

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
ÄRIÕIGUSE JA INTELLEKTUAALSE OMANDI ÕPPETOOL

Anet Kaasik

**VÄHEMUSAKTSIONÄRIDE KAITSE TÕHUSTAMINE AKTSIATE
ÜLEVÕTMISEL RAHALISE HÜVITISE EEST**

Magistritöö

Juhendaja: mag iur Gerli Kilusk
dr iur Kalev Saare

Tallinn
2013

Sisukord

Sissejuhatus	3
1. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest- mõiste ja olemus	9
1.1. Mõiste.....	9
1.2. Olemus	12
1.3. Legaaldefiniitsioon.....	23
2. Formaalsed nõuded; aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isik.....	26
2.1. Künnise- ja häälteenamusnõuded.....	26
2.2. Aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isik.....	32
3. Materiaalsed nõuded.....	38
3.1. Õiglase hinna tagamine	38
3.2. Krediidiriski maandamine	54
3.3. Väljaostuõigus.....	57
Kokkuvõte	64
Summary.....	67
Kasutatud kirjanduse loetelu	73
Kasutatud õigusaktide loetelu.....	77
Kasutatud kohtulahendite loetelu	78
Kasutatud muu allikmaterjali loetelu.....	78

Sissejuhatus

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on instituut, mis on teoreetiliselt ja teaduslikul tasandil palju käsitlemist leidnud, kuid praktikas on instituuti kasutatud vähe ning seda eelkõige mittebörsiaksiaseltside puhul. Märkimisväärne osa aktsiate ülevõtmisest rahalise hüvitise eest on lõppenud kohtuvaidlustega. Eelnev viitab sellele, et äriseadustiku regulatsioon aktsiate ülevõtmise kohta rahalise hüvitise eest on puudulik ja ei teeni oma eesmärki.

Aktsiate ülevõtmist on üliõpilas- ja teadustöodes ja –artiklites käsitletud väga erinevatest aspektidest lähtudes. Palju on analüüsitud ka aktsiate ülevõtmist börsiaksiaseltsides (sealhulgas seoses ülevõtmispakkumiste direktiivi ülevõtmisega). Aktsiate ülevõtmisest rahalise hüvitise eest mittebörsiaksiaseltsides on oma teadustöodes analüüsinud näiteks Triin Bartels, Mari-Liis Lall, Karl-Juhan Paadam, Elen Rohtla, Andres Suimets, Risto Agur, Ilona Karlson. Kõik nimetatud autorid on käsitlenud aktsiate ülevõtmisel makstava hüvitise suurust ja õiglust ning institutsiooni vastavust põhiseadusele. Aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest tihedas seoses olevat aktsiate väljaostuõigust on seoses aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest käsitlenud järgnevad teadustöö autorid: Karl-Juhan Paadam, Elen Rohtla, Ilona Karlson ja Grete Säde. Tulenevalt regulatsiooni ja ka õigus- ja majanduskeskkonna muutumisest aastate jooksul on muutunud ka õigusteadeuslikud ettepanekud. Näiteks aktsiate väljaostuõigus muutus aktuaalseks alles ülevõtmispakkumiste direktiivi ülevõtmisega väärtpaberituru seadusesse.

Hoolimata ulatuslikust teoreetilisest ja teaduslikust tähelepanust aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest, on kehtiva regulatsiooniga seonduvad probleemid endiselt seaduse tasandil lahendamata. Lahendamata probleemidele viitavad praktikas tõusetunud probleemid, millega seonduvalt ei ole ammendava vastuseni ega lahenduseni jõutud. Kõige suurema tähelepanu all käesolevas töös on praktilisest lähtekohast BLRT Grupp AS aktsionäride vaheline konflikt. Eriline tähelepanu on põhjendatud sellega, et autori hinnangul on töö kirjutamise hetkel tegemist kõige aktuaalsema konfliktiga, mis viitab vähemusaktsionäride kaitse tõhustamise vajadusele ning aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest muutmise vajadusele ja põhjendab käesoleva töö aktuaalsust.

Käesoleva töö eesmärgiks on analüüsida aktsiate ülevõtmise instituuti tervikuna ning leida lahendused regulatsiooni tõhustamiseks. Käesoleva töö autori hinnangul ei taga hetkel kehtiv

regulatsioon vähemusaktsionäride kaitset piisaval tasemel, mistõttu ei ole aktsiate ülevõtmise regulatsioon efektiivne. Seega on ülalnimetatud terviklahenduse defineerivaks väärtuseks võetud vähemusaktsionäride kaitse.

Mitte ükski eelnev teadustöö, mille autoritele on ülal viidatud, ei ole lähtunud aktsiate ülevõtmise käsitlemisel vähemusaktsionäride kaitse tõhustamisest ning pakkunud institutsiooni tervikkäsitlust nimetatud kriteeriumist lähtuvalt. Eelnevad teadustööd on analüüsinud süvitsi ühte või teist aktsiate ülevõtmisega seotud aspekti – näiteks põhiseaduspärasust, õiglase hinna kriteeriumit, aktsiate ülevõtmist börsiaktsiaseltsides, jne. Käesoleva töö hinnangul seisneb just eelnevas käesoleva töö uudsus ja aktuaalsus.

Eelnevate teadustööde käsitusala, mis on puudutanud äriseadustiku regulatsiooni, on välja jäetud legaaldefiniitsiooniga seonduv ning selle tähtsust instituudi toimimisega seoses ei ole samuti analüüsitud. Varem ei ole käsitlemist leidnud mitmed käesoleva töö autori hinnangul institutsiooni tõhustavad ettepanekud - krediidasutuse garantii esitamise kohustus, kohtu kontrolli sätestamine, audiitorkogu moodustamine, kooskõlastatult tegutsevate isikute õigustatud isikutena määratlemine ja ka üldkoosoleku hääleteenamusnõude muutmine. Õiglase hüvitise määramine on küll vaieldamatult kõige enam tähelepanu saanud aspekt aktsiate ülevõtmise juures, kuid sellegipoolest ei ole mittebörsiaktsiaseltse puudutava regulatsiooni osas toodud välja ühtegi märkimisväärset ettepanekut, mida oleks seadusandlikul tasandil arvesse võetud. Autor hindab eelnevate autorite poolt õiglase hinna regulatsiooni muutmiseks toodud ettepanekuid kas liiga abstraktseteks või liiga keerulisteks, et seda saaks praktikas üheselt kohaldada. Autor on seisukohal, et õiglase hinna kriteeriumid peavad olema selged ja ühetaolised ning aktsia hinna määramise keerukuse tõttu peaks lõplikule hindamisele objektiivsuse tagamiseks kohaldama kohtulikku või ekspertide kontrolli.

Palju tähelepanu on pööratud ka vähemusaktsionäride väljaostuõigusele, mis sätestati ülevõtmispakkumiste direktiivi ülevõtmise raames väärtpaberituru seadusesse, kuid kahjuks on vastav vähemusaktsionäride õigus siiani äriseadustikku sisse viimata. Autor kaalus väljaostuõiguse väljajätmist käesoleva töö käsitusala, kuid jõudis instituudi analüüsimisel järelduseni, et ilma väljaostuõigusega ei saa antud töö lahendusi pidada vähemusaktsionäride kaitse terviklahenduseks. Seetõttu on autori ettepanekute raames käsitletud ka vähemusaktsionäridele väljaostuõiguse tagamist äriseadustiku tasandil. Väljaostuõiguse väljatoomist on autori hinnangul tähtis rõhutada ka järjepidevuse tagamise eesmärgil. Asjaolu, et vastavat kaitsemehhanismi ei ole seadusloomes vajalikul määral rõhutatud, võib viidata

muuhulgas ka väheste avalikule survele. Teadustööd ja erialakirjandus on kindlasti üheks väljundiks seadusandja tegevusele tähelepanu pööramiseks.

Nagu eelpool viidatud, autori eesmärgiks on pakkuda välja terviklahendus mittebörsiaksiaseltside vähemusaktsionäride kaitse tõhustamiseks aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest. Terviklahendust peab autor oluliseks just seetõttu, et üheainsa muudatusega ei ole võimalik pakkuda vähemusaktsionäridele igakülgset kaitset. Samuti ei piisa ka sellest, kui vähemusaktsionäride kaitset vaadeldakse ainult põhiseaduspärasuse ja õiglase hinna aspektidest, sest ainult väljatoodud aspektide käsitlemine ei taga regulatsiooni efektiivset toimimist. Näiteks väljaostuõiguse tagamisega vähemusaktsionäridele tagatakse institutsioonide tasakaal, kuid aktsiate ülevõtmise instituudi siseselt jääksid vähemusaktsionärid ikkagi piisava kaitseta. Autor on töö käsitlusalasse probleemide valikul lähtunud sellest, et vähemusaktsionäride kaitse peab olema mitmekülgne ning hõlmama institutsiooni tervikuna.

Vähemusaktsionäride kaitse on mõnevõrra erineva ulatusega olenevalt sellest, kas tegemist on börsiaksiaseltside või mittebörsiaksiaseltside aktsionäridega, kuivõrd börsiaksiaseltside suhtes kehtivad nõuded on ulatuslikumad. Seega erineb ka vähemusaktsionäride kaitse ulatus. Ungari õiguspraktik Ani Nozadze on pidanud asjakohaseks tuua paralleel börsituru reguleerituse taseme ja vähemusaktsionäride kaitse vahel ning on märkinud, et teostatud vähemusaktsionäride kaitset puudutava uurimistöö tulemusena on ta jõudnud järelduseni, et mida arenenum on riigi avalik aktsiaturg, seda paremini on garanteeritud vähemusaktsionäride kaitse. Eesti avalik börs on nii autori subjektiivse arvamuse järgi kui ka objektiivsete näitajate põhjal ülejäänud Euroopaga võrreldes keskmiselt arenenum, millest tulenevalt on Ani Nozadze tähelepaneku järgi arenguruumi ka vähemusaktsionäride õiguste kaitsmisel.

Autor on seisukohal, et vähemusaktsionäride õiguste kaitsmisel Eestis võiks eeskujuks võtta Euroopa riigid, kus on kõrgelt arenenum avalik aktsiaturg. Toetudes nn eeskujudele oleks võimalik täiendada Eesti kehtivat õigust viisil, mis tagaks Eesti vähemusaktsionäridele samaväärse kaitse kui see on näiteks Saksamaal, Rootsis või Suurbritannias. Lähtepunkti selliseks eesmärgiks ei leia autor olevat mitte eesmärgil „olla klassi parim“, vaid hoopis viimase aja praktika on see, mis viitab vähemusaktsionäride nõrgale kaitsele ühinguõiguses, seda eriti aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest.

Euroopa Liidu laienemisega ja Euroopa õigussüsteemi ühtlustamisega vormiti sarnaseks ka aktsiate ülevõtmise institutsioon rahalise hüvitise eest börsiaktiaseltside suhtes, kuid hoolimata Euroopa Liidu ühtlustatud regulatsioonist, erineb aktsiate ülevõtmise institutsioon rahalise hüvitise eest riigiti ka veel tänapäeval ning seda eelkõige mittebörsiaktiaseltside suhtes.

Hindamaks Eesti kehtivat regulatsiooni on mõistlik heita pilk teiste riikide äriseadustikele ning vaadata, kust oleks võimalik eeskuju võtta. Andes ülevaate teiste riikide regulatsioonist, tekib hea võrdlusmoment Eesti õigusega ning sarnaste regulatsioonide kõrvutamine võib viia järelduseni, et Eesti regulatsiooni oleks mõistlik nii mõnelgi viisil muuta. Autor on käsitlenud Rootsi, Suurbritannia ja Saksamaa regulatsioone kehtiva seaduse tasandil. Need kolm riiki on valitud teadlikult ja sihipäraselt, kuna kõigil neist on midagi sellist, mis erilist esiletoomist väärib. Samuti on kõik käsitlenud riigid Euroopa Liidu liikmesriigid. Põhjus, miks autor valis võrdluseks just liikmesriigid, on lihtne - ühtne Euroopa Liidu õigustaust võimaldab tuua paralleele ning riikide õiguslik taust on piisavalt sarnane, et võrdluste toomist võiks pidada asjakohaseks. Fakt, et Euroopa tasandil on aktsiate ülevõtmine börsiaktiaseltside suhtes direktiivi tasandil ühtlustatud, annab aluse arvata, et võrdluse aluseks toodud riikidel on baastasandil sarnasus Eesti ühinguõigusega. Samuti on liikmesriikide regulatsiooni analüüsid võimalik kõrvutada erinevaid viise direktiivide kohaldamiseks siseriiklikkus õiguses.

Näiteks on Rootsi äriühingute seaduses aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest sätestatud avalduse esitamise kvooruminõue autori hinnangul kooskõlas vähemusõigustega. Suurbritanniast saab eeskuju võtta aktsiate väljaostuõiguse rakendamise osas. Suurbritannias on vastav institutsioon leidnud kasutust juba 1985. aastast. Saksamaa äriseadustik väärib erilist tähelepanu aktsiate eest makstava hüvitise suuruse määramise osas, mis on Eestis aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest seonduvatest küsimustest üks aktuaalsemaid. Samuti on Saksamaa heaks võrdlusriigiks kõrgelt arenenud jurisprudentsi ja stabiilse ning hästitoimiva äriühinguõiguse tõttu.

Nagu ülal viidatud, on autor seadnud töö kõige üldisemaks eesmärgiks vähemusaktsionäride kaitse tõhustamise aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsioonis tervikuna. Lähemalt on töö eesmärgiks analüüsida vähemusaktsionäri õigusi ja kohustusi aktsiate ülevõtmisel; tuua paralleele teistest Euroopa riikidest ja sarnastest institutsioonidest, seejärel analüüsida, mis võiks Eesti kehtivas aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest regulatsioonist

teisiti olla. Viimaseks eesmärgiks on tuua välja konkreetsed ettepanekud regulatsiooni muutmiseks, et tagada institutsiooni efektiivne toimimine.

Töö üldhüpoteesiks on: vähemusaktsionäride õigused ei ole aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest äriseadustiku tasandil piisavalt kaitstud. Alalhüpoteesideks on (i) äriseadustiku õiglasele hinnale tuleks kohaldada väärtpapierituru seaduse järgset õiglase hinna kriteeriume; (ii) aktsiate väljaostuõigust tuleb kohaldada ka mittebörsiaktsiaseltside vähemusaktsionäridele; (iii) aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest künnisemäärad on vastuolulised ning ei taga vähemusaktsionäride õiguste efektiivset kaitset; (iv) aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest peab toimuma igakordselt läbi kohtu kontrollifunktsiooni; (v) aktsia hinda on võimeline erapooletult ja kvalifitseeritult hindama kohtu poolt moodustatud audiitorkogu. Lisaks eelnevale peatub autor oma analüüsis legaaldefiniitsiooni puudumisel ning teeb omapoolse ettepaneku regulatsiooni selgemaks muutmiseks legaaldefiniitsiooni lisamise teel äriseadustikku.

Käesolev töö on jaotatud kolmeks osaks, millest esimene osa on kirjeldab aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest kui institutsiooni. Välja on toodud mõiste käsitus erinevatest aspektidest lähtudes. Teiseks käsitleb esimene osa aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kui institutsiooni olemust. Olemuse lähtekohtade aluseks on võetud aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest iseloomustav enamuse ja vähemuse konflikti tõttu instituudiga seonduvad erinevad huvid. Kolmandaks on esimeses töö osas käsitletud aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest legaaldefiniitsiooni. Eesmärgiks on seada legaaldefiniitsiooni olemus kahtluse alla ning kahtluse õigustamise korral pakkuda välja uut ÄS § 363¹ lg 1 sõnastust, mida võiks käsitleda legaaldefiniitsioonina.

Töö teises osas on käsitletud kehtiva regulatsiooni formaalseid puudusi – künnise- ja häälteenamused ja aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isikut. Aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isiku temaatika asetamine formaalsete nõuete alla on autori arvates mõnevõrra tinglik, kuid struktuuriliselt tervikliku käsitluse huvides ei ole nimetatud temaatikat käsitletud eraldi peatükis. Formaalsete nõuete analüüsis on lahenduste pakkumiseks ehitatud probleemipüstitus üles järgnevalt: regulatsioon – probleem – lahendused - autori ettepanek. Regulatsiooni kirjeldamisel on aluseks võetud kehtiv äriseadustiku regulatsioon. Probleemi kirjeldamisel on autor lähtunud kohtupraktikast ja praktikas tõusetunud küsimustest, samuti regulatsiooni ilmsetest vastuoludest. Lahenduste leidmisel on kasutatud Rootsi, Suurbritannia ja Saksamaa kehtivaid regulatsioone, kusjuures võrdlusriike on mitu just seetõttu, et autori

kriitilise analüüsi tulemusena ei tagaks ühegi võrdlusbaasiks võetud riigi regulatsiooni ülevõtmine tervikuna käsitletava institutsiooni efektkivistamise ja vähemusaktsionäride kaitse tõhustamise eesmärgi.

Kolmas osa puudutab aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest materiaalseid nõudeid: õiglase hinna tagamist; krediidiriski maandamist ja väljaostuõigust. Iga nõude siseselt on autori poolse ettepaneku tegemisel kasutatud sama skeemi kui formaalsete nõuete juures: regulatsioon – probleem – lahendused - autori ettepanek. Ka võrdlusriigid on samad – Rootsi, Suurbritannia ja Saksamaa.

Allikate valikul on autor lähtunud eelkõige võõrkeelsetest allikatest, kuna töö eesmärgi saavutamiseks ei piisa eestikeelse õiguskirjanduse kasutamisest. Nagu ülal mainitud, puudub Eesti teaduskirjanduses käsitletava õigusinstituudi tervikkäsitlus, mille jaoks on vältimatult vajalik teiste riikide õiguskirjanduse, -praktika ja regulatsiooni kriitiline analüüs. Samuti on võõrkeelsete allikatele toetumine õigustatud, kuna aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest on märksa laiemalt käsitletud just Saksamaa ja Suurbritannia õigusteadlaste poolt. Võõrkeelsete allikate kõrval on kasutatud eestikeelset õiguskirjandust, millesse autor on suhtunud vajamineva kriitilisusega, kuna tegemist ei ole viimaste aastate jooksul väljaantud allikatega. Eesti tänapäevases majanduskeskkonnas probleemi aktuaalsuse väljatoomiseks on muuhulgas kasutatud ka mitte teaduslikke allikaid (nt ajalehe artiklid), millesse tuleb suhtuda äärmise kriitilisusega, kuid mille töösse sissetoomine on autori hinnangul vältimatu, kuna vastasel juhul ei oleks võimalik visualiseerida ja tõestada praktikas esile kerkinud konflikte, mis viitavad regulatsiooni puudujääkidele. Mitte teaduslike allikate kasutamine käesolevas töös on seega pigem illustreeriva kui analüütilise tähtsusega.

Töös kasutatud meetodeid on palju. See tähendab, et autor on valinud uurimismeetodiks kombineeritud meetodi. Kombineeritud meetod on valitud seetõttu, et tulenevalt uurimisesemest on töö eesmärkideni jõudmiseks vajalik kasutada nii süsteemset, kvalitatiiivset, analüütilist, modelleerivat kui ka võrdlevat uurimismeetodit.

1. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest- mõiste ja olemus

1.1. Mõiste

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on institutsioon, mida saab selle keerukuse tõttu defineerida mitut erinevat moodi. Keerukus seisneb selles, et aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest tekivad vastandlikud huvid - põhiaktsionäri ja vähemusaktsionäride huvid. Tulenevalt sellest, et aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest saab vaadelda nii põhiaktsionäri kui ka vähemusaktsionäride seisukohast, saab seda institutsiooni defineerida mitmel erineval moel.

Äriseadustikus on sätestatud, et aktsionäri taotlusel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiaseltsi aktsiakapitalist (põhiaktsionär), võib aktsionäride üldkoosolek otsustada aktsiaseltsi ülejäänud aktsionäridele (vähemusaktsionärid) kuuluvate aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt õiglase rahalise hüvitise maksmise vastu (ÄS § 363¹ lg 1). Seega on seadusandja võtnud aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest defineerimisel aluseks põhiaktsionäri huvid, kuna on väljendanud vastavat institutsiooni põhiaktsionäri õigusena. Teisest küljest aga on seadusandja soovinud aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest defineerida läbi üldkoosoleku otsuse.

Käesoleva töö autor on seisukohal, et eeltoodud seadusandja seletusest võib jääda eksitav mulje nagu oleks aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest oma olemuselt üldkoosoleku otsus. Tegelikult on aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest aktsiate omandamine põhiaktsionäri poolt, mitte üldkoosoleku otsus. Ühelt poolt on arusaadav, miks on seadusandja pidanud tähtsaks mainida, et aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest toimub üldkoosoleku otsuse alusel, sest aktsiaseltsis on üldkoosolek kõige kõrgemat otsustusvõimu omav juhtimisorgan ning omab otsustusõiguslikku funktsiooni. Eelnevalt tulenevalt on autor seisukohal, et äriseadustikus toodud aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest definitsioon ei ole käsitletav legaaldefinitsioonina,¹ kuna aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kui institutsiooni ammendav mõiste seletus seaduses puudub. Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kui institutsiooni mõiste avamiseks ja olemuse selgitamiseks on autori hinnangul

¹ Legaaldefinitsioon tähendab mõiste seaduses lahti seletamist viisil, mis võimaldab saada tervikliku ja üheti mõistva seletuse. Autor peab oluliseks selgitada, mida tähendab legaaldefinitsioon, kuna vastasel juhul jääks arusaamatuks, millisel juhul on seaduse seletus legaaldefinitsioon ja, millisel võib öelda, et seaduses toodud seletus ei saa olla legaaldefinitsiooniks.

oluline lisaks seaduses sätestatud definitsioonile analüüsida ka õiguskirjanduses kasutatud definitsioone.

Õiguskirjanduses on aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest defineeritud mitmel erineval moel. Üheks heaks näiteks on aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest nimetamine „sundmüügiks“. Vastav väljend tuleneb eelkõige aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest ja sundmüügi instituutide sarnasusest kinnisasja sundvõõrandamise seaduses ja äriseadustikus.² Aktsiate ülevõtmise illustreeriv väljend „sundmüük“ on asjakohane just siis, kui aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest vaadeldakse vähemusaktsionäri seisukohast. Samuti väljendab vähemusaktsionäri seisukohta hästi aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest ingliskeelne termin - *squeeze-out*. Otsetõlkes tähendab see väljapigistamist. Inglisekeelses õiguslalases sõnaraamatus on toodud *squeeze-out* definitsiooniks kavatsus elimineerida või vähendada vähemushuvisid aktsiaseltsis.³

Rootsikeelses õiguskirjanduses on aktsiate ülevõtmise kohta kasutatud väljendit „väljakurnamisõigus“.⁴ Samas on Eesti õiguspraktikud iseloomustanud aktsiate põhiaktsionäri poolset ülevõtmist kui väikeaktsionäride sunduslikku väljaostmist,⁵ äriõiguslikku õigussuhte ühepoolse lõpetamise õigust, tühjaks pigistamist ja aktsionäri algatuslikku sundmüüki,⁶ mis on samuti tõestuseks sellele, et aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest kirjeldatakse õiguskirjanduses pigem kui negatiivse iseloomuga õigust.

Eesti õiguskirjanduses on aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest nimetatud ka aktsia omanikele tehtavaks ostupakkumiseks.⁷ Samas on definitsiooni autor (Merimaa, M.) sealsamas end ka kohe parandanud, lisades, et tegelikult ei ole tegu mitte ostuõigusliku ostutehinguga, vaid asjaõigusliku omandi ülekandmisega, mille aluseks ei ole ostu-

² Teisisõnu sarnasus ÄS §363¹-363² ja KASVS § 2 sätete vahel. R. Vahimets jt. Ühinemised ja omandamised-alternatiiv äri orgaanilisele kasvule - Äripäev 2007, lk 100; T. Bartels. Tühjaks pigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363¹-363¹⁰ - Juridica 2004/2 lk 88.

³ Inglise keeles *an action taken in attempt to eliminate or reduce a minority intrest in a corporation*. A. Nozadze, lk 5; Bryan A. Garner (editor in chief) Black's Law Dictionary, 9th ed., Thomas Reuters, 2009.

⁴ Rootsikeelses õiguskirjanduses *utsvältning*. Väljakurnamine ei tähenda ainult aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest, vaid on pigem laiema tähendusega viidates kõikidele põhiaktsionäri poolt kasutusele võetavatele meetmetele, mida kasutatakse selleks, et vähemusaktsionäridel tekiks soov müüa oma aktsiad põhiaktsionäridele. R. Vahimets jt, lk 100. Martti Kalas on nimetanud väljakurnamist vähemusaktsionäride „ära väsitamiseks“. M.Kalau. Aktsiaseltsi vähemusaktsionäride kaitse probleeme - Juridica 1998, 6, lk 286.

⁵ R.Vahimets, jt, lk 100.

⁶ T. Bartels. Tühjaks pigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363¹-363¹⁰ - Juridica 2004/2 lk 86.

⁷ M. Merimaa. Äriseadustik, kommentaarid, selgitused, arvamused.2007, lk 234; Werlauff. E. Euroopa Liidu ühinguõigus. Ühine nimetaja äriliste ettevõtmistele 12 riigis. TLN, Juura, Õigusteabe AS, lk 275.

müügileping, vaid ühinguõigusliku iseloomuga üldkoosoleku otsus.⁸ Autor nõustub eelneva seisukohaga osas, milles üldkoosolek on aktsiaseltsi kõrgeim organ⁹ ning et aktsiate ülevõtmisotsust saab vastu võtta vaid üldkoosolek, kuid oma olemuselt ei ole aktsiate ülevõtmine üldkoosoleku erioigus.

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest saab toimuda kahes erinevas õiguslikus situatsioonis. Esiteks reguleeritud turul mittekaubeldavate aktsiate ülevõtmisel, mida reguleerib äriseadustik, ning teiseks reguleeritud turul noteeritud kaubeldavate aktsiate (börsiaktsiate) ülevõtmisel, mida reguleerib väärtpapierituru seadus ja rahandusministri määrus „ülevõtmispakkumisreeglid“. Seega saab selle institutsiooni mõiste sisustamisel lähtuda ka väärtpapierituru seaduse vastava regulatsiooni aluseks olevatest Euroopa Liidu õigusaktidest ja neid selgitavatest dokumentidest. Aktsiate ülevõtmist väärtpapierituruõiguses on Euroopa Komisjoni aruandes Euroopa Parlamendi ja Nõukogu 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste direktiivi kohta seletatud järgnevalt: aktsiate ülevõtmine on „ülevõtmispakkuja“ õigus pärast märkimisväärse osaluse (90% aktsiatest) saavutamist „pigistada“¹⁰ välja vähemusaktsionär saavutamaks 100%-line aktsiaosalus.¹¹

Saksamaa õiguskirjanduses on aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsiooni defineeritud vähemusaktsionäride „väljajätmise õigusena“.¹² Autori hinnangul on tegu hästi aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest kui institutsiooni iseloomustava definitsiooniga, sest praktikas jätabki põhiaktsionär vähemusaktsionärid oma aktsiatest ilma ning ühtlasi jätab nad aktsionäride ringist välja.

Kõige täpsem definitsioon on töö autori hinnangul toodud Riigikohtu lahendis nr 3-2-1-145-04. Riigikohus on nentunud leaaldefinitsiooni puudumist äriseadustikus ning öelnud, et äriseadustikus on aktsiate ülevõtmine sätestatud põhiaktsionäri õigusena võtta vähemusaktsionäride aktsiad ühepoolset üle.¹³ Riigikohus on väga lühidalt ja täpselt toonud

⁸ M. Merimaa. Äriseadustik, kommentaarid, selgitused, arvamused.2007, lk 234. Werlauff. E. Euroopa Liidu ühinguõigus. Ühine nimetaja äriliste ettevõtmistele 12 riigis.TLN, Juura, Õigusteabe AS, lk 234.

⁹ Mandri-Euroopa õiguskorras on äriühingu kõrgeimaks organiks üldkoosolek. Inglise keeles on üldkoosoleku kõrgeimat võimu väljendatud kui *ultimate authority*. J. Maitland-Walker. Guide to European Company Law. Sweet&Maxwell 1993, lk 179.

¹⁰ Otsetõlkes tähendab *squeeze* pigistama, aga praktikas tähendab see välja sundima.

¹¹ Commission of the European Communities. Report on the implementation of the Directive on takeover Bids, Brussels, 21.02.2007 SEC 2007, lk 9,

¹² Inglise keeles on algselt tekstis kirjutatud *exclusion of minority shareholders*. T. Stohlmeier. German Public Takeover Law. Bilingual Edition with an Introduction to the Law. Kluwer 2002, lk 27.

¹³ „ /.../ äriseadustikus on aktsiate ülevõtmine sätestatud põhiaktsionäri õigusena võtta vähemusaktsionäride aktsiad ühepoolset üle, /.../“ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hakis AS

välja aktsiate ülevõtmise instituudi olemuse, mainides, et tegu on ühepoolset tahet eeldava tehinguga ning, et tegu on põhiaktsionärile antud eelisõigusega.

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest kui institutsioon on põhiaktsionäri õigus omandada vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad rahalise hüvitise eest. Kuna nimetatud õiguse teostamine ei eelda vähemusaktsionäride poolset tahteavaldust, võib seda institutsiooni defineerida ka sündmüügina. Seega on tegemist ühepoolse ülevõtmisõigusega. Autori hinnangul ei ole aga institutsiooni definitsioon äriseadustikus täpne, kuna tuginedes eelnevale ei ole tegemist üldkoosoleku otsusega, ning mõiste paremaks avamiseks tuleb pöörduda õiguskirjanduse poole. Sellest tulenevalt on autor seisukohal, et aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kohta puudub legaaldefinitsioon.

1.2. Olemus

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kui institutsiooni olemust saab selgitada, lähtudes nii vähemusaktsionäri seisukohast, põhiaktsionäri seisukohast kui ka majanduslikust efektiivsusest. Autor on seisukohal, et vähemusaktsionäri vaatevinklist on tegu sündmüügiga, põhiaktsionäri seisukohast on tegu eelisõigusega ning majanduslik efektiivsus on aga lähtekoht aktsiate ülevõtmise institutsiooni kui sellise ja vähemusaktsionäri omandiõiguse riive põhjendamiseks.

Üldjuhul on aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest vähemusaktsionäri jaoks oma aktsiate sunni viisiline võõrandamine ehk sündmüük.¹⁴ Samas võib aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest põhiaktsionäri poolt osutada vähemusaktsionäri jaoks huvide konfliktist väljapääsuks.

Vähemusaktsionäri aktsiate ülevõtmine põhiaktsionäri poolt rahalise hüvitise eest ei eelda vähemusaktsionäride vastavasisulisi tahteavaldusi ning on seetõttu käsitletav sündmüügina. Reeglina on aktsiate omandamine ja võõrandamine tehing, mille suhtes kehtib lepinguõiguslik vabadus. Põhiaktsionär ja vähemusaktsionär peaksid kahepoolset otsustama aktsiate võõrandamise lepingu sõlmimise üle. Aktsiate ülevõtmine peaks lepinguvabaduse põhimõttest lähtudes eeldama kahepoolset nõusolekut. Aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest ei ole

NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 senti saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04 p 15.

¹⁴ R.Vahimets jt, lk 100.

aga nõutud vähemusaktsionäride tahteavaldust ega nõustumust. Aktsiate ülevõtmise regulatsioonis rahalise hüvitise eest on lepinguvabaduse põhimõttest kõrvale kaldunud ja aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on oma olemuselt vastuolus lepinguvabaduse põhimõttega.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest otsustab aktsionäride üldkoosolek ning seetõttu ei saaks aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest toimida põhiaktsionäri aktsiate ülevõtmise algatamisõigusena ja üldkoosoleku otsustusõigusena, kui selle eelduseks oleks seatud vähemusaktsionäri nõusolek. Aktsiate võõrandamine põhiaktsionäri poolt toimub ilma vähemusaktsionäri nõusolekuta¹⁵ ning seetõttu võib aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest pidada vähemusaktsionäri jaoks sundmüügiks.

Aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest võib vaadelda kui sündmüüki, kuna aktsiate võõrandamise üle ei otsusta vähemusaktsionär, vaid vastav otsustusõigus on aktsiaseltsi üldkoosolekul. Üldkoosolekul otsustab enamus ning seetõttu saab aktsiate ülevõtmise otsustamise ja demokraatia vahele tõmmata paralleeli. William James Magnuson on oma uurimuses vähemuse paratamatu olukorra kohta märkinud järgmist: „Demokraatlikus süsteemis on ette määratud, et vähemus kaotab, sest enamus saab hääled.“¹⁶ Raske on antud väitele vastu vaielda, sest hoolimata seadusandluse püüetest (näiteks ülevõtmisdirektiivi kujunemine, poliitilised diskussioonid) tagada vähemuse õigusi, on aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest vähemuse õigused üldjuhul vähem kaitstud kui enamuse õigused.

Börsiaktsiaseltsi aktsiad on lihtsamini asendatavad kui mittebörsiaktsiaseltsi aktsiad ning seetõttu võib mittebörsiaktsiaseltsides aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest pidada vähemusaktsionäride jaoks olulisemaks omandiõiguse riiveks. Börsiaktsiaseltsides võib omanike vahetus toimuda iga päev¹⁷ ning aktsiate müük ei ole vähemusaktsionäri jaoks kuigi ootamatu, pigem plaanipärane tegevus. Sellest tulenevalt võib aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest börsiaktsiaseltsidest rääkides olla vaadeldav kui tavapärane tehing. Mittebörsiaktsiaseltsidele see-eest ei ole omased igapäevased muudatused aktsionäride ringis

¹⁵ Vähemusaktsionäri nõusoleku puudumist on välja toodud ka Saksa õiguskirjanduses, kus Thomas Stohlmeier on sisutanud *squeeze-out*'i väljajätmisõigusena, kuna see toimub kas vähemusaktsionäri jaoks tahevastaselt või viimase soovist hoolimata. T. Stohlmeier, lk 113.

¹⁶ W. J. Magnuson. Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach. 2008. lk 43. Arvutivõrgus kättesaadav: www.works.bepress.com/william_magnuson/1. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹⁷ Oleneb loomulikult turust ning selle intensiivsusest. Kindlasti saab pidada intensiivseks turuks NY Stock Exchange väärtpaberiturgu.

ning seega võib aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest tulla vähemusaktsionäri jaoks ootamatult ning olla peale sunnitud.

Vähemusaktsionär, kes on sunnitud oma aktsiad võõrandama, saab reguleeritud turul lihtsamini oma investeeringut asendada, ostes näiteks mõne teise börsiettevõtte aktsiad.¹⁸ Mittebörsiaktsiaseltsides ei pruugi asendatava investeeringu leidmine niivõrd lihtne olla, kuna esiteks puudub avalik informatsioon (prospekt), puudub aktsiaseltsi kohustus avaldada oma tegelikke kavatsusi. Veel enam, vähemusaktsionäri individuaalne seos aktsiaseltsiga ei pruugi olla ainult rahaline. Aktsiaseltsi eritunnused võivad muuta ta asendamatuks ka investeeringu mõttes. See tähendab, et vähemusaktsionäride jaoks ei pruugi leiduda investeeringut, mis oleks eelnevaga samaväärne ja seda just ärilisest aspektist. Sellest tulenevalt on aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest mittebörsiaktsiaseltsides üldjuhul vähemusaktsionäri enam kahjustav kui börsiaktsiaseltsides.

Enamuse ja vähemuse huvid on seadusega erinevalt kaitstud, sest nende huvid võivad suuresti erineda. Näiteks on aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest enamuse ja vähemuse huvid üldjuhul vastandlikud. Enamus soovib ostjana maksta aktsiate eest võimalikult madalat hinda. Vähemus soovib müüjana aga saavutada võimalikult kõrget aktsia hinda. Sarnaselt eeltooduga võivad enamuse ja vähemuse huvid vastanduda ka ettevõtte juhtimisel ja arengustrateegia paikapanemisel. Nimelt soovib enamus reeglina võtta otsuseid vastu ühepoolset, vähemus aga on suure tõenäosusega ühepoolsete otsuste vastu, soovides ka äriühingu arengus kaasa rääkida. Enamuse ja vähemuse huvide vastandlikkust kutsutakse õiguskirjanduses enamuse ja vähemuse probleemiks. Tulenevalt sellest, et enamusel ja vähemusel võivad olla erinevad ambitsioonid, on seaduses nende õigused erinevalt reguleeritud.

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on reguleeritud viisil, mis ühelt poolt tekitab enamuse ja vähemuse probleemi, teistpidi aga lahendab selle. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest tekitab enamuse ja vähemuse probleemi juhul, kui aktsiate ülevõtmine on vähemusaktsionäri jaoks pealesurutud ning kui põhiaktsionäri poolt määratud hüvitis ei ole vähemusaktsionäri hinnangul õiglane. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest toob

¹⁸ Margit Vutt on nimetanud börsiaktsiaseltside aktsionäre eelkõige „finantseerimise allikaks“ ja toonud välja selle, et börsiaktsiaseltside aktsionäridel ei tohiks olla väga suurt sõnaõigust aktsiaseltsi kujunemises ning neil ei tohiks olla võimalust aktsiaseltsi otsustesse liigselt sekkuda, sest selleks on nad valinud esindusorganid. Võttes arvesse lähtekohta, et börsiaktsiaseltsides ongi aktsionärid ainult investeeingu allikaks, on seda enam on börsiaktsiaseltside aktsionäridel lihtsam leida alternatiivset võimalust uusi aktsiaid soetada ehk oma investeering asendada. M.Vutt. Shareholder's Derivative Claim - Does Estonian Company Law Require Modernisation? - Juridica International 2008/15, lk 76.

paratamatult kaasa vähemusaktsionäri omandiõiguse riive, mida saab kindlasti lugeda vähemusaktsionäri huve kahjustavaks ja enamuse vähemuse probleemi tekitajaks.

Vaatamata eeltoodule lahendab aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest enamuse ja vähemuse probleemi ning seda juhul, kui vastandlikud huvid on tõusetunud juba eelnevalt. Näiteks on vähemusaktsionär osutunud põhiaktsionäri jaoks riskirohkeks ja kulukaks. Risk, mida põhiaktsionär võib vähemusaktsionäris näha on vähemusaktsionäri õigus sekkuda põhiaktsionäri poolt tehtavate otsuste langetamisse (õigus nõuda informatsiooni, õigus nõuda teatud küsimuste lisamist päevakorda, õigus nõuda erikontrolli, jne). Nii näiteks võib riski kujutada vähemusaktsionäri küsimuste algatamisõigus üldkoosolekul. Vähemusaktsionäride kulukus on oluline probleem niinimetatud detsentraliseeritud aktsiaseltside puhul, kus vähemusaktsionäride ring võib olla niivõrd suur, et üldkoosolekute kokkukutsumine võib osutada aeganõudvaks, kulukaks ning ka korduvaks.

Vähemusaktsionäridega kaasnevaid riske ja kulu on analüüsinud ka Ani Nodzadze Ungari aktsiate ülevõtmise regulatsiooni rahalise hüvitise eest käsitlevas uurimistöös¹⁹ ja Thomas Stohlmeier Saksamaa aktsiate ülevõtmisi analüüsisivas artiklis.²⁰ Ani Nodzadze nimelt leidis, et vähemusaktsionärid võivad kuritarvitada oma vähemusõigusi ning sellega rikkuda äriühingu loomulikku kulgu. Näiteks võivad vähemusaktsionärid oma õiguste teostamiseks minna kohtusse küsimustes, mille lahendamine kohtus ei ole kõige ratsionaalsem lahendus. Tagajärjeks mitmetele kohtuvaidlustele on äriühingu usaldusväarsuse langemine, mille tõttu võib äriühing jääda paljudest majanduslikest võimalustest ilma.

Teiseks märkis Ani Nozadze, et vähemusaktsionäride kokkukutsumine ja üldkoosolekute läbiviimine võib osutada väga keeruliseks olukorras, kus puuduvad mõningate vähemusaktsionäride kontaktandmed.²¹ Saksamaa õigusteadlane Thomas Stohlmeier oli aga seisukohal, et niikaua kuni on vähemusaktsionärid, kasvõi mõni, on alati organisatsiooniline koorem üldkoosolekute läbiviimisel, mis omakorda osutub kulukaks ja välistab kiirete otsuste vastuvõtmise. Stohlmeier oli kindlal seisukohal, et kuni on vähemusaktsionäre, on alati risk,

¹⁹ A. Nozadze, lk 5-6.

²⁰ T. Stohlmeier, lk 122.

²¹ A. Nozadze, lk 5-6.

et nad võivad üldkoosoleku otsuse kohtus vaidlustada, kas õigetel või ka nn otsitud²² õiguslikel alustel.²³

Eesti õiguspraktikud on nentunud, et viise, millega vähemusaktsionärid võivad kalliks ja tülikaks osutada on mitmeid. Esile on toodud näiteks vähemusaktsionäride õigust küsida juhatuselt selgitusi äriühingu tegevuse kohta.²⁴ Triin Bartels on aga välja toonud selle, et aktsiaõiguse enamusotsustusprintsipi alusel ei ole vähemusaktsionäriil põhiaktsionäri olemasolu korral võimalik äriühingu juhtimises osaleda. Samuti puudub vähemusaktsionäriil võimalus üldkoosoleku otsust mõjutada. Sellest tulenevalt on vähemusaktsionäride õigused ennekõike varalist laadi ning seda varalist huvi saabki realiseerida aktsiate ülevõtmise kaudu.²⁵ Enamuse ja vähemuse probleemi lahendamise kohta on Eesti õiguspraktik Triin Bartels märkinud, et aktsiate ülevõtmise tagamine põhiaktsionäriile ongi seadusandja meetodiks tagada vähemusaktsionäridele väljapääs enamuse ja vähemuse konfliktist.²⁶

Autor on seisukohal, et aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest saab lugeda enamuse ja vähemuse probleemi lahendajaks ka vähemusaktsionäri seisukohast. Seda olukorras, kus vähemusaktsionär on sunnitud taluma liigselt domineerivat põhiaktsionäri. Vähemusaktsionär ei pruugi olla huvitatud aktsiate omamisest ettevõttes, kus vähemusaktsionäridel puudub kaasärääkimisõigus.

Heaks näiteks enamuse ja vähemuse probleemi kohta on konflikt BLRT Grupp AS aktsionäride vahel, kus põhiaktsionär ei ole vaatamata vähemusaktsionäride korduvale nõudmisele otsustanud kasumit jaotada. Toodud näite puhul puudub vähemusaktsionäridel sisuline võimalus mõjutada äriühingu juhtimist ja käekäiku. Hea näitega on tegemist ka seetõttu, et BLRT Grupp AS aktsionäride konflikt toob välja vähemusaktsionäride kulukuse probleemi – Eesti majandusajakirjanduses avaldatakse pidevalt informatsiooni ajakulukate üldkoosolekute kohta, kus vähemusaktsionärid oma väheseid õigusi aktiivselt teostavad, kuid mis enamuse ja vähemuse probleemile siiski edukat lahendust ei ole toonud.²⁷

²² Otsitud põhjuste all on siinkohal mõeldud aluseid, mis võimaldavad kohtu poole pöördumist, kuid ei niivõrd suure kaalu või tähtsusega, et seda mõistlik kolmas isik vajalikuks peaks.

²³ T. Stohlmeier, lk 112-113.

²⁴ R. Vahimets jt, lk 100.

²⁵ T. Bartels, lk 88.

²⁶ Ibid.

²⁷ Silmas on peetud AS BLRT Grupp aktsionäride üldkoosolekuid.

Aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest põhjustatud omandiõiguse riive saab olla põhiseaduspärane, vaid juhul, kui see toimub üldistes huvides. Vastavalt PS § 32 lõike 1 lausele 2: „Omandit võib omaniku nõusolekuta võõrandada ainult seaduses sätestatud juhtudel ja korras üldistes huvides õiglase ja kohese hüvitise eest.“. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest põhiaktsionäri poolt on seadusega reguleeritud ja seetõttu seaduspärane. Seetõttu tuleks käsitleda antud problemaatikat viisil, mis seab kahtluse alla mitte põhiaktsionäri tegevuse, vaid aktsiate ülevõtmise institutsiooni rahalise hüvitise eest (ÄS § 363¹ ja 363²) põhiseaduspärasuse.

Antud küsimuses on näiteks Mari-Liis Lall oma uurimistöös jõudnud järeldusele, et vähemusaktsionäri õigus aktsiate omandiõiguse kaitsele kuulub PS § 32 kaitsealasse ning lähtuvalt sellest on riigil kohustus kaitsta antud riivet tagades vähemusaktsionärile hüvitis, mis on põhiseaduspärane. Seejuures on oluliseks tulemiks mainitud uurimistöös ka see, et vahet ei tohiks teha noteeritud ja noteerimata aktsiaseltsidel²⁸, kuna põhiseaduslik kaitse peaks olema hinna määramise alustes ühetaoline.²⁹

Kokkuvõtlikult - aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on vähemusaktsionäri jaoks sundmüük, mis võib siiski kaasa tuua positiivse tagajärje ka vähemusaktsionäri jaoks. Käesoleva töö autor on seisukohal, et aktsiate ülevõtmisega vähemusaktsionäri jaoks kaasnevad positiivsed tagajärjed ei muuda selle institutsiooni olemust vähemusaktsionäri jaoks, milleks on sundmüük. Samas ei ole välistatud, et juhul kui, esineb vähemusaktsionäri ja põhiaktsionäri vastandlike huvide tõttu huvide konflikt, osutub just aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest vähemusaktsionäri jaoks konfliktist väljumise päästerõngaks.

Põhiaktsionäri huvidest lähtudes on aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest põhiaktsionäri soosiv instituut, mis võimaldab põhiaktsionäril omandada ainukontrolli aktsiaseltsis. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest võimaldab põhiaktsionäril vabaneda mittesoovitud vähemusaktsionäridest ning selle nimel peaks põhiaktsionär olema valmis maksuma aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest kõrgemat aktsiahind, kui hind, millega on omandanud eelnevad aktsiad.

²⁸ Vahetegemise all on mõeldud just erinevat regulatsiooni õiglase hinna määramisel. Avalike aktsiaseltside ülevõtmiste hind on ülevõtmispakkumisreegitega määratletud. Avalike ettevõtete õigalse hinna määramisel on konkreetsemad alused, mis aga ei ole õigustatud, kuna vähemusaktsionäri omandiõiguse riive on ühetaoliselt põhiseadusega kaitstud.

²⁹ M-L.Lall. Õiglase hüvitis väärtpaberiturüõiguslikus aktsiate ülevõtmises ja selle vastavus põhiseadusele. Uurimistö, Tallinn 2011, lk 29.

Ainukontrolli omandamiseks peab vastavalt kohalduvale l vendile olema põhiaktsionär omandanud 90-95% (riigiti erinev) aktsiaseltsi aktsiatest. Tulenevalt lävendist tuleks aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest vaadelda aktsionäride struktuurile vastavalt erinevalt.

Eeltoodud tähelepanek loob suure erinevuse aktsiate ülevõtmises rahalise hüvitise eest, sest Euroopas, kus enamikes aktsiaseltsides on domineeriv põhiaktsionär, on aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest tõenäolisem. Kuna aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest eeldab põhiaktsionäri m rkimisv arset aktsiaosalust (90-95%), siis puudutab  lev tmisinstitutsioon ennekõike tsentraliseeritud struktuuriga ettevõtteid. Heaks näiteks siinkohal on Eesti, kus rohkem kui pooltel b rsiettev ttel on üle 50%-lise osalusega enamusaktsionär.³⁰ Sellest tulenevalt on Eesti b rsiturg soodne pinnas aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest ning Eesti turgu iseloomustab põhiaktsionäri võime saavutada ainukontroll. Aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest on oluliseks faktoriks aktsiaseltsi struktuur, sest aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise ainukontrolli omandamist iseloomustab pigem tsentraliseeritud aktsionäride ringiga aktsiaseltsi struktuur.

Aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest ülevõetavate aktsiate eest v artus peaks olema kõrgem kui eelnevalt omandatud aktsiate v artus. Põhiaktsionäri huvi seisneb vaieldamatult kontrolli saavutamises, mis ei pruugi õnnestuda ka 90%-lise aktsiaosaluse korral. Täielik kontroll tähendab 100%-list aktsiaosalust, sest 90%-lise aktsiaosaluse korral võib vähemusaktsionär nii mõnelgi viisil tuua lisakulusid ja ebamugavusi.³¹  riuhingu igusalane spetsialistide t ogrupp - Winter Group³², kes aitas koostada ülevõtmispakkumiste direktiivi, on oma t oprotsessis väljendanud seisukohta, et 100%-line osalus annab omanikule vabamad käed ja garanteerib ettevõtte juhtimise efektiivsuse. Samas, kui 90%-lise põhiaktsionäri osaluse korral võib 10%-lisele vähemusele jätta võimaluse arenguplaanidesse sekkumiseks.

 igusteadlased Mike Burkhart ja Fausto Panunzi on välja toonud selle, kuidas vähemusaktsionär võib kasutada oma õigusi eesmärgiga seada ohtu enamusaktsionäri

³⁰ B rsiettev tted Eesti turul, kellel on üle 50%-lise aktsiaosalusega enamusaktsionär on näiteks: Merko Ehitus, Nordecon, Premia Foods, Skano Grupp AS, Tallinna Kaubamaja, Järvevana. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?lang=et>.

³¹ C. Van den Elst, L. Van den Steen. Squeezing and Selling-out - a Patchwork of Rules in Five European Member States - European Company Law, vol 4, issue 1, 2007, lk 20. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.kluwer/eurcompl0004&div=8&collection=kluwer&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall. Viimati külastatud 26.04.2013.a.

³² Selgituseks siinkohal, et silmas on peetud Winter I, mitte Winter II. Winter I teostas  riuhingualast anal ysi eri Euroopa riikide aktsionäride õiguste kohta. Kohtujuristide ettepanek Verica Trstenjak, 30.06.2009 Kohtuasja C-101/08 Audiolux jt, p-d 29, 35 ja 92. Arvutivõrgus kättesaadav: http://curia.europa.eu/juris/document/document_print.jsf;jsessionid=9ea7d2dc30dbccd0f8361605482b985da14a43d527a.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuKbhb0?doclang=ET&text=&pageIndex=0&part=1&mode=&docid=76477&cid=1125585. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

plaanide elluviimine.³³ Põhiaktsionäri tugevat huvi 100% aktsiaosaluse vastu on rõhutanud ka Thomas Stohlmeier.³⁴ Just absoluutse kontrolli omandamine ja segavate faktorite³⁵ välistamine on kõigi eeltoodud õiguspraktikute arvates see, mis teeb ülevõtmised rahalise hüvitise eest põhiaktsionärile atraktiivseks.³⁶ Viimase 10% aktsiate omandamise eest, mis on aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest objektiks, peaks põhiaktsionär olema valmis tasuma kõrgemat hinda, kuna need 10% aktsiatest on määravama tähtsusega.³⁷ See tuleneb sellest, et 100%-line osalus on tunduvalt kõrgema väärtusega kui 90%-line enamuosalus. Selle vaheteo tõttu on ka viimased 10% kõrgema väärtusega kui iga eelnevalt omandatud 10%.

Üksmeelselt eelnevate õigusteadlastega on ka Dieter Beinert, Frank Burmeister ja Hermann-Josef Tries väljendanud aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsiooni kui põhiaktsionäri õigust omandada 100%-line aktsiaosalus.³⁸ Samas on aga Dieter Beinert toonud välja ka enamuse lojaalsuskohustuse, mis peaks piirama põhiaktsionärile antud eelisõigust osta vähemusaktsionärid aktsiaseltsist välja.³⁹ Autor on arvamusel, et aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest tuleks hinnata muuhulgas ka põhiaktsionäri lojaalsuskohustust vähemusaktsionäride suhtes, kuid kindlasti ei saa lojaalsuskohustuse rikkumine olla aktsiate ülevõtmist takistavaks asjaoluks.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsioon suurendab majanduslikku efektiivsust. Aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest kaasnevat vähemusaktsionäri omandiõiguse riivet saab õigustada vaid majandusliku efektiivsuse läbi.

Ülevõtmised tõstavad majanduslikku efektiivsust, sest soosivad ettevõttesisest efektiivsust ja konkurentsivõimet. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on institutsioon, mis

³³ M. Burkhardt, F. Panuzi. Mandatory Bids, Squeeze- Out, Sell Out and Dynamic of The tEnder Offer Process. Working Paper, 2003 lk 19. Arvutivõrgus kättesaadav: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940. Viimati külastatud 05.05.2013.a; A.Casajus, H. Labrenzs, T. Hiller. Majority shareholder protection by variable qualified majority rules. Sprongler LLC 2009, lk 10.

³⁴ T. Stohlmeier, lk 112.

³⁵ Segavate faktorite all peab autor silmas käesoleva töö lk 5 toodud vähemusaktsionäridega kaasnevate riskide ja liigsete kulude selgitust.

³⁶ M. Burkhardt, F. Panuzi, lk 20.

³⁷ Ibid, lk 18; M.Horbach, S. Koch. How to Manage Squeeze-Outs in Germany. International Financial Law Review, Vol. 24, Issue 10, 2005, lk 30. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/intfinr24&div=227&collection=journals&set_as_cursor=11&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall. Viimati külastatud 23.04.2013.a.

³⁸ D. Beinert, F. Burmeister, H-J. Tries. Mergers&Acquisitions in Germany. German law accessible. Verlag C.H.Beck München 2009, lk 13.

³⁹ D.Beinert. Corporate Acquisitions & Mergers in Germany. A Practical Guide to the Legal, Financial, and Administrative Implications. Graham&Trotman 1991, lk 16.

tsentraliseerib aktsiaseltsisese võimu. Samuti toimuvad üldjuhul omanike vahetustega ettevõttesisesed muudatused, mis omakorda distsiplineerivad ja motiveerivad juhtorganeid. Tsentraliseeritud võimuga kiirenevad ettevõttesisesed protsessid. Otsuste menetlemise ja vastuvõtmise aeg lüheneb ehk muutub efektiivsemaks. Piret Jesse on samuti asunud sarnasele seisukohale ning on leidnud, et aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest kaasnevaid majanduslikku efektiivsust soosivaid asjaolusid saab tõestada läbi aktsiaseltsi efektiivsuse, konkurentsivõime suurenemise tekkiva sünergia ja läbi ettevõtte juhtkonna distsiplineerimise.⁴⁰ Vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine põhiaktsionäri poolt tõstab ettevõttesisest efektiivsust ning seega aktsiate ülevõtmise institutsioon rahalise hüvitise eest tõstab majanduslikku efektiivsust.

Aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest põhiaktsionäri poolt kaasneb alati vähemusaktsionäri omandiõiguse riive. Üldjuhul on vähemusaktsionäri huviks säilitada omand⁴¹ aktsiate üle. Aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest sunnitakse vähemusaktsionäri tahtevastastelt loobuma oma omandiõigusest aktsiate üle. Tahtevastane omandi võõrandamine rikub PS § 32 lõike 1 lauset 1, mille järgi on igäühe omand puutumatu ja võrdselt kaitstud. Olukorras, kus vähemusaktsionäril puudub sõnaõigus aktsiate võõrandamise kohta, ei ole vähemusaktsionäri omand enam puutumatu. Nii kaua, kuni aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest ei ole aktsiate võõrandaja nõusolekut, kaasneb aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest omandiõiguse riive. Omandiõiguse kui põhiseadusliku õiguse riive saab olla aga põhjendatud ehk üle kaalutud vaid läbi majandusliku efektiivsuse.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest põhiseaduspärasus sõltub oluliselt aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kaasnevast majanduslikust kasutegurist. Majanduslik efektiivsus peab olema äratuntav, sest sel viisil on vähemusaktsionäri omandiõiguse põhjendatud läbi riivest kõrgemalseisva huviga. Majanduse efektiivsus on kindlasti riigipoolne avalik huvi, mida saab seada vähemusaktsionäride huvidest ettepoole.

Majandusliku huvi ülimuslikkust vähemusaktsionäride huvide ees illustreerib hästi Saksamaa aktsiate ülevõtmisotsuse kehtetuks tunnistamise võimalused apellatsioonikohtu poolt. Esimese

⁴⁰ P. Jesse. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? - *Juridica* 2010/3, lk 196.

⁴¹ Aktsiate üle omandi säilitamine tähendab AÕS § 68 lg 1 mõttes isiku täielikku õiguslikku võimu aktsiate üle. Omanikul on õigus asja vallata, kasutada ja käsutada ning nõuda kõigilt teistelt isikutelt nende õiguste rikkumise vältimist ja rikkumise tagajärgede kõrvaldamist. Omandi kaotamisel ei ole vähemusaktsionäril enam õigust aktsiaid vallata, kasutada ega käsutada.

astme kohus võib küll aktsiate ülevõtmisotsuse rahalise hüvitise eest kehtetuks tunnistada, kuid teiselt poolt võib apellatsioonikohus otsustada aktsiate ülevõtmist põhiaktsionäri poolt ikkagi lubada, kui seda tingib märkimisväärne majanduslik huvi. Samuti olukorras, kus äriühingu põhikiri välistab aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest, võib apellatsioonikohus aktsiate ülevõtmist põhikirjast hoolimata lubada juhul, kui seda tingib märkimisväärne majanduslik huvi.⁴²

Aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest on peetud ka pakkuja (avaliku pakkumise tegija) õigusena lahendada *free-rider* probleemi.⁴³ *Free-rider* probleem tähendab põhiaktsionäri soovimatust omada aktsiaseltsis vähemusaktsionäre, kes ei panusta aktsiaseltsi niivõrd, kui peaks, arvestades kasumit, mida nad aktsiaseltsist saavad (dividendid). Põhiaktsionär ei soovi kasumit jagada vähemusaktsionäri, keda tal tegelikult vaja ei ole. Õiguspraktikud Mike Burkart ja Fausto Panunzi on nimetanud oma artiklis õiguskirjanikku Yarrow'd⁴⁴, kes olevat juba 1985.a tõlgendanud *squeeze-out*´i kui elegantset ja imelihtsat viisi *free-rideri*´ist vabanemiseks.⁴⁵ *Free-rider*´iks kutsutakse majanduses tarbijat, kes tarbib rohkem, kui majandusele kasu toob ehk võidab kogumajanduslikust tulust rohkem, kui ise tulusse panustab.⁴⁶

Aktsionäride seisukohast on *free-rider* aktsionär, kes saab aktsiaseltsi tegevusest kasumit suuremas ulatuses, kui oleks proportsionaalne arvestades aktsionäri osalust ja panust aktsiaseltsi tegevusse. Õiguskirjanduses on *free-rider*´it nimetatud passiivseks väikeinvestoriks.⁴⁷ Vähemusaktsionäri ainus panus aktsiaseltsi on tema poolt investeeritud algkapital. Näiteks võib pidada *free-rider*´iks vähemusaktsionäri, kes omab aktsiaseltsis minimaalset osalust ning kes ei võta osa üldkoosolekutest ning seega ka ei aita kaasa otsuste vastuvõtmisel, kuid, kes sellest hoolimata rikastub aktsiaseltsi kasumi arvelt. Põhiaktsionäri üks võimalusi vabaneda *free-rider*´ist on *utsvältning*.⁴⁸ Selle meetodi abil sunnib põhiaktsionär vähemusaktsionäri oma aktsiatest loobuma kurnates viimast dividendide

⁴² D. Beinert, F. Burmeister, H.-J. Tries, lk 13.

⁴³ M. Burkart, F. Panunzi, lk 5; M.Fenedia, H.E.Thompson. On the Necessity of Solving the Free Rider Problem in Takeover Bids. Review of Quantitative Finance and Accounting, 1994/4, lk 89-103.

⁴⁴ Kahjuks puuduvad autoril täiendavad andmed nimetatud õigusteadlase kohta.

⁴⁵ Ibid, lk 20.

⁴⁶ Investopedia. Majanduse- ja investeerimisalane veebikeskkond. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.investopedia.com/terms/f/free_rider_problem.asp#axzz20Cduku2k. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

⁴⁷ M.Burkart, D. Gromb, F. Panunzi. Minority Blocks and Takeover Premia. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper no 96/2005 lk 2.

⁴⁸ Tegemist on rootsikeelse terminiga väljakurnamisele.

mittemaksmisega niikaua, kuni vähemusaktsionäri kaob huvi omada vastava aktsiaseltsi aktsiaid.

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on ärimaailmas tehtav majanduslik otsus nagu iga teine otsus saavutamaks ettevõtlusega seotud eesmärgi.⁴⁹ Põhiaktsionäri antud „väljapigistamisõigus“ motiveerib vastu võtma otsuseid, mis viivad kasumi ja efektiivsuse maksimaliseerimiseni ning seetõttu täidab institutsioon kui selline eelkõige maksimaalse majandusliku efektiivsuse eesmärgi.⁵⁰ Maksimaalne majanduslik efektiivsus on see, mis kaalub aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest üle vähemusaktsionäri omandiõiguse ja lepinguvabaduse riive.⁵¹ Põhjuseid, miks ülevõtmised tulevad ettevõtetele kasuks, on mitmeid, kuid nende seast väärivad kindlasti väljatoomist järgnevad efektid, mis ühtlasi soosivad ka majandust: ülevõtmised aitavad paremini ressursse jaotada; kasvatavad sünergiaid (eri faktorite koosmõju); distsiplineerivad juhtkonda ja annavad aktsiaseltsile turuväärtuse (määravad turuväärtuse ülevõtmishetkel).⁵²

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on institutsioon, mille olemus on mitmetahuline olenevalt sellest, kas lähtutakse enamuse, vähemuse või üldistest majanduslikest huvidest. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on põhiaktsionäri ainuõigus sundida vähemusaktsionäri oma omandist loobuma ning majanduslik efektiivsus on tasakaalustavaks jõuks ja peamiseks põhjenduseks vähemusaktsionäri sundmüügile ja omandiõiguse riivele.

⁴⁹ M. Burkhart, F. Panuzi, lk10.

⁵⁰ W. J. Magnuson, lk 40.

⁵¹ Omandiõiguse riivest ja lepinguvabaduse riivest on räägitud käesolevas ka juba eelnevalt.

⁵² W. J. Magnuson, lk 40.

1.3. Legaaldefiniitsioon

Äriseadustikus on sätestatud, et aktsionäri taotlusel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiaseltsi aktsiakapitalist (põhiaktsionär), võib aktsionäride üldkoosolek otsustada aktsiaseltsi ülejäänud aktsionäridele (vähemusaktsionärid) kuuluvate aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt õiglase rahalise hüvitise maksmise vastu (ÄS § 363¹ lg 1). Seega on seadusandja võtnud aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest defineerimisel aluseks põhiaktsionäri huvid, kuna on väljendanud vastavat institutsiooni põhiaktsionäri õigusena. Teisest küljest aga on seadusandja soovinud aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest defineerida läbi üldkoosoleku otsuse.

Autor on seisukohal, et kehtivas äriseadustikus § 363¹ lg-s 1 toodud seletust aktsiate ülevõtmise kohta rahalise hüvitise eest ei saa pidada legaaldefiniitsiooniks, kuna vastav seletus ei vasta aktsiate ülevõtmise olemusele.⁵³ Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on kehtiva sõnastuse järgi põhiaktsionäri õigus esitada juhatusele avaldus võtta vähemusaktsionäride aktsiad õiglase hüvitise eest üle ja üldkoosoleku õigus otsustada vähemusaktsiate ülemineku üle. Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest tegelik olemus seisneb autori hinnangul mitte põhiaktsionäri õigusel esitada avaldus, vaid õigusel võtta vähemusaktsionäride aktsiad üle.

Puutudes aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest esmakordselt kokku, tekib äriseadustikuga tutvudes küsimus, mida peab põhiaktsionär selleks tegema, et teostada aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest. Ühelt poolt kahjustab legaaldefiniitsiooni puudumine põhiaktsionäri, sest aktsiate ülevõtmise teostamise võimalikkus võib olla seatud kahtluse alla. Teiselt poolt aga kahjustab legaaldefiniitsiooni puudumine vähemusaktsionäride huve, sest institutsiooni toimimise selguse puudumine võib neis tekitada ebakindlust ja samuti oskamatust oma õigusi kaitsta.

Väärtpaberituru seaduse § 182¹ lg 1, mida võib pidada äriseadustiku järgse aktsiate ülevõtmise analoogiks, on sätestatud järgnevalt: „Kui ülevõtja on omandanud vähemalt 9/10 sihtemitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ülevõtmispakkumise tulemusena, siis võib tema taotlusel sihtemitendi aktsionäride üldkoosolek otsustada ülejäänud sihtisikutele kuuluvate aktsiate ülevõtmise õiglase hüvitise eest.“ Tulenevalt sellest, et eeltoodud sõnastuses on sihtisik käsitletav põhiaktsionärina, võib öelda, et aktsiate ülevõtmine rahalise

⁵³ Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest erinevaid definitsioone ja ka legaaldefiniitsiooni puudumist on autor analüüsinud käesoleva töö leheküljel 9.

hüvitise eest väärtpaperituru seaduses on sätestatud kui põhiaktsionäri eriõigus ning vastab seetõttu aktsiate ülevõtmise olemusele.

Rootsi äriühingute seaduses on aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest sätestatud järgnevalt: aktsionär, kellele kuulub rohkem kui 9/10 aktsiaseltsi aktsiatest, omab õigust osta ülejäänud aktsionäride aktsiad.⁵⁴ Antud seletus vastab autori hinnangul aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest olemusele, kuna viitab sellele, et õigustatud isikuks on põhiaktsionär ning tegu on põhiaktsionärile antud eriõigusega, mitte üldkoosoleku eriõigusega.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsiooni selgemaks ja läbipaistvamaks toimimiseks praktikas on autori hinnangul vaja sätestada äriseadustikus legaaldefiniitsioon, mis vastaks institutsiooni tegelikule olemusele. Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest peamiseks funktsiooniks on põhiaktsionärile eelisõiguse andmine ning sellest tulenevalt tuleb seda ka defineerida. Legaaldefiniitsiooni aluseks tuleks võtta põhiaktsionäri õigus võtta vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad õiglase hüvitise eest üle eeldusel, et põhiaktsionärile kuulub vähemalt 9/10 aktsiakapitalist ehk põhiaktsionär on täitnud seadusega sätestatud põhiaktsionäri künnisemäära.⁵⁵

Eesmärgiga anda aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest olemusele vastav legaaldefiniitsioon tuleks ÄS § 363¹ lg 1 muuta viisil, mille sõnastus oleks järgnev: „Aktsionär, kes omab 9/10 aktsiakapitalist (põhiaktsionär), omab õigust võtta vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad üle õiglase hüvitise eest. Vastava õiguse teostamiseks teeb põhiaktsionär juhatusele avalduse.“.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest olemusele vastava definiitsiooni sisseviimine äriseadustikku omab autori hinnangul positiivset mõju nii vähemusaktsionäri kui ka põhiaktsionäri suhtes. Põhiaktsionär, kes omab 9/10 aktsiakapitalist, võib olla kindel, et omab õigust võtta vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad õiglase hüvitise eest üle ning vähemusaktsionärid, keda võib aktsiate ülevõtmine ohustada, oskavad põhiaktsionäri poolset aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest pikemalt ette näha ja selleks valmis olla. See

⁵⁴ Ingliskeelne tõlge rootsi keelest on järgnev: „A shareholder who holds more than nine-tenths of the shares in a company (the majority shareholder) shall be entitled to buy-out the remaining shares of the other shareholders of the company.“. Swedish Companies Act Chapter 22, section 1.

⁵⁵ Autor on küll eelnevalt välja toonud Riigikohtu poolt antud aktsiate ülevõtmise mõisteseletuse täpsuse, kuid peab õigemaks Riigikohtu seletust mitte kasutada legaaldefiniitsioonina. Riigikohtu seletus vastab küll autori hinnangul kõige enam aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest olemusele, kuid ei vasta legaalfediniitsiooni nõuetele hea õigusloome ja normitehnika eeskirja kohaselt.

tähendab, et vähemusaktsionärid oskavad ettenägelikult kujundada oma arvamust aktsia hinna turuväärtusest ning samuti saavad olla teadlikult avatud konkureerivatele investeringuvõimalustele.

Loomulikult tuleks eeltoodud muudatust vaadata koostoimes käesoleva töö punktis 2.1. toodud üldkoosoleku häälteenamusnõude muudatusega, sest vastava muudatusega oleks tagatud põhiaktsionärile künnise täitmisel aktsiate ülevõtmine ja üldkoosolek ei saaks seda otsust mõjutada.

2. Formaalsed nõuded; aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isik

2.1. Künnise- ja häälteenamusnõuded

Aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest reguleerib äriseadustiku 29¹ peatükk. ÄS § 363¹ lg 1 on kehtestatud aktsiate ülevõtmise algatamisõigus põhiaktsionärile (9/10 aktsiatega esindatus), kes esitab aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest juhatusele vastava taotluse. Sama paragrahvi lõike 2 järgi ei arvestata põhiaktsionäri aktsiatega esindatud aktsiakapitali suuruse määramisel vaid aktsiaseltsi oma aktsiaid, arvesse lähevad ka põhiaktsionäri ema- või tütarettevõtja aktsiad. Eeltoodu kehtib eeldusel, et ema- või tütarettevõtja annab selleks oma nõusoleku.

Üldkoosoleku otsus vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise kohta rahalise hüvitise eest on ÄS § 363⁷ lg 1 järgi vastu võetud, kui selle poolt on hääletanud vähemalt 95/100 aktsiatega esindatud häälest. Üldkoosoleku protokoll kui ka ülevõtmisotsus peavad olema ÄS § 363⁷ lg 2 järgi notariaalselt tõestatud. Notariaalse tõestamise nõude eesmärgiks võib pidada seaduses sätestatud protseduuride järgimise tagamist.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest taotluse esitamiseks peab äriseadustiku järgi olema põhiaktsionäri aktsiatega esindatud vähemalt 90% aktsiakapitalist. Otsustamiseks vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine põhiaktsionäri poolt, peab selle poolt hääletama üldkoosoleku 95/100 aktsiatega esindatud häälest. Eeltoodust tuleneb, et põhiaktsionäri künnis on 90% ja üldkoosoleku häälteenamusnõue 95%. Äriseadustikujärgsed vähemusõigused on sätestatud 10%-ga. Nõuete erinevus kandub praktikasse viisil, mis ei taga, et põhiaktsionär, kes on õigustatud esitama aktsiate ülevõtmise taotluse, omaks õigust vähemusaktsionäride aktsiad üle võtta, sest üldkoosoleku häälteenamuse saavutamiseks peaks põhiaktsionäri aktsiad moodustama 95% aktsiakapitalist. Vähemusaktsionärid aga, kes omavad 5% aktsiakapitalist, ei oma võimalust üldkoosoleku otsuse mõjutamiseks.

Üldkoosoleku häälteenamusnõue 95% viitab põhimõttele, et äriseadustikujärgne enamus on 95% ja vähemus 5%. Selle põhimõtte vastu räägib aga asjaolu, et äriseadustikus on sätestatud

põhiaktsionäri aktsiate ülevõtmisõigus 90%-ga ja vähemusõigused 10%.⁵⁶ Selgusetuks jääb, kas seadusandja tahe on sätestada enamusõigused 90%-ga või 95%-ga, sest vaieldamatult on enamus nii põhiaktsionär, kes omab 90% aktsiakapitalist kui ka häälteenamus üldkoosolekul, kes omab 95% aktsiakapitalist. Vähemusõiguste nõue viitab sellele, et enamusõigused peaksid rakenduma 90%-le, kuid üldkoosoleku häälteenamusnõue on suurem kui 90% aktsiatega esindatud häälest.

Aktsiate ülevõtmise institutsioon rahalise hüvitise eest on erinevate riikide äriühinguõigust reguleerivatesse aktidesse kirja pandud viisil, mis sätestab, kui suurt aktsiaosalust peab põhiaktsionär omama selleks, et võtta vähemusaktsionäride aktsiad üle. Sellest tuleneb põhimõte, et riik määrab standardi, mille saavutamisel on põhiaktsionäril õigus võtta vähemusaktsionäride aktsiad üle. Autori hinnangul jääb arusaamatuks, milline on see standard Eesti äriseadustiku järgi, kuna ÄS § 363¹ lg-s 1 toodud 90%-line künnisenõue ei taga aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest standardi täitmist. Autori hinnangul on aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest Eesti äriseadustiku standardiks üldkoosoleku häälteenamusnõue, mis on 95% aktsiatega esindatud häälest.

Kokkuvõtvalt on aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest vajalik 95% aktsiatega esindatud häälte poolthääled ja kõik vähemusaktsionäride õigused on seotud 10%-ga ning põhiaktsionäri taotluse esitamise künnisenõue on 90% aktsiakapitalist. Autori hinnangul on seesugune vahetegu häälteenamusnõuetes ja künnisenõuetes põhjendamatu. Näiteks ei ole vähemusaktsionäril, kellele kuulub 7% aktsiatega esindatud häälest, seadusega kaitstud võimalust mõjutada aktsiaseltsi tegevust mis tahes moel. Samas puudub ülejäänud 93% aktsiate omanikul võimalus viidatud 7% aktsiates rahalise hüvitise eest üle võtta. Põhiaktsionäril aga, kes omab 90% aktsiatest, et esitada aktsiate ülevõtmisavalendus, ei ole reaalselt õigust võtta vähemusaktsiad üle.

Üldkoosoleku häälteenamuse nõue ei ole põhjendatud ega ole kooskõlas teiste aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest seonduvate nõuetega kahe aspekt tõttu. Esiteks ei ole

⁵⁶ Aktsionäril, kel on 1/10 hääleõigusest, on järgnevad vähemusõigused: õigus tõstatada üldkoosolekul järgnevaid küsimusi: nõuda küsimuse päevakorda võtmist (AS § 293 lg 2); õigus esitada iga päevakorrapunkti kohta otsuse eelnõu (ÄS § 293(1) lg 3); õigus nõuda erakorralise üldkoosoleku kokkukutsumist (ÄS § 292 lg 1 p 2); õigus nõuda üldkoosoleku protokollil notariseerimist (ÄS § 309 lg 6); õigus nõuda nõukogu koosoleku kokkukutsumist (ÄS § 321 lg 3). Lisaks sellele on vähemusaktsionäril veel õigus nõuda nõukogu liikmete tagasikutsumist kohtu poolt (ÄS § 319 lg 5); teatud erikontrollide korraldamist (ÄS § 330 lg 1); samuti üldkoosoleku poolt valitud audiitori vahetamist (ÄS § 329 (1) lg 1); vandeauditori kohalolekut majandusaasta aruande kinnitamise otsuse juures viibimist (ÄS § 334 lg 1); võivad nõuda sundlõpetajamisel likvideerijate määramist (ÄS § 369 lg 2).

häälteenamuse nõue vastavuses vähemusõigustega, kuna häälteenamuse nõude järgne vähemus ei ole võimeline kasutama äriseadustiku vähemusõigusi. Tulenevalt sellest, et häälteenamuse nõue on 95%, jätab see üldkoosoleku vähemuseks 5%. Antud 5% vähemusaktsionäre ei ole võimelised oma õigusi üldkoosolekul kasutama, kuna ei täida äriseadustikuga nõutud 10%. Antud 5% vähemusaktsionäre ei suuda üldkoosoleku otsust mitte mingil viisil mõjutada ning on sellest tulenevalt jäetud 10%-list osalust eeldatavate aktsionäriõigusteta. Juhul, kui vähemusõigused oleksid äriseadustikus seotud 5%-lise osalusnõudega, oleks 95%-line häälteenamuse nõue kooskõlas vähemusõigustega. Niikaua aga kuni aktsiaseltsi käekäiku mõjutavad aktsionäride vähemusõigused on sätestatud 10%-ga, ei ole üldkoosoleku 95%-line häälteenamuse nõue kooskõlas vähemusele antud õigustega.

Teiseks ei ole üldkoosoleku häälteenamuse nõue kooskõlas põhiaktsionäri künnisenõudega, sest põhiaktsionär, kes soovib vähemusaktsionäride aktsiad üle võtta, peab aktsiate ülevõtmiseks omama 95% aktsiatest, mitte 90%. Otsuse aktsiate ülevõtmise kohta teeb üldkoosolek, kes peab otsuse vastuvõtmiseks täitma 95%-lise häälteenamusunõude. See tähendab, et põhiaktsionär, kes omab 90% aktsiatest, ei oma tegelikku õigust võtta vähemusaktsionäride aktsiad üle. Põhiaktsionär vajab veel 5% häälest, et täita 95% üldkoosoleku poolthäälte nõudest. Põhiaktsionäri künnisenõude täitmine ei tähenda veel, et oleks täidetud üldkoosoleku häälteenamusunõue, vaid ainult loob olukorra, kus vastav küsimus võetakse üldkoosoleku päevakorda. Eelnevast tulenevalt võib väita, et põhiaktsionäri kehtiva õiguse järgne aktsiate ülevõtmisõigus on sisutühi ja ebavajalik.

Analüüsidest BLRT Grupp AS aktsionäride olukorda on enamuse ja vähemuse tasakaal selline, mis ei taga põhiaktsionärile vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmist. Põhiaktsionär ei ole võimeline saavutama 95% üldkoosoleku poolthäälest. Vähemusaktsionäridele aga puudub õigus nõuda põhiaktsionärilt nende aktsiate väljaostmist. Tulemuseks on enamuse ja vähemuse konflikti süvenemine, mis muudab aktsiaseltsi sisest sünergia veelgi negatiivsemas suunas ning sellega viib aktsiaseltsi igapäevaselt majandustegevuselt fookuse eemale.

Väärtpaberituru seaduses sätestatud aktsiate ülevõtmise korral, mis toimub pärast edukat ülevõtmispakkumist, on aktsiaseltsi üldkoosolek võimeline põhiaktsionäri poolt aktsiate ülevõtmise üle otsustama 90%-lise häälteenamusunõude täitmisel (VPTS § 182¹ lg 2). Sarnaselt äriseadustiku järgsele aktsiate ülevõtmisele, on väärtpaberituru seaduse ülevõtmispakkumisele järgnev aktsiate ülevõtmine piiratud 90%-lise põhiaktsionäri künnisega. Erinevus kahe regulatsiooni vahel seisneb selles, et põhiaktsionär, kes sooritab

aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest on ühel juhul 90%-lise aktsiaosalusega täitnud nii põhiaktsionäri künnise kui ka üldkoosoleku häälteenamused ja teisel juhul ainult põhiaktsionäri künnise. Väärtpaberitu seaduses on vähemusõigused ja üldkoosoleku häälteenamused kooskõlas. See tähendab, et 10% vähemusaktsionäre suudavad end vähemusõigustega kaitsta. Äriseadustiku järgi on üldkoosoleku häälteenamused järgi vähemus 5%, kellele aga ei ole äriseadustikuga tagatud vähemusõigusi.

Hea võrdluse kvoorumi- ja künnisenõuete kohta aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest saab tuua Rootsi äriühinguõiguse näol, kuna esiteks on ka Rootsi vähemusaktsionärid kaitstud samuti 10%-liste vähemusõigustega ning teiseks on Rootsi äriühingu seaduses autori hinnangul kvoorumi- ja künnisenõuded põhjendatud ja omavahelises tasakaalus.

Rootsi äriühingute seaduse järgi peab põhiaktsionär omama aktsiate ülevõtmiseks 90% aktsiatest. Aktsiate ülevõtmise künnis on seetõttu kooskõlas äriühingute seaduse vähemusõigustega, mis on vastavalt 10%. Põhiaktsionär, kes omab 90% aktsiatest, võib olla kindel oma õiguses võtta vähemusaktsionäride aktsiad rahalise hüvitise eest üle, kuna vastavalt seadusele omab 90% aktsiatest omav põhiaktsionär õigust mitte esitada üldkoosolekule avaldus, vaid võtta aktsiad üle.

Saksamaa äriühinguõiguses on nii aktsiate, ühinemiste ja ülevõtmiste seadus kui ka äriühingute seaduses aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri künnis⁵⁷ 95%⁵⁸ ja vähemusõigused 5%.⁵⁹ Üldkoosolek, kes otsustab põhiaktsionäri taotluse alusel vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt, peab aga saavutama häälteenamused, mille täitmiseks on vaja $\frac{3}{4}$ üldkoosolekul osalevate aktsionäride häältest. Tulenevalt põhiaktsionäri künnise nõude ja üldkoosoleku häälteenamused erinevusest, piisab üldkoosoleku otsuse vastuvõtmiseks puhtalt põhiaktsionäri häältest.⁶⁰ Autori hinnangul on aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri künnisenõue kooskõlas küll vähemusõigustega, kuid arusaamatult suur erinevus on üldkoosoleku häälteenamused ja põhiaktsionäri künnise vahel. Olukorras, kus põhiaktsionär omab 95% aktsiatest, on välistatud olukord, kus üldkoosolek saaks otsustada põhiaktsionäri soovi vastu, sest 95/100 on suurem enamus, kui 75/100. Üldkoosoleku õigus

⁵⁷ Silmas on peetud põhiaktsionäri aktsiaosalust, mitte üldkoosoleku häälteenamused.

⁵⁸ German Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Committee 2010, lk 4. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

⁵⁹ H. Schneider, M. Heidenhein. The German Stock Corporation Act, Bilingual Edition with an Introduction to the Law. Kluwer Law International 1996, lk 13.

⁶⁰ D.Beinert, F.Burmeister, H-J. Tries, lk 13

aktsiate ülevõtmise üle otsustamises on autori hinnangul formaalsus, kuna otsuseks vajaminev häältekvorum ei ole võimeline põhiaktsionäri vastu hääletama ning aktsiate ülevõtmist välistama.

Aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri künnis rahalise hüvitise eest Suurbritannias on 90%. Põhiaktsionäril, kes on (i) omandanud; (ii) sõlminud mittetingimusliku lepingu, et omandada 90% eelneva ülevõtmispakkumise objektiks olevatest ükskõik millist liiki aktsiatest; (iii) omandanud 90% hääleõiguslikest aktsiatest juhul, kui ülevõtmispakkumise objektiks olid hääleõiguslikud aktsiad; (iv) sõlminud mittetingimusliku lepingu, et omandada 90% hääleõiguslikest aktsiatest juhul, kui ülevõtmispakkumise objektiks olid hääleõiguslikud aktsiad, omab õigust teavitada vähemusaktsionäre oma soovist omandada ükskõik millisest klassist senini ülevõtmata aktsiad.⁶¹

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest alternatiivi kokkuleppemenetluse⁶² eelduseks on põhiaktsionäri enamusosalus, mis aga peab 95% künnise asemel ületama 75%-lise künnise. 75%-i arvestuses peetakse silmas aktsiaosalust ühte liiki aktsiates.⁶³ Kokkuleppemenetlus võib küll madalama kvoorumi tõttu olla vähemusaktsionäri aktsiate ülevõtmisest rahalise hüvitise eest isegi ohtlikum, kuid kohtu heakskiit on kindlasti tingimus, mis peaks kaitsma vähemusaktsionäride õigusi, kuna kohtul lasub kohustus ka vähemusaktsionäride seisukohad ära kuulata. Antud institutsiooni ei ole autori hinnangul võimalik aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest rakendada, kuna tegu on täiesti eraldiseisva institutsiooniga.

Autori hinnangul tuleks äriseadustikku muuta viisil, et üldkoosoleku häälteenamuse nõue põhiaktsionäri poolse aktsiate ülevõtmise üle rahalise hüvitise eest otsustamiseks oleks kooskõlas äriseadustikuga tagatud vähemusaktsionäri õiguste künnisega (10%). Eesti äriseadustikus peaks olema üldkoosoleku häälteenamuse nõue aktsiate ülevõtmiseks põhiaktsionäri poolt mitte 95%, vaid 90%. Aktsiate ülevõtmiseks on äriseadustikus kehtestatud põhiaktsionäri künnisemäär 90% ja vähemusaktsionäride vähemusõigused on kaitstud 10%-lise määraga. See tähendab, et põhiaktsionäri künnisemäär on kooskõlas

⁶¹ Suurbritannia äriühingute seaduse Art 979 lg 4. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

⁶² Inglise keeles: *Scheme of arrangement*.

⁶³ United Kingdom Squeeze-out Guide IBA Corporate and M&A Committee 2010, lk 4. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

vähemusõigustega.⁶⁴ Üldkoosoleku häälteenamuse ei ole aga kooskõlas äriseadustiku vähemusõigustega.⁶⁵

Aktsiate ülevõtmise institutsiooni rahalise hüvitise eest häälteenamuse- ja künnisenõuete kooskõla oleks tagatud, kui üldkoosoleku häälteenamuse oleks ÄS § 363⁷ sätestatud 90%-iga. Sel viisil oleks üldkoosoleku häälteenamuse nõue kooskõlas põhiaktsionäri künnisega ja ka vähemusõigustega. Põhiaktsionär, kes omab 90% aktsiatest ning kes teeb juhatusele avalduse aktsiate ülevõtmiseks, saab üldkoosolekul esindatud häältega teostada õigust võtta vähemusaktsionäride aktsiad üle. Vähemusaktsionärid, kes moodustavad põhiaktsionäri 90%-ist ülejääva 10%, saavad teostada kõiki vähemusõigusi kaitsmaks oma õigusi.

Autori hinnangul peaks jätma põhiaktsionäri künnisenõude muutmata, sest künnisenõude tõstmisel praeguse üldkoosoleku häälteenamuse nõudeni tekiks olukord, kus nii üldkoosoleku häälteenamuse nõue kui ka põhiaktsionäri künnis oleksid vastuolus vähemusõigustega. Vähemusõiguste muutmise oleks aga hoopis keerulisem ja vajaks laiemapinnalist põhjendust. Siinkohal tuleks arvesse võtta ka seda, miks üldse on Eesti äriühingu õiguses vähemusõigused 10% aga mitte 5%. Võrreldes näiteks Saksamaaga, kus vähemusõigused on sätestatud 5%-ga, on Eesti aktsiaseltside vähemusaktsionäride struktuur kindlasti vähem killustatum. Vähemusõiguste osalusmäär peab olema kooskõlas aktsiaseltsi struktuuriga ja aktsionäride vajadustega.

Lõppkokkuvõttes on otsustus selle kohta, kas üldkoosoleku häälteenamuse nõue peaks olema 90% või 95% seotud eelkõige poliitiliste kaalutlustega. Sellest hoolimata on autor seisukohal, et 90%-line häälteenamuse nõue oleks vähemusõigusi arvesse võttes enam põhjendatud kui 95%-line häälteenamuse nõue. Lisaks vähemusõigustega kooskõlale muudaks 90%-line häälteenamuse nõue põhiaktsionäri tegevuse läbipaistvamaks vähemusaktsionäride seisukohast. Vähemusaktsionäril oleks seega õigus aktsiaseltsi käekäigus 10%-lise vähemusõiguse abil kaasa rääkida või eeldada aktsiate ülevõtmist põhiaktsionäri poolt.

Autor teeb ettepaneku sõnastada ÄS 363¹ lg 1 järgnevalt: „Põhiaktsionär või põhiaktsionär ja temaga kooskõlastatult tegutsevad isikud⁶⁶, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10

⁶⁴ Vastav kooskõla tuleb tehtena välja: $90\%+10\%=100\%$.

⁶⁵ Vastuolu kirjeldab järgnev tehe: $95\%+10\%\neq 100\%$.

⁶⁶ Aktsiate ülevõtmisõiguse laiendamine ka põhiaktsionäriiga kooskõlastatult tegutsevatele isikutele on seotud ettepanekuga, mille autor on teinud punktis 2.2.

aktsiaseltsi aktsiakapitalist (põhiaktsionär), omavad õigust võtta aktsiaseltsi ülejäänud aktsionäridele (vähemusaktsionärid) kuuluvad aktsiad üle õiglase rahalise hüvitise eest. Vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise õiguse teostamiseks on põhiaktsionär ja temaga kooskõlastatult tegutsevad isikud kohustatud esitama aktsiaseltsi juhatusele aktsiate ülevõtmistaotluse.“.

Teiseks teeb autor ettepaneku muuta ÄS § 363⁷ lg-t 1 ja sätestada vastava lõigu sõnastus järgnevalt: „Üldkoosoleku otsus vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise kohta on vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 90/100 aktsiatega esindatud häältest.“.

Autor on seisukohal, et üldkoosoleku häälteenamuse nõude muutmine 95%-lt 90%-le omab positiivset mõju nii põhiaktsionärile kui ka vähemusaktsionäridele. Samuti tagaks muudatus aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsiooni läbipaistvuse. Selleks, et saada kinnitust muudatuse mõjule on hea toetuda teiste riikide regulatsioonidele.

Muudatuse mõju oleks asjakohane hinnata ka enamuse ja vähemuse konfliktist väljapääsu seisukohast. Üldkoosoleku häälteenamusnõude vastavuse korral põhiaktsionäri künnisemäärale, oleks põhiaktsionäril künnisemäära täitmise korral võimalik realselts aktsiad üle võtta. Tulemuseks oleks aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest toime kui enamuse ja vähemuse konflikti lahendajana. Põhiaktsionär ei peaks taluma enam vähemusaktsionäride õigusi ja vähemusaktsionärid vabaneksid domineerivast põhiaktsionärist ning saaksid asendada oma investeeringu.

2.2. Aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isik

Aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest reguleerib äriseadustiku 29¹ peatükk. ÄS § 363¹ lg-ga 1 on kehtestatud aktsiate ülevõtmise algatamisõigus põhiaktsionärile (9/10 aktsiatega esindatus), kes esitab aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest juhatusele vastava taotluse. Sama paragrahvi lõike 2 järgi ei arvestata põhiaktsionäri aktsiatega esindatud aktsiakapitali suuruse määramisel vaid aktsiaseltsi oma aktsiaid, arvesse lähevad ka põhiaktsionäri ema- või tütarettevõtja aktsiad. Seda eeldusel, et ema- või tütarettevõtja annab selleks oma nõusoleku.

Eesti äriseadustiku järgi on aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isik, kes omab 90% aktsiatest. Aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isikuid saab olla vaid üks. Erandiks on loomulikult põhiaktsionäri tütarettevõtted, kes kuuluvad samasse konsolideerimisgruppi. Niipea, kui 90%

aktsiatest moodustavad näiteks kaks aktsionäri, kes omavad 45% ja 45% aktsiatest, ei ole neil aktsiate ülevõtmist ÄS § 363¹ lg 1 õigust teostada ka juhul, kui tegemist on kooskõlastatult tegutsevate isikutega. Juhul, kui kaks 45%-i aktsiatest omavat aktsionäri otsustavad ühineda või aktsiad vajalikul viisil osta, müüa või vahetada, võib aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest juba võimalik olla.

Tulenevalt sellest, et 90% nõuet on kooskõlastatult tegutsevatel aktsionäridel võrdlemisi lihtne saavutada, võib järeldada, et ühe aktsionäri nõue ei välista kooskõlastatult tegutsevatel isikutel saavutada 90% nõue. Sellest tulenevalt võib väita, et kooskõlastatult tegutsevaid aktsionäre peaks kohtlema võrdselt ühe aktsionäriaga, kes moodustab 90% aktsiakapitalist, sest kooskõlastatult tegutsevate isikute välistamine ei välista aktsiate ülevõtmise sooritamise nende poolt.

Autori hinnangul on aktsionäride kooskõlastatult tegutsemine primaarne ning ühte konsolideerimisgruppi kuuluvus ei tohiks olla määravaks asjaoluks. Autor ei näe põhjendust, miks seadus eelistab aktsionäre, kes kuuluvad ühte konsolideerimisgruppi, kuid kelle tegevus ei pruugi olla kooskõlastatud aktsionäridele, kes kuuluvad erinevatesse konsolideerimisgruppidesse, kuid kellel on aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest ühine tahe ja eesmärk.

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on institutsioon, mis küll riivab tugevalt vähemusaktsionäride omandiõigust, kuid mida õigustab majandusliku efektiivsuse tagamine.⁶⁷ Vaadeldes aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest kui majandust soodustavat institutsiooni, on tähtis tagada see efektiivsus hoolimata põhiaktsionärina tegutsevate aktsionäride paljususest. Majanduslikust efektiivsusest lähtudes toob majanduslikku kasu kõige enam majanduslikult läbimõeldud ja eesmärgipärane aktsiate ülevõtmine. Autor julgeb siinkohal väita, et kooskõlastatult tegutsevate isikute puhul on aktsiate ülevõtmine suurema tõenäosusega läbimõeldud ja planeeritud kui ühe põhiaktsionäri puhul. Sellest tulenevalt võib väita, et kooskõlastatult tegutsevad isikud soodustavad aktsiate ülevõtmisega majandust vähemalt samal määral kui üks põhiaktsionär.

Väärtpaberituru seaduse (§ 182¹ lg 1) järgi on pärast edukat ülevõtmispakkumist ülevõtjal õigus võtta ülejäänud aktsiad üle õiglase hüvitise eest. Ülevõtjana loetakse väärtpaberituru

⁶⁷ Majanduse efektiivsust aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest on analüüsitud eelnevalt punktis 1.

seaduse järgi aga ka isikuid, kes üksinda või koos teiste isikutega tegutsevad koos ülevõtmispakkumiseks kohustatud või tegeva isikuga, samuti isikuid, kes tegutsevad koos ülevõtjaga suulise või kirjaliku kokkuleppe alusel eesmärgiga saavutada valitsev mõju sihtemitendi üle või antud valitsevat mõju säilitada või suurendada või nurjata ülevõtmispakkumine (VPTS § 168 lg 1). Eeltoodust tuleneb, et väärtpaberituru seaduses ei ole põhiaktsionäriks mitte ainult üksainus isik (koos ema- ja tütarettevõtetega), vaid põhiaktsionäriks võivad olla isikud, kes tegutsevad ühise eesmärgi nimel.⁶⁸

Suurbritannias käsitletakse kooskõlastatult tegutsevaid isikuid seotud isikutena. Suurbritannia Äriühingute seaduse järgne seotud isikute seletus on märkimisväärselt sarnane Eesti väärtpaberituru seaduse kooskõlastatult tegutsevate isikute regulatsiooniga.⁶⁹ Nimelt on Suurbritannia äriühingute seaduse art 937 järgi on füüsilise isikuga seotud isikud:

- 1) füüsilise isiku abikaasa või täisealine laps või kasulaps;
- 2) juhul kui antud füüsiline isik on juht, siis tema alluvad;
- 3) füüsilise isiku alluvad ja koostööpartnerid.⁷⁰

Juriidilise isikuga seotud isikuid määratletakse Suurbritannia äriühingute seaduse järgi järgnevalt:

- 1) juriidilise isiku tütarettevõtted, kelle juhiks antud juriidiline isik on;
- 2) juriidilise isikuga samasse konsolideerimisgruppi kuuluvad äriühingud;
- 3) juriidilise isiku alluvuses töötavad isikud ja koostööpartnerid.⁷¹

Autori hinnangul ei tohiks eeltoodud loetelu üheselt Eesti õigusele üle võtta, kuna tegemist on mõnevõrra laialivalguva definitsiooniga, mis ei sobi Eesti konteksti. Nii näiteks ei ole autori arvates põhjendatud käsitleda koostööpartnerid või kasulapsi kooskõlastatult tegutsevate isikutena.

Hoolimata pikast definitsioonist on selle mõiste sisustamine tekitanud raskusi nii mõneski riigis seoses ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaldamisega. Õigusteadlane Thomas Popodopoulos on vastava probleemi⁷² lahkamisel toonud välja just Suurbritannia lahenduse.

⁶⁸ Antud lahendus sarnaneb loomulikult ülevõtmispakkumiste direktiivile, kuna on vastu võetud ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaldamisega Eesti õigusesse. Direktiivis on kooskõlastatult tegutsevaid isikuid nimetatud *persons acting in concert*.

⁶⁹ VPTS § 168 lg 2 on sätestatud järgnevalt: "Seotud isikud käesoleva seaduse tähenduses on kontrollitav äriühing, seda äriühingut kontrolliv isik ja teised selle isiku poolt kontrollitavad äriühingud."

⁷⁰ Companies Act art 937 lg 2.

⁷¹ Ibid, art 937 lg 3.

⁷² See tähedab kooskõlastatud isikute määramisel.

Nimelt on Suurbritannias linnakoodeksi⁷³ järgi määravaks see, kas ülevõtja eesmärk on viia läbi ettevõtete edendavad muudatused või on ülevõtja eesmärgiks kontrolli saavutamine. Viimasel juhul on kriitiline tagada vähemusaktsionäride kaitse, sest sel juhul on kontrolli muutus kohene ning vähemusaktsionäri ei ole võimalik enam aktiivselt osaleda ettevõtte arengu suunamises.⁷⁴ Kooskõlastatud isikute kindlaks tegemine omab suurt tähtsust olukorras, kus põhiaktsionäri aktsiate ülevõtmisõigus on kahtluse alla seatud.

Rootsi äriühingute seaduse järgi on aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest põhiaktsionäri künnisenõudeks 90%.⁷⁵ Aktsiate ülevõtmise regulatsioonis rahalise hüvitise eest on Rootsi äriühingute seaduses nähtud ette, et igaüks, kellele kuulub enam kui 9/10 aktsiakapitalist, omab õigust osta ülejäänud aktsiad välja.⁷⁶ Aktsiate ülevõtmise künnise täitmisel ei võeta arvesse mitte ainult põhiaktsionäri, vaid ka kooskõlastatult tegutsevaid isikuid.⁷⁷ Rootsi äriühingute õiguses on aktsiate ülevõtmiseks õigustatud ka kooskõlastatult tegutsevad isikud, mis tagab aktsiate ülevõtmise läbipaistvuse.

Autori hinnangul tuleks väärtpaberituru seaduse, Rootsi ja Suurbritannia regulatsiooni eeskujul põhiaktsionärina vaadelda laiendavalt ka isikuid, kes ei kuulu ühte konsolideerimisgruppi, kuid soovivad kooskõlastatult teostada aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest ÄS § 363¹ lg 1 mõttes.⁷⁸ Põhiaktsionäri laiendav tõlgendus tähendab seda, et juriidilised või füüsilised isikud, kes ei kuulu ühte konsolideerimisgruppi, kuid kes moodustavad oma aktsiate liitmisel 90% aktsiatest ehk täidavad künnisenõude, on võrdsustatud senini kehtiva põhiaktsionäri, kes peab moodustama ise või konsolideerimisgrupi tasandil 90% aktsiatest selleks, et teostada vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest.

⁷³ Inglise keeles *The City Code*.

⁷⁴ T. Popodopoulos. The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies - University of Oxford 2007, lk 528,529. Arvutivõrgus kättesaadav: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088894. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

⁷⁵ Swedish Companies Act (SFS 2005: 551) Chapter 22 section 1.

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Ibid.

⁷⁸ Silmas on peetud ÄS § 363¹ lg 1 alusel õigustatud isikut. ÄS § 363¹ lg 1 sätestab, et aktsionäri taotlusel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiaseltsi aktsiakapitalist (põhiaktsionär), võib aktsionäride üldkoosolek otsustada aktsiaseltsi ülejäänud aktsionäridele (vähemusaktsionärid) kuuluvate aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt õiglase rahalise hüvitise maksmise vastu. Eeltoodud sõnastusest järeldub, et õigustatud isikuks on üks isik, mitte mitu erinevat isikut, kes soovivad ülevõtmistaotluse esitada kooskõlastatult.

Kooskõlastatult tegutsevate isikute määratlemine äriseadustikus peaks autori hinnangul toimima väärtpaberituru seaduse §-i 168 alusel.⁷⁹ See tähendab, et kooskõlastatult tegutsevate isikute kindlaks tegemiseks on autori hinnangul kõige õigem võtta aluseks väärtpaberituru seaduse § 168 toodud kooskõlastatult tegutsevate isikute legaaldefiniitsioon.⁸⁰

Selleks, et aktsiate ülevõtmisõigus laieneks ka kooskõlastatult tegutsevatele isikutele, tuleks muuta ÄS § 363¹ lg-t 1 järgneval viisil: „Põhiaktsionär või põhiaktsionär ja temaga kooskõlastatult tegutsevad isikud, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiaseltsi aktsiakapitalist (põhiaktsionär), omavad õigust võtta aktsiaseltsi ülejäänud aktsionäridele (vähemusaktsionärid) kuuluvad aktsiad üle õiglase rahalise hüvitise eest. Vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise õiguse teostamiseks on põhiaktsionär ja temaga kooskõlastatult tegutsevad isikud kohustatud esitama aktsiaseltsi juhatusele aktsiate ülevõtmistaotluse.“.

Lisaks selle teeb autor ettepaneku lisada ÄS § 363¹ ka lg 4 ning sõnastada see järgnevalt: „Kooskõlastatult tegutsevad isikud käesoleva seaduse tähenduses on seotud isikud ja muud isikud, kes kas üksinda või koos teiste isikutega tegutsevad koos aktsiate ülevõtmist teostava isikuga või aktsiate ülevõtmist teostava isikuga suulise või kirjaliku kokkuleppe alusel eesmärgiga kas saavutada valitsev mõju aktsiaseltsi üle või seda säilitada või suurendada.“.

Selleks, et sisustada seotud isikute mõiste, teeb autor ettepaneku lisada ÄS § 363¹ lg 6 järgnevas sõnastuses: „Seotud isikud käesoleva seaduse tähenduses on kontrollitav äriühing, seda äriühingut kontrolliv isik ja teised selle isiku poolt kontrollitavad äriühingud.“.

Autor on seisukohal, et aktsiate ülevõtmisõiguse laiendamine kooskõlastatult tegutsevatele isikutele, kes moodustavad 90%, tõstab majanduslikku efektiivsust, soodustab põhiaktsionäri ning sealjuures ei kahjusta vähemusaktsionäride huve. Põhjus, miks autor julgeb väita, et

⁷⁹ Väärtpaberituru seaduse § 168 lg 1 ja 2 on sõnastatud järgnevalt: kooskõlastatult tegutsevad isikud käesoleva seaduse tähenduses on seotud isikud ja muud isikud, kes kas üksinda või koos teiste isikutega tegutsevad koos ülevõtmispakkumiseks kohustatud isikuga või ülevõtmispakkumist tegeva isikuga (edaspidi ülevõtja) või sihtemitendiga suulise või kirjaliku kokkuleppe alusel eesmärgiga kas saavutada valitsev mõju sihtemitendi üle või seda säilitada või suurendada või nurjata ülevõtmispakkumine. Seotud isikud käesoleva seaduse tähenduses on kontrollitav äriühing, seda äriühingut kontrolliv isik ja teised selle isiku poolt kontrollitavad äriühingud.

⁸⁰ Väärtpaberituru seaduse § 162 lg 1 sätestab, et kooskõlastatult tegutsevad isikud väärtpaberituru seaduse tähenduses on seotud isikud ja muud isikud, kes kas üksinda või koos teiste isikutega tegutsevad koos ülevõtmispakkumiseks kohustatud isikuga või ülevõtmispakkumist tegeva isikuga (edaspidi ülevõtja) või sihtemitendiga suulise või kirjaliku kokkuleppe alusel eesmärgiga kas saavutada valitsev mõju sihtemitendi üle või seda säilitada või suurendada või nurjata ülevõtmispakkumine. Eelmainitud paragrahvi lg 2 sätestab, et seotud isikud käesoleva seaduse tähenduses on kontrollitav äriühing, seda äriühingut kontrolliv isik ja teised selle isiku poolt kontrollitavad äriühingud.

eeltoodud muudatus ei kahjusta vähemusaktsionäre on selles, et vähemusaktsionäride omandiõiguse riivet ei mõjuta see, kas aktsiad võetakse üle ühe või mitme isiku poolt. Autor on kindlal seisukohal, et aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest institutsioonina kahjustab vähemusaktsionäride huve, kuid selle institutsiooni sisemine toimimine osas, kas seda teostab üks või rohkem isikuid, ei kahjusta vähemusaktsionäre.

Aktsiate ülevõtmisõiguse laiendamine põhiaktsionäriaga kooskõlastatult tegutsevatele isikutele vastab hetkel kehtivast regulatsioonist enam tegelikkusele. Põhiaktsionäriaga kooskõlastatult tegutsevad isikud on need, kes omavad tegelikkuses äriühingu üle kontrolli ning tegeliku kontrolli omavate isikute arvestamine seaduses muudab aktsiate ülevõtmise läbipaistvamaks. Autori seisukohta toetab asjaolu, et kooskõlastatult tegutsevate isikute definitsioon võeti esmakordselt kasutusele ülevõtmispakkumiste direktiivis, mille üheks eesmärgiks oli tagada tõhusam vähemusaktsionäride kaitse.⁸¹ Sellest tulenevalt ei saa pidada aktsiate ülevõtmisõiguse laiendamist kooskõlastatud isikutele vähemusaktsionäride huve mitteamvestavaks ja kahjustavaks.⁸²

⁸¹ Komisjoni aruanne Euroopa Parlamendile, Nõukogule, Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomiteele ning regioonide komiteele direktiivi 2004/25/EÜ (ülevõtmispakkumiste kohta) kohaldamine/ 28.06.2012 Brüssel, lk 8. Antud eesmärgi täitmist on tõestanud ka hilisema analüüsid. Näiteks Euroopa Nõukogu 28.06.2012 aruandes direktiivi kohaldamise kohta on turu-uuringuteks määratud sidusrühmad nentunud, et üldistes piirides on direktiiv aidanud tugevdada vähemusaktsionäride õigusi ning, et kohustuslikku pakkumist käsitlevatesse sätetesse, vähemusaktsionäride väljatõrjumise õigusesse ja aktsiate väljaostu nõudmise õigusesse saab suhtuda üsnagi positiivselt. Komisjoni aruanne Euroopa Parlamendile, Nõukogule, Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomiteele ning regioonide komiteele direktiivi 2004/25/EÜ (ülevõtmispakkumiste kohta) kohaldamine/ 28.06.2012 Brüssel, lk 4.

⁸² Muudatused, mis viidi iga liikmesriigi siseriiklikku õigusesse sisse eesmärgiga tagada vähemusaktsionäridele tõhusam kaitse, ei saa vähemusaktsionäride huve õõnestada.

3. Materiaalsed nõuded

3.1. Õiglase hinna tagamine

ÄS § 363² lg 1 annab põhiaktsionärile õiguse otsustada aktsiate eest tasumisele kuuluva hüvitise üle. Sealjuures tuleb hinna kujundamisel võtta aluseks aktsia hind, mis vastab aktsia hinnale 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teatise esitamist. Õiglase hinna määramiseks on sama paragrahv kohustanud juhatust esitama põhiaktsionärile kõik vajaminevad dokumendid (ÄS § 363² lg 1). Sealjuures õiglase hinna regulatsioon börsiaktsiaseltside suhtes on reguleeritud rahandusministri määrusega ülevõtmispakkumisreeglid, mis näeb ette kindlad kriteeriumid (Ülevõtmispakkumisreeglid § 2) aktsia hinna määramisele.

Kõige enam vaidlusi on Eestis kohtusse ja ka meediasse jõudnud õiglase hinna vaidlustest.⁸³ Diskussiooni laiahaardelisus rahalise hüvitise kohta viitab autori hinnangul rahalise hüvitise puuduliku regulatsiooni kohta, sest niivõrd palju kordi on kohtud olnud sunnitud asjas selgust tooma. Aktsia õiglase hinna sisustamine on kehtiva seaduse kohaselt põhiaktsionäril ja järelevalvemehhanismina viimase poolt valitud audiitoril. Riigikohtu seisukoht on aga, et õiglast hinda ehk hüvitise suurust ei ole õigus isegi kohtul oma sisetunde järgi sisustada. Kohtunik peaks lähtuma objektiivsetest kriteeriumitest ja mitte laskma end mõjutada sõnast „õiglane“, mis viitab isiklikul tasandil kaalumisele. Kohus peaks kaaluma erinevaid hindamisaluseid ja meetodeid ning selle tulemusel leidma kõige sobivama meetodi. Samuti ei ole „õiglase hinna“ kaalutulusõigust põhiaktsionäril ega audiitoril, kes ka ei tohiks hüvitise määramisel tugineda enda sisemisele õiglustundele, vaid sarnaselt kohtuga tuginema objektiivsetele näitajatele. Objektiivsuse nõue tuleneb Riigikohtu sõnul ÄS § 363⁴ lg-test 1 ja

⁸³ Samuti on hinna vaidluste kaalukust esile toonud ärieadustiku kommentaarides Mati Merimaa. M.Merimaa. Äriseadustik. Kommentaarid, selgitused, arvamused. Kirjastus Ilo 2007, lk 234. Õiglase hinna problemaatika seisneb ennekõike selles, et mõiste „õiglane“ on väga subjektiivselt hinnatav. Raul Narits nimetab sellist olukorda nn nõrgaks mõisteks, mille tekst on semantiliselt lahtine. See tähendab, et ei ole teada kõiki tunnuseid väljendi kasutamiseks *in casu*. R.Narits. Õigusteade metodoloogia. Õigusteabe AS Juura 1997, lk 92. Autori hinnangul võib õiglase hinna vaidlused olla tingitud asjaolust, et tegemist on vähemusega, kes tunnetab õigluse kriteeriumit oma positsioonist tulenevalt isegi teravamini. Vähemuste erilist õiglustunnet on välja toonud ka õigusfilosoof Ilmar Tammelo mainides, et inimkonna järkumiseks meie planeedil on vaja jõudu talumaks teatud hulgal ebaõiglust ning et just vähemusel on ebaõigluse talumise tõttu isegi kõrgemad õiglusearusaamad. R.Narits, M.Luts. Õiglus ja hool. Tartu 2001, lk 19.

2, mis näevad ette põhiaktsionäri ja audiitori selgituskohustuse aktsia hinna määramise aluste kohta.⁸⁴

Läbimurdeks on peetud Riigikohtu 21. detsembri lahendit nr 3-2-1-145-04, sest Riigikohus tõi selgust, mida tuleks aluseks võtta õiglase hinna määramisel. Nimelt oli selgusetu, millist aktsia hinna määramise alust peaks aktsia hindamisel kasutama ning Riigikohus, tuginedes Saksa õigusele, ütles esimest korda välja, et aktsia hinna määramisel tuleb muuhulgas võtta aluseks ka diskonteeritud rahavoogude meetodi.⁸⁵ Riigikohtu seisukoht andis aluse igas järgnevas hinnavaidluses vähemusaktsionäril toetuda diskonteeritud rahavoogude meetodile, mis tähendab seda, et aktsia hinna määramisel tuleb arvesse võtta tuleviku rahavoogusid. See tähendab, et aktsia hinna määramisel tuleks hinnata aktsiaseltsi võimet tulevikus kasu teenida.⁸⁶

Paralleeliks aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest aktsia hinna keeruka kujundamisega on Riigikohus välja toonud, et vastav probleem tõusetub ka teiste äriseadustikus ettenähtud hüvitiste määramisel. Näiteks aktsiate asendussuhte määramisel aktsiaseltsi ühinemisel, jagunemisel või ümberkujundamisel (ÄS § 398 lg 3, § 441 lg 3, § 481 lg 3), kus samuti ei ole seadus andnud täpsemaid juhtnööre.⁸⁷ Autori hinnangul näitab vastav märkus probleemi laiemat pinda, mis viitab probleemsetele hinnavaidlustele ka teistes institutides. Kindlasti aga ei õigusta probleemi esinemine teistes institutides vähest regulatsiooni aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest.

Tõlgendades aktsia õiglast hinda väärtpaberituru seaduse mõttes, on Riigikohus lahendis 3-2-1-145-04 esile toonud väärtpaberituru seaduseelnõu ettekandja L.Tõnisson seisukoha õiglase hinna kohta: "... Praegu ei ole me võimelised seda seadust sügavamalt läbi töötama ja sellepärast oleme paratamatult sunnitud leppima selle kvaliteediga, mis me täna teie ette toome. Et see seadus vajab edaspidi, elu arenedes, täiustamist, on kahtlemata selge. See on paratamatu. ...". Riigikohus on vastavast avaldusest järeldanud, et õiglase hinna kohast

⁸⁴ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 2. novembri 2005. a kohtuotsus OÜ Amaterasu hagi AS-i NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 sendi saamiseks, p 9.

⁸⁵ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 sendi saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04, p 23.

⁸⁶ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 sendi saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04, p 23.

⁸⁷ Ibid, p 16.

tõlgendust ei saa teha seadusandja tahte alusel, kuna ilmselgelt on ka seadusandja jätnud õiglase hinna teadlikult kohtupraktika või järgneva seaduse muutmise hoolde.⁸⁸

Äriseadustiku regulatsioon ülevõetavate aktsiate hinna määramiseks on puudulik. Seadus ütleb küll, et aktsia hind peab olema õiglane, kuid ei anna konkreetset viidet õigluse kriteeriumile. Aktsiate ülevõtmise hind peab seaduse järgi olema õiglane (ÄS § 363¹ lg 1) ning hüvitise tasumine peab olema rahaline (ÄS § 363¹ lg 1). Aktsia hind peab vastama 10 päeva enne üldkoosoleku otsust kehtinud hinnale, kuid edaspidised juhtivad kommentaarid hinna määramise kohta puuduvad. Hinna kujundamine on olnud kohtuprotsessides enamlevinud probleemiks⁸⁹ just hinna vaidlustatavuse tõttu.

Seadus ei taga, et põhiaktsionär peaks aktsia hinna määratlemisel kinni ÄS § 363¹ lg-s 1 toodud õigluse kriteeriumist, sest õigluse kriteeriumit ei taga järelevalve funktsiooni täitev audiitor. Audiitor teostab kontrolli põhiaktsionäri ülevõtmisarunde üle, tagades selle vastavuse ÄS 363² lg-le 2, mis tähendab, et audiitor annab ülevaate võimalikest aktsia hinna määramise meetoditest ning hindab põhiaktsionäri poolt valitud hinna määramise meetodit. Audiitor ei ole aga kohustatud sisustama aktsia hinna õigluse kriteeriumit. See tähendab, et hinna õigluse kriteeriumi tagamine on seadusandja poolt vähemusaktsionäri jaoks tagamata jäänud. Sarnaselt autoriga on õigluse kriteeriumi järelevalve puudumist puudutanud ka Triin Bartels nentides, et aktsia hinna õigluse küsimus on nii põhiaktsionäri taotluse kui ka audiitori aruande sätestamise koha pealt puudulikuks jäänud.⁹⁰

Õigluse kriteeriumi puuduliku reguleerimise näol on tegu regulatsioonilise lüngaga. Lünk võib olla, kas seaduses või õiguses. Lüngaga õiguses on tegemist juhul, kui valdkonda, milles esineb õiguslikku otsustamist vajav probleem, ei ole üldse seadusandlikult reguleeritud, mistõttu see valdkond (probleem) jääb õigusvabasse ruumi.⁹¹ Lünk seaduses tähendab just sellise reegli puudumist, mille olemasolu on eeldatav või tuletatav seaduse otstarbest ja seadusandja reguleerimisplaanist. Seaduse lünga puhul valdkonda reguleeriv seadus on

⁸⁸ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 senti saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04, p 16.

⁸⁹ Seda, et hüvitise suurus on aktsiate ülevõtmisel enim vaieldav probleem on tõdenud ka Mati Merimaa äriseadustiku kommentaarides. Merimaa, M. Äriseadustik. Kommentaarid, selgitused, arvamused, 2007, lk 234. Sarnaselt Eestile on ka teistes riikides on aktsia hind kõige enam vaieldav küsimus. Näiteks Saksamaal, kus tööka hinnavaidluste kohta on välja toonud Thomas Stohlemeier. Stohlmeier, T. German Takeover Law, Bilingual Edition with an Introduction to the Law. Kluwer Law International 2002, lk 117.

⁹⁰ Bartel, T. Tühjakspigistamise seadustamises Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-id 363¹-363¹⁰ - Juridica 2004/2, lk 92.

⁹¹ Kohtunik ei või õiguslünka täita, sest siis ta asuks seadusandja kohale ja rikuks võimude lahususe printsiipi.

olemas, aga selle valdkonna mingi probleemi lahendamiseks ei paku seadus otsest ja selget juhust. Seaduse lünka võib kohtunik täita, lähtudes seaduse otstarbest ja seadusandja reguleerimisplaanist.⁹² Tulenevalt eelkirjeldatust on õiglase hinna määramine äriseadustiku järgi seaduse aga mitte õiguse lünk, kuna aktsiate ülevõtmine on seadusega reguleeritud. Õiglase hinna tõlgendamisel tuleb aga lähtuda aktsiate ülevõtmise otstarbest ja seadusandja reguleerimisplaanist.⁹³ Aktsiate ülevõtmise otstarve seaduses on põhiaktsionärile 100%-lise aktsiaosaluse võimaldamine, mis aga ei vii lähemale õiglase hinna sisustamisele. Seadusandja reguleerimisplaan ei vii ka antud küsimuses lahenduseni, sest puuduvad andmed selle kohta, kuidas seadusandja on soovinud õiglast hinda sisustada.⁹⁴

Õiglase hinna kohtuvaidlustes rakendub tsiviilkohtumenetluse põhimõte, mille järgi peab kumbki poolt tõendama need asjaolud, millele ta tugineb. See tähendab seda, et kui vähemusaktsionär tugineb kohtus väitele, et põhiaktsionäri poolt määratud hüvitis on liiga madala ning ei ole seetõttu õiglane, siis peab ta ka seda tõendama. Ülevõetavate aktsiate hinna vaidlustes kohtus võib vähemusaktsionärile saada saatuslikuks vähene informatsioon õiglase hinna tõendamisel. Põhiaktsionär omab ligipääsu andmetele, mis aitavad kaasa hinna meetodi kujundamisel ning seetõttu on põhiaktsionäril privilegeeritud positsioon. Vähemusaktsionär hagejana peaks tõendama neid asjaolusid, millele ta toetub. Hinnavaidluses seega peaks vähemusaktsionär tõendama, et hind on liiga madal.

Soome õiguskirjanduses on Timo Kaisanlahti analüüsinud hinnavaidluste tõendamiskoormist ning leidnud, et hinna õiglust või mitteõiglust peaks tõendama osapool, kes soovib hinda vaidlustada⁹⁵ ehk hüvitise suurusega rahulolematu aktsiate väikeomanik. Autor ei nõustu eeltoodud õiguskirjanduses toodud seisukohaga, sest aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest on vähemusaktsionär hinna kujundamise küsimuses tunduvalt nõrgemas seisundis ja omab vähest kui mitte olematut ligipääsu ettevõtte dokumentidele, mis aitaksid hinda kujundada. Sellest tulenevalt peaks tõendamiskoormise osas olema tsiviilkohtumenetluse põhimõttest, mille järgi mõlemad pooled tõestavad seda, millele nad tuginevad,⁹⁶ kõrvale

⁹² A.Taska. Õigusteaduse metodoloogia, Lund 1978, lk 61-62; Mario Rosentau õppeaine „õiguslik analüüs“ õppematerjal.

⁹³ Seadusandja reguleerimisplaanil on autor mõelnud seaduse eelnõud ja koostamise protsessi.

⁹⁴ Puuduvad viited eelnõule või seletuskirjale, kus oleks hinna õigluse kriteerium lahti seletatud.

⁹⁵ Kaisanlahti, T. When is a tender price fair in a squeeze-out? European Business Organization Law Review. (2007) 8, lk 504-505. Arvutivõrgus kättesaadav:

<http://journals.cambridge.org.ezproxy.utlib.ee/action/displayFulltext?type=1&pdfType=1&fid=1631780&jid=EBR&volumeId=8&issueId=04&aid=1631776>. Viimati külastatud 19.04.2013.a.

⁹⁶ Vastav tsiviilkohtumenetluse põhimõte tuleneb tsiviilkohtumenetluse seadustiku §-ist 230 lg-st 1. Kumbki pool peab hagimenetluses tõendama neid asjaolusid, millele tuginevad tema nõuded. Tsiviilkohtumenetluse

kaldutud vähemusaktsionäri kasuks. Samal seisukohal on olnud ka Riigikohus 21.12.2004 lahendis nr 3-2-1-145-04.⁹⁷ Aktsia hinna vaidlustes kohtus ÄS § 363⁸ lg 3 tähenduses peaks tõendamiskoormis olema igal juhul põhiaktsionäri kanda.

Autori hinnangul ei ole äriseadustiku järgne õiglase hüvitise määratlemine piisav, kaitsmaks vähemusaktsionäride huve. Äriseadustiku regulatsioon õiglase hinna kohta aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest on vaidluskoht, mida ei ole suutnud lahendada ka Eesti turu väiksuse kohta rohke kohtupraktika. Õiglase hinna mõistet on võimalik niivõrd laialt defineerida ja tõlgendada, et seaduse tekstile peab kindlasti appi võtma kohtupraktika. Kahjuks ei ole ka kohtupraktika siinkohal piisav sisustama õiglast hinda üheselt arusaadaval moel. Autor on seisukohal, et kehtiv õiglase hinna regulatsioon äriseadustiku aktsiate ülevõtmise regulatsioonis on ebapiisav.

Õiglase hinna regulatsiooni ebapiisavus tähendab seda, et vastav säte (ÄS § 363¹ lg 1) ei täida oma eesmärki- ei taga vähemusaktsionäridele õiglast hüvitist. Tulenevalt vähemusaktsionäride omandiõiguse riivist aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest, on ainsaks meetmeks vähemusaktsionäride õiguste kaitse tagamiseks vähemusaktsionärile õiglase hüvitise tagamine.

Saksamaa Konstitutsioonikohus on asunud seisukohale, et õiglase hüvitise puudumisel on aktsiate ülevõtmise näol tegemist põhiseadusvastase institutsiooniga.⁹⁸ Autori hinnangul on õiglase hüvitise tagamine vähemusaktsionärile piisava kaaluga, et seada institutsiooni põhiseaduspärasus kahtluse alla. See tähendab, et õiglase hüvitise peaks autori hinnangul olema elemendiks, mis tagab aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kooskõla põhiseadusega. Teisisõnu on aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest väga tähtis roll hüvitise suuruse vastavusel nn „õigluse“ kriteeriumile.⁹⁹ Sellest lähtudes on äriseadustiku §-il 363¹ lg 1 väga kaalukas jõud nii institutsiooni põhiseaduspärasuse tagamisel kui ka

seadustik 31.12.2012 RT I 04.07.2012, 19 § 230 lg 1. Arvutivõrgus kättesaadav:
<https://www.riigiteataja.ee/akt/104072012019>.

⁹⁷ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi lahendi nr 3-2-1-145-04 21. detsembrist 2004 otsus OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 senti saamiseks, p 35.

⁹⁸ M Dollinger, lk 9. Arvutivõrgus kättesaadav:

<http://books.google.ee/books?id=QSp7dekYvpAC&pg=PR3&lpg=PR3&dq=german+award+proceedings+act&source=bl&ots=oShy0ogUCn&sig=7VwqmM5VAY29ziL0HeGVerRVXyA&hl=et&sa=X&ei=5DAeUIOANaaK0AXg6YGQDg&ved=0CFgQ6AEwAw#v=onepage&q=german%20award%20proceedings%20act&f=false>.

⁹⁹ Saksamaal ei ole kasutusel mitte õigluse, vaid adekvaatsuse kriteerium.

vähemusaktsionäride omandiõiguse riive heastamisel. Nende eesmärkide täitmiseks ei ole autori hinnangul § 363¹ lg 1 sättes toodud õiglase hüvitise selgitus piisav.

Õiglase hüvitise selgituse ebapiisavus seaduse tasandil on tuletatav ka asjaolust, et õiglase hinna kriteeriume on väga olulisel määral konkretiseeritud börsiettevõtete ülevõtmispakkumistele kohalduvas ülevõtmispakkumisreeglites. Samuti on õiglast hinda sisustatud märksa täpsemini ka ülevõtmispakkumiste direktiivis. Eesmärk õiglase hüvitise sätestamisel on kõikidel tasanditel sama - vähemusaktsionärile õiglase hüvitise tagamine, mis tähendab, et õiglase hüvitise lahtimõtestamist vajab ka äriseadustiku järgne regulatsioon.

Väärtpaberituru seaduse järgse ülevõtmispakkumise hinna määramise kriteeriumide eelduseks on üldjuhul aktsiatega kauplemine väärtpaberiturul ja sellega tehtavad tehingud, s.t ka aktsiate eelnev likviidsus. Aktsiate võõrandamine väärtpaberituru seaduse alusel tehtud ülevõtmispakkumise järgi ei ole aktsionärile kohustuslik, vaid üksnes võimalus vabaneda aktsiatest, mis on muutunud või muutumas vähelikviidseks.¹⁰⁰ Seetõttu võib vabatahtlikku ülevõtmispakkumise vastuvõtmist vähemusaktsionäri seisukohast vaadata, kui soodsa tehingu võimalust. Ülevõtmispakkumiste ja aktsiate ülevõtmise vahetegu on selles, et ülevõtmispakkumise võib vähemusaktsionär vastu võtta, aga aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest sellist valikut ei ole. Seega on õiglase hinna tagamine aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest isegi olulisem, aga regulatsioon oluliselt nõrgem.

Aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest määrab aktsiate õiglase hinna põhiaktsionär, kelle huvides on määrata võimalikult madal hüvitis. Põhiaktsionäri huvid lähevad õiglase hüvitise määramisel vastuollu vähemusaktsionäride huvidega ning seetõttu ei saa vähemusaktsionäride kaitse seisukohast pidada põhiaktsionäri poolset õiglase hüvitise määramist õiglaseks ja erapooletuks lahenduseks.

Järelevalve instantsiks aktsiate eest makstava hüvitise määramisele on kehtiva äriseadustiku järgi põhiaktsionäri poolt valitav audiitor. Autori hinnangul on sarnaselt põhiaktsionärile ka viimase poolt valitud audiitori erapooletust mõistlik kahtluse alla seada. Sellest tulenevalt saavad ebapiisava regulatsiooni tõttu kannatada vähemusaktsionäride huvid.

¹⁰⁰ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 sendi saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04, p 15.

Aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest börsiaktiaseltside suhtes reguleerib rahandusministri määrus ülevõtmispakkumisreeglite,¹⁰¹ mille §-is 2 on sätestatud ülevõtmispakkumise hind. Ülevõtmispakkumisreeglite § 5 lg 1 sätestab, et ülevõtmispakkumise hind peab olema õiglane ning lõige 2 sätestab viisid arvutamaks alammäärasid, millest ülevõtmispakkumise hind ei tohi madalam olla. Vastavad tingimused on sätestatud järgnevalt:

- 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 käesolevas määruses sätestatud korras esitamise päevale eelnenud kümne kauplemispäeva vastava aktsia hindade kaalutud keskmisest;
- 5) ostuhind ei ole madalam kui aktsia bilansiline maksumus (väärtus). Kauplemispäev käesoleva määruse tähenduses on päev, mil kauplemissüsteem on avatud tehinguteks.

Lähtudes võõrriikide regulatsioonidest, siis näiteks Rootsis on aktsiate eest makstava õiglase hinna määramine jäetud suuresti kohtupraktika sisustada, kuid üldreegel on see, et hüvitis peab vastama aktsia turuväärtusele¹⁰². Erandina võib sellest põhimõttest kõrvale kalduda, kui selleks on mõjuv põhjus.¹⁰³ Rootsi aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise regulatsiooni mõistmiseks loodud abistav materjal „Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest juhised“¹⁰⁴ näeb ette kolm põhireeglit õiglase hinna määramisel. Esiteks peab aktsia eest tasutav hüvitis olema samaväärne aktsia hinnaga, mis oleks tavapärase müügi korral. Teiseks peab noteerimata aktsiate ülevõtmisel aktsia eest makstav hüvitis olema vastavuses aktsia tegeliku väärtusega või tegeliku eeldatava väärtusega.

¹⁰¹ Ülevõtmispakkumisreeglid, RTL 2008, 11, 137, 08.02.2008.

¹⁰² Aktsiate eest makstava hüvitise määrab põhiaktsionär ning ta on seotud hüvitise määramisel ennekõike aktsiate turuväärtusega, mida peab hindama vastavalt aktsiatega tehtud viimastele turutehingutele.

¹⁰³ New Companies Act, Fact Sheet, Ministry of Justice, Sweden, Ju05.03e May 2005, lk 3. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.sweden.gov.se/content/1/c6/04/38/73/2827e973.pdf>. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹⁰⁴ Siinkohal on *guide* all on mõeldud juhtnööre.

Eeldatava väärtuse all on peetud silmas väärtust, mis oleks kõiki asjaolusid arvesse võttes aktsiate võõrandamise mõistlik hind. Tegelik väärtuse ja turuväärtuse hindamise kohustus lasub arbitraažil¹⁰⁵. Tegelik turuväärtuse määramist peetakse sealjuures noteerimata aktsiaseltside puhul väga keeruliseks ülesandeks¹⁰⁶, kuna puudub lähtealus turuhinna määramiseks. Kolmandaks on reguleeritud turu aktsiate eest makstava hüvitise määramisel reegel, mille järgi võetakse aluseks turuhind, mis vastab ülevõtmistaotluse tegemise päevale. Viimasest reeglist võib kõrvale kalduda juhul, kui ülevõtmisavalduse päevale ei langenud piisavalt tehinguid, mis aktsiahinda kajastaks või kui ülevõtmisavalduse päevale langev tehinguhind osutuks eksitavaks.¹⁰⁷ Eeltoodud kriteeriume võib kindlasti pidada õiglast hinda piisaval määral konkretiseerivateks.

Rootsi aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsioon lihtne ja läbipaistev. Medali teine külg on aga ajakulu, mis aktsiate ülevõtmiseks kuluda võib. Juhul, kui pooled ei suuda kokkulepet saavutada, kas õigus aktsiad omandada või kohustus aktsiad üle võtta eksisteerib, kohalduvad leppemenetluse protsessid.¹⁰⁸ See tähendab, et aktsiate ülevõtmise üle saab vaidluse korral otsustada kolmeliikmeline vahekohus¹⁰⁹. Vahekohtu moodustavad põhiaktsionäri poolt valitud esindaja, vähemusaktsionäride esindaja ja poolte ühiselt valitud esindaja.¹¹⁰

Tulenevalt sellest, et vähemusaktsionärid tavaliselt ei suuda kokku leppida ühes esindajas, määrab Stockholmi Maakohus äriühingu juhatuse avalduse alusel vähemusaktsionäridele usaldusisiku, kes omakorda valib vähemusaktsionäridele esindaja. Usaldusisiku kohustused ei lõpe vähemusaktsionäridele esindaja valimisega, vaid usaldusisiku kohustuseks on kaitsta vähemusaktsionäride õigusi terve protsessi vältel. Vähemusaktsionäride ühise esindaja valimine ei välista seda, et iga vähemusaktsionär ei võiks vahekohtumenetlusest ise osa võtta ja oma seisukohti vahekohtule vahetult esitada.¹¹¹

¹⁰⁵ Kohustuslik kogu Rootsi õiguse järgi *squeeze-out* toimingutes, kuhu kuulub enamusaktsionäri esindaja, vähemusaktsionäride esindaja ja erapooletu kohtu poolt määratud esindaja. Squeeze-out guide. IBA Corporate and M&A Law Committee 2010, lk 3. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹⁰⁶ Ibid.

¹⁰⁷ Squeeze-out guide. IBA Corporate and M&A Law Committee 2010, lk 3. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹⁰⁸ R. Skog, C. Fäger, lk 125.

¹⁰⁹ Teiste sõnadega kolm lepitajat. Ibid, lk 296.

¹¹⁰ Ibid, lk 125.

¹¹¹ R. Skog, C. Fäger, lk 125.

Vahekohtu pädevuses on enamusosaluse¹¹² ja õiglase hinna üle otsustamine. Ülevõtmisõigus on seadusega tagatud ning seega on enamusosalus ja õiglane hind ühtlasi ka ainsad vaidluskohad. Vahekohtu otsuse tegemiseks võib kuluda paar kuud kuni aasta, kuna pelgalt vahekohtusse määratud esindajate valimine võib kesta kuni 2 kuud. Enne istungi pidamist teavitatakse kõiki aktsionäre ning igal vähemusaktsionäril on õigus osaleda vahekohtu istungil. Osavõtmise all on mõeldud ka õigust võtta oma seisukoht ning esitada see vahekohtu ees. Vähemusaktsionärid, kes ei soovi istungist osa võtta, on esindatud kohtu poolt määratud usaldusisiku läbi.¹¹³ Rootsi praktika järgne vahekohtu moodustamine väärib kindlasti Eesti regulatsiooni muutmisel kaalumist, kuid siinkohal tuleb hinnata kuivõrd harjumuspärane on Eesti turu jaoks vahekohtute poole pöördumine. Autori hinnangul on Eesti praktikale kohane kohtumenetlus mitte vahekohtumenetlus. Rootsi regulatsioonist tuleks kindlasti eeskuju võtta selles põhimõttes, et õiglane hind vajab läbiarutamist, kaalumist ja põhjendamist selleks pädevate isikute poolt.

Saksamaa äriühingute seaduse regulatsioon näeb ette, et juhul kui üldkoosolek otsustab 95%-lise kapitaliosalusega põhiaktsionäri taotlusel vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt, tuleb ülevõetavate aktsiate eest tasuda vähemusaktsionäridele adekvaatne hüvitis.¹¹⁴ Adekvaatse hüvitise määrajaks on põhiaktsionär ning hüvitis peab vastama ülevõtmisotsuse hetkel kehtivale aktsiate väärtusele.¹¹⁵ Ühtlasi peab juhatus tegema endast kõikvõimaliku tagamaks põhiaktsionärile dokumendid ja ligipääsu teabele, mis aitaksid aktsia hinna määramisel adekvaatse hinna leidmisele kaasa.¹¹⁶

Põhiaktsionäri poolt määratud aktsia hinda on Saksamaa äriühingute seaduse järgi kohustatud hindama ka audiitor nii nagu Eesti äriseadustikus. Eriliseks teeb aktsia hinna järelevalve aga see, et audiitori ei vali mitte põhiaktsionär ise, vaid seda teeb pädev kohus, kes võib muuhulgas määrata ka mitu audiitorit.¹¹⁷ Esmapilgul tugevat järelevalvet õõnestab aga

¹¹² Enamusosaluse vaidlus saab tekkida juhul, kui on vaieldav, kas põhiaktsionär moodustab kooskõlastatud isikutega koos 90% aktsiatest ja, kas ühiselt aktsiate ülevõtmist teostada soovivad isikud saab pidada kooskõlastatult tegutsevateks isikuteks äriühingute seaduse tähenduses.

¹¹³ Swedish Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Law Committee 2010, lk 4. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹¹⁴ Saksamaa äriühingute seaduse § 327a.

¹¹⁵ Ibid § 327b; D.Beinert, F.Burmeister, H-J. Tries, lk 13.

¹¹⁶ Saksamaa äriühingute seaduse § 327b.

¹¹⁷ C. Van den Elst, L. Van den Steen. Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeezed-out and Sell-out Rights. European Company and Financial Law Review, vol. 6, Issue 4, 2009, lk 430. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/ecomflr6&div=28&collection=journals&set_as_cursor=5&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall. Viimati külastatud 23.04.2013.a.

põhiaktsionäri õigus jätta antud audiitorarvamus soovi korral tähelepanuta. See tähendab, et kohtu poolt määratud audiitori hinnang ei ole põhiaktsionäri siduv.¹¹⁸ Küll aga võib kohtu poolt määratud audiitorarvamuse kõrvalejätmine anda vähemusaktsionäridele alust aktsia hind vaidlustada.

Igal aktsiate ülevõtmisega seonduval aktsionäril on õigus taotleda mõistliku hüvitise määramist kohtu poolt.¹¹⁹ Määramata on aga juhised või põhimõtted, millest kohus peab hüvitise määramisel lähtuma.¹²⁰ Hoolimata sellest võib Saksamaal aktsiate eest tasutava hüvitise määramist pidada üheks vähemusaktsionäri huve enim kaitsvamaks regulatsiooniks kasvõi selle tõttu, et aktsia hinna õiglust kontrolliv audiitor ei ole määratud mitte põhiaktsionäri poolt otse, vaid põhiaktsionäri taotluse alusel kohtu poolt.¹²¹ Kohus määrab audiitori või ekspertide ringi, kes kontrollivad aktsiate eest makstava hüvitise asjakohasust. Kohtu poolt määratud audiitorkogu koostab hüvitise asjakohasuse kohta iseseisva aruande, mis peab sisaldama aluspõhimõtteid ja meetodeid, mille alusel on hüvitise adekvaatsuse üle otsustatud. Samuti on hüvitise määramise meetodeid kohustatud põhjendama ka põhiaktsionär, aga seda enda poolt koostatud aruandes.¹²²

Olukorras, kus aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest järgneb ülevõtmispakkumisele, peab aktsiate eest makstav hüvitis olema võrdne eelnevalt ülevõetud aktsiate kõrgeima hinnaga.¹²³ Saksamaa aktsiate ülevõtmise hüvitistega seonduvas praktikas on välja kujunenud põhimõte, et aktsiate eest makstav hüvitis peab täielikult kompenseerima vähemusaktsionäri aktsiate tegeliku väärtuse. Tegelik väärtuse all peetakse silmas aktsionäri osalust aktsiaseltsis ja õigust sellest osalusest kasu teenima, sealhulgas kasu, mida ülevõetavate aktsiatega võiks tulevikus teenida. Teiseks lähtepunktiks on aktsia turuväärtus, millele samuti ei tohi hüvitis alla jääda.¹²⁴

¹¹⁸ German Squeeze-out Guide, IBA Corporate and M&A Committee 2010, lk 4.

¹¹⁹ Saksamaa äriühingute seaduse § 327f. German Stock Corporation Act Arvutivõrgus kättesaadav <http://www.nortonrose.com/files/german-stock-corporation-act-2010-english-translation-pdf-59656.pdf>.

¹²⁰ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus nr 3-2-1-145-04 p 23.

¹²¹ M. Schulz, O. Wasmeier, lk 130.

¹²² German Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Committee 2010, lk 4.

¹²³ M. Goergen, M. Renneboog. Corporate Governance Governance: Evidence from takeover Regulation Reforms in Europe, lk 23, allääremärkus nr 22. Arvutivõrgus kättesaadav:

<http://www.cepr.org/meets/wkcn/5/5528/papers/Goergen.pdf>. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹²⁴ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus nr 3-2-1-145-04, p 23.

Aktsiate väärtuse hindamiseks on mitmeid meetodeid. Tuntumad neist on Saksamaa audiitorite instituudi (IDW) poolt kasutusele võetud nn tulukusväärtuse meetod¹²⁵ ja diskonteeritud rahavoogude meetod¹²⁶ (DCF). Tulukusväärtuse meetodil võetakse aluseks see, kui palju on aktsiaseltsi võimekusest lähtudes tõenäoline ettevõttel kasumit teenida.¹²⁷ Peamisteks teguriteks on aktsiaseltsi kapital ja väljavaated. DCF meetod on vastandlik raamatupidamislikule meetodile, sest lisaks raamatupidamislikele näitajatele võetakse arvesse ka ettevõtte tuleviku reserve. DCF põhineb sellel, et arvestatakse tulevikus eeldatavasti tekkivaid rahavoogusid.

Kolmandaks meetodiks on aktsiate hindamine likvideerimisväärtuse abil. Sellist meetodit on mõistlik kasutada olukorras, kus aktsiaseltsi väärtus tulevikus võib langeda alla likvideerimisväärtuse. Neljandaks meetodiks on aktsiate börsiväärtuse järgne hindamine, mis tähendab seda, et aktsiate võõrandamine aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise läbi ei tohi osutada vähemusaktsionäri vähemkasumlikuks kui aktsiate tavapärase börsil võõrandamine.¹²⁸

Saksamaa äriühingute seaduse järgi võib vähemusaktsionär pöörduda kohtusse nõudmaks õiglase aktsiahinna määramist (aktsia hinna kohasuse määramiseks).¹²⁹ Kohtusse pöördumine peab aga toetuma sellele, et aktsiahinda suurendada, sest vastaval juhul ei ole takistatud aktsiate ülekandmine väärtpaperite registris. Vähemusaktsionär peab taotlema kohtult hüvitise suurendamist ning sel viisil on võimalik aktsiate ülekandmine vaidluse ajaks edasi lükata.¹³⁰

Kohtupraktikast nähtub, et põhiaktsionär ja kohus ei hinda aktsia väärtust sarnaste meetodite abil. Kohus sisustab õiglast hüvitist mõnevõrra teisiti, kui aktsiaid üle võtta sooviv põhiaktsionär. Põhjus selleks võib tuleneda sellest, et põhiaktsionäri huvi on tasuta aktsiate eest võimalikult madalat hinda. Näiteks on aktsia hinna muutumise tendentsi põhiaktsionäri ja kohtu poolt aktsia hindamisel välja toonud Saksamaa õiguskirjanik Dollinger, kes on tõdenud,

¹²⁵ Saksa keeles *Ertragswertmethode*.

¹²⁶ Inglisekeelne vaste kui ka rahvusvaheliselt kasutatav märksõna diskonteeritud rahavoole on *discounted cash flow*, lühendina DCF.

¹²⁷ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus nr 3-2-1-145-04 p 23.

¹²⁸ Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus nr 3-2-1-145-04 p 23.

¹²⁹ Vastavat kohtuprotsessi nimetatakse saksa keeles *Spruchverfahren*. M. Schulz, O. Wasmeier, lk 131. Eesti keelde tõlgituna tähendab *Spruchverfahren* ümberhindamise menetlust; Saksamaa kõrgelt arenenud jurisprudentsi ja äriühingualast vaidlustussüsteemi on välja toonud teiste hulgas ka õigusteadsused Tremml ja Buecker. B.Tremml, B.Buecker. Key Aspects of German Business Law. A Practical Manual. Springer 2002, lk 2.

¹³⁰ German Squeeze-out Guide IBA Corporate and M&A Committee 2010, lk 5.

et hüvitis, mille on määranud põhiaktsionär, erineb oluliselt hinnast, mille määrab kohus IDW S1 põhimõtete järgi.¹³¹

Saksamaa seadusandlus ei ole määranud aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest hüvitisele miinimumpiiranguid. Praktika see-eest on aluseks võtnud kindlad miinimumtingimused. Kõige üldisemas võtmes on praktika miinimumpiiriks aktsia turuväärtus. 27. aprill 1999.a nimetas Saksamaa konstitutsioonikohus aktsiate ülevõtmisel tasutavat rahalist hüvitist aktsia turuväärtuseks. 12.märts 2001 tõi Saksamaa föderaalkohus välja spetsiifilise hüvitise miinimumpiiri, milleks on börsil kaubeldava aktsia 3 kuu keskmine hind. Vastava põhimõtte kasutamist aga föderaalkohus keelas kahel järgneval juhul: esiteks, kui aktsia hind ei ole 3-kuulise perioodi jooksul fikseeritud rohkem kui 1/3 kõikidest kauplemispäevadest ning teiseks, kui järjestikulistel kauplemispäevadel erines aktsiahind rohkem kui 5%. Eeltoodud juhtudel ei saa kasutada 3-kuulise aktsiahinna keskmist hinda hüvitise miinimumina, vaid tuleb hinnata aktsiaväärtust eraldiseisvana eelnenud aktsiatehingutest- tuleb valida äriühingu hindamiseks teine meetod.¹³²

Saksamaa õiglase hinna määramisel tuleb autori hinnangul esmajärjekorras hinnata kohtu järelevalve funktsiooni, audiitorkogu määramist kohtu poolt ja õiglase hinna sisulise käsitlemise kvaliteeti kohtus. Vastavad meetmed väärivad kindlasti Eesti õigusesse ülevõtmist just vähemusaktsionäre kaitsva toime tõttu.

Suurbritannia äriühingute seaduses on sätestatud, et alates hetkest, mil põhiaktsionär on esitanud vähemusaktsionäridele teatise, on põhiaktsionäril mitte enamõigus, vaid lausa kohustus teatise aluseks oleva aktsiate ülevõtmine täide viia.¹³³ See tähendab, et teatise esitamisest alates lasub põhiaktsionäril kohustus maksta teatises toodud aktsiate eest vähemusaktsionäridele hüvitist. Teatise alusel aktsiate ülevõtmine on ühtlasi seotud eelneva ülevõtmispakkumisega, mis tähendab seda, et õiglase hüvitise määramisel tuleb aluseks võtta ülevõtmispakkumises toodud aktsia eest makstav hind.¹³⁴

Olukorras, kus ülevõtmispakkumine on jätnud sihtemitendile teatud valikuvõimaluse hüvitise liigi osas, peavad vastavad küsimused olema lahendatud vähemusaktsionäridele esitatavas

¹³¹ M. Dollinger, lk 13.

¹³² Ibid, lk 9.

¹³³ Vastav põhiaktsionäri kohustus on sätestatud Suurbritannia äriühingute seaduse art 981 lg 2.

¹³⁴ Suurbritannia äriühingute seadus art 981 lg 2.

teatise. Vähemusaktsionäril on 6 nädalat alates teatise saamisest aega teatisele vastata, andes ühtlasi teada oma valikust aktsiate eest tasutava hüvitise osas. Vastav aktsionäri kohustus peab olema teatise välja toodud ning samuti peab olema märgitud hüvitise viis juhul, kui vähemusaktsionär ei saada oma vastust 6 nädala jooksul.¹³⁵ Hüvitisele, mille põhiaktsionär maksab sihtemitendi kontole, on õigus ainult ülevõetavate aktsiate eelneval omanikul (vähemusaktsionäril), kelle aktsiad üle võeti.¹³⁶ Hüvitise väljamaksmise protseduur on veel omakorda reguleeritud.¹³⁷

Lähtudes eeltoodud näidetest teeb autor järgnevalt oma ettepanekud. Väärtpaberituru seaduse mõttes ülevõtmispakkumise õiglase hüvitise regulatsiooni, mis tuleneb ülevõtmispakkumiste direktiivist ja ülevõtmispakkumisreeglitest, tuleks kohaldada ka äriseadustiku järgsele aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest õiglase hüvitise kindlaks määramisele. Ülevõtmispakkumise raames õiglase hüvitise määramise ja aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest õiglase hüvitise määramise alused on põhjendamatult erinevad. Ülevõtmispakkumiste õiglase hinna detailne regulatsioon vajab rakendamist ka äriseadustikus sätestatud aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest, sest vähemusaktsionäridele tuleb tagada õiglane hüvitis hoolimata sellest, kas tegemist on ülevõtmispakkumise või aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest.

Õiglase hinna määramisel mittebörsiaktsiaseltside suhtes tuleks kohaldada ülevõtmispakkumiste direktiivi¹³⁸ ja ülevõtmispakkumisreeglite¹³⁹ õiglase hinna sätteid ulatuses, milles see ei lähe vastuollu mittebörsiaktsiaseltside olemusega. See tähendab, et regulatsioon peaks olema samaväärne, võttes arvesse börsiaktsiaseltside ja mittebörsiaktsiaseltside erinevusi. Vähemusaktsionärid, kelle huve aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest kahjustab, peaksid olema samaväärselt kaitstud sõltumatult, kas tegemist on ülevõtmispakkumisega või aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest. Vähemusaktsionäridele, kelle aktsiad on äriseadustiku järgse aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest objektiks, makstav õiglane hüvitis peaks olema sisustatud samadel alustel nagu väärtpaberituru järgse ülevõtmispakkumisel vähemusaktsionäridele makstav hüvitis.

¹³⁵ Suurbritannia äriühingute seadus, art 981 lg 3.

¹³⁶ Ibid, art 981 lg 9.

¹³⁷ Ibid, art 982.

¹³⁸ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 2004/25/EÜ art 5 lg 4.

¹³⁹ Rahandusministri määruse "Ülevõtmispakkumisreeglite" § 2 lg 2.

Autor nõustub Riigikohtu seisukohaga, et direktiivi järgset õiglase hinna sisustamist tuleks tõlgendada ka äriseadustiku järgsel aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest.¹⁴⁰ See annab omakorda alust järeldada, et ka Riigikohtu hinnangul ei ole vähemusaktsionäri õigused äriseadustikuga piisavalt kaitstud ning teiseks, et ülevõtmisdirektiivi peaks kohaldama ka aktsiate ülevõtmise suhtes rahalise hüvitise eest ehk äriseadustikus. Autor nõustub ka Raul Naritsa seisukohaga, et igale õigusliku otsuse aluseks olevale mõistele, väljendile peab ebatäpsuse ületamiseks andma mõtteka, ratsionaalse ja juriidiliselt siduva tähenduse.¹⁴¹

Autori hinnangul tuleks vähemusaktsionäride omandiõiguse riive vähendamiseks ja vähemusaktsionäride huvide kaitseks muuta äriseadustikku viisil, millega teostab aktsiate ülevõtmise üle järelevalvet kohus.¹⁴² Põhiaktsionäri poolne audiitori valimine ei ole autori hinnangul piisavalt usaldusväärne meetod põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise määramise meetodi ja suuruse üle järelevalve teostamiseks. Omandiõiguse riive, mis kaasneb vähemusaktsionäri aktsiate tahtevastase võõrandamisega, peaks toimuma autori hinnangul igakordselt kohtu poolse hinnangu andmisega.

Avalduse maakohtule aktsiate ülevõtmise ja põhiaktsionäri poolt määratud aktsia hinna analüüsimiseks teeks eelmainitud muudatuse korral aktsiaseltsi juhatus. Juhatus avalduse menetlusse võtmisel moodustab kohus põhiaktsionäri poolt määratud aktsia hinna määramise meetodi ja suuruse hindamiseks 3-liikmelise audiitorkogu,¹⁴³ kes omakorda koostab aruande õiglase hinna meetodite ja hüvitise suuruse kohta ning selle vastavuse kohta põhiaktsionäri poolt määratud hüvitisele. Seejärel otsustab kohus kirjalikus menetluses, kas põhiaktsionäril on seadusjärgne õigus vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmiseks ning kas põhiaktsionäri poolt määratud aktsia hind on õiglane. Juhul, kui kohus leiab, et põhiaktsionäril ei ole õigust aktsiate ülevõtmiseks, siis tühistab ta üldkoosoleku otsuse aktsiate ülevõtmise kohta. Juhul, kui kohus leiab, et põhiaktsionäri poolt määratud aktsia hind ei ole õiglane, määrab ta õiglase aktsia hinna. Aktsia hinna õigluse hindamiseks peab autor vajalikuks, et kohus määrab kolmeliikmelise audiitorkogu, kuna kohtul endal ei pruugi olla vajaminevaid praktilisi

¹⁴⁰ Riigikohus on lahendis 3-2-1-145-04 leidnud, et: "...Euroopa Liidu õiguses ei ole aktsiate ülevõtmisel makstava hüvitise suurust täpsemalt fikseeritud, kuid vähemalt eelnimetatud direktiivi art 15 järgi peab see olema õiglane. Seega on äriseadustiku aktsiate ülevõtmist reguleerivate sätete tõlgendus edaspidi seotud ka direktiivi sätetega." Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 senti saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04, p 22.

¹⁴¹ R.Narits. Õigusteade metodoloogia I. Õigusteabe AS Juura 1997, lk 93.

¹⁴² Siinkohal on kasutatud Saksamaa eeskju.

¹⁴³ Audiitorkogu määramine põhiaktsionäri poolt määratud õiglase hüvitise hindamiseks on meetod, mis on kasutusele võetud ka Rootsis kui ka Saksamaal.

teadmisi, aktsia turuhinna määramiseks. Audiitorkogu määramine vastaks tsiviilkohtu menetluse seadustiku ekspertarvamuse kohaldumisalasse (TsMS § 293).

Audiitorkogu aruande näol oleks tegu mitte eraldiseisva analüüsiga, vaid analüüs peaks olema suunatud põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise määramise meetodi ja hüvitise suuruse kohta hinnangu andmisele. Juhul, kui audiitorkogu jõuab järelduseni, et põhiaktsionäri poolt määratud aktsiate eest makstav hüvitis on liiga madal, on põhiaktsionäril õigus esitada juhatusele aktsiate ülevõtmiseks uus avaldus. Uue avalduse järgi peab ülevõtmise aluseks olema audiitorkogu poolt määratud ja kohtu poolt kinnitatud aktsia hind. Juhul, kui audiitorkogu ja kohtu poolt kinnitatud hind osutub põhiaktsionäri poolt määratud hinnast madalamaks, kohustub põhiaktsionär jätkama aktsiate ülevõtmist esialgselt määratud hinna alusel ning samuti toimub üldkoosoleku otsuste vastuvõtmine algselt põhiaktsionäri poolt esitatud aktsia hinna alusel.

Tõendamiskoormis ülevõetavate aktsiate hinna vaidlustamisel kohtus peaks olema tugevamal poolel ehk põhiaktsionäril. Vähemusaktsionäril puudub ligipääs kõikidele äriühinguga seonduvatele dokumentidele ning seetõttu peaks seaduse tasandil kehtestama põhimõtte, et õiglase hinna küsimustes laskub tõendamiskoormis, et põhiaktsionäri poolt määratud hind on õiglane, põhiaktsionäril. Eeltoodud seisukohta toetab Triin Bartels'i artikkel, milles on välja toodud, et tõendamiskoormise küsimust ei saa jätta igakordselt kohtu otsustada. Vähemusaktsionäride kaitse tagamiseks tuleks tõendamiskoormis sätestada seaduse tasandil.¹⁴⁴ Autor nõustub Triin Bartels'i toodud seisukohaga, et vähemusaktsionäride kaitse tõhustamiseks tuleks tõendamiskoormise jaotamine kehtestada viisil, et sellest tekkiks vähemusaktsionäridel kohtusse pöördumisel õiguspärane ootus. Õigustatud ootus, et kohus kohustab põhiaktsionäri esitama vajaliku dokumentatsiooni aktsia hinna kohta. Samuti õiguspärane ootus, et juhul, kui põhiaktsionär vastavat dokumentatsiooni kohtule ei esita, hindab kohus aktsia hinda põhiaktsionäri poolt määratud hinnast kõrgemalt.

Tagamaks aktsiate eest makstava hüvitise õiglus vähemusaktsionäride jaoks, tuleks autori hinnangul tunnistada kehtetuks senine ÄS § 363² ning viia äriseadustikku sisse sätte 363² asemel sätte, mille lg 1 on sõnastatud järgnevalt: „Vähemusaktsionäridele makstava hüvitise suuruse määrab maakohtu poolt valitud 3-liikmeline audiitorkogu ja, mille kinnitab maakohus. Kohtu poolt määratud audiitorkogusse kuulub põhiaktsionäri või kooskõlastatult

¹⁴⁴ T.Bartels, lk 89.

tegutsevate isikute esindaja, vähemusaktsionäride esindaja ja kohtu poolt valitud sõltumatu audiitor.“ Lisaks § 363² lõige 2 järgnevalt: „Audiitorkogu määramiseks ja õiglase hüvitise kinnitamiseks teeb juhatus maakohtule avaldus. Juhatusel lasub kohustus edastada kohtule kõik vajaminevad dokumendid.“

Aktsiate eest makstava hüvitise õigluse tagamiseks tuleks autori hinnangul lisada ÄS § 363¹ lg-le 1 lause 2, mille sõnastus oleks järgnev: „ Aktsiate eest makstava hüvitise õiglusele vastavusel tuleb lähtuda alljärgnevatest asjaoludest nende kogumites:

- 1) aktsia eest makstav hüvitis on eelneva kuue kuu jooksul turul selle aktsiaga tehtud tehingute hindade või nendes tehingutes aktsia eest makstud hinna kaalutud keskmine;
- 2) aktsia eest makstav hüvitis on põhiaktsionäri või temaga kooskõlastatult tegutseva isiku poolt eelneva kuue kuu jooksul selle aktsia eest makstud kõrgeim hind;
- 3) aktsia eest makstav hüvitis on põhiaktsionäri või temaga kooskõlastatult tegutseva isiku poolt eelneva kuue kuu jooksul selle aktsia eest makstud kaalutud keskmine hind ja/või
- 4) aktsia eest makstav hüvitis ei ole madalam kui aktsia bilansiline maksumus (väärtus).“.

Kõik eelmainitud ettepanekud on autori hinnangul vähemusaktsionäre soosivad ja omavad vähemusaktsionäride huve kaitsvat funktsiooni. Õiglasele hinnale kriteeriumite andmine aitab kaitsta vähemusaktsionäride rahalisi huve ning muudab hüvitise määramise lihtsamaks ka põhiaktsionäri jaoks. Samuti aitavad kindlad õiglase hinna kriteeriumid ära hoida pikki kohtuvaidlusi ja sellega kaasnevat kulutusi. Kohtu järelevalve funktsioon aitab tagada institutsiooni põhiseaduspärasuse¹⁴⁵ ning muudab hüvitise määramise läbipaistvamaks. Tõendamiskoormise sätestamine vähemusaktsionäri kasuks, julgustaks vähemusaktsionäri õiglast hinda vaidlustama ja seeläbi oma õigusi kaitsma. Kohtu järelevalve funktsioon kindlustab autori hinnangul vähemusaktsionäridele õiglase hüvitise määramist ega ole takistuseks üldkoosoleku otsuse kehtetuks tunnistamise hagi esitamisel. Hoolimata sellest, et kohus teostab järelevalvet põhiaktsionäri poolt määratud aktsia hinna üle, on vähemusaktsionäridel endiselt võimalus nõuda kohtult üldkoosoleku otsuse kehtetuks tunnistamist seaduse nõuete rikkumisest tulenevalt. Aktsia hinna vaidlustamine muutuks sedavõrd kui vähemusaktsionäri nõuet õiglase hüvitise määramiseks tuleks käsitleda kui apellatsiooni, sest aktsia hinna kinnitamisel kohtu poolt on esimese astme kohus juba antud asjas seisukoha võtnud.

¹⁴⁵ Antud seisukoht vastab küll käesoleva töö autori arvamusele, kuid ühtib ka Saksamaa Konstitutsioonikohtu seisukohaga.

3.2. Krediidiriski maandamine

Kehtiva regulatsiooni järgi puudub põhiaktsionäri kohustus tõendada või tagada oma võimekust vähemusaktsionäride aktsiate eest määratud hüvitist tasuda. Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest teostamise eelduseks ei ole seaduses sätestatud põhiaktsionäri poolset krediidasutuse garantiid. Aktsiate ülevõtmiseks on põhiaktsionär kohustatud esitama juhatusele avalduse aktsiate ülevõtmiseks (ÄS 363¹ lg 1), ülevõtmisaruarande (ÄS 363⁴ lg 1) ja audiitoriaruarande (ÄS 363⁴ lg 3). Vähemusaktsionäridele esitatakse vähemalt 1 kuu enne üldkoosolekut lisaks eeltoodud dokumentidele ka üldkoosoleku otsuse eelnõu, millega otsustatakse vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmine ja aktsiaseltsi viimase kolme aasta majandusaasta aruanded (ÄS 363⁵ lg 1 p 1 ja 2). Mitte üheski nõutavas dokumendis ei ole käsitletud põhiaktsionäri võimelisust aktsiate eest hüvitist maksta.

Põhiaktsionäri poolt makstava õiglase hüvitise tasumine ei ole autori hinnangul piisavalt tagatud. Olukorras, kus üldkoosolek on vastu võtnud otsuse, mille järgi põhiaktsionär võtab vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad üle, kuid kus põhiaktsionäri puuduvad vahendid aktsiate eest õiglase hüvitise tasumiseks, on vähemusaktsionäride kaitseks vaid üks meede-õigus nõuda viivituses oldud aja eest intressi. Põhiaktsionäri poolt hüvitise õigeaegse tasumata jätmise ei saa olla aluseks üldkoosoleku otsuse tühistamiseks ning sellest tulenevalt ei mõjuta hüvitise õigeaegne tasumata jätmise aktsiate ülevõtmise kehtivust.

Vähemusaktsionäri õigus nõuda viivituses oldud aja eest intressi ei ole autori hinnangul piisav korvamaks aktsiate sundvõõrandamist ja tagamaks institutsiooni põhiseaduspärasuse. Turu efektiivsusest lähtudes peaks vähemusaktsionäridele kirjeldatud olukorras võimaldama vähemalt asendusinvesteeringu teostamise võimaluse. Hüvitise õigeaegsel mittesaamisel võib lükkuda edasi ka võimalus uueks investeeringuks.

Põhiaktsionäri hüvitise sissenõudmine võib vähemusaktsionäri tuua kaasa õigustamatuid kulutusi. Näiteks olukorras, kus põhiaktsionär viivitab hüvitise maksmisega niivõrd, et vähemusaktsionär on sunnitud pöörduma nõudega kohtusse, võivad hüvitise väljanõudmisega kaasneda menetluskulud, mis võivad ulatuda tuhandetesse eurodesse.

Saksamaa äriühingute seaduse järgi peab põhiaktsionär lisaks ülevõtmistaotlusele ja ülevõtmiskavale, esitama juhatusele ka krediidasutuse garantiid selle kohta, et põhiaktsionär

omab vahendeid aktsiate eest hüvitise maksmiseks.¹⁴⁶ Krediidiasutuse garantii peab tagama selle, et juhul, kui põhiaktsionär ei suuda aktsiate eest tasuda, teeb seda vastav krediidiasutus.¹⁴⁷ Seetõttu on aktsiate ülevõtmise eelduseks seatud krediidiasutuse garantii käsitletav käendusena, mille eesmärgiks võib pidada vähemusaktsionäride kaitset. Krediidiasutuse garantii esitamise kohustuse ülekandmine Eesti õigusesse oleks meede, mis tagaks vähemusaktsionäri õiguse õiglasele hüvitisele ja vähendaks vähemusaktsionäri krediidiriski.

Hüvitise sissenõudmise kulude ärahoidmiseks ja vähemusaktsionäride huvide kaitsmiseks tuleks autori hinnangul nõuda aktsiate ülevõtmisele eelnevalt põhiaktsionäri krediidiasutuse garantii või muu juhatuse poolt aktsepteeritav tagatis. Tulenevalt sellest, et aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on ühepoolse tahteavaldusega tehing, siis puudub vähemusaktsionäri õigus ja ka võimalus kontrollida põhiaktsionäri võimelisust tasuda ostetavate aktsiate eest.¹⁴⁸

Siinkohal peab autor tähtsaks rõhutada aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest erilisust selles aspektist, et sellel puudub tavapärase lepingueelne läbirääkimine, kus pooled saavad kaaluda, kas astuda lepingusse ning millised riskid võivad lepinguga kaasneda. Näiteks nagu on esile toodud ka advokaadibüroode poolt koostatud ühinemisi ja omandamisi puudutavas nõuandvas väljaandes, et ostu-müügilepingu finantseerimisel on müüjal õigem tehing peatada olukorras, kus ostja ei ole oma finantseerimisallikas kindel. Vähemusaktsionäri aga aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest selline võimalus puudub ning ka see on üheks põhjuseks, miks vähemusaktsionäri tuleb tagada kindlus põhiaktsionäri poolse kohustuse täitmise osas. Autori hinnangul tuleks õiglase hüvitise tagamiseks äriseadustikku lisada § 363¹ lg 3, mille kohaselt tuleb põhiaktsionäri esitada juhatusele krediidiasutuse garantii selle kohta, et põhiaktsionär on võimeline tasuma ülevõetavate aktsiate eest õiglast hüvitist. See tähendab, et krediidiasutus garanteerib aktsiate eest makstava hüvitise vähemusaktsionäridele. Vastav säte välistaks olukorra, kus põhiaktsionär võtab formaalselt vähemusaktsionäride aktsiad üle (äriregistri kanne on tehtud), kuid tegelikkuses puuduvad vahendid aktsiate eest hüvitise

¹⁴⁶ German Stock Corporation Act. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.nortonrose.com/files/german-stock-corporation-act-2010-english-translation-pdf-59656.pdf>. Viimati külastatud 05.05.2013.a; M. Schulz, O. Wasmeier, lk 131.

¹⁴⁷ M. Schulz, O. Wasmeier, lk 131.

¹⁴⁸ Advokaadibüroo Tark Grunte Sutkiene ja Redgate Capital. Ühinemised ja omandamised, ettevalmistusest jõustumiseni - Äripäev 2011, lk 26. Vähemusaktsionäri aga aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest selline võimalus puudub ning ka see on üheks põhjuseks, miks vähemusaktsionäri tuleb tagada kindlus põhiaktsionäri poolse kohustuse täitmise osas.

maksmiseks. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest ei tohiks toimuda olukorras, kus põhiaktsionär ei ole võimeline koheselt peale aktsiate ülekandmist aktsiate eest tasuma. Võttes arvesse institutsiooni vähemusaktsionäre kahjustavat iseloomu ja õigusliku kaitse vajadust oleks krediidasutuse garantii meede, millega saab omandiõiguse riive negatiivseid tagajärgi minimaliseerida.

Eesmärgiga tagada hüvitise maksmine põhiaktsionäri poolt tuleks autori hinnangul lisada äriseadustikku § 363¹ lg 3 ning sõnastada see järgnevalt: „Koos aktsiate ülevõtmisavaldusega on põhiaktsionär või kooskõlastatult tegutsevad isikud kohustatud esitama juhatusele krediidasutuse garantii või muu juhatuse poolt aktsepteeritava tagatise aktsiate eest makstava hüvitise tasumise kohta.“

Hüvitise sissenõudmise kulude ärahoidmiseks ja vähemusaktsionäride huvide kaitsmiseks tuleks autori hinnangul nõuda aktsiate ülevõtmisele eelnevalt põhiaktsionärilt krediidasutuse garantii või muu juhatuse poolt aktsepteeritav tagatis. Tulenevalt sellest, et aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on ühepoolse tahteavaldusega tehing, siis puudub vähemusaktsionäril õigus ja ka võimalus kontrollida põhiaktsionäri võimelisust tasuda ostetavate aktsiate eest.¹⁴⁹

Autori hinnangul tuleks õiglase hüvitise tagamiseks äriseadustikku lisada § 363¹ lg 3, mille kohaselt tuleb põhiaktsionäril esitada juhatusele krediidasutuse garantii selle kohta, et põhiaktsionär on võimeline tasuma ülevõetavate aktsiate eest õiglast hüvitist. Sisulises mõttes tähendab see seda, et krediidasutus garanteerib aktsiate eest makstava hüvitise tasumist vähemusaktsionäridele.

Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest ei tohiks toimuda olukorras, kus põhiaktsionär ei ole võimeline koheselt peale aktsiate ülekandmist aktsiate eest tasuma. Võttes arvesse institutsiooni vähemusaktsionäre kahjustavat iseloomu ja õigusliku kaitse vajadust oleks krediidasutuse garantii meede, millega saab omandiõiguse riive negatiivseid tagajärgi minimaliseerida.

Negatiivsete tagajärgede minimaliseerimine on abinõu, millega tagada vähemusaktsionäride õiguste kaitse. Rahalise hüvitise saamine on aktsiate sunniviisilisel võõrandamisel

¹⁴⁹ Advokaadibüroo Tark Grunte Sutkiene ja Redgate Capital, lk 26.

vähemusaktsionäri huvide lähtekohast primaarne ning selle tagamiseks seaduse tasandil ei ole autori hinnangul piisavaks meetmeks vähemusaktsionäri hüvitisele õiguse sätestamine. Krediidiasutuse garantii tagaks mitte ainult vähemusaktsionäri õiguse nõuda õiglast hüvitist, vaid ka õiglase hüvitise reaalselt kättesaamist. Krediidiasutuse garantii esitamise nõue aitaks tagada vähemusaktsionäride kaitse, sest tagaks vähemusaktsionäridele kohese hüvitise saamise ning välistaks olukorra, kus vähemusaktsionärid peaksid aktsiate eest saadava hüvitise kättesaamise tõttu kohtusse pöörduma.

3.3. Väljaostuõigus

Kehtivas äriseadustikus puudub vähemusaktsionäride väljaostuõigus- õigus nõuda oma aktsiate väljaostmist põhiaktsionäri poolt. Vastav õigus on reguleeritud vaid börsiaktsiaseltsi vähemusaktsionäride suhtes väärtpaperituru seaduses ning seda ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaldamise näol.¹⁵⁰ Eesti kehtiva regulatsiooni järgi on börsiaktsiaseltside vähemusaktsionärid kindlustatud õigusega müüa oma aktsiad põhiaktsionärile sõltumatult viimase soovist aktsiaid osta. Vastav õigus on sätestatud VPTS §-is 182¹ järgnevas sõnastuses: “Nende sihtisikute suhtes, kes ei teinud ülevõtmispakkumise raames ülevõtjale pakkumust aktsiate võõrandamiseks, pikeneb ülevõtmistähtaeg kolme kuuni ülevõtmispakkumise tulemuste avalikustamisest arvates, kui ülevõtja aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 sihtemitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ning sihtemitendi üldkoosolek ei ole teinud käesoleva seaduse §-s 182¹ sätestatud ülevõtmise otsust.” Börsiaktsiaseltsi vähemusaktsionäridele on vahetult pärast aktsiate ülevõtmist põhiaktsionäri 9/10 aktsiakapitali omandamist tagatud aktsionäride ringist väljaastumine omal soovil.

Hetkel kehtiva regulatsiooni järgi on aktsiate väljaostuõigus tagatud vaid börsiaktsiaseltside vähemusaktsionäridele, kuna väljaostuõigus on sätestatud vaid väärtpaperituru seaduses. Vastav instituut puudub äriseadustikus, mistõttu vähemusaktsionärid, kes omavad aktsiaid mittebörsiaktsiaseltsides, ei saa nõuda põhiaktsionärilt nende aktsiate väljaostmist.

¹⁵⁰ Aktsiate väljaostuõigust kohaldakstakse paralleelselt aktsiate ülevõtmisõigusega, kuna ülevõtmispakkumiste direktiiv näeb ette vähemusaktsionäride õiguse nõuda oma aktsiate väljaostmist õiglase hüvitise eest. M.Horbach, S.Koch. Towards a faster, easier squeeze-out. German squeeze-outs. 2006, lk 24. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/intfinr25&div=94&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall. Viimati külastatud 23.04.2013.a.

Aktsiate väljaostuõiguse vajaduse kohta äriseadustikus on viidanud erinevad õiguskirjanduse allikad. Sealjuures on viidatud aktsiate väljaostuõiguse vajadusele väärtpaperituru seaduse eelnõu seletuskirjas. Nimelt märgiti väärtpaperituru seaduse eelnõu seletuskirjas, et plaanis on viia aktsiate väljaostuõigus sisse ka äriseadustikku. Kõnealune seletuskiri anti välja augustis 2007.a. Hoolimata väljendatud plaanist viia aktsiate väljaostuõigus ka äriseadustikku, ei ole Justiitsministeerium aktsiate väljaostuõigust sisaldavat eelnõud koostanud ning samuti puudub eesmärk sellekohast eelnõud kirjutada lähitulevikus.¹⁵¹ See tähendab, et hetkel on väljaostuõiguse seadustamine äriseadustiku tasandil jäetud kõrvale ning ei ole põhjust arvata, et vastav õigus lähitulevikus äriseadustikku sisse viidaks.

Aktsiate väljaostuõigusel ei ole ainult formaalne tähendus, vaid vastava õiguse vajadusele viitab praktika. Vähemusaktsionärid, kes on domineeriva põhiaktsionäri tõttu kaasarääkimisõigusest ilma jäetud ning kes ei soovi oma aktsiaid müüa alla turuväärtuse, saaksid aktsiate väljaostuõiguse abil sundida põhiaktsionäri end aktsiaseltsist välja ostma.

Üheks heaks näiteks peab autor siinkohal AS BLRT Grupp aktsionäride konfliktset olukorda, mis on kestnud juba aastaid. AS BLRT Grupp vähemusaktsionärid on enda kaitsmiseks kasutusele võtnud mitmeid seaduspäraseid meetmeid.¹⁵² Konflikti sisu ja vähemusaktsionäride huvide rikkumine seisneb väidetavalt selles, et AS BLRT Grupp häälteenamusega on võetud mitu aastat vastu otsus mitte maksta välja dividende. Dividendide

¹⁵¹ Autor esitas Justiitsministeeriumi õiguspoliitika osakonda teabenõude, millele vastati järgnevalt: „Teavitame Teid, et Justiitsministeeriumis ei ole käesoleval aastal Teie poolt küsitud teemat käsitlevat eelnõud kavas koostada. Eialgu ei ole ettenähtav ka sellise eelnõu koostamine järgmisel aastal.“

¹⁵² Autor sooviks tuua esile kohtulahendeid, kuid kahjuks on kättesaadav ainult Tallinna Ringkonnakohtu 29.11.2012 tehtud lahend. Sellest tulenevalt on autor sunnitud kasutama allikmaterjalina Äripäeva artikleid. Järgnevalt on kronoloogiliselt välja toodud mõned asjakohased artiklid ja ühtlasi Tallinna Ringkonnakohtu lahend. 1) Äripäeva artikkel selle kohta, kuidas BLRT aktsionär Mihhail Gnidin nõudis BLRT Grupis ettevõtte aktsiatega tehtud tehingutele erikontrolli, sest oli kahtlus, et viimase viie aasta jooksul oli BLRT Grupi juht ja suuromanik Fjodor Berman koos poja Mark Bermaniga saanud vähemalt 5 miljoni euronit küündiva kingituse ettevõtte aktsiatena. Vastav äripäeva artikkel arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.ap3.ee/?PublicationId=31503ED6-39D4-4163-9D98-74AA1E3959CE&paperarticleid=F8E82361-8784-428B-835F-1FB2C7CAB808> OÜ. Viimati külastatud 02.04.2013.a. 2) Äripäeva artikkel selle kohta, kuidas ASi BLRT Grupp aktsionäride üldkoosolekul hääletasid Bermanite kontrolli all olevad aktsionärid maha vähemusosanike taotluse, millega sooviti enne aastaaruande kinnitamist selgitada välja ettevõtte majandustulemuste järsu halvenemise põhjused. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://live.ap3.ee/article/2012/6/7/aktsionar-blrt-ignoreeris-taas-aktsionaride-huve>. Viimati külastatud 02.04.2013.a. 3) Äripäeva artikkel selle kohta, et Tallinna ringkonnakohus võttis vastu otsuse, mille kohaselt pidi BLRT Grupp AS tasuma endise õigusdirektori, nõukogu liikme Mihhail Gnidinile saamata jäänud nõukogu liikme tasu kokku summas 24 286,60 eurot. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.ap3.ee/article/2012/11/9/blrt-peab-maksuma-gnidinile-24-286-eurot>. Viimati külastatud 02.04.2013.a. Tallinna ringkonnakohtu otsus arvutivõrgus kättesaadav: https://www.riigiteataja.ee/kohtuteave/maa_ringkonna_kohtulahendid/menetlus.html?kohtuasjaNumber=2-11-58451/19. Viimati külastatud 02.04.2013.a.

väljamaksmata jätmist võib aga pidada vähemusaktsionäride peamisest õigusest¹⁵³- dividendide saamise õigusest ilmajätmiseks. Põhiaktsionäride tegevusest võib välja lugeda taktika, mille eesmärgiks on vähemusaktsionäride viimine nii kaugemale, et viimased müüksid oma aktsiad ära alla turu hinna.

Üldkoosoleku otsus mitte maksta dividende välja paistab esialgu olevat õigustatud, kuna suurema kapitaliga on äriühingul võimalik tootlust tõsta, kuid küsimus seisneb selles, kas kasum ikkagi jääb aktsiaseltsi või võetakse see põhiaktsionäri poolt mõnel teisel viisil välja. Juhul, kui põhiaktsionär võtab kasumi välja peidetud kujul ja samas otsustab üldkoosolekul, et kasumit ei tohi välja võtta, on tegu vähemusaktsionäride diskrimineerimisega ja äärmuslikult võib antud tegu pidada isegi kelmuseks. Eelkirjeldatud juhul omandab põhiaktsionär kasumit vähemusaktsionäride kasumi arvelt. Vastav väide vastab tõeale vaid juhul, kui põhiaktsionär tõesti võtab kasumi äriühingust välja varjatud meetodil välja ja seda ka ulatuses, milles oleks tegu vähemusaktsionäridele kuuluva kasumiga. Vähemusaktsionäridele kuuluv kasum, mis on jäetud äriühingusse eesmärgiga toota järgnevatel aastatel veelgi suuremat kasumit, ei saa teenida väidetavat kasumit juhul, kui tegelikult on see põhiaktsionäri poolt juba välja võetud.

Kirjeldatud olukorda arvesse võttes oleks autori hinnangul mõistlik lahendus, kui vähemusaktsionärid müüksid oma aktsiad ära ning suunaksid oma kapitali teise äriühingusse, kus neil on reaalne võimalus omada mingitki kontrolli äriühingu tegevuse üle. AS BLRT Grupp vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate müügist on aga keeruka olukorra tõttu huvitatud mitte kolmandad isikud, vaid põhiaktsionär. Ükski investor ei soovi astuda hetke vähemusaktsionäride „kingadesse“. Sellest tuleneb, et mitte ainult ei ole AS BLRT Grupp vähemusaktsionärid jäetud ilma dividendide saamise õigusest, vaid ka võimalusest müüa oma aktsiad õiglase hinna eest kolmandatele isikutel.

Direktiivijärgne *sell-out* ehk väljaostuõigus tähendab seda, et ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 16 järgi on väärtpaberimanikul, kelle aktsiaid ei ole ülevõtmispakkumise käigus üle võetud, õigus nõuda, et pakkumise tegija ostaks tema väärtpaberid välja õiglase hinnaga samadel tingimustel nagu on kehtestatud direktiivijärgne sundmüük (artikkel 15).¹⁵⁴

¹⁵³ Dividendi ehk kasumi saamist on peetud aktsionäri peamiseks õiguseks näiteks J.R.Allison, R.A.Prentice, R.A.Howell. Business Law Text & Cases Fifth Edition - The Dryden Press 1991, lk 677.

¹⁵⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ, 21. aprill 2004, ülevõtmispakkumiste kohta. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:17:02:32004L0025:ET:PDF>. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

Rootsi äriühingute seaduse järgi on aktsiate väljaostuõiguse¹⁵⁵ künnis seotud paindlikul moel aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest teostamiseks õigustatud põhiaktsionäri osalusega aktsiaseltsis. Aktsiate väljaostuõiguse künnis on painduv. Väljaostuõigus kehtib täpselt sellele vähemusaktsionäride grupile,¹⁵⁶ kes on objektiks aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest.¹⁵⁷ Eeltoodud regulatsiooni võib autori arvates pidada geniaalseks, sest seadusandja ei ole määratlenud aktsiate ülevõtmisõigust protsentuaalselt, vaid on taganud väljaostu õiguse täpselt nendele vähemusaktsionäridele, keda aktsiate ülevõtmisõigus ohustab. Sel viisil on tagatud ideaalne põhiaktsionäri aktsiate ülevõtmisõiguse ja vähemusaktsionäride väljaostuõiguse tasakaal. Samal määral nagu võib vähemusaktsionäri lepinguvabaduse õigust rikkuda põhiaktsionäri ülevõtmisõigus võib põhiaktsionäri lepinguvabaduse õigust rikkuda vähemusaktsionäri väljaostuõigus. Rootsi regulatsioonist tuleks autori hinnangul eeskujuga võtta nii aktsiate väljaostuõiguse võimaldamises vähemusaktsionäridele kui ka väljaostuõiguse künnise painduvas määratlemises.

Suurbritannia äriühingute seadus¹⁵⁸ reguleerib vähemusaktsionäri õigust nõuda oma aktsiate väljaostmist juhul, kui ülevõtja on teinud eelnevalt ülevõtmispakkumise kõigi sihtemitendi aktsiate omandamiseks või kõigi samaliigiliste aktsiate omandamiseks¹⁵⁹ ning ülevõtmisperiood ei ole veel lõppenud.¹⁶⁰ Olukorras, kus ülevõtmispakkumine on tehtud mitmeliigiliste aktsiate omandamiseks, kehtivad vähemusaktsionäri väljaostuõiguse kasutamiseks samad põhimõtted - ülevõtmisperiood ei tohi olla möödunud ning ülevõtja peab olema omandanud reaalselt või lepinguliselt vähemalt 90% ülevõetavate aktsiate liigist, ning juhul, kui tegu on hääleõiguslike aktsiatega, siis ei tohi need aktsiad moodustada vähem kui 90% kõigist hääleõiguslikest aktsiatest.¹⁶¹

¹⁵⁵ Inglise keeles *sell-out* on väljend, mida kasutatakse ingliskeelses õiguskirjanduses vähemusaktsionäri väljaostu õiguse käsitluses.

¹⁵⁶ Protsent ei ole küll siinkohal määratletud, aga tulenevalt sellest, et aktsiate ülevõtmiseks põhiaktsionäri poolt peab tal olema 90% aktsiatest, siis aktsiate väljaostuõiguse kvooruminoe ei saa olla suurem kui 10%. Swedish Companies Act Chapter 22, section 1.

¹⁵⁷ Regeringskansliet, Government Offices in Sweden. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.sweden.gov.se/sb/d/9171/a/82648>. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹⁵⁸ Suurbritannia äriühingute seadus 2006, art 983.

¹⁵⁹ Suurbritannia äriühingute seadus, art 974 lg 2. Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

¹⁶⁰ Aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest on Suurbritannias olemas ka alternatiiv- kokkuleppemenetlus, mis tähendab, et kohtu vahendusel sõlmitakse aktsiaseltsi ja aktsionäride vahel kokkulepe aktsiaseltsi aktsiate ülevõtmise kohta. Inglise keeles on kokkuleppemenetluse vasteks *Scheme of arrangement*.

¹⁶¹ Suurbritannia äriühingute seadus, art 974 lg 2.

Suurbritannia äriühingute seaduse järgi¹⁶² on pakkuja, kes ei ole vähemusaktsionäri teavitanud väljaostuõigusest, toime pannud kuriteo.¹⁶³ Vastav säte aitab kindlasti kaasa vähemusaktsionäri õiguste tagamisele seaduslikul tasandil, kuid võib autori hinnangul Eesti kontekstis tunduda vägagi äärmuslik.

Suurbritannia äriühingute seadusega kehtestatud vähemusaktsionäri väljaostuõigus¹⁶⁴ hakkab börsiaktsiaseltside suhtes kehtima ajast, mil ülevõtja on omandanud või on sõlminud kokkuleppe, millega tulevikus omandatakse vähemalt 90% sihtemitendi aktsiatest, kuid mitte vähem kui 90% samaliigilistest aktsiatest. Vähemusaktsionär, kes omab hääleõigusega aktsiaid liigist, mille ülevõtmine on pakkumisega hõlmatud, omab ülevõtmisnõuet oma aktsiate suhtes juhul, kui ülevõtmisperiood ei ole lõppenud ning kui ülevõtja on omandanud osa ülevõetavatest aktsiatest, mis moodustavad kogu aktsiatest vähemalt 90%.

Suurbritannia äriühingute seaduse järgi ei kehti vähemusaktsionäri väljaostuõigus börsiaktsiaseltsis põhiaktsionäri suhtes¹⁶⁵, kui ülevõtmispakkumise aluseks olevast perioodist (pakkumisest) on möödunud enam kui 3 kuud (3 kuud hakatakse lugema pakkumise lõppemisele järgnevast päevast) või kui ülevõtmispakkumise aluseks olevast perioodist (pakkumisest) on möödunud enam kui 6 kuud (6 kuud hakatakse lugema päevast kui pakkumine algas) ja pakkumisperiood on lõppenud ennetähtaegselt ning kui pakkumisperiood ei ole äriühingute seaduse järgi¹⁶⁶ reguleeritud.¹⁶⁷

Aktsiate väljaostuõigus¹⁶⁸ Suurbritannias on piiratud 3-kuulise perioodiga, mis hakkab jooksmas ajast, mil ülevõtmispakkumine on lõppenud või ajast, mil vähemusaktsionäre on teavitanud õigusest teostada väljaostuõigust.¹⁶⁹ Pikendatud periood on vajalik vähemusaktsionäride huvide kaitseks ning on kooskõlas ülevõtmiste direktiiviga.¹⁷⁰

¹⁶² Täpsemalt Suurbritannia äriühingute seaduse art 984 lg 5.

¹⁶³ Suurbritannia äriühingute seadus 2006.

¹⁶⁴ Ibid art 980 lg 2.

¹⁶⁵ Vastav piirang on toodud Suurbritannia äriühingute seaduse art 980 lg 2 ning vähemusaktsionäri väljaostuõiguse on sätestatud äriühingute seaduse art 979 art 2 ja 4.

¹⁶⁶ Suurbritannia äriühingute seaduse art 943 lg 1.

¹⁶⁷ Ibid, art 980.

¹⁶⁸ Inglise keeles *sell-out*.

¹⁶⁹ Vastav ajaline piirang on reguleeritud äriühingute seaduse artikliga 984.

¹⁷⁰ Suurbritannia seadusandluse veebileht. Arvutivõrgus kättesaadav:

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/division/10/28> p 1242. Viimati külastatud 05.05.2013.a.

Autori hinnangul tuleks aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest vastandit aktsiate väljaostuõigust kohaldada ka mittebörsiaktsiaseltside suhtes.¹⁷¹ Mittebörsiaktsiaseltside suhtes väljaostuõiguse kehtestamiseks tuleks vastav õigus sisse viia äriseadustikku. Aktsiate väljaostuõigus äriseadustikus tähendaks mittebörsiaktsiaseltside vähemusaktsionäride õigust nõuda põhiaktsionärit viimaste aktsiate väljaostmist.

Väljaostuõiguse künnise määramisel peaks autori hinnangul võtma eeskujuna Rootsi äriühingute seaduse väljaostuõiguse künnisest.¹⁷² Rootsi äriühingute seaduses on sätestatud vähemusaktsionäride väljaostuõigus viisil, mis tagab täieliku enamuse- vähemuse tasakaalu. Väljaostuõigus laieneb täpselt sellele vähemusaktsionäride grupile, keda võib ohustada aktsiate ülevõtmine põhiaktsionäri poolt. Väljaostuõiguse künnis on tehtud sõltuvaks põhiaktsionäri aktsiaosalusest, mis tähendab et väljaostuõiguseks õigustatud vähemusaktsionäri aktsiaosalus ei ole fikseeritud protsendi, vaid põhiaktsionäri aktsiaosaluse läbi. Autor peab seda lahendust vähemusaktsionäride huve efektiivselt kaitsvaks, sest vastav regulatsioon lähtub iga aktsiaseltsi aktsiate jaotusest konkreetselt ning sellega on tagatud iga aktsiaseltsi vähemusaktsionäride huvid.

Aktsiate väljaostuõigus peaks autori hinnangul hakkama kehtima täpselt sellest ajahetkest, mil aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isik on saavutanud aktsiate ülevõtmise künnise.¹⁷³ See tähendab, et väljaostuõigus on realiseeritav hetkest, mil aktsiate väljaostmiseks õigustatud isik on sattunud ohtu olla aktsiaseltsist väljaostetud.¹⁷⁴ Nagu korduvalt mainitud on aktsiate väljaostuõiguse näol tegu aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest tasakaalustava õigusega ning sellest tulenevalt tekib vajadus tasakaalustada põhiaktsionäri õigust võtta vähemusaktsionäride aktsiad üle just sel hetkel, kui saab võimalikuks aktsiate ülevõtmine põhiaktsionäri poolt.

¹⁷¹ Autori ettepanekut toetab asjaolu, et Euroopa Liidu üheks eesmärgiks oli 2008.a. ühtlustada börsiaktsiaseltside ja mittebörsiaktsiaseltside regulatsiooni viisil, mis võimaldaks mittebörsiaktsiaseltsidele paindlikuma regulatsiooni. J.Schmidt. Reforms in German Stock Corporation Law - The 67th German Jurists Forum. European Business Organisation Law Review, volume 9, isuse 4, 2004, lk 641. Arvutivõrgus kättesaadav:

http://journals.cambridge.org.ezproxy.utlib.ee/download.php?file=%2F18094_0B809CD15264C28C5934446F674DA4EA_journals__EBR_EBR9_04_S156675290800637Xa.pdf&cover=Y&code=309aa6dc52e4f1655eecd461067b11c3. Viimati külastatud 20.04.2013.a.

¹⁷² Rootsi äriühingute seaduse väljaostuõiguse künnist on käsitletud käesoleva töö lk 60.

¹⁷³ Aktsiate ülevõtmise künnis põhiaktsionäriks on 90%.

¹⁷⁴ Käesoleva töö leheküljel 61 on toodud välja sarnane regulatsioon, mis kehtib Suurbritannias. Suurbritannia regulatsioon erineb autori poolsest ettepanekust selle poolest, et Suurbritannias ei ole aktsiate väljaostuõigus paindlik. See tähendab, et väljaostuõigusel on kindel künnis ning see ei ole seotud aktsiate ülevõtmiseks õigustatud põhiaktsionäri igakordse aktsiaosalusega. See-eest on Rootsis paindlik väljaostuõiguse künnis. Rootsi paindlik väljaostuõiguse künnis on toodud käesoleva töö lk 60.

Autori arvamus on, et konfliktse olukorra AS BLRT Grupp aktsionäride seas lahendaks rahulolematute vähemusaktsionäride õigus nõuda oma aktsiate väljaostmist põhiaktsionäri poolt õiglase hinna eest. Vähemusaktsionäride kasutusele võetud seaduslikud meetmed domineeriva põhiaktsionäri tõkestamiseks, ei ole vilja kandnud ja kindlasti on vaidluste käigus halvenenud ka aktsiaseltsi sisesuhted. Enamuse kui ka vähemuse soov on mitte jätkata aktsiaseltsi juhtimist üheskoos, kuid enamuse ei loobu võimalusest osta vähemuse aktsiad alla turu hinna. Vähemusaktsionäride väljaostuõigus annaks vähemusaktsionäridele võimaluse väljuda aktsiaseltsist omal soovil ja õiglase hüvitise eest.

Autor teeb ettepaneku viia äriseadustikku sisse sätte ÄS §-ina 363¹¹ lg 1 järgnevas sõnastuses: „Vähemusaktsionär, kelle suhtes on põhiaktsionäril või põhiaktsionäriaga kooskõlastatult tegutsevatel isikutel õigus teostada § 363¹ lg 1 toodud aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest, on õigus nõuda põhiaktsionärielt talle kuuluvate aktsiate ostmist õiglase hinnaga.“ ÄS § 363¹¹ lg 2 sõnastus oleks: „Lõikes 1 toodud õiguse teostamiseks esitab vähemusaktsionär põhiaktsionäri või põhiaktsionäriaga kooskõlastatult tegutsevatele isikutele aktsiate väljaostutaotluse.“.

Vähemusaktsionäride väljaostuõiguse sisseviimine äriseadustikku tasakaalustaks äriseadustiku järgset aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest. Vajadus tasakaalustada aktsiate ülevõtmis- ja väljaostuõigus tuleneb ka Euroopa Komisjoni seletusest väljaostuõiguse kohta: „Vähemuse aktsiate väljaostuõigus tagab vähemusaktsionäri aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest peegelfunktsiooni¹⁷⁵ võimaldades vähemusaktsionäri sundida põhiaktsionäri ostma tema aktsiad õiglase hinna eest.“¹⁷⁶

Aktsiate väljaostuõiguse sisseviimine äriseadustikku seaks enamuse ja vähemuse huvid paremini tasakaalu, kuna vähemusaktsionärid, keda võidakse allutada aktsiate sundmüügile, võivad samahästi nõuda põhiaktsionärielt aktsiate sundostmist. Kehtiva õiguse järgi eksisteerib vaid põhiaktsionäri õigus aktsiad üle võtta ja vähemusaktsionäri kohustus aktsiad maha müüa. Väljaostuõiguse sisseviimisel tekiks olukord, kus nii põhiaktsionäri kui ka vähemusaktsionäri õigus aktsiate ostu/müüki nõuda kui ka kohustus alluda aktsiate ostule/müügile.

¹⁷⁵ Inglise keeles *counterpart*.

¹⁷⁶ Commission of the European Communities. Report on the implementation of the Directive on takeover Bids, Brussels, 21.02.2007 SEC(2007), lk 10.

Kokkuvõte

Vähemusaktsionäride mitmekülgne kaitse ehk kaitse terviklahendus aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest koosneb mitmetest erinevates aspektidest. Käesolevas töös tegi autor mitmeid ettepanekuid äriseadustiku muutmiseks viisil, mis tagaks vähemusaktsionäride õiguste igakülgse kaitse aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest. Kokkuvõtlikult on autori ettepanekud järgmised – esiteks tuleks aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest defineerida viisil, milles avaldub instituudi tegeliku olemuse. Teiseks, aktsiate ülevõtmise otsustamiseks üldkoosoleku häälteenamused tuleks muuta viisil, mis tagab künnise- ja kvoorumnõuete kooskõla. Kolmandaks, aktsiate ülevõtmiseks õigustatud isikuks tuleks lugeda ka kooskõlastatult tegutsevad isikud. Neljandaks, õiglase hüvitise sisustamisel tuleks viia äriseadustikku sisse ülevõtmispakkumisreeglite õiglase hinna kriteeriumid. Viierendaks tuleks sätestada nõue krediitiasutuse garantii esitamise kohta põhiaktsionäri poolt. Kuuendaks tuleks sätestada igakordne kohtu kontroll aktsiate ülevõtmise üle. Äriseadustikku tuleks viia sisse säte, mille järgi kohus on kohustatud õiglase hinna määramisel moodustama audiitorkogu. Seitsmendaks tuleks sätestada tsiviilkohtumenetluse üldnormist erinorm tõendamiskoormise osas õiglase hinna vaidlustest, mille järgi on kohustatud pooleks põhiaktsionär. Viimaseks on autori hinnangul vajalik sätestada ka äriseadustikku vähemusaktsionäride väljaostuõigus.

Töö üldhüpotees leidis kinnitust - vähemusaktsionäride õigused ei ole aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest äriseadustiku tasandil piisavalt kaitstud. Alamhüpoteesidki leidsid kinnitust ja formuleerusid töös konkreetseteks ettepanekuteks äriseadustiku muutmiseks. Autor täitis töö eesmärgi leida meetmeid tõhustamiseks vähemusaktsionäride kaitset aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest institutsioonis tervikuna. Samuti täideti eesmärk analüüsida mitmekesiselt vähemusaktsionäride õigusi ja kohustusi kõnealuses institutsioonis.

Nüansse, millega saab vähemusaktsionäride õigusi kaitsta, on palju. Selleks, et väljatoodud meetmeid oleks võimalik praktikas rakendada ning et muudatused oleksid realistlikud, valis autor välja vaid mõned paljudest mõtetest, mis tekkisid kehtivat Eesti äriseadust analüüsides. Muudatusettepanekute valik sõltus ka meetmete tõenäolisest efektiivsusest praktikas, samuti nende koostoimest aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kehtiva regulatsiooniga.

Kõige üldisema märkusena leidis autor, et aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest kui institutsiooni selguse ja parema rakendatavuse tõttu oleks tulevikus tehtavate seadusmuudatuste korral eesmärgipärasem viia muudatused sisse äriseadustikku ning liikuda

eesmärgi poole saavutades ühetasandiline aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest regulatsioon. Aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest sätestati väärtpaberituru seadusesse tingituna ülevõtmispakkumiste direktiivist, kuid ei ole välistatud edaspidine regulatsioonide ühtlustamine. See tähendab seda, et juhul, kui regulatsiooni täiendada, siis autori hinnangul peaks see toimuma äriseadustiku tasandil.

Aktsiate ülevõtmisele rahalise hüvitise eest legaaldefinitsiooni loomisel on jällegi vähemusaktsionäri kaitsev toime, kuna muudab institutsiooni läbipaistvamaks ja mõistetavamaks.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest üldkoosoleku häälteenamused muutmine mõjutaks sarnaselt eeltooduga institutsiooni selgust ja ka vähemusaktsionäride väljaostuõiguse kasutamise võimalusi. Vähemusaktsionärid oskaksid paremini aktsiate ülevõtmisega seotud riske kaardistada ja nendele adekvaatsemalt reageerida.

Põhiaktsionäri staatuse laiendamine kooskõlastatult tegutsevatele isikutele tagab vähemusaktsionäri kaitse institutsiooni selgusest lähtudes. Vähemusaktsionär vastandub ühele kindlale huvigrupile, mis toob aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest teostumise tõenäosuse veel enam esile. Aktsiate väljaostuõiguse äriseadustikku sätestamise korral laiendaks kooskõlastatult tegutsevatele isikutele aktsiate ülevõtmise laiendamine vähemusaktsionäride võimalusi teostada aktsiate väljaostuõigust.

Aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest lahutamatuks aspektiks on vähemusaktsionäridele makstav õiglase hind. Õiglusele sisu andmiseks tuleks sisse viia ÄS § 363¹ lg-le 1 täiendavad kriteeriumid. Vastavateks täiendavateks kriteeriumiteks tegi autor ettepaneku võtta aluseks ülevõtmispakkumisreeglites sätestatud õiglase hinna määramise alused. Hinna õigluse tagamiseks on veel teisigi meetmeid. Näiteks kohtu kontroll, tõendamiskoormise jaotumine kohtumenetluses ja hinna tasumise krediidasutuse poolne garanteerimine. Igakordne kohtu kontroll tagaks selle, et õigluse kriteeriumit hinnatakse mitmekülgset ja erapooletult. Tõendamiskoormise jaotumine kohtumenetluses viisil, mis kohustab põhiaktsionäri tõendama määratud hinna õiglust, tagab vähemusaktsionäri kaitse kohtumenetluses. Krediidasutuse garantii nõudmine põhiaktsionärielt välistab olukorrad, kus vähemusaktsionär jääb aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest ilma lisaks aktsiatele ka määratud hüvitisest.

Eesmärgiga luua enamuse ja vähemuse aktsiate ülevõtmise tasakaal - tuleks äriseadustikku viia sisse aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest vastandinstitutsioon - vähemusaktsionäride väljaostuõigus. Aktsiate väljaostuõiguse äriseadustikku sisseviimise tulemusena oleks nii enamusel kui ka vähemusel üks aktsiate ülevõtmist sisaldav eelisõigus. Põhiaktsionäril oleks õigus künnise täitmisel nõuda vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmist õiglase hüvitise eest ja vähemusaktsionäridel oleks omakorda õigus eelmainitud põhiaktsionäri künnise täitmise korral nõuda oma aktsiate väljaostmist põhiaktsionäri poolt.

Autor on arvamusel, et valitud kaheksa meetet võivad mõjutada enamuse ja vähemuse huvide tasakaalu äriseadustikus piisaval määral, et Eestis oleksid vähemusaktsionäride huvid samaväärselt kaitstud börsiaktsiaseltsides kui ka mittebörsiaktsiaseltsides kui näiteks Rootsis, Saksamaal või Suurbritannias.

Summary

Raising Efficiency of Minority Shareholders' Rights in Legal Framework of Squeeze-Out

The majority and the minority shareholders have different rights and interests. The majority and the minority should be treated differently, but their rights should be protected equally – using the same volume of protection and outlining criteria. In the Continental European law system there is in corporate law a majority principle which gives all decisive rights to the majority. On the other hand this principle demands that minority rights are protected well enough. The basic ways how the minority could be protected in the light of the majority - minority problem are for example: minority's right for sell-out; ensuring the minority's right to receive fair stock price; freeing the minority from burden of proof in court disputes.

The nature of squeeze-out is complex and that is why the author believes that also different interests need to be analysed. To do that the author has analysed the nature of squeeze-out in three aspects: majority perspective, minority perspective and economic efficiency.

Squeeze-out is an institution that has many faces and aspects. It is undoubtedly a majority's priority right, but on the other hand from the minority's perspective it is called forced sale. Squeeze-out is majority's priority right because it is a transaction that needs only one-sided improvement. The squeeze-out could be implemented without minority's approval. This is the reason why it is called minority's stocks forced sale. On minority perspective, the property right over the stocks is terminated without minority's will.

Even those two perspectives are not enough to explain the complexity of squeeze-out. One should not overlook the considerable public interest that has been highlighted so many times by the European Court of Justice. The considerable interest in squeeze-out is undoubtedly economic efficiency. Squeeze-out has many aspects which favour economic growth.

The reason why squeeze-out is tolerated is public economic interest. This is because squeeze-out increases synergy in stock companies as well as alleviates the inefficiency in the Board of the Company. Also because the squeeze-out is considered to be a solution to the majority-minority problem. This is because squeeze-out enables to put an end to conflicting teamwork between minority and majority. Also because squeeze-out is considered to be a solution to

free-rider problem. Squeeze-out enables the majority to escaping from non-profitable minority stockholders.

There have also been many arguments about whether the squeeze-out is a constitutional institution. The author did not choose to analyse that aspect of squeeze-out, only brought out that in order to assure compliance with Estonian Constitution, it is necessary to assure the minority adequate compensation.

The complexity of the nature of squeeze-out has also importance when it comes defining squeeze-out as an institution. Estonian Corporations Act defines squeeze-out as a decision of general meeting. The author believes that the definition given in Estonian Corporations Act could not be considered as a legal definition. This is because the definition is incomplete and does not match the nature of squeeze-out. The main perspective of defining squeeze-out should in the author's mind be majority's priority right. The author has counterpointed the importance of legal definition and has also made a suggestion to define the squeeze-out in Estonian Corporations Act so that the definition responds to the nature of squeeze-out and also could be considered as legal definition.

The necessity of this thesis is compious allegations about fair price. Also because the minority's protection is a topic that has been brought in media as well in law reviews. Minority protection is an issue that brings out citizens feel of justice. And in author's opinion the need to assure minority rights is justified. The majority principle needs to be balanced by minority's protection.

The main purpose of this thesis is to highlight the lack of protection of private minority stockholders in squeeze-out. The thesis is divided into three parts. In the first part the author examines the squeeze-out from different angles and brings out issues in the current regulation in Estonia that have emerged in court practice and media. The second part brings out formal aspects of squeeze-out by defining a problem, bringing a choice of solutions and offering a certain solution that could be practiced in Estonia. The third part aims to identify the issues of the current regulation in Estonia from principal perspective and bring out possible solutions. Finally there are brought out 6 different suggestions how to improve minority's protection.

The main thesis proved to be correct - minority stockholders rights are not protected enough in squeeze-out according to the current regulation in Estonian Corporations Act. The subthesis

also found grounds and turned out to be correct. Firstly, the fair stock price that is regulated in Corporations Act should be amended with methods brought out in „ülevõtmispakkumisreeglid“. Secondly, the sell-out institution should be made available also to the minority stockowners whose stocks are not on regulated market.

Thirdly, squeeze-out mechanism needs to be better balanced when it comes to institutional thresholds. Fourthly, the author found that court control is the potential aspect to ensure the minority rights in squeeze-out. Fifthly, the author found confirmation that the court's supervision could be the necessary element to achieve unbiased and competent ruling whether there is a right to execute squeeze-out and decide what is fair stock price.

The author achieved the main goal of this paper - to find methods to make minority stock owner's rights more efficient in squeeze-out in Estonian Corporations Act. The same applies to the goal to make multiplex analyse in minority's rights and obligations in squeeze-out in Corporations Act. The author has analysed Estonian regulation in comparison to Swedish, Great Britain's and Germany's Corporations Acts.

Lastly the author achieved the goal to bring out eight proposals to change the current law in order to protect minority rights. The ways in which minority rights could be protected are numerous. In order to select only methods that could be applicable in practice and that are realistic, the author has chosen only few from many thoughts that came up during this thesis.

The author also kept in mind that the chosen methods should be efficiently applicable in practice and that the methods should be appropriate considering current law and the method's influence on each other. The result of this thesis is eight suggestions on how the current Estonian regulation could be improved. The focus of the suggestions is on minority's protection at unregulated stock market. The first suggestion was to define squeeze-out in Estonian Corporations Act in a way that it could fulfill the legal definition function.

Secondly the thesis brought out that the thresholds of the squeeze-out regulation in Estonian Business law are controversial. In order to assure concerted thresholds the author made a suggestion to change the current threshold of general meeting. By the current regulation the majority stockholder who holds at least 90% of stocks is entitled to file for squeeze-out, but is not able to vote for squeeze-out on general meeting.

To vote for squeeze-out on general meeting the majority needs at least 95% of stocks. That is why the author came to a conclusion that if the general meeting's threshold were 90%, then the majority stockowner could execute squeeze-out and the thresholds of majority's application to the Board, threshold of minority's rights and threshold of general meeting would be in compliance.

The relevant example for threshold was taken from thresholds in current Swedish Companies Act. To be mentioned- neither in Great Britain or in Sweden were the thresholds of squeeze-out controversial in a way that it is in current Estonian Business Law. The thresholds in example countries regulation may be controversial in a way that the threshold of general meeting is set lower than the threshold of majority stockholder assuring that in case the majority wants to execute squeeze-out, it is possible by achieving the threshold of majority stockholder. Also what was clear by examining the regulations in example regulations- the threshold of general meeting was in compliance with minority's rights.

Thirdly the author suggested that the majority stockholder who's entitled to execute squeeze-out should also consider the concerted parties in a meaning it is in takeover bids directive. The concerted parties is a group of stockholders who's target is the same as majority stockholder's. In order to ensure clarity of squeeze-out, it is necessary to include concerted parties to the regulation. Considering concerted party parties as a majority stockholder, the regulation is able to correspond to the realistic situation in the stockholder's interest.

Fourthly the author analysed whether the fair stock price could be regulated in a way that the minority's rights could be protected on a level that they are in Germany. There were many aspects that could be improved as far as the fair stock price is concerned. First of all the author found that the regulation used in Estonia for publicly traded stocks should also be used for non-traded stocks.

The reason for that is that the level of minority protection as far as fair price is concerned is better regulated in takeovers. That is why the protection of minority rights on regulated stock market is more adequate than in non-regulated market. Secondly the fair price should be analysed by court, as well as squeeze-out entirely. In author's mind the court is impartial to decide whether the squeeze-out is executed accordingly to law. In order to evaluate the fair stock price the court is obliged to constitute auditor committee who decides whether the stock

price is adequate and fair. In that way on author's opinion is assured impartialness and competence.

Third author's proposal about fair price was to oblige the majority stockowner to allege guarantee of a Bank to ensure the minority fair compensation. The purpose of this suggestion is to exclude the possibility that minority stockholders would have to go to court to receive the compensation from majority stockholder. Bank guarantee is a compulsory element in squeeze-out for example in Germany where the majority stockholder is obliged to send with all other documents to the Board of the Company a Bank guarantee that shows majority's capability of paying the squeeze-out compensation to the minority.

Lastly about fair price, the author brought out that the burden of proof in court should oblige the majority's to prove the fairness of the compensation. The majority is the stronger part in squeeze-out and the minority is unable to bring all necessary documents in front of the court. If the burden of proof were majority's obligation, then the minority would face better chances of applying to court with fair price allegations.

The need for that method comes from civil procedures in Estonian law. The common principle in civil litigations is that both parties are obliged to prove the aspects that they are claiming to be so. It means that if the minority stockholder would go to court and claim the squeeze-out compensation to be inadequate, then the minority shareholder is obliged to bring the documents to the court in order to prove the case.

Fifth suggestion was that sell-out mechanism should also be used in Corporations Act not only in Financial Market Act which applies only to regulated stock market. The author found the sell-out to be the institution that could balance squeeze-out. The majority and minority problem could be easily solved by sell-out institution. Sell-out as a mechanism of enabling the minority to force the majority to buy their shares is a strong measure to balance majority rule principle.

In order to visualize the importance of sell-out in Estonian practice the author has chosen as an example a company named BLRT Grupp AS. The minority of BLRT Grupp AS is in conflict with the majority and there seems to be no solution that could satisfy both sides. The conflict between majority and minority is getting more and more complex. The majority is not willing to pay dividends and the minority is turning to court with every option that has risen.

The choices of European countries that the author chose as a comparison were justified because in all regulation there were many well-working systems that could be used in Estonian regulation. The author hopes that all relevant suggestions are being analysed in the future in creation of the changes in Estonian Business law and that some of the suggestions reach the phase of implementing the minority's rights in squeeze-out.

Kasutatud kirjanduse loetelu

1. Aarnio, A. Õiguse tõlgendamise teooria. Avatud Eesti Fond 1996
2. Allison, J. R., Prentice, R. A., Howell R. A. Business Law Text & cases Fifth edition. The Dryden Press 1991
3. Beinert, D. Burmeister, F. Tries, H.J. Beck, C.H. Mergers & Acquisitions in Germany, German Law Accessible 2009
4. Beinert, D. Corporate Acquisitions & Mergers in Germany, Graham&Trotham 1991
5. Bartels, T. Tühjakspigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363¹-363¹⁰ Juridica; 2, 2004
6. Burkhart, M. Panuzi, F. Mandator Bids, Squeeze- Out, Sell Out and Dynamic of The Ender Offer Process. Working Paper, 2003. Arvutivõrgus kättesaadav:
www.ssrn.com/abstract=420940
7. Casajus ,A, Labrenz, H, Hiller, T. Majority shareholder protection by variable qualified majority rules. Sprongler LLC 2009
8. Comission of the European Communities. Peport on the implementation of the Directive on takeover Bids, Brussels, 21.02.2007 SEC(2007)
9. Company Lawyer Report addresses takeover issues as Commission works on revised Directive. Comp. Law. 2002, 23(4)
10. Corporate Governance and the reform of company law. Hume Paper Public Policy Volume 8 no 1. Edinburg University Press 2000
11. Keenan, D, Riches, S. Business Law. Pearson Longman 2005
12. De Freitas J.D, Grewal B.S, Ward S. Company Law. Castlevale handbooks 1982
13. Dollinger, M. The fair squeeze-out compensation. Salzwasser Verlag, 2008.
Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://books.google.ee/books?id=QSp7dekYvpAC&pg=PR3&lpg=PR3&dq=german+award+proceedings+act&source=bl&ots=oShy0ogUCn&sig=7VwqmM5VAY29ziL0HeGVERVXYA&hl=et&sa=X&ei=5DAeUIOANaaK0AXg6YGQDg&ved=0CFgQ6AEwAw#v=onepage&q=german%20award%20proceedings%20act&f=false>
14. Easterbrook, F.H. Fischel D.L. Corporate Control Transactions. Yale Law Journal, 1982, 91 Yale L.J. 698. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://international.westlaw.com.ezproxy.utlib.ee/result/default.wl?origin=Search&cfid=1&tf=507&eq=Welcome%2f126&rIti=1&vr=2.0&tc=1&method=TNC&rItDb=CLID_DB939003733374&cnt=DOC&db=HVLR%2cYLJ%2cEURLR%2cUK-JLR%2cCOMPLAW&n=1&sri=18%2c19%2c36%2c48%2c50&fn=_top&fmqv=s&service=Search&query=SQUEEZE-OUT&sv=Split&spa=inttartu2-

15. Eckhart, G. Äriühinguõigus, Eesti Kaubandus- ja registriõiguse õpik. Tallinn-Berliin 2000
16. Fenedia, M, Thompson, H.E. On the Necessity of Solving the Free Rider Problem in Takeover Bids - Review of Quantitive Finance and Accounting, 1994/4
17. Garner A. Bryan. (editor in chief) Black's Law Dictionary, 9th ed., Thomas Reuters, 2009
18. Giuffra, R.J. Investment Bankers fairness opinions in corporate control transactions. Yale Law Journal November, 1986, lk 127, FN 52. Arvutivõrgus kättesaadav: http://international.westlaw.com.ezproxy.utlib.ee/result/default.wl?origin=Search&cfid=1&tf=507&eq=Welcome%2f126&rti=1&vr=2.0&tc=1&method=TNC&rltdb=CLID_DB939003733374&cnt=DOC&db=HVLJ%2cYLJ%2cEURLR%2cUK-JLR%2cCOMPLAW&n=1&sri=18%2c19%2c36%2c48%2c50&fn=_top&fmqv=s&service=Search&query=SQUEEZE-OUT&sv=Split&spa=inttartu2-
19. Goergen, M. Martynova, M. Renneboog, I. Corporate Governance Governance: Evidence from takeover Regulation Reforms in Europe. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.cepr.org/meets/wkcn/5/5528/papers/Goergen.pdf>
20. Gustavus, E. Tõlkinud eesti keelde Tiina Prööm. Äriühinguõigus, eesti Kaubandus- ja registriõiguse õpik. Tallinn-Berliin 2000
21. Heidenhain, M.Schneider, H. The German Stock Corporation Act, Bilingual Edition with an Introduction to the Law. Kluwer Law International 1996
22. M.Horbach, S. Koch. How to Manage Squeeze-Outs in Germany. International Financial Law Review, Vol. 24, Issue 10, 2005, lk 30. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/intfinr24&div=227&collection=journals&set_as_cursor=11&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall
23. Horbach, M. Koch, S. Towards a faster , easier squeeze-out. German squeeze-outs. 2006, lk 24. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/intfinr25&div=94&collection=journals&set_as_cursor=0&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall
24. Jesse, P. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? Juridica 2010/3
25. Kaisanlahti, T. When is a tender price fair in a squeeze-out? European Business Organization Law Review. (2007) 8. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://journals.cambridge.org.ezproxy.utlib.ee/action/displayFulltext?type=1&pdfType=1&fid=1631780&jid=EBR&volumeId=8&issueId=04&aid=1631776>

26. Kalas, M. Aktsiaseltsi vähemusaktsionäride kaitse probleeme. *Juridica* 1998, 6
27. Kohtujuristide ettepanek Verica Trstenjak, 30.06.2009 Kohtuasja C-101/08 Audiolux jt, p-d 29, 35 ja 92. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://curia.europa.eu/juris/document/document_print.jsf;jsessionid=9ea7d2dc30dbccd0f8361605482b985da14aa43d527a.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuKbhb0?doclang=ET&text=&pageIndex=0&part=1&mode=&docid=76477&cid=1125585
28. Krause, N. *Company Lawyer Germany: the new German Takeover Law*. 2002, 23(10), lk 324. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://international.westlaw.com.ezproxy.utlib.ee/result/default.wl?origin=Search&cfid=1&tf=507&eq=Welcome%2f126&rti=1&vr=2.0&tc=1&method=TNC&rltdb=CLID_DB939003733374&cnt=DOC&db=HVLR%2cYLJ%2cEURLR%2cUK-JLR%2cCOMPLAW&n=1&sri=18%2c19%2c36%2c48%2c50&fn=_top&fmqv=s&service=Search&query=SQUEEZE-OUT&sv=Split&spa=inttartu2-000&scxt=WL&rlt=CLID_QRYRLT535083833374&cxt=RL&rs=WLIN13.01&ss=CNT&rp=%2fWelcome%2f126%2fdefault.wl&mt=126
29. Lall, M-L. Õiglane hüvitis väärtpaberituruõiguslikus aktsiate ülevõtmises ja selle vastavus põhiseadusele. Uurimistöo, Tallinn 2011
30. Magnuson, W. J. *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*. 2008. lk 43. Arvutivõrgus kättesaadav:
www.works.bepress.com/william_magnuson/1
31. Maitland-Walker, J. *Guide to European Company Law*. Sweet&Maxwell 1993
32. Merimaa, M. Äriseadustik, kommentaarid, selgitused, arvamused. 2007
33. Narits, R, Luts, M. Õiglus ja hool. Tartu 2001
34. Nozadze, A. *Comparative analyses of EU, German and Georgian regulations on squeeze-out*. Hungary 2011
35. Popodopoulos, T. *The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies*. University of Oxford 2007. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088894
36. Rosentau, M. Õppeaine „Õiguslik analüüs“ õppematerjal
37. Schulz, M. Wasmeier, O. *The Law of Business Organizations. A Concise Overview of German Corporate Law*. Springer 2012
38. Schmidt, J. *Reforms in German Stock Corporation Law - The 67th German Jurists Forum*. *European Business Organisation Law Review*, volume 9, issue 4, 2004. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://journals.cambridge.org.ezproxy.utlib.ee/download.php?file=%2F18094_0B809

- CD15264C28C5934446F674DA4EA_journals__EBR_EBR9_04_S156675290800637
Xa.pdf&cover=Y&code=309aa6dc52e4f1655eecd461067b11c3
39. Seletuskiri väärtpaberituru seaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde. August 2007
40. Sheikh, S. A modern regulatory framework for European company law. *Company Lawyer*. 2003, 24(12), 362, allmärke 1. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://international.westlaw.com.ezproxy.utlib.ee/result/default.wl?origin=Search&cfid=1&tf=507&eq=Welcome%2f126&rilti=1&vr=2.0&tc=1&method=TNC&riltdb=CLID_DB939003733374&cnt=DOC&db=HVLRL%2cYLR%2cEURLR%2cUK-JLR%2cCOMPLAW&n=1&sri=18%2c19%2c36%2c48%2c50&fn=_top&fmqv=s&service=Search&query=SQUEEZE-OUT&sv=Split&spa=inttartu2-000&scxt=WL&rilt=CLID_QRYRLT535083833374&cxt=RL&rs=WLIN13.01&ss=CNT&rp=%2fWelcome%2f126%2fdefault.wl&mt=126
41. Skog, R., Fäger, C. *The Swedish Companies Act an introduction* Norstedts Juridik 2007
42. Spindler, G., Börner, F. *E-Commerce Law in Europe and the USA*, Springer 2002
43. Stohlmeier, T. *German Public Takeover Law. Bilingual Edition with an Introduction to the Law*. Kluwer 2002
44. Stout, L.A. Are takeovers premiums really premiums? Market price, fair value, and corporate law. *Yale Law Journal*, 1990, lk 1266. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://international.westlaw.com.ezproxy.utlib.ee/result/default.wl?origin=Search&cfid=1&tf=507&eq=Welcome%2f126&rilti=1&vr=2.0&tc=1&method=TNC&riltdb=CLID_DB939003733374&cnt=DOC&db=HVLRL%2cYLR%2cEURLR%2cUK-JLR%2cCOMPLAW&n=1&sri=18%2c19%2c36%2c48%2c50&fn=_top&fmqv=s&service=Search&query=SQUEEZE-OUT&sv=Split&spa=inttartu2-000&scxt=WL&rilt=CLID_QRYRLT535083833374&cxt=RL&rs=WLIN13.01&ss=CNT&rp=%2fWelcome%2f126%2fdefault.wl&mt=126.
45. Tark Grunte Sutkinene, *Red Capital. Ühinemised ja omandamised, ettevalmistusest jõustumiseni*. Äripäev 2011
46. Taska, A. *Õigusteaduse metodoloogia*. Lund 1978
47. Tremml, B., Buecker, B. *Key Aspects of German Business Law. A Practical Manual*. Springer 2002
48. Trstenjak, V. 30.06.2009 Kohtuasja C-101/08 Audiolux jt, p-d 29, 35 ja 92.
Arvutivõrgus kättesaadav:
http://curia.europa.eu/juris/document/document_print.jsf;jsessionid=9ea7d2dc30dbccd

[of8361605482b985da14aa43d527a.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuKbhb0?doclang=ET&text=&pageIndex=0&part=1&mode=&docid=76477&cid=1125585](http://www.heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/ecomflr6&div=28&collection=journals&set_as_cursor=5&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall)

49. Van den Elst, C. Van den Steen, L. Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeezed-out and Sell-out Rights. European Company and Financial Law Review, vol. 6, Issue 4, 2009. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/ecomflr6&div=28&collection=journals&set_as_cursor=5&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall
50. Van den Elst, C. Van den Steen, L. Squeezing and Selling-out - a Patchwork of Rules in Five European Member States. European Company Law, vol 4, issue 1, 2007. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.kluwer/eurcompl0004&div=8&collection=kluwer&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults&terms=squeezelout&type=matchall
51. Vutt. M. Shareholder's Derivative Claim - Does Estonian Company Law Require Modernisation? Juridica International 2008/15
52. Werlauff. E. Euroopa Liidu ühinguõigus. Ühine nimetaja ärilistele ettevõtmistele 12 riigis. TLN, Juura, Õigusteabe AS

Kasutatud õigusaktide loetelu

53. Aktiengesetz 06.09.1965. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>
54. Companies Act 2006 . Arvutivõrgus kättesaadav: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf
55. Companies Act 2006. Explanatory Notes. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/division/2>
56. Eesti Vabariigi põhiseadus RT I, 27.04.2011, 2, 22.07.2011
57. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ, 21. aprill 2004, ülevõtmispakkumiste kohta. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:17:02:32004L0025:ET:PDF>
58. German Stock Corporation Act. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.nortonrose.com/files/german-stock-corporation-act-2010-english-translation-pdf-59656.pdf>
59. Hea õigusloome ja normitehnika eeskiri. RT I, 29.12.2011, 228, 01.01.2012
60. Kinnisasja sundvõõrandamise seadus RT I, 14.02.2013, 4, 01.03.2013

61. New Companies Act, Fact Sheet, Ministry of Justice, Sweden, Ju05.03e May 2005.
Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://www.sweden.gov.se/content/1/c6/04/38/73/2827e973.pdf>
62. Rahandusministri 28. mai 2002. a määrus nr 71 «Ülevõtmispakkumisreeglid» RTL
2002, 65, 990
63. Tsiviilkohtumenetluse seadustik. RT I, 21.12.2012, 18, 01.01.2013
64. Väärtpaberituru seadus 17.10.2001.a. RT I 2001, 89, 532; RT I 2008, 13, 89
65. Äriseadustik. 15. veebruar 1995.a. RT I 1995, 26/28, 355; 2008, 16, 116

Kasutatud kohtulahendite loetelu

66. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus 21. detsembrist 2004 OÜ Amaterasu hagi AS NG
Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648
krooni 38 sendi saamiseks. Lahend nr 3-2-1-145-04
67. Tallinna Ringkonnakohtu 29.11.2012 otsus tsiviilasjas nr 2-11-58451/19 M G hagi
BLRT Grupp Aktsiaseltsi vastu nõukoguliikme tasu ja viivise väljamõistmiseks

Kasutatud muu allikmaterjali loetelu

68. Äripäeva 30.05.2012.a.artikkel. Arvutivõrgus kättesaadavad:
<http://www.ap3.ee/?PublicationId=31503ED6-39D4-4163-9D98-74AA1E3959CE&paperarticleid=F8E82361-8784-428B-835F-1FB2C7CAB808> OÜ
69. Äripäeva 06.07.2012 artikkel. Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://live.ap3.ee/article/2012/6/7/aktsionar-blrt-ignoreeris-taas-aktsionaride-huve>
70. Äripäeva 09.11.2012.a. artikkel. Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://www.ap3.ee/article/2012/11/9/blrt-peab-maksma-gnidinile-24-286-eurot>
71. Germany Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Committee 2010.
Arvutivõrgus kättesaadav:
http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx
72. Riigiteataja:
https://www.riigiteataja.ee/kohtuteave/maa_ringkonna_kohtulahendid/menetlus.html?kohtuasjaNumber=2-11-58451/19
73. International Acquisition Finance – Sweden, Editors: Advokatfirman Hammarskiöld & Co - Per Gustaf Ekbohm and Peder Grandinson p 5. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://www.europeanlawyer.co.uk/referencebooks_19_286.html

74. Investopedia. Majanduse- ja investeerimisealane veebikeskkond. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://www.investopedia.com/terms/f/free_rider_problem.asp#axzz20Cduku2k
75. KPMG Baltics AS Audit audiitoraruanne TeliaSonera ülevõtmisaruaande kohta
76. Komisjoni aruanne Euroopa Parlamendile , Nõukogule, Euroopa Majandus- ja Sotsiaalkomiteele ning regioonide komiteele direktiivi 2004/25/EÜ (ülevõtmispakkumiste kohta) kohaldamine/ 28.06.2012 Brüssel
77. Regeringskansliet, Government Offices in Sweden. Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://www.sweden.gov.se/sb/d/9171/a/82648>
78. Swedish squeeze-out guide. IBA Corporate and M&A Law Committee2010, lk 3. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx
79. Takeovers Offers of the 1985 Companys Act. Companys Act 2006, Explanatory Notes. Arvutivõrgus kättesaadav:
<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/notes/division/10/28/10/8/1>
80. TeliaSonera AB (publ) Rootsi seaduste kohaselt asutatud äriühingu pakkumine AS-i Eesti Telekom Eesti seaduste kohaselt asutatud äriühingu aktsiate omandamiseks 09.09.2009.a.
81. United Kingdom Squeeze-out guide. IBA Corporate and M&A Law Committee2010. Arvutivõrgus kättesaadav:
http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx
82. NASDAQ OMX Tallinna Börsi kodulehekülj.
<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?lang=et>

Mina, Anet Kaasik

Sündinud 05.06.1986

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Vähemusaktsionäride kaitse tõhustamine aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest“, mille juhendajad on Gerli Kilusk ja Kalev Saare,
 - 1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tallinnas, 06.05.2013.a.