.

Valdavaks meetodiks rahvusvahelises praktikas aktsia eest õiglase hüvitise määramisel on omakapitali või ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimise meetod. Nimetatud meetod võtab arvesse ühtlasi ettevõtte tulevikuväljavaateid, millest vähemusaktsionär oma vara kaotamisel ilma jääb. Tulenevalt asjaolust, et nimetatud meetodi puhul sõltub lõpptulemus mitmetest hinnangulistest parameetritest, tuleb meetodi kasutamisel olla vägagi täpne ning arvestada ettevõtte seadusest tulenevaid maksukohustusi, laenukoormust, riske ja tuleviku rahavoogude prognoosimisel ettevõtte väärtuse hindamise fikseerimist ajas. Keskse tähtsusega on ka sobiva diskonteerimismäära valimine. Dividendide diskonteerimise meetod ei ole vastavalt uuritule sundülevõtmiste kontekstis sobiv meetod eelkõige tulenevalt asjaolust, et enamusaktsionär omab

kontrolli aktsionäridele laekuvate dividendide kindlaksmääramisel. Väärtuskordajate võrdlusmeetodi rakendamine on ühtlasi problemaatiline tulenevalt Eesti turu väiksusest, mistõttu on nimetatud meetod kasutatav ülevõtja poolt pigem täiendava arvamuse saamiseks kui õiglase hüvitise määramisel peamiselt kasutatavaks meetodiks. Mittelikviidsete aktsiate puhul on sobiv rakendada mittelikviidsuse allahindlust (näiteks kui ettevõtte börsil noteerimine lõpetati enne sundülevõtmist) kuna seda rakendatakse kõigile aktsionäridele võrdselt. Samas ei ole õigustatud aktsionäride võrdse kohtlemise põhimõtte kohaselt vähemusosaluse allahindluse rakendamine õiglase hüvitise määramisel.

Töös viidi läbi empiiriline uurimus Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmise osas aastatel 2002-2017, mille tulemuste pinnalt on töö autori hinnangult võimalik teha mitmeid ettepanekuid Eesti sundülevõtmisega seonduva turupraktika parandamiseks. Nimetatud perioodil läbi viidud sundülevõtmistel (ja nendele vahetult eelnenud ülevõtmispakkumistel kui tugineti ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele) on enim kasutust leidnud turuhinna meetod, kas siis Ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud kujul või laiema kohaldamisalaga turuväärtuse leidmise abil. Teaduskirjanduses ja kohtupraktikas enim levinud omakapitali või ettevõtte rahavoogude diskonteerimise meetodi kasutamine oli nimetatud perioodil pigem madal, st nimetatud meetodit kasutati vaid neljal juhul. Töö valimis esines kaks kohtuvaidlust vähemusaktsionäride poolt Tallinna börsil noteeritud aktsiate sundülevõtmisel määratud hüvitise suuruse osas, mis mõlemad tõid vähemusaktsionäride jaoks kaasa positiivse lõpptulemuse suurema hüvitise kujul. Lisaks uuriti sundülevõtmistega seotud ülevõtmisaruandeid ning audiitorite aruandeid ülevõtmisaruande kontrolli kohta. Ülevõtmisaruanne peaks andma vähemusaktsionärile kindluse, et ülevõtja on valinud sundülevõtmisel õige ja sobiva meetodi ning antud valik peaks olema ka vastavalt põhjendatud. Seejuures nähtus uuritud ülevõtmisaruannetest, et harva võrreldi aruandes erinevaid võimalikke meetodeid ning põhjendati ülevõtja poolt valitud meetodit kui sobivaimat. Töös uuritud audiitoraruanded olid ühtlasi lühikesed, formaalsed ning üldjuhul ilma täiendavate selgitustega oma seisukohtade osas. Nimetatud audiitori aruanne täidab aga olulist eesmärki vähemusaktsionäride investorkaitse tagamisel, mistõttu on eelnev sundülevõtmistega seonduvas praktikas üheks probleemkohaks.

Tulenevalt töös käsitletud teoreetilistest seisukohtadest ning empiirilise uurimuse tulemustest, koostas töö autor soovitusel ülevõtjale ja audiitorkontrolli läbiviijale sundülevõtmiste praktikas esinevate probleemkohtade parandamiseks. Soovitusel seonduvad eelkõige ülevõtja hoolsuskohustusega kontrollida ülevõtmispakkumise hinna õigluse eeldusele tuginemisel lisaks

formaalsete nõuete täitmisele ka muid turuolukorrast tulenevaid asjaolusid, mis võiksid nimetatud eelduse kohaldamist mõjutada. Samuti peaks ülevõtja arvesse võtma turuhinna meetodi kitsaskohti ning analüüsima turuhinnale preemia lisamise vajadust õiglase hüvitise määramisel. Tugev soovitus ülevõtjale on rakendada mitmeid alternatiivseid sundülevõtmiste kontekstis nii teaduskirjanduses kui ka kohtupraktikas tunnustust leidnud aktsia väärtuse hindamise meetodeid. Viimase soovitusena tõi töö autor välja ülevõtmisaruannete ja selles sisalduva info kvaliteedi parandamise, muuhulgas erinevate meetodite võrdluse ja valiku põhjenduse, selgete arvutuspõhimõtete ja lähteandmete väljatoomise. Ülevõtmisaruannet kontrollivale audiitorile esitatud soovitused seisnevad eelkõige audiitori poolsete põhjenduste esitamise suhtes nii meetodi kohasuse, hüvitise määramise raskuskohtade kui ka alternatiivsete meetodite rakendamise võimalikkuse osas.

SUMMARY

FAIR COMPENSATION UPON SQUEEZE-OUT FOR SHARES TRADED ON ESTONIAN REGULATED MARKET

Tiia Annus

Squeeze-out means the right of the majority shareholder to force minority shareholders to sell their shares to the majority shareholder for a fair compensation. Majority shareholder's right to squeeze-out the minority shareholders is nowadays a common part of the regulatory framework and economic environment. The main problem regarding squeeze-out, however, lies in the determination of the size of the compensation to be paid to the minority shareholders. As the compensation for shares upon squeeze-out is usually determined by the majority shareholder, squeeze-outs have brought about numerous litigation cases in Estonia and in international practice. The aim of this thesis is therefore to identify the valuation methods used for the determination of the fair compensation upon squeeze-out for shares traded on Estonian regulated market and to establish clear principles for such fair compensation determination on the basis of theoretical literature and court practice. The subgoal of this thesis is to identify the shortcomings in the Estonian practice for the determination of the fair compensation upon share squeeze-out and to present recommendations for the improvement of market practice.

In order to achieve the aims of this thesis, a two-sided approach is taken. Firstly, a qualitative study on the basis of theoretical literature and court practice is carried out to determine the possibility to use different valuation methods and drawbacks of using the relevant methods for the determination of share fair value within the squeeze-out framework. Secondly, an empirical study on squeeze-outs for shares traded on Estonian regulated market in the years 2002-2017 is carried out. On the basis of such the empirical study, practices and problems regarding squeeze-outs can be identified. The empirical study is based on a sample of 13 companies traded on the Tallinn Stock Exchange and that were subject to squeeze-out in the years of 2002-2017. The empirical study is based on carefully hand collected data, with the main sources being share takeover reports, takeover bid documentation and written reports of the auditors (on the takeover reports). The compilation and disclosure of relevant reports or documents is required by the law.

The reports and documents are collected from the notices and shareholders' general meetings documents published on the Tallinn Stock Exchange, public business file of the companies in the Estonian Commercial Register and home page of the Estonian financial supervision authority Finantsinspektsioon. More than 30 individual reports and documents are analysed by the author of this thesis.

The valuation method used upon squeeze-out largely depends on the regulatory framework under which the squeeze-out is carried out. In Estonia it is differentiated between squeeze-out directly after a takeover bid has ended (under the Securities Market Act) and squeeze-out based only on the Estonian Commercial Code. The main valuation methods in the regulatory framework are the fair price presumption of the takeover bid and the underlying market value method. In the scientific literature and court practice however, it has been argued that the market value of the share is the minimum to be offered to the minority shareholder upon squeeze-out and the market value of the share may not reflect the true or intrinsic value of the share (basis for compensation) for example due to low liquidity or general market downturn. Furthermore, the market value in itself may entail the minority discount, which can not be included in the share valuation for the determination of fair compensation because of the equal treatment of shareholders principle.

The prevailing method in the international practice for the determination of fair compensation is the free cash flow to equity or free cash flow to firm discounting method. The aforementioned method also takes into account the company's future prospects that the minority shareholder will be deprived of. It should be noted that due care has to be exercised while applying this method as the outcome of it depends on many estimated parameters, so that the company's tax obligations, debt levels and the specific time for which the future cash flows of the company will be estimated need special attention in each case. Establishing the correct discount rate is of central importance in such case. Dividend discount method is not a suitable method for determining the fair compensation upon squeeze-out mainly due to the control that the majority shareholder has over the dividends to be paid out to the shareholders. Comparable company analysis method (valuation using multiples) is rather problematic in the Estonian market due to its small size, which makes it a suitable method for contributing to the determination of fair compensation, however it can never be the main or only method for such determination. It is suitable to use illiquidity discount for illiquid shares (for example when the trading of the shares ended before the squeeze-out) as it is applied for all of the shareholders equally. Nevertheless, minority

discount can not be used upon the determination of fair compensation due to the equal treatment of shareholders principle.

The empirical study provided several results to be considered upon making recommendations to improve the Estonian market practice. With respect to the squeeze-outs (and preceding takeover bids when takeover bid fair value presumption was relied on) related to the shares traded on the Estonian regulated market, the most widely used method was the market value method, whether based on the takeover bid rules or in general approach to the market value method. Free cash flow to equity or firm discount method mostly recommended by the scientific literature and court practice was used rather rarely, only in four cases. There were two court cases related to the fair compensation within the sample of the thesis, which both brought about positive outcomes to the minority shareholders in the form of higher compensation for the shares. Furthermore, takeover reports and auditor reports on takeover reports were analysed. The aim of the takeover report is to give the minority shareholder the certainty, that the majority shareholder has chosen the correct and most suitable method for the determination of fair compensation and such choice should be substantiated. It could be seen that the reports lacked the method comparison and reasoning of the choice. The auditors' reports analysed were also rather short, formal and lacking reasoning of their opinion on the suitability of the chosen method, which in essence should serve the purpose of minority shareholder protection.

In accordance with the theoretical analysis and empirical study results, recommendations to the majority shareholder demanding the squeeze-out and to the auditor auditing the takeover report were formulated by the author. The recommendations are related to the practical drawbacks of the market value method and the reliance on takeover bid price fairness presumption, whereas the majority shareholder should take into account the market conditions and substantiate the market value approach. It is strongly advised to use various alternative valuation methods that have been recognised in the literature and court practice for compensation determination upon squeeze-out. Furthermore, the informational quality of takeover reports should be improved, whereas various methods should be compared and the choice of method should be clearly substantiated, and input data as well as related calculations should be presented in the report. Auditors' reports should also be substantiated with respect to their opinion on the suitability of the method, the difficulties relating to the determination of the compensation and potential alternative methods that could be used by the majority shareholder demanding the squeeze-out.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

Raamatud

Allen, W. T., Kraakman, R., Subramanian, G. (2009) *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*. 3rd Ed. Aspen Publishers Inc.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2010) *Essentials of Investments*, 8th Ed. New York: McGraw-Hill.

Gevurtz, F. (2000) *Corporation Law*. Minnesota: West Publishing Company.

Maul, S., Muffat-Jeandet, D., Simon, J. (2008) *Takeover Bids in Europe: The Takeover Directive and Its Implementation in the Member States*. 1st Ed. Freiburg: Memento Verlag.

Teadusartiklid

Amihud, Y. (2002) Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects. – *Journal of Financial Markets*, Vol. 5. Elsevier B.V., 31-56.

Bancel, F. Mittoo, U. R. (2009) Why Do European Companies Go Public? – *European Financial Management*, Vol. 15, No. 4. Blackwell Publishing Ltd., 844-884.

Bartlett, R. (2009) Going Private But Staying Public: Reexamining the Effect of Sarbanes-Oxley on Firms' Going Private Decisions. – *The University of Chicago Law Review*, Vol. 76, No. 1. University of Chicago Law School, 7-44.

Bharath, S. T., Dittmar, A. K. (2010) Why Do Firms Use Private Equity To Opt Out of Public Markets? – *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 5. Oxford University Press, 1771-1818.

Block, S. B. (2004) The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study. – *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, No. 1., 36-44.

Bolton, P., Von Thadden, E.L. (1998) Liquidity and Control: A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure. – *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol 154., No. 1, 177-209.

Boot, A. W. A., Gopalan, R., Thakor, A. V. (2006) The Entrepreneur's Choice Between Private and Public Ownership. – *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 2. The American Finance Association, 803-836.

- Chung, K. H., Jo, H. (1996) The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms. – *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 4. Cambridge University Press, 493-512.
- Clarke, B. (2009) The Takeover Directive: Is a Little Regulation Better Than No Regulation? – *European Law Journal*, Vol. 15, No. 2. Blackwell Publishing Ltd, 174-197.
- Clift, B. (2008) The Second Time as Farce? The EU Takeover Directive, the Clash of Capitalisms and the Hamstrung Harmonization of European (and French) Corporate Governance. – *Journal of Common Market Studies*, Vol. 47, No. 1. UACES, 55-79.
- Croci, E., Nowak, E., Ehrhardt, O. (2017) The Corporate Governance Endgame – Minority Squeeze-Out Regulation and Post-Deal Litigation in Germany. – *Managerial Finance*, Vol. 43, No. 1. Emerald Publishing Limited, 95-123.
- Engel, E., Hayes, R. M., Wang, X. (2007) The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going-Private Decisions. – *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, No. 1-2. Elsevier B. V., 116-145.
- Gatti, M. (2005) Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive. – *European Business Organization Law Review*, Vol. 5. T.M.C. Asser Press, 553-579.
- Hamermesh, L. A., Wachter, M. L. (2009) Rationalizing Appraisal Standards in Compulsory Buyouts. – *Boston College Law Review*, Vol. 50, No. 4. Boston College Law School, 1021-1068.
- Kaisanlahti, T. (2007) When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out? – *European Business Organization Law Review*, Vol. 8. T.M.C. Asser Press, 497-519.
- Kaplan, S. N., Ruback, R. S. (1995) The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. – *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 3. Wiley for the American Finance Association, 1059-1093.
- Kim, M., Ritter, J. (1999) Valuing IPOs. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 3. Elsevier B. V., 409-437.
- Kim, W. S., Lyn, E. O. (1991) Going Private: Corporate Restructuring Under Information Asymmetry and Agency Problems. – *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 18, No. 5. John Wiley and Sons, 637-648.
- Kim, W., Weisbach, M.S. (2008) Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective. – *Journal of Financial Economics*, Vol. 87. Elsevier B. V., 281-307.
- Krebs, C.A. (2012) Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis. – *German Law Journal*, Vol. 13, No. 8. German Law Journal GbR, 941-978.
- Krishnan, C. N. V., Masulis, R. W., Thomas, R. S., Thompson, R. B. (2012) Shareholder Litigation in Mergers and Acquisitions. – *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18. Elsevier B. V., 1248-1268.

- Leuz, C., Triantis, A., Wang, T. Y. (2008) Why Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations. – *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45. Elsevier B. V., 181-208.
- Liu, J. Nissim, D., Thomas, J. (2002) Equity Valuation Using Multiples. – *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1. Accounting Research Center at the University of Chicago Booth School of Business, 135-172.
- Longstaff, F.A. (2001) Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities. – *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2. Oxford University Press, 407-431.
- Luehrman, T. A. (1997) What's It Worth? General Manager's Guide to Valuation. – *Harvard Business Review*, May-June 1997. Harvard Business Publishing, 132-142.
- Martinez, I., Serve, S. (2011) The Delisting Decision: The Case of Buy-Out Offer with Squeeze-Out. – *International Review of Law and Economics*, Vol. 31. Elsevier B. V., 228-239.
- Mehran, H., Peristani, S. (2010) Financial Visibility and the Decision to Go Private. – *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 2. Oxford University Press, 519-547.
- Miller, M. H., Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. – *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4. The University of Chicago Press, 411-433.
- Mukwiri, J. (2013) Takeovers and incidental protection of shareholders. – *European Company and Financial Law Review*, Vol. 10, No. 3. De Gruyter, 432-460.
- Penman, S. H., Sougiannis, T. (1998) A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. – *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 3. Canadian Academic Accounting Association, 343-383.
- Pour, E. K., Lasfer, M. (2013) Why Do Companies Delist Voluntarily From the Stock Market? – *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37. Elsevier B. V., 4850-4860.
- Ritter, J. R., Welch, I. (2002) A review of IPO Activity, Pricing and Allocations. – *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4. Wiley for the American Finance Association, 1795-1828.
- Shah, S., Thakor, A. V. (1988) Private versus Public Ownership: Investment, Ownership Distribution and Optimality. – *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1. Wiley for the American Finance Association, 41-59.
- Shrieves, R. E., Wachowicz, J. M. Jr. (2001) Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVATM), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow Valuation. – *The Engineering Economist*, Vol. 46, No. 1., 33-52.
- Szyszka, A. (2014) Factors influencing IPO decisions. Do Corporate Managers Use Market and Corporate Timing? A survey. – *International Journal of Management and Economics*, No. 42. De Gruyter, 30-39.

- Thompson, R. B. (1995) Exit, Liquidity and the Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law. – *Georgetown Law Journal*, Vol. 84, No. 1. Georgetown University Law Center, 1-60.
- Van der Elst, C., van der Steen, L. (2009) Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-Out and Sell-Out Rights. – *European Company and Financial Law Review*, Vol. 6, No. 4. De Gruyter, 391-439.
- Ventoruzzo, M. (2010) Freeze-Outs: Transacontinental Analysis and Reform Proposals. – *Virginia Journal of International Law*, Vol. 50., No. 4.
- Weir, C., Wright, M., Scholes, L. (2008) Public-to-Private Buy-Outs, Distress Costs and Private Equity. – *Applied Financial Economics*, Vol. 18, No. 10. Taylor & Francis, 801-819.
- Yoo, Y. K. (2006) The Valuation Accuracy of Equity Valuation Using a Combination of Multiples. – *Review of Accounting and Finance*, Vol. 5, No. 2. Emerald Publishing, 108-123.

Elektroonilised allikad

- Bebchuk, L. A., Kahan, M. (1999) *The "Lemons Effect" in Corporate Freeze-Outs*. Working paper, The National Bureau of Economic Research. Kättesaadav: <http://www.nber.org/papers/w6938> , 5. mai 2018.
- Bebchuk, L. A., Kahan, M. (2000) Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezes. The National Bureau of Economic Research. Kättesaadav: <http://www.nber.org/chapters/c9011> , 5. mai 2018.
- Bowen, R. M., Chen, X., Cheng, Q. (2008) *Analyst Coverage and the Cost of Raising Equity Capital: Evidence From Underpricing of Seasoned Equity Offerings*. Working Paper, University of British Columbia. Kättesaadav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417860&rec=1&srcabs=1523423&alg=1&pos=10 , 5. mai 2018.
- Finantsinspektsioon. (2008) *Börsiemitentide tegevuse õiguslik raamistik. Küsimused ja vastused 31.12.2008*. Märgekiri. Kättesaadav: https://www.fi.ee/failid/20090106_borsiemitentide_tegevuse_raamistik.pdf , 5. mai 2018.
- Miliutis, F. (2013) *Fair Price in Squeeze-Out Transactions*. – *Societal Studies*, Vol. 5, No. 3. Kättesaadav: <https://www3.mruni.eu/ojs/societal-studies/article/view/655> , 5. mai 2018.
- Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*. European Commission. Kättesaadav: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf , 5. mai 2018.

Thomsen, S., Vinten F. (2007) *Delistings in Europe and the Costs of Governance*. Working paper, Copenhagen Business School. Kättesaadav: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986603 , 5. mai 2018.

Eesti ja Euroopa õigusaktid

Euroopa Parlamendi ja Euroopa Liidu Nõukogu 21. aprilli 2014. aasta direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, ELT L 142/12, 30.04.2004.

Tsiviilseadustiku üldosa seadus. RT I, 20.04.2017, 21.

Väärtpaberituruseadus. RT I, 30.12.2017, 43.

Äriseadustik. RT I, 17.11.2017, 22.

Ülevõtmispakkumisreeglid. Rahandusministri määrus. RTL 2008, 11, 137.

Kohtulahendid

Eesti

RKTsKo 3-2-1-145-04

RKTsKo 3-2-1-114-05

TlnRnTsKm 2-10-2551

HMKm 2-05-1031

HMKm 2-07-13415

Ameerika Ühendriigid

Supreme Court of Delaware, 457 A.2d 701 (1983), *Weinberger v. Uop, Inc.*

Supreme Court of Delaware, 603 A.2d 796 (1992), *Rapid-American Corp. v. Harris*

Supreme Court of Delaware, 737 A.2d 513 (1999), *M. G. Bancorporation, Inc. v. Le Beau*

Supreme Court of Delaware, 750 A.2d 530 (2000), *Agranoff v. Miller*

Court of Chancery of Delaware, C.A. No. 16316-NC. (1999) *Borruso v. Communications Telesystems International*

Muud allikad

Tasker, S.C. (1998) *Industry Preferred Multiples in Acquisition Valuation*. Working Paper, Cornell University. New York.