

TARTU ÜLIKOOL
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse osakond

Tanel Veisson

HÄÄLTEENAMUSENÕUETE EESMÄRGIPÄRASUS ÜHINGUÕIGUSLIKUL
VÄHEMUSAKTSIONÄRIDE AKTSIATE ÜLEVÕTMISEL RAHALISE HÜVITISE EEST

Magistritöö

Juhendaja

dr. iur. Urmas Volens

Tallinn

2016

Sisukord

Sissejuhatus	4
1 Vähemusaktsionäridelt rahalise hüvitise eest aktsiate ülevõtmise õigus Eesti ühinguõiguses	12
1.1 Regulatsioon ja selle eesmärgid	12
1.1.1 Regulatsioon	12
1.1.2 <i>Squeeze-out</i> põhjused ja põhjendused	19
1.1.3 Omandiõiguse riive	22
1.1.4 Huvide konflikt.....	27
1.2 Regulatsioon Euroopa Liidu õiguses	29
2. Ühinguõigusliku ülevõtmise võrdlus teiste riikide õigusega.....	32
2.1 Võrdlus Saksamaa regulatsiooniga.....	32
2.1.1 Regulatsiooni eesmärgid.....	32
2.1.2 <i>Squeeze-out</i> ja omandipõhiõigus	35
2.1.3 Enamusosaluse arvutamine Saksamaal	38
2.1.4 Saksamaa 95% künnise põhjendus	41
2.1.5 Otsuse vastuvõtmine Saksamaal.....	42
2.1.6 Hüvitise määramine Saksamaal.....	44
2.2 Künnise ja kvooruminõude erisustest Saksa ja Eesti õiguses.....	44
3 Muudatusettepanekud	48
3.1 Muudatused äriseadustikus.....	48
3.1.1 <i>Squeeze-out</i> , kui vähemusaktsionäri ja enamusaktsionäri õigusi ja huve tasakaalustav õigusinstituut	48
3.1.2 Kvooruminõude langetamine 90%-ni või künnise tõstmine 95%-ni	52
3.2 <i>Sell-out</i> instituudi sisseviimise vajalikkusest Eesti ühinguõigusesse	55

Kokkuvõte	58
Summary.....	63
Kasutatud kirjandus	67
Kasutatud õigusaktid	70
Kasutatud kohtulahendid	73

Sissejuhatus

Tänapäeva ärikeskkonnas domineerib tendents, et äriühingu juhatuse mõjuvõim (*managerial power*) märgatavalt suureneb ning aktsionärid kaugenevad äriühingu sisulisest juhtimisest. Sellele aitab kaasa ettevõtete kasv, sellest tulenev juhtimisstruktuuride hajumine ning aina suurenev vajadus spetsiifiliste juhtimisalaste teadmiste järele. Pere-ettevõtetest, kus omanikud tegelesid ka ettevõtte igapäevase juhtimisega, arenevad tihti multinatsionaalsed korporatsioonid, kus on tohutu hulk aktsionäre ning tegelikke otsuseid langetavad pigem juhatus ja nõukogu koos kontrolliva aktsionäri (kui selline eksisteerib). Eriti kaugenenud on ettevõtte tegelikust juhtimisest väga väikest osalust omavad aktsionärid, kelle huvi ettevõtte vastu on eelkõige rahalist laadi. Seda arvesse võttes võib efektiivsuse huvides olla õigustatud selliste aktsionäride äriühingust välja jätmine, mis ongi *squeeze-out* kui vähemusaktsionäride sundülevõtmine rahalise hüvitise eest.

W. J. Magnuson on oma ülevõtmisi käsitlevas uurimuses nentunud, et: „demokraatlikus süsteemis on ette määratud, et vähemus kaotab, sest enamus saab hääled.”¹ Ka W. Woon on aktsionäridevahelisi suhteid iseloomustanud sarnaselt: „/.../ hoolimata asjaolust, et ettevõtte on demokraatlik organisatsioon /.../, on türannia ettevõtetes nii tavaline.”² Hääled üldkoosolekul määravad, kelle huvi jääb peale. Enamuse võim vähemuse üle on igati õiguspärane, kuid paratamatult kaasneb sellega vähemusaktsionäride õiguste riive. Seaduse üheks ülesandeks on kaitsta õigussuhtes nõrgemat osapoolt. Sel juhul peab seadus tekkida võivat huvide konflikti pehmendama ning võimalikke rikkumisi ennetama või vähemasti kehtestama sobivad õiguskaitsevahendid.

On tõsi, et vähemusaktsionäride kaitse teemal on Eestis küllalt palju kirjutatud ning kahtlemata on vähemuse kaitsel palju, mida võiks muuta, parandada, täiendada. Tihti aga unustatakse, et vähemuste kaitset saab laiendada ainult enamuse õigusi riivates.

¹ W. J. Magnuson. Takeover Regulation in the United States and European Institutional Approach. 2008. lk 42.

² W.C.M. Woon. Protecting the Minority Shareholder – Singapore Academy of Law Journal, 1992, lk 123.

Enamusaktsionär talub enda õiguste kärpimist küll kauem, kuna tema vahendid ja võimalused on suuremad, kuid kui see toob endaga järjepidevalt kaasa põhjendamatult suuri kulutusi, siis kaotavad sellest lõpuks kõik, samuti vähemusaktsionärid. Seega tuleb seadusandlike vahenditega tagada erinevate huvide vahel selline tasakaal, mis annaks ühiskonna kui terviku seisukohalt kõige optimaalsema lahenduse nii õiguse, õigluse kui ka majandusliku efektiivsuse vaatepunktist.

Temaatika tõsidust toob välja ka M. Vutt oma doktoritöös,³ väites muu hulgas, et aktsionäride seaduslik kaitse on Eestis ebapiisav, aktsionäride õiguste tagamise terviklik kontseptsioon ei ole Eesti õiguses olnud diskussiooni objektiks ning seda ei saa pidada õigeks⁴. Samuti leiab ta, et Euroopa riikidega võrreldaval tasemel vähemusaktsionäride kaitse tagamist ei saa lugeda pelgalt seadusandlikuks valikuks vaid tegemist on kogu investeerimiskliimat mõjutava küsimusega. Samal ajal on näiteks Saksamaa aktsiaseltside seaduse (AktG) ülevõtmise sätete seletuskiri⁵ toonud välja ka põhiaktsionäri kaitsmise vajaduse vähemusaktsionäride kuritarvituste vastu.

Vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine (*squeeze-out* õigus) on üks enim vähemusaktsionäridele pahameelt tekitavaid õigusinstituute. See on enamusaktsionärile antud õigus ja seadusega ettenähtud abinõu, et võimaldada tal minna üle ettevõtte ainujuhtimisele, kui tema osalus ettevõttes on kasvanud sedavõrd suureks (90-95%), et ettevõtte juhtimine aktsionäride paljususe olukorras on muutunud ebamõistlikult tülikaks. Igakordne üldkoosolekute kokkukutsumine iseendale ning mõnele 5-10% osalusega vähemusaktsionärile olukorras, kus suure osa ettevõtte igapäevaelu puudutavaid otsuseid saab enamusaktsionär vastavalt kvooruminõuetele langetada enda soovi kohaselt, on sedavõrd ebaefektiivne, et parim lahendus on “tülikatest” vähemusaktsionäridest vabaneda ning nende aktsiad üle võtta. Vastutasuks peavad vähemusaktsionärid saama õiglase rahalise kompensatsiooni.

Eestis tegutsev enamusaktsionär, kellel on alla 95% osalus, põrkub siinkohal ühinguõiguslikku ülevõtmist (äriseadustiku⁶ ptk 29¹, § 363¹ jj) rakendades kokku vastuolulise regulatsiooniga, mille tõttu võib *squeeze-out* instituut jääda talle tegelikult üksnes “sisutühjaks” õiguseks, mida ei ole praktikas võimalik teostada. Nimelt on ühinguõigusliku

³ M. Vutt, Aktsionäri derivatiivnõue kui õiguskaitsevahend ja ühingujuhtimise abinõu. Doktoritöö, Tartu Ülikool, Õigusteaduskond. Tartu Ülikooli kirjastus 2001. lk 90.

⁴ *Ibid*, lk 90.

⁵ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, 05.10.2001 lk. 31.

⁶ Äriseadustik, RT I, 30.12.2015, 73

ülevõtmise korral (Eestis eristatakse ka väärtpaberidõiguslikku ning ühinemisõiguslikku ülevõtmist) 90% osalusega enamusaktsionärile kehtestatud üldkoosoleku häälteenamuse nõudeks 95% häältest. Seadus eeldab, et lisaks enamusaktsionäri enda häältele hääletavad sellise päevakorrapunkti (vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtt) poolt ka vähemalt 5% vähemusaktsionäridest. Teoreetiliselt võib see olla hea mõte ning esmapilgul pakkuda vähemusaktsionäridele justkui suuremat kaitset aga praktikas võib see viia lahendamatu vastasseisu tekkimiseni, millega võib kaasneda hulgaliselt kulusid ning seaduse sätete üks eesmärk jääb realiseerimata, kuna ühinguõiguslikku ülevõtmist ei ole võimalik lõpuni viia.

Seesugune vastasseis tekib juhul, kui enamusaktsionäril on näiteks 92% osalus. Põhiaktsionär saab küll alustada ühinguõigusliku ülevõtmise protsessi, omades õigust esitada üldkoosolekule ülevõtmise taotlus (90% künnise nõue on täidetud), kuid kui mingil põhjusel ülevõtmine ühele või mitmele kokku üle 5% aktsiatest omavale vähemusaktsionärile ei meeldi, siis ülevõtmise otsust vastu võtta ei saa, kuna kvooruminõue 95% täidetud ei ole. Seega ei saa 92% aktsiatest omav põhiaktsionär teostada oma *squeeze-out* õigust, samas 8% osalusega vähemusaktsionärid ei oma mis tahes muid vähemusaktsionäri õigusi, mis võimaldaks neil mingil viisil osaleda ühingu juhtimises, lisaks ei ole võimalik neil ühingust välja astuda (*sell-out* instituut Eesti ühinguõiguses puudub). Kui kumbki osapool järele ei anna, tekib lahendamatu olukord. Seetõttu tekib küsimus, miks on seadusandja otsustanud anda vähemusaktsionäridele õiguse blokeerida *squeeze-out* ehk nende aktsiate õiglase hüvitise eest üle võtmise, kuid samas ei ole pidanud vajalikuks anda neile õigust osaleda ühingu juhtimises.

Kõrgem häälteenamuse nõue (95%) ühinguõigusliku ülevõtmise puhul, erinevalt väärtpaberidõiguslikust- ja ühinemisõiguslikust ülevõtmisest, kus nii künnis kui kvoorum on sätestatud 90% tasemel, ei ole Eesti seadusandlusesse sattunud juhuslikult. Erandit on põhjendatud nii: „/.../ Nende kahe (autor: väärtpaberidõigusliku ja ühinguõigusliku) ülevõtmise läbiviimise erinevus võrreldes äriseadustikukohase aktsiate ülevõtmisega (ühinguõiguslik ülevõtmine) seisneb selles, et nende läbiviimise õigus ja vajadus tuleneb muude tehingute tegemisest (ülevõtmispakkumine, eesseisev ühinemine). Äriseadustikus sisalduva üldise *squeeze-out* õiguse (ühinguõiguslik ülevõtmine) teostamine ei vaja aga mingit konkreetset õigustust või põhjendust, vaid selle algatamise õigus sõltub üksnes põhiaktsionäri soovist. Seepärast on põhjendatud ka otsustamiseks vajaliku häältearvu erinevus.“⁷

⁷ Äriseadustiku ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadus 75 SE. Seletuskiri, lk 25.

Kas enamusaktsionäri soov teostada äriühingu juhtimist efektiivsemalt ei ole tõesti piisav põhjendus või õigustus, et teostada samadel tingimustel *squeeze-out* õigust nagu on võimaldatud väärpaberioiguslikule- ja ühinemisõiguslikule ülevõtmisele? Enamusaktsionäri efektiivse juhtimise soov tähendab eesmärki suurendada tulusid ehk teda kannustab majanduslik huvi. Majanduslik huvi efektiivsust suurendada on aga üldine huvi ning turumajanduse alustala, sest ettevõtte hea käekäik suurendab üldist elatustaset ja heaolu – mis põhjusel ei sobi see Eesti ühinguõiguslikule ülevõtmisele piisavaks õigustuseks või põhjenduseks? Kas on enamusaktsionäri soov „muude tehingute tegemisest“ niipalju kordi halvem või ohtlikum, et seda tuleb „karistada“ kõrgema kvooruminõudega, mis võib muuta antud meetme lõpuleviimise enamusaktsionärile praktikas teostamatuks?

Teise põhjenduse⁸ antud lahknevusele võib leida väärtpaberituru seaduse seletuskirjast⁹ aastast 2007, mille kohaselt “väärtpaberituru seaduses ja äriseadustikus sätestatud kvoorumi või künnise erinevuse puhul tuleb arvesse võtta peamiselt asjaolu, et ülevõtmispakkumise järgse vähemusaktsionäride aktsiate väljaostmise realiseerimise puhul on põhimõtteliselt õiglase ostuhind juba väärtpaberiturul välja kujunenud ning vaidlustamisvõimalusi esineb seetõttu tõenäoliselt oluliselt vähem kui näiteks noteerimata aktsiaseltside puhul (kus aktsiatele õiglase hinna määramine on selgelt raskendatud). Seetõttu on ka õigustatud madalama kvoorumi kehtestamine ülevõtmispakkumise järgse vähemusaktsionäride aktsiate väljaostmise puhul, kuna nad peavad saama vähemalt sama head hinda oma aktsiate eest, mida maksti teistele sihtsikutele ülevõtmispakkumise raames.”

Sellega soodustatakse vähemusaktsionäride võimalusi oma õigusi kuritarvitada ettekäändega nõuda kõrgemat hüvitist. Sellest võib järeldada seda, et seadusandja on eelistanud enamusaktsionäri huvile, milleks on minna üle ühingu ainujuhtimisele (mis on ka ühinguõigusliku ülevõtmise instituudi peamiseks eesmärgiks) hoopis vähemusaktsionäri huvi saada aktsiate eest kõrgemat hinda. Tuleb tunnistada, et *squeeze-out* regulatsiooni eesmärk, milleks on efektiivset ühingujuhtimist takistavatest vähemusaktsionäridest lihtsalt vabaneda, on seesuguse põhjenduse puhul kõrvale jäetud ning ettevõtte käekäigu eest seisev üldine huvi on jäänud alla õiglase hüvitise maksmise eesmärgile.

Aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest on oma teadustöodes analüüsinud näiteks Risto Agur, Triin Bartels, Anet Kaasik, Ilona Karlson, Mari-Liis Lall, Karl-Juhan Paadam, Elen

⁸ Need kaks seletust on mitmetes kohtades viidatud kui ainukesed seletused, kuna Äriseadustiku seletuskiri puudub – Vt. RKTko 21.12.2004 nr 3-2-1-145-04, p 14.

⁹ Väärtpaberituru seaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seadus (108 SE). Seletuskiri, lk. 31.

Rohtla ning Andres Suimets. Need tööd on analüüsinud süvitsi ühte või teist aktsiate ülevõtmisega seotud aspekti – näiteks põhiseaduspärasust, õiglase hinna kriteeriumit, aktsiate ülevõtmist börsiaktsiaseltsides, A.Kaasik proovib enda tööga käsitleda institutsiooni tervikuna, mis aga magistritöö mahtu arvestades ei ole väga põhjalik. Küll aga toob ta samuti välja Eesti ühinguõiguslikus ülevõtmises hetkel seadusega loodud olukorra, kus *squeeze-out* õiguse läbiviimine eeldab 90% osaluskünnist, samas kui kvooruminõudeks on 95%. Siiski pole töös antud küsimust väga põhjalikult analüüsitud ning välja on toomata antud regulatsiooni tagamaad.

Seega erineb käesolev töö eelnevalt Eestis kaitstud uurimustest oluliselt, kuna antud küsimust pole süvitsi siiani analüüsitud, samuti puudub teistest vaadeldud töödest põhjalik Saksamaa *squeeze-out* instituudi analüüs, mis on olnud Eesti regulatsioonile suureks eeskujuks.

Maailmapanga 2016 aastal avaldatud uuringust¹⁰ selgub, et vähemusaktsionäride kaitse on Eestis Botswana tasemel ning halvem kui Venemaal, Lätis või Ghanas.¹¹ 190 riigi hulgas on Eesti 82. kohal. See tähendab, et vähemusaktsionäride õigusi lähedalt puudutavate instituutide, sealhulgas *squeeze-out* regulatsiooni analüüs ning ülevaatamine on muutunud Eestis väga aktuaalseks.

Lisaks teema siseriiklikule aktuaalsusele tuleb Eestis arvestada ka kaudset kohustust pakkuda Eesti aktsionäridele samu võimalusi, mis aktsionäridele teistes riikides laienevad. Saksamaa aktsiaseltside õigusesse *squeeze-out* instituudi sisseviimise üheks oluliseks põhjuseks oli ainuüksi asjaolu, et selline regulatsioon eksisteeris juba teiste Euroopa Liidu riikide õiguses.¹² *Squeeze-out* ja *sell-out* õigustepakett on enamikes Euroopa Liidu riikides olemas väärtpaberiõiguses, mõnede riikide puhul ka ühinguõiguses, erinevused seisnevad riigiti vaid detailides. Välisinvestor kaalub enne riiki sisenemist õiguskeskkonda väga hoolikalt ning võib juhtuda et just puudused Eesti *squeeze-out* õiguse instituudis võivad saada takistuseks Eesti valikul investeeringu sihtriigiks. Kuna Eesti turg on väike, peaksime me erilisel tähelepanu pöörama õiguskeskkonna konkurentsivõimele välisinvestori vaatenurgast.

Squeeze-out instituudi ja aktsionäriõiguste reformimise vajadust tervikuna on 2015. aastal toimunud konverentsil “Äriseadustik 20” rõhutanud ka Justiitsministeeriumi eraõiguse talituse

¹⁰ The World Bank, Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. Washington, DC: World Bank. DOI: 10.1596/978-1-4648-0667-4. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO. URL: <http://www.doingbusiness.org/rankings> (24.04.2016).

¹¹ Äripäev. Väikeosanike kaitse Botswanaga ühel pulgal. 16.02.2016.

¹² Entwurf eines Gesetzes ... 14/7034, 05.10.2001 lk. 31.

juhataja Indrek Niklus: “*Squeeze-out* ja *sell-out* instituudid vähemusosaniku või – aktsionäri lahkimiseks ühingu on märksõnadena olnud ühinguõigusega tegelevate juristide keelel juba pikemat aega, aga reaalselt leiame *squeeze-out* regulatsiooni ainult aktsionäride jaoks. Osaühingu puhul ei ole seadusel midagi võrreldavat pakkuda ning *sell-out* regulatsioon puudub meie äriseadusitkust üldse. Keda või mida me näiteks *sell-out* instituudi mitteloomisega kaitseme või kaitsema peame, on sama raske küsimus kui see, miks ei ole lehis Eestis looduslikult kasvav okaspuu.”¹³

Isegi kui konkreetsel teemal on Eestis vaidlusi siiani suhteliselt vähe olnud, ei tohiks me arvata, et võime instituudi arendamist pidevalt edasi lükata või sootuks pooleli jätta. *Squeeze-out* instituudi eesmärk on ka nn. preventiivne, ehk selle rakendamiseks pole vaja oodata asja kohtusse jõudmist vaid sätted annavad kindluse nii enamus- kui vähemusaktsionäridele, et juhul kui vaidlus tekib, meil on olemas seadus, mis nende õigusi sõnaselgelt kaitseb. Antud hetkel on puudusi nii enamus- kui ka vähemusaktsionäride kaitses.

Käesolev töö keskendub fookuse hajumise vältimise huvides eelkõige ühinguõigusliku ülevõtmise häälteenamused analüüsile ning töö uurimisobjektiks on aktsiaselts. Äriregistris oli seisuga 01.01.2015 registreeritud 201 348 äriühingut, millest 3493 aktsiaseltsi (1,73%) ning 158 173 osaühingut (78,56%).¹⁴ Samas on börsil noteeritud aktsiaseltsi üksnes 12 aktsiaseltsi¹⁵ ning lisanimekirjas veel kaks ettevõtet. Ka näiteks Saksamaal on ainult 4,3% aktsiaseltsidest listitud¹⁶ ning veel 2,4% aktsiaseltsidest kaupleb OTC turgudel.¹⁷ Aktsiaseltside suhteliselt väike arv ei vähenda siiski teema olulisust, kuna aktsiaseltsi vormis tegutsevad reeglina kõige suuremad äriühingud ning just nende potentsiaalsete investorite hulgas on rohkelt välisinvestoreid, kes on regulatsiooni suhtes tundlikud.

Magistritöö püstitab küsimuse, kas kehtivas õiguses sätestatud ühinguõigusliku ülevõtmise künnise ning ülevõtmise otsuse vastuvõtmiseks vajaliku kvoorum erinevus on õigustatud või mitte ehk kas nimetatud sätted aitavad parimal võimalikul viisil saavutada reguleerimise eesmärke.

¹³ I. Niklus. Muuta või mitte muuta äriseadustikku – selles on küsimus. Arutelu konverentsil “Äriseadustik 20: Eesti ja Euroopa ühinguõiguse kogemused ja arenguvõimalused”. 22.10.2015, lk 3-4.

¹⁴ e-Äriregistri statistika. <http://www.rik.ee/et/e-ariregister/statistika> (01.05.2016).

¹⁵ Lisandumas on AS LHV Pank

¹⁶ J.Schmidt. Reforms in German Stock Corporation Law - The 67th German Jurists Forum. European Business Organisation Law Review, volume 9, issue 4, 2004, lk 639.

¹⁷ OTC (*Over The Counter*) - väärtipaberitega kaubeldakse maaklerite või muude isikute vahel elektrooniliste platvormide või muude kanalite vahendusel (tehingud määratud vastaspoolega).

Töö uurimisprobleem on järgmine: kas kehtivas ühinguõiguses sätestatud häälteenamused/kvooruminõude regulatsioon vähemusaktsionäride aktsiate rahalise hüvitise eest ülevõtmisel on põhiaktsionäri, üldsuse ja vähemusaktsionäride vastandlike huvide kaitseks parim lahendus või mitte.

Töö eesmärgiks on võrdleva õigusteaduse meetodikatele tuginedes välja selgitada, kas kehtivas õiguses sätestatud künnise ja kvooruminõuded ühinguõigusliku vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise otsustamisel on sobivad ning asjakohased.

Hüpoteesiks on, et üldkoosoleku kvooruminõue aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest äriseadustikus ei ole kuigi tõhus erimeelsuste lahendamisel juhul, kui põhiaktsionärile ei kuulu piisavalt suur osa aktsiatest, et ülevõtmise otsus ilma vähemusaktsionäride toetuseta vastu võtta. Samuti ei taga kehtiv regulatsioon ka põhiaktsionäri ning üldist huvi majandusliku efektiivsuse suurendamisel, kuna ei võimalda teatud asjaolude kokkulangemisel põhiaktsionäri minna üle aktsiaseltsi ainujuhtimisele.

Alamhüpoteesiks on, et ühinguõiguslik ülevõtmine oleks efektiivsem reguleerida sarnaselt Saksamaaga selliselt, et ülevõtmise künnise ja otsustamiseks vajaliku kvoorumi saavutamiseks vajalik häälteenamus oleks ühtlustatud kas 90% või 95% tasemel. Samuti tuleks samal tasemel fikseerida vähemusaktsionäride vähemusotsustusõigused selliselt, et seal kus lõppevad vähemusaktsionärid vähemusotsustusõigused, seal algab põhiaktsionäri õigus ühinguõiguslikuks ülevõtmiseks.

Töö koosneb kolmest osast. Töö esimene osa „Vähemusaktsionäridelt rahalise hüvitise eest aktsiate ülevõtmise õigus“ käsitleb regulatsiooni, õigusinstituudi põhjusi ning põhjendusi, seoseid põhiõigustega ning enamus- ja vähemusaktsionäride huvide konflikti. Töö teine osa „Ühinguõigusliku ülevõtmise võrdlus teiste riikide õigusega“ keskendub õigusinstituudi võrdlusele peamiselt Saksamaa vastava regulatsiooniga ning analüüsib sarnasusi, erinevusi ning seadusandjate eesmärke. Töö kolmas osa „Muudatusettepanekud“, analüüsib, kas ühinguõigusliku kvooruminõuet tuleks langetada 90% tasemele või künnisenõuet tõsta 95% tasemele, teeb eelnevast kokkuvõtteid ning ettepaneku ühinguõigusliku ülevõtmise sätete muutmiseks.

Peab tõdema, et töö on kirjutatud eelkõige võrkeelsetele allikatele tuginedes, kuna ainult eestikeelsele õiguskirjandusele tuginedes jääks töö ühekülgses. Küllalt suur osa tööst põhineb Saksamaa aktsiaseltside seaduse (AktG) kommentaaridele ning seletuskirjale, mida analüüsitakse peamiselt koos Eesti, aga ka Rootsi ja Soome vastavate allikatega. Eesti

allikadena on kasutatud *Juridicas* ja muudes õigusajakirjades ilmunud artikleid, kohtupraktikat, õiguskirjandust, Eesti ja EL ja selle liikmesriikide õigusakte ning varasemaid teadustöid, mida on antud teemal piisavalt.

Magistritöö on kvalitatiivse iseloomuga. Eelkõige on kasutatud võrdlevast meetodit. Samas ka ajaloolist ning dogmaatilist meetodit.

Kokkuvõtvalt tasub autori hinnangul Eestis analüüsida künnise ja üldkoosoleku kvooruminõuete ühtlustamist ning viia regulatsioon kooskõlla Euroopas levinud aktsiate ülevõtmise instituudi põhimõttega, mille kohaselt üldine huvi (majandusliku efektiivsuse kasvu näol) kaalub üles üksikisiku omandiõiguse. Samuti tuleb tõsiselt kaaluda võimalust, kas peaks ühtlustama aktsionäriõiguste hierarhia selliselt, et seal, kus lõppevad vähemusaktsionäri otsustusõigused algab põhiaktsionäri õigus vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmiseks õiglase rahalise hüvitise eest.

1 Vähemusaktsionäridelt rahalise hüvitise eest aktsiate ülevõtmise õigus Eesti ühinguõiguses

1.1 Regulatsioon ja selle eesmärgid

1.1.1 Regulatsioon

Aktsiate ülevõtmist reguleeriv 29.¹ peatükk lisati väärtpaberituruseaduse eelnõuga¹⁸ äriseadustikku Riigikogu majanduskomisjoni algatusel ning kehtib Eestis alates 17. oktoobrist 2001. Regulatsiooni eesmärgiks on nimetatud põhiaktsionärile seltsi ainujuhtimisele ülemineku võimaldamine ning seeläbi juhtimiskulude kokkuhoidmine ja väikeaktsionäride õiguste võimaliku kuritarvitamise takistamine.¹⁹ Algselt kehtis see regulatsioon nii reguleeritud väärtpaberiturul kauplemisele võetud (edaspidi ka kaubeldavad aktsiad) kui ka mittekaubeldavatele aktsiatele (kaubeldavate aktsiate puhul küll koostoimes VPTS-ga). 28. mail 2002.a. lisandus väärtpaberioigusliku ülevõtmise osas rahandusministri määrus nr 71, mis sätestas ülevõtmispakkumisreeglid.²⁰ Eesmärgiga harmoniseerida ülevõtmispakkumiste direktiiv,²¹ lisati 2007. a lõpus väärtpaberituruseadusesse²² aktsiate rahalise hüvitise eest ülevõtmise eriregulatsioon reguleeritud väärtpaberiturul kauplemisele võetud aktsiaseltsidele – nn. väärtpaberioigusliku ülevõtmise sätted.²³ Alates 2011. aastast täiendati äriseadustikku ka nn ühinemisõigusliku ülevõtmise sätetega,²⁴ mis reguleerivad *squeeze-out* õigust ühendatava aktsiaseltsi vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate suhtes.

¹⁸ Väärtpaberituruseaduse eelnõu 638 SE.

¹⁹ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416.

²⁰ Ülevõtmispakkumisreeglid. 15.06.2002.a. RTL 2002, 65, 990; RTL 2008, 11, 137.

²¹ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, 21.04.2004 – ELT L 142, 30.4.2004, lk 12–23

²² Vt. VPTS §182¹

²³ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416.

²⁴ Vt. AS §421¹

Väärtpaberiõigusliku ülevõtmise sätete aluseks olevas ülevõtmispakkumiste direktiivis²⁵ käsitleb väikeaktsionäride välistamisõigust artikkel 15. Vastava artikli lõikes 2 on sätestatud ülevõtmiseks vajalikud künnisenõuded. Direktiiv reguleerib küll üksnes reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltsi. Kuna mittekabeldavate aktsiaseltside – ühingud, mis pole reguleeritud turul kauplemisele võetud – aktsiate ülevõtmist direktiiv otseselt ei reguleeri, siis on siin liikmesriikide lõikes küllalt suuri erinevusi. Direktiivi ettevalmistavate materjalide hulgast, mis direktiivi tõlgendamisel kasuks tulevad, tasub esile tõsta Euroopa Komisjoni tellitud ekspertkomisjoni raportit²⁶ (nn Winter I), mis aitab nimetatud sätete sisu lahti mõtestada.

ÄS § 363.¹ kohaselt võib aktsionäri taotlusel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiaseltsi aktsiakapitalist (põhiaktsionär), aktsionäride üldkoosolek otsustada aktsiaseltsi ülejäänud aktsionäridele (vähemusaktsionärid) kuuluvate aktsiate ülevõtmise põhiaktsionäri poolt õiglase rahalise hüvitise maksmise vastu. Põhiaktsionäri aktsiateks loetakse ka põhiaktsionäri ema- või tütarettevõtja aktsiad, kui ema- või tütarettevõtja annab selleks oma nõusoleku. Üldkoosoleku otsuse vastuvõtmiseks aga on ÄS § 363.⁷ kohaselt vaja vähemalt 95/100 aktsiatega esindatud häälest. Seega õigus ülevõtmist taotleda tekib, kui põhiaktsionäri kuulub 9/10 aktsiakapitalist, otsus on vastu võetud aga alles siis, kui selle poolt on vähemalt 95/100 aktsiatega esindatud häälest.

Siin on ka üks oluline erinevus võrreldes teiste ülevõtmise regulatsioonidega. Kui väärtpaberiõigusliku ja ühinemisõigusliku ülevõtmise puhul peab ülevõtmise otsuse poolt olema 9/10 aktsiatega esindatud häälest, siis on ühinguõigusliku ülevõtmise üheks oluliseks lahkevuseks on asjaolu, et ülevõtmise otsuse vastuvõtmiseks vajalik poolthääle arv (95/100 aktsionäridest) on ülevõtmise taotlemiseks vajalikust nõutavast 90% osalusest (künnis) kõrgem.

Näiteks ei pruugi 92% aktsiakapitalist omav põhiaktsionär vähemusaktsionäride vastuseisu tõttu saada oma *squeeze-out* õigust teostada. Samal ajal ei ole aga näiteks vähemusaktsionäri, kellele kuulub 8% aktsiakapitalist teisi vähemusaktsionäride õigusi.

Ühinguõiguslikus ülevõtmises (ÄS § 363⁴ lg 2) on aktsiate eest õiglase hüvitise maksmise üle teostatava järelevalve esmaseks instantsiks seatud audiitor. 2003. a. tehtud täpsustusega on

²⁵ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, 21.04.2004 – ELT L 142, 30.4.2004, lk 12—23

²⁶ Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüssel 10.01.2002, lk. 61-62.

seadusandja eeldatavasti soovinud hüvitise määramises selgust tuua, kuid praktikas ei taga audiitori sellisel kujul protsessi lülitamine senisest õiglasemat tulemust ega suurenda ka majanduslikku efektiivsust. Audiitori rolli ülevõtmisaruande kontrollimisel seab suure kahtluse alla ka K. Kask oma magistritöös,²⁷ mis toob välja, et audiitori kasutamine tekitab põhi- ja väikeaktsionäride vahele pingeid ning soodustab pooltevaheliste vaidluste teket.

Audiitori koostatavas kontrolli aruandes tuleb ära näidata hüvitise suuruse määramisel kasutatud meetod ning selle kohasus hüvitise suuruse määramiseks, hüvitise suuruse määramisega seotud raskused, samuti, millised oleksid alternatiivsed meetodid hüvitise määramiseks. Kui hüvitise suuruse määramisel on kasutatud erinevaid meetodeid, peab audiitor ka märkima, milline olnuks hüvitise suurus iga meetodi puhul eraldi ning millist tähtsust omas iga meetodi alusel saadud tulemus hüvitise suuruse määramisel (ÄS § 363⁴ lg 2¹). Seega peab audiitor välja selgitama, kas põhiaktsionäri määratud hind on ikka tõepoolest õiglane või mitte. Selleks oleks aga ka teisi võimalusi, kui audiitori kaasamine, näiteks kohtulik kontroll, mida peaks rakendama üksnes vaidluse olemasolu korral, kuid sellele antud töö ei keskendu.

Ühinguõigusliku ülevõtmisotsuse õiguspärasuse peamiseks kontrolli instantsiks ja põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise õigluse tagajaks on äriseadustikus seatud kohus. Seadus ütleb ka otsesõnu, et ülevõtmisotsust ei saa kehtetuks tunnistada üksnes põhjusel, et vähemusaktsionäridele makstav hüvitis määrati liiga madalaks.

ÄS aktsiate ülevõtmist puudutav 29¹peatükk lisati väärtpaberituru seaduse eelnõusse²⁸ teisel lugemisel Riigikogu majanduskomisjoni algatusel.²⁹ Kahjuks nendel sätetel seletuskiri puudub, nagu nähtub ka riigikohtu lahendist nr 3-2-1-145-04³⁰ punktist 14.

²⁷ Kask, K. Ülevõtmispakkumisega seotud probleeme – juhtkonna neutraalsuse põhimõtte ja audiitori sõltumatus. Magistritöö. Tartu Ülikool, Õigusteaduskond, äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool. Tartu, 2013.

²⁸ Eelnõu 638 SE, seadus jõustus 01.01.2002 (vt ka RT I 2001, 89, 532).

²⁹ RK 3-2-1-145-04, p. 14 Ainsana on sätteid lühidalt tutvustanud Riigikogu 13. juuni 2001. a istungil eelnõu teisel lugemisel Vabariigi Valitsuse esindajana toonane rahandusminister S. Kallas, kes on vastavate sätete kohta märkinud muu hulgas: /.../ Otsuse aktsiate omandamise kohta hüvitise eest teeb aktsiaseltsi üldkoosolek, kui poolt on vähemalt 95% aktsionäridest. Selle regulatsiooni ettevalmistamisel on lähtunud eelkõige Saksamaa vastavatest aktidest. See peaks tagama nii väikeaktsionäride, tuumikaktsionäri kui ka aktsiaseltsi enda huvide kaitse. ...» Lisaks märkis minister äriseadustiku täiendamise kohta, et «... See ettepanek kujunes ekspertide tihedas koostöös, kaaluti eri variante. Ma, ausalt öeldes, ei julgeks seda isegi väga põhjalikult kommenteerida. Nii leiti olevat praktilisem teha, nii et see toimus koostöös komisjoniga. Rahandusministeeriumi ja komisjoni eksperdid ja kindlasti ka kõik turuosalised, kes seaduse väljatöötamisel osalesid, leidsid, et on mõistlikum valida

2011. a äriseadustiku ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskirja kohaselt seisneb väärtpaberituru seaduses sätestatud aktsiate ülevõtmise (väärtpaberioiguslik ülevõtmine) ja äriseadustiku §421¹ sätestatud aktsiate ülevõtmise ühinemise läbiviimiseks (ühinemisõiguslik ülevõtmine) erinevus võrreldes äriseadustiku ptk 29¹ kohase aktsiate ülevõtmisega (ühinguõiguslik ülevõtmine) selles, et nende läbiviimise õigus ja vajadus tuleneb muude tehingute tegemisest (ülevõtmispakkumine, eesseisev ühinemine). Äriseadustikus sisalduva üldise *squeeze-out* õiguse teostamine ei vaja aga mingit konkreetset õigustust või põhjendust, vaid selle algatamise õigus sõltub üksnes põhiaktsionäri soovist. Seepärast on seaduse autorite arvates põhjendatud ka otsustamiseks vajaliku häältearvu erinevus.

Vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine õiglase hüvitise eest kui õigusmõiste ei oma rahvusvahelises õiguskirjanduses päris ühtset määratlust. Saksakeelses õiguskirjanduses tähistatakse aktsiate ülevõtmist terminiga *squeeze-out* ning on defineeritud ka näiteks vähemusaktsionäride „väljajätmise õigusena.“³¹ Anglo-Ameerika õigusruumis tehakse aga vahet õiguspärase ning õigusvastase ülevõtmise vahel ning esineb kaks paralleelset terminit: vähemusaktsionäride aktsiate õiguspärase ülevõtmise puhul *freeze-out* mõiste, *squeeze-out*³² tähendusalaselt jäävad faktilised ja õigusvastased vähemusaktsionäride ühingust väljatõrjumisviisid.³³ Rootsikeelses õiguskirjanduses kasutatakse aktsiate ülevõtmise kohta

äriseadustiku loogika. Mina aktsepteerin seda, ju see on praktiline. ...». /.../ Eelnõu kaasettekandjana on L. Tõnisson samal Riigikogu majanduskomisjoni Riigikogu 13. juuni 2001. a istungil väärtpaberituru seaduse eelnõu kohta mh märkinud, et: «... 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. ...». Eelnevast nähtub, et seadusandja ei ole põhjalikumalt arutanud aktsiate ülevõtmisel makstava rahalise hüvitise suuruse üle ega ilmselt isegi mitte teadvustanud hüvitise suuruse määramise teematikat, vaid jätnud selle praktika ja seaduse täiendamise hoolde.

³⁰ 3-2-1-145-04 Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 21. detsembri 2004. a kohtuotsus OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 senti saamiseks.

³¹ Inglise keeles *exclusion of minority shareholders*. T. Stohlmeier. German Public Takeover Law. Bilingual Edition with an Introduction to the Law. Kluwer 2002, lk 27

³² Vähemushuvide elimineerimine või vähendamine aktsiaseltsis. Inglise keeles: *an action taken in attempt to eliminate or reduce a minority interest in a corporation*. A. Nozadze, lk 5; Bryan A. Garner (editor in chief) Black's Law Dictionary, 9th ed., Thomas Reuters, 2009.

³³ T. Bartels, lk 86, allmärkus 1: Vt. A. Reinisch. Der Ausschluss von Aktionären aus der Aktiengesellschaft. Köln 1992, lk 9.

terminit *utsvältning*, mis tõlkes tähendab „väljakurnamisõigus.“³⁴ K. Saare leiab, et väikeaktsionäridest vabanemiseks saab ja tohib kasutada üksnes seadusega lubatud viise (nt *squeeze-out*, ÄS §-d 363¹–363¹⁰), muul juhul³⁵ on tegemist TsÜS §-st 32 tuleneva kohustuse rikkumisega³⁶ (hea usu põhimõtte omavahelistes suhetes).

Aktsionäristaatuse lõppemise osas puudub aktsiaseltside osas võrreldav regulatsioon osauhingute suhtes kehtiva regulatsiooniga aktsionäri aktsiaseltsist väljaarvamise kohta, seega on küsitav kas saaks tuletada seaduspärase võimaluse aktsionäri aktsiaseltsist väljaarvamiseks mõjuva põhjuse olemasolul. Samuti on küsitav, kas osaniku osauhingust väljaastumise põhimõtted oleksid rakendatavad ka aktsiaseltsi puhul ning kas aktsiaseltsi põhikirjas võib teatud eelduste täitmise korral ette näha, et aktsiaseltsist saab välja astuda ka muul viisil, kui aktsia kolmandale isikule võõrandamise teel.³⁷

Eesti õiguspraktikud³⁸ on iseloomustanud aktsiate ülevõtmist põhiaktsionäri poolt kui

- vähemusaktsionäride sunduslikku väljaostmist,³⁹
- äriõiguslikku õigussuhte ühepoolse lõpetamise õigust,⁴⁰
- „tühjakspigistamist“ ja
- aktsionäri-algatuslikku sundmüüki.⁴¹

³⁴ M. Kalas nendib ka, et praktika on näidanud, et enamus võib pahatihti kasutada oma võimu ja takistada dividendide määramist, eesmärgiga vähemus „ära väsitada“ ja panna neid oma aktsiaid odavalt enamusele maha müüma. M.Kalaus. Aktsiaseltsi vähemusaktsionäride kaitse probleeme - *Juridica* 1998, 6, lk 286.

³⁵ K. Saare: näiteks kui aktsiaseltsis hälteenamust omavad aktsionärid: 1) välistavad kapitali suurendamisel aktsionäride märkimise eesõiguse ning suunavad selle kolmandale isikule, /.../ eelkõige huvist välistada tulevikus väikeaktsionäride poolt teatud õiguste kasutamise võimalus (ÄS § 345 lg 1). 2) otsustavad aktsiaseltsi tegevuse lõpetamise eesmärgiga jätkata edaspidi aktsiaseltsi poolt arendatud majandus tegevust ilma väike aktsionärideta.

³⁶ K. Saare. Eraõigusliku juriidilise isiku organi liikmete õigussuhted. *Juridica* VII/2010, lk 481-490, lk 484.

³⁷ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 415.

³⁸ T. Bartels. Tühjakspigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363.¹-363.¹⁰ - *Juridica* 2004/2, lk 86.

³⁹ Vahimets, R. *et al.* Ühinemised ja omandamised. Alternatiiv äri orgaanilisele kasvule - *Äripäev* 2007, lk 100.

⁴⁰ Võlaõiguse üldsätted näevad õigussuhte ühepoolse lõpetamise õiguse ette üksnes olulise lepingurikkumise või vastava kokkuleppe olemasolul (VÕS § 116, § 188 lg 2, § 97 lg 5), samuti õigussuhtes nõrgema osapoole kaitseks (nt tarbija taganemisõigused). Ühinguõiguses võib nimetada äriühingu lõpetamist, osanike lahkumis- ja väljaarvamisõigust, millest viimased omavad piiratud rakendusala. T. Bartels. Tühjakspigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363.¹-363.¹⁰ - *Juridica* 2004/2 lk 87.

Autor kasutab käesolevas töös paralleelselt nii mõisteid ühinguõiguslik ülevõtmine kui ka *squeeze-out* õigus.

Squeeze-out instituudi asukoha leidmisel põhiõiguste ning vabaduste hierarhias tuleb arvestada vähemalt kolme isiku ning nende huvidega: lisaks enamusaktsionäri ja vähemusaktsionäri huvidele ka aktsiaseltsi omadega.⁴² Äriseadustikus on aktsiate ülevõtmine defineeritud kui põhiaktsionäri õigus.⁴³ Aktsiaseltsi ainujuhtimine, mis on kantud efektiivse juhtimise eesmärgist, on kvalifitseeritav kui üldine huvi PS §32 tähenduses.⁴⁴ Aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest on lepinguvabaduse põhimõttest kõrvale kaldunud, kuna vähemusaktsionäride tahteavaldust ega nõustumust ei ole nõutud. Seega on instituudi loomisel üldine huvi üles kaalunud omandipõhiõiguse ning see toob endaga kaasa aktsia kui omandi sundvõõrandamise.⁴⁵

Vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on ühelt poolt aktsiaseltsis teatud häälteenamust omavale aktsionärile seadusega antud õigus omandada õiglase hüvitise eest vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiaseltsi aktsiad ja saavutada selliselt saajaprotsendiline osalus aktsiaseltsis ning teiselt poolt vähemusaktsionäridele pandud kohustus aktsiad müüa.⁴⁶ Seega ühinguõiguslik ülevõtmine on enamusaktsionärile antud võimalus omandada vähemuselt kogu aktsiapakk selleks, et muuta aktsiaseltsi juhtimine efektiivsemaks ja vabaneda väikeaktsionäridest efektiivsema juhtimise eesmärgil⁴⁷

Teisalt on *squeeze-out* õigus teatud mõttes ka vähemusaktsionäridele seadusega sätestatud tagatiseks, sest selle eesmärk on lisaks enamusaktsionäri huvide kaitsele ka ühingu kui terviku

⁴¹ Siin on aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest äriseadustikus teatav sarnasus sundmüügile kinnisasja sundvõõrandamise seaduses (KASVS § 2), kuid aktsiate ülevõtmine toimub siiski eraõigusliku isiku algatusel ning tegemist on aktsiaomandiõiguse piiranguga. Vt. ka T. Bartels allmärkus 6.

⁴² Vt. ka nt. M. Vutt, Aktsionäri derivatiivnõue kui õiguskaitsevahend ja ühingujuhtimise abinõu. Doktoritöö, Tartu Ülikool, Õigusteaduskond. Tartu Ülikooli kirjastus 2001, lk 7.

⁴³ /.../ (Ä)riseadustikus on aktsiate ülevõtmine sätestatud põhiaktsionäri õigusena võtta vähemusaktsionäride aktsiad ühepoolset üle, /.../; Vt. RKTko 21.12.2004, 3-2-1-145-04 (OÜ Amaterasu hakis AS NG Investeeringud vastu), p 15.

⁴⁴ O. Kask *et al.* PõhiSK §32, - Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm vlj. 3 vlj. Tallinn Juura 2012.

⁴⁵ Eestis ei ole *squeeze-out* õigust külgnevate õiguste ning põhimõtetega põhjalikult analüüsitud, seega väljatoodud külgnevad õigused on tehtud autori valikul ning ei pruugi olla lõplikud.

⁴⁶ R. Vahimets *et al.* Ühinemised ja omandamised, lk 100

⁴⁷ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416-417.

huvide kaitse, arvestades ka vähemusaktsionäride huve, eelkõige varalisi huve – vähemusaktsionäridele kompenseeritakse kaotatud osalus õiglase hüvitise maksmisega.⁴⁸

Lisaks on vajalik märkida, et ka vähemusaktsionäri huvides on squeeze-out menetluse lihtne läbiviimine, eelkõige põhjusel, et enamusaktsionäri oleks vähemusaktsionäridest vabanemiseks seaduslik viis ning vähendamaks võimalusi, kus enamusaktsionär on sunnitud vähemusaktsionäridest vabanemiseks kasutama muid, vähem õigus- ja seaduspäraseid meetodeid.

Nagu juba mainitud, on Eestis väärtpaberiõiguslik ülevõtmine ja ühinguõiguslik ülevõtmine, eristatavad, kusjuures esimest võiks võtta, kui teise eriregulatsiooni juhuks, kui aktsiaseltsi aktsiad on võetud kauplemisele reguleeritud väärtpaberiturul.

Näiteks Rootsi aktsiaseltside seaduse⁴⁹ (reguleerib nii mittekaueldavaid kui ka reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltse) ptk 22, §1 kohaselt on aktsionäri, kes omab 90% aktsiaseltsi aktsiatest (enamusaktsionär) õigus omandada ülejäänud aktsiaseltsi aktsiad (*squeeze-out*). Samas on ka vähemusaktsionäri õigus nõuda aktsiate ülevõtmist enamusaktsionäri poolt (*sell-out*). Juhatus teavitab aktsionäre ja kui makstava hüvitise või ülevõtmise õiguse osas vaidlust ei ole, siis on edasine protsess väga lihtne – põhiaktsionär omandab aktsiad ja tasub hüvitise. Mingit täiendavat üldkoosoleku otsust selleks vaja ei ole. Seega puuduvad ka erinevused künnise ja kvooruminõuete osas. Rootsis ei ole *squeeze-out* otseselt seotud ülevõtmispakkumisega, kuigi see järgneb tavaliselt ülevõtmispakkumisele.⁵⁰ Võib öelda, et Rootsis puudub vahetegu väärtpaberiõigusliku ja ühinguõigusliku *squeeze-out* vahel.

Saksa ja Euroopa õiguskirjanduses laiemalt on samuti peetud debatti selle üle, kas ei peaks mittekaueldavaid ja kaueldavaid aktsiaseltse lugema üldse eri juriidilises vormis äriühinguteks⁵¹. Soome ja Rootsi ongi seda teed läinud. Näiteks Soome aktsiaseltside seadus⁵² näeb ette nii mitteavaliku (*yksityinen osakeyhtiö* – OY), kui ka avaliku aktsiaseltsi (*julkinen osakeyhtiö* – OYj), kusjuures mitteavaliku aktsiaseltsi miinimumaktsiakapital on 2500 eurot, avalikul aktsiaseltsil aga 80 000 eurot.

⁴⁸*Ibid.*

⁴⁹Aktiebolagslag (2005:551) - Ptk 22 (Inlösen av minoritetsaktier), §2 lg-d 2-4.

⁵⁰Sweden. Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Law Committee 2010.

⁵¹J.Schmidt. Reforms in German Stock Corporation Law, lk 640.

⁵²Osakeyhtiölaki 624/2006, §1 ja §3.

Ka Saksamaal on mitmeid raamatupidamise ja kapitalituru reegleid, mis kehtivad üksnes börsinimekirjas olevatele aktsiaseltsidele. Paraku on see toonud kaasa ka ühinguõiguse ja väärtpaberioiguse vastuolud ning kohatise topeltregulatsiooni.⁵³ Siinkohal võiks edasi küsida, kas reeglid mittekaubeldavate ja kaubeldavate aktsiaseltside aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest üldse peavadki olema sarnased. Winteri raportis⁵⁴ nimetatakse *squeeze-out* regulatsiooni õigustusena ka asjaolu, et vähemusaktsionäride olemasolu pärast ülevõtmispakkumist toob endaga kaasa mitmeid kulusid ja riske ning väärtpaberioiguslik *squeeze-out* õigus muudab ülevõtmispakkumise tegemise atraktiivsemaks. Mittekaubeldavate aktsiaseltside puhul ei saa aga sellisest seosest ülevõtmispakkumisega rääkida, kuna ülevõtmispakkumise mõistet tunneb vaid väärtpaberioigus.

1.1.2 *Squeeze-out* põhjused ja põhjendused

Eri autorid⁵⁵ on *squeeze-out* põhjuste ja seda instituuti õigustavate asjaoludena välja toonud järgmist.

Esiteks aitab ühinguõigusliku ülevõtmise instituudi kasutamine suurendada ettevõtte majanduslikku efektiivsust ehk aitab realiseerida sünergiaid. Lahti seletatult tähendab majandusliku efektiivsuse kasv seda, et väga väikese osalusega finantsinvestoritest vähemusaktsionärid, kellel puuduvad vähemusotsustusõigused, muutuvad aktsiaseltsile pigem koormaks, mis toob kaasa täiendavat aja ja rahakulu ning muudab otsustamise keerulisemaks. Sellistest aktsionäridest vabanemine suurendabki majanduslikku efektiivsust, mis väljendub juhtimiskulude kokkuhoius ja efektiivsemas otsustusprotsessis. Kaudselt on see ka üldine huvi, kuna efektiivselt tegutsevad ettevõtted on ka ühiskonna kui terviku huvides, sest suurendavad üldist heaolu.

Näiteks üle 10% osalust omavate aktsionäride vähemus(otsustus)õigused võivad kaasa tuua täiendavaid kulusid seoses õigusega nõuda teavet ja selgitusi äriühingu tegevuse kohta, õigus

⁵³ J.Schmidt. Reforms in German Stock Corporation Law, lk 641.

⁵⁴ Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüssel 10.01.2002, lk. 11.

⁵⁵ R. Vahimets et al. Ühinemised ja omandamised. Alternatiiv äri orgaanilisele kasvule - Äripäev 2007, lk 101-102; Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (nn Winter I), Brüssel 10.01.2002, lk. 60-61; M. Burkart, F. Panunzi. Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and Dynamics of The Tender Offer Process. Working Paper N°. 10/2003, 06.2003, lk 17.

nõuda erikontrolli, õigus nõuda teatud küsimuste lisamist üldkoosoleku päevakorda, võimalikud tülikad ja aeganõudvad kohtuasjad.

Teiseks võivad vähemusaktsionäride õigused muutuda ebaoproportsionaalseks võrrelduna nende osaluse suurusega ning vähemusaktsionärid võivad kasutada või ähvardada kasutada oma õigusi üksnes põhjendamatute soodustuste väljapressimiseks (nõ *free-rider* probleem)⁵⁶. Antud töö kontekstis oleks *free-rider*⁵⁷ passiivne vähemusaktsionär, kes saab aktsiaseltsi tegevuse tulemusena kasu suuremas ulatuses, kui oleks proportsionaalne arvestades aktsionäri osalust ja panust aktsiaseltsi tegevusse. Praktikast võib ette tulla, et mitmed vähemusaktsionärid volitavad hääleõiguse edasi ühele vähemusaktsionärile või moodustavad nn. koalitsiooni. Silmatorkavaks näiteks on siinkohal võrdse kohtlemise printsiibist lähtuv dividendide proportsionaalne jagamine, vastavalt osaluse suurusele⁵⁸.

Kolmandaks oluliseks põhjuseks ühinguõiguslikku ülevõtmist kasutada on (huvide) konflikt näiteks emaettevõtjaga – vähemusaktsionäride olemasolu muudab raskeks, kui mitte võimatuks äriühingu täieliku integreerimise emaettevõtjaga. Näiteks juba 10% osalusega aktsionäri olemasolu puhul tuleb järgida üldkoosoleku korraldamise reegleid, vähemusaktsionäril on õigus otsustamisel kaasa lüüa, protsesse pidurdada, küsimusi vaidlustada, kogu menetluse aega vajadusel pikendada.

Neljandaks tuuakse *squeeze-out* põhjustena lisaks kulude vähendamisele välja ka ülevõtmise atraktiivsust. Vähemusaktsionäride väljaostmine muudab ettevõtte atraktiivsemaks võimalikele ülevõtjatele, kuna 100% osalus omab kõrgemat väärtust, kui näiteks 90% osalus. Ehk kui ettevõtte omanikul on soov ettevõtte välisinvestorile maha müüa, soovib investor omandada kogu ettevõtet, mitte tegeleda võõras riigis vähemusaktsionäride spetsiifiliste küsimustega, mida reguleerib siseriiklik õigus.

Viiendaks eesmärgiks ülevõtmistele võib olla vähemusaktsionäridega kohtuvaidluste vältimine, kuna viimastel on õigus algatada mitmesuguseid kaebusi või menetlusi erinevate toimingute õiguspärasuse väljaselgitamiseks, kohtu või muude instantside kaasamise läbi. Tihti vaidlustavad vähemusaktsionärid ka üldkoosolekute otsuseid, et selgitada välja otsuse põhikirja või seadusega vastuolus olek, samuti esitatakse tihti nõudeid juhatuse või nõukogu

⁵⁶ Majandusteaduses, viitab *free-rider* probleem olukorrale, kus üksikisik tarbib rohkem, kui on ise ühiskonda panustanud, või maksab ressursi kasutamise eest vähem, kui on selle õiglase hind. *Free Rider Problem*. Investopedia (veebisõnastik). http://www.investopedia.com/terms/f/free_rider_problem.asp. (01.05.2016).

⁵⁷ Autori hinnangul võiks *Free-rider* probleemi tõlkida kui „tasuta lõuna“ probleem

⁵⁸ J. Armour *et al.* Agency Problems and Legal Strategies Agency Problems and Legal Strategies, lk 9.

liikme vastu, mille rahuldamise või mitterahuldamise otsustab kohus. Isegi kui nõudel puudub alus, peatab see sageli otsustusprotsessi seniks, kuni kohus jõuab järeldusele, et asja ei võeta menetlusse.

Kuuendaks võib reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiate puhul põhiaktsionäri olla huvi väljuda reguleeritud turult näiteks seoses pikemajalise aktsia madala hinnatasemega börsil (*poor market performance*) ning aktsionäride arvates ei peegelda aktsia hind tegelikku väärtust. Samuti aitab vähemusaktsionäride väljaostmine kiiremini reguleeritud turult lahkuda. Sel moel on *squeeze-out* justkui esmase avaliku aktsiaemissiooni (IPO) vastand. Ameerika Ühendriikides on tihti üheks *squeeze-out* põhjuseks ka soov vähendada õigusabi ja vastavuskontrolli kulusid seoses keeruka väärtpaberiõigusega⁵⁹.

Tasakaalu huvides tuleb siinkohal öelda, et ka põhiaktsionär võib käituda oportunistlikult. Õiguskirjanduses on välja toodud eelkõige 1) ülevõtmise ajastamine (*squeeze-out timing*), kus aktsiaseltsi põhjalikult tundev põhiaktsionär valib *squeeze-out* tehingu tegemiseks ajahetke, kus ettevõtte väärtust on võimalik näidata õiglasest väärtusest madalamana ning 2) ettevõtte väärtuse mõjutamine (*influencing target's value*), kus, ettevõtet kontrolliv põhiaktsionär lükkab näiteks edasi potentsiaalselt tulutoovaid projekte või võtab ette ühekordset kahjumit toovaid tegevusi, et sihilikult vähendada ülevõetava ettevõtte väärtust⁶⁰. Eriti viimast on väga raske tuvastada.

Samuti on ka Riigikohtu tsiviilkolleegium *squeeze-out* õigust analüüsid⁶¹ sedastanud, et selle „regulatsiooni eesmärgiks saab lugeda põhiaktsionäri seltsi ainujuhtimisele ülemineku võimaldamist ning sellega muu hulgas juhtimiskulude kokkuhoidu ja vähemusaktsionäride õiguste võimaliku kuritarvitamise takistamist“. Autori hinnangul võib öelda, et riigikohus peab põhiaktsionäri huvi vähemusaktsionäride huvidest olulisemaks ning seab esikohale majandusliku efektiivsuse kasvu, kuid nendib sealjuures siiski vajadust tagada samaaegselt ka vähemusaktsionäride õiguste kaitse.

Aktsiate ülevõtmine avaldab mõju eelkõige põhiaktsionäri ja vähemusaktsionäride õigussuhetele, aktsiaselts pole ülevõtmise õigustatud ega kohustatud subjektiks, olles

⁵⁹ Christian A. Krebs. Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis, German Law Journal, Vol. 13 No. 08, 2012, lk. 943.

⁶⁰ Subramanian, G. Fixing Freezeouts The Yale Law Journal, Vol. 115, No. 1 (Oct., 2005), pp. 2-70. lk. 32-33.

⁶¹ RKTko 3-2-1-145-04, 21.12.2004, p. 12

kaasatud üksnes formaalselt (ÄS § 363.7 ja § 363.9 lg 1 kaudu)⁶². Seega äriühingu tasandil võimalik mõju puudub või piirdub erandjuhtudel näiteks börsil noteerimise lõpetamisega.

1.1.3 Omandiõiguse riive

Tahtevastane omandi võõrandamine läheb vastuollu PS § 32 lõike 1 lauses 1 sõnastatud üldpõhimõttega, mille järgi on igapähe omand puutumatu ja võrdselt kaitstud. Vastavalt PS § 32 lõike 1 lausele 2 võib omandit “omaniku nõusolekuta võõrandada ainult seaduses sätestatud juhtudel ja korras üldistes huvides õiglase ja kohese hüvituse eest.“, mis sätestab tingimused omandi omaniku nõusolekuta võõrandamiseks⁶³.

Eestis kuulub aktsia eelkõige vara⁶⁴ ehk omandiõiguse hulka, mida on varasemalt kinnitanud ka Riigikohus. Nii on see vähemalt maksuõiguse vaatepunktist. Samas on Riigikohtu Tsiviilkolleegium üsna hiljuti viidanud aktsiale ka kui õigusele. Võimalik siiski, et see ei ole siiski konteksti arvestades Riigikohtu eelnevate seisukohtadega vastuolus⁶⁵. Väärtpaberioiguslikult on aktsia pigem üleantav varaline õigus (VPTS § 2 lg 1 p 1.). Ka näiteks riigi raamatupidamise üldeeskiri⁶⁶ viitab aktsiatele kui finantsinvesteeringule.

⁶² T. Bartels, Tühjaks pigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363.1-363.10 Juridica; 2, 2004, lk 88.

⁶³ Vt. Nt. RKPJKo 17.04.2012, 3-4-1-25-11, p 35 või O. Kask *et al.* PõhiSK §32, - Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm vlj. 3 vlj. Tallinn Juura 2012.

⁶⁴ Vara mõiste on määratletud TuMS § 15 lõikes 1, mille kohaselt on vara ükskõik milline võõrandatav ja varaliselt hinnatav ese. Vara ja erisoodustuse ese võib olla kinnis- või vallasasi, väärtpaber, nimeline aktsia, osa-, täis- või usaldusühingusse tehtud sissemakse, ühistule makstud osamakse, investeerimisfondi osak, nõudeõigus, ostueesõigus, hoonestusõigus, kasutusvaldus, isiklik kasutusõigus, rentniku õigus, tagasiostukohustus, hüpoteegi, kommertspandi, registerpandi või muu piiratud asjaõigus või selle järjekoht või muu varaline õigus.

⁶⁵ Antud asjas oli maakohus välistanud hinna alandamise enampakkumisel müüdüd aktsiate puhul VÕS § 224 p 3 alusel. VÕS § 224 p 3 kohaselt ei või ostja alandada ostuhinda enampakkumisel müüdüd kasutatud asja ostmisel. Kolleegium leiab, et aktsiad ei saa olla kasutatud asjad VÕS § 224 p 3 mõttes. Asi on kehaline ese (TsÜS § 49 lg 1). Aktsia aga annab aktsionärile õigusaktides ettenähtud õigused ja kohustused (vt RKTko 3-2-1-114-13, 06.11.2013, p 11). Aktsiat ei saa asjadega samaselt ära kasutada, mis oleks vastuolus aktsia kui õiguse olemusega (VÕS § 208 lg 3). Seega ei piira VÕS § 224 p 3 ostja õigust alandada enampakkumisel ostetud aktsia hinda.

⁶⁶ Riigi raamatupidamise üldeeskiri § 34.

Seda, et aktsiad kuuluvad omandi mõiste alla on kinnitanud nii Riigikohus⁶⁷, Euroopa Inimõiguste Kohus⁶⁸, varasemad uurimused⁶⁹ aga ka Saksa konstitutsioonikohus⁷⁰.

Ka küsimust, kas aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest äriseadustiku ja väärtpaberituru seaduse mõttes, kuulub PS § 32 kaitsealasse on varasemates uurimustes⁷¹ käsitletud ning leitud, et aktsia kui varaline õigus on kaitstav õigushüve.

Jäägu siiski lõpliku tõe väljaselgitamine aktsia olemuse osas järgmiste õigusteaduslike uurimistöode uurimisülesandeks. Õiguskirjanduses ollakse üldiselt siiski seisukohal, et PS §32 tähenduses on aktsiate näol tegemist omandiga. Seega, kui põhiaktsionär võtab aktsiate rahalise hüvitise eest üle kaasneb sellega alati vähemusaktsionäri omandiõiguse riive⁷².

Seega *squeeze-out* kujutab endast omandi omaniku nõusolekuta võõrandamist (OONV). Kuna aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest põhiaktsionäri poolt on seadusega reguleeritud, siis ei saa seada kahtluse alla instituudi seaduspärasust.

Põhiseaduse⁷³ kommentaar⁷⁴ selgitab, et omandi omaniku nõusolekuta võõrandamine võib toimuda üldistes huvides. Üldine huvi omakorda on hinnanguline ja ajas muutuv kriteerium, mille olemasolu tuleb igal konkreetsel juhul eraldi hinnata. Riigikohus on nentunud, et üldjuhul ei saa ühe eraõigusliku subjekti kohustamist oma vara ära andma lugeda üldise huvi järgimiseks, küll aga on see võimalik kui üldine ja erahuvi põimuvad⁷⁵. Euroopa Komisjoni tellitud ekspertkomisjoni raport⁷⁶ (nn Winter I) selgitab, et eri liikmesriikide kohtud⁷⁷ on

⁶⁷ RKÜKo 3-2-1-143-03, p 18: Riigikohus § 32 lõikes 1 leiduva omandi definitsiooni kohta märkinud järgmist: „Tegemist on üldise varalisi õigusi kaitsva normiga, mille kaitse ulatub kinnis- ja vallasasjade kõrval ka rahaliselt hinnatavatele õigustele ja nõuetele“.

⁶⁸ *Bramelid and Malmström vs Sweden*, *supra nota* 19: „omandiks“ klassikalise inimõiguse mõttes on ka aktsiad ja nendega seonduvad õigused.

⁶⁹ Nt. M. L. Lall. Õiglane hüvitis väärtpaberituruõiguslikus aktsiate ülevõtmises ja selle vastavus põhiseadusele. Uurimistöo. Tartu ülikool. Tallinn 2007, lk 6-7.

⁷⁰ BVerGE 24, 367/396; 53, 257/290; 58, 300/336; *Bryde MüK* 59, viidatud H. D. Jarass, B. Pieroth. Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland. München: H. C. Beck'sche Verlagsbuchhandlung 2000, lk 357, äärenr 6–7

⁷¹ M.L. Lall, lk 8-9.

⁷² Vt. K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 417.

⁷³ Eesti Vabariigi põhiseadus. 28.06.1992 – RT 1992, 26, 349; RT I, 27.04. 2011.

⁷⁴ O. Kask *et al.* PõhiSK §32, - Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm vlj. 3 vlj. Tallinn Juura 2012. P 6.2.

⁷⁵ Nt. RKPJKo 08.11.1996, 3-4-1-2-96.

⁷⁶ Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüssel 10.01.2002, lk. 61-62.

korduvalt otsustanud, et *squeeze-out* õigus ei ole vastuolus omandipõhiõigustega, kuna vastavat õigust ei rakendata üksnes erahuvides. Siin eksisteerib tõepoolest ka üldine huvi, mis seisneb ühelt poolt äriühingute efektiivses juhtimises ning teiselt poolt aitab tagada väärtpaberiturgude piisavat likviidsust. See on sobiv senikaua, kuni *squeeze-out* õigust rakendatakse piisavalt väikese vähemuse suhtes. Seega võib autori hinnangul öelda, et üldine huvi seisneb majandusliku efektiivsuse kasvus ja ettevõtluskeskkonna parandamises.

Aktsiate ülevõtmisega rahalise hüvitise eest kaasnevaid majanduslikku efektiivsust soosivaid asjaolusid saab tõestada läbi aktsiaseltsi efektiivsuse, konkurentsivõime suurenemise tekkiva sünergia ja läbi ettevõtte juhtkonna distsiplineerimise.⁷⁸ Vähemusaktsionäride väljaostmine võimaldab saavutada omandamistehingutes pärast teiste tehingute toimumist põhiaktsionärile 100% osaluse äriühingus, mis võib teatud juhtudel olla majandusliku efektiivsuse saavutamiseks väga oluline.⁷⁹

Seega võib öelda, et omandipiirangu eesmärk on *squeeze-out* puhul põhiseaduspärane.

Mis puudutab kohest ja õiglast hüvitist, siis M. Merimaa hinnangul on *squeeze-out* instituudi enim vaieldav probleem just hüvitise suurus. Hüvitise õiglus sõltub konkreetsest situatsioonist. Riigikohus⁸⁰ mõonab, et ehkki üldjuhul saab õiglaseks hüvitiseks lugeda asja turuväärtust, võib põhiseadusega kooskõlas olla ka väiksem hüvitis, kui täielik hüvitamine ei ole omandi omaniku nõusolekuta võõrandamise asjaolusid arvestades põhjendatud. Sama on kirjas ka põhiseaduse kommenteeritud väljaandes.⁸¹

Hüvitise õiglusele hinnangu andmiseks tuleb üksikisiku huve kaaluda üldiste huvidega. T. Bartels kirjutab, et õiglase hüvitise peab vähemusaktsionärile täielikult kompenseerima aktsiaosaluse kaotuse ja omandisse sekkumise, kuid seadus ei sätesta meetodeid õiglase hüvitise kindlaks määramiseks. Seadus eristab aktsiate ülevõtmist selgelt ühinemisest,

⁷⁷ *Ibid*, allmärkus 23: Vt. nt Saksa Ülemkohtu otsus 7. augustist 1962, Feldmühle. Prantsusmaa ülemkohtu otsus 29. aprillist 1997, Association de défense des actionnaires minoritaires et autres against Société Générale et autres, Recueil Dalloz 1998, pages 334-338. Saksa Ülemkohtu otsus 27. aprillist 1999, DAT/Altana. Saksa Ülemkohtu otsus 23. augustist 2000, Moto Meter.

⁷⁸ P. Jesse. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? - *Juridica* 2010/3, lk 196

⁷⁹ R. Vahimets et al. Ühinemised ja omandamised, lk 114

⁸⁰ Vt. nt RKÜKo 18.03.2005, 3-2-1-59-04, p. 19,

⁸¹ O. Kask et al. PõhiSK §32, - Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm vlj. 3 vlj. Tallinn Juura 2012., p. 6.3.

jagunemisest ja ümberkujundamisest, kus lahkuvatele aktsionäridele makstakse hüvitist lähtuvalt likvideerimisväärtusest reorganiseerimise hetkel⁸².

Seega *squeeze-out* kontekstis võib öelda, et kui aktsiate eest makstakse nende turuväärtus, siis saab seda kindlasti pidada õiglaseks hüvitiseks PS §32 tähenduses. Paraku ei ole mittekaubeldavate aktsiaseltside aktsiatel tihti selgelt määratletavat turuväärtust (kuna nendel aktsiatel puudub aktiivne ja esinduslik järelturg) ning õiglase väärtus tuleb tuletada ekspertide kaasabil hindamismeetodeid kasutades.

Seda, missugust hüvitist saab pidada õiglaseks on selgitanud Riigikohus⁸³, märkides, et äriseadustiku aktsiate ülevõtmist reguleerivate sätete aluseks on olnud vastav Saksa seadus, mistõttu ettevõtte väärtuse hindamiseks sobib kasutada Saksamaa Audiitorite Instituudi (IDW) kehtestatud standardit⁸⁴. Selle standardi kohaselt tuleb kasutada kas nn tulukusväärtuse meetodit (*Ertragswertmethode*) või diskonteeritud rahavoogude (*discounted cash flow*, DCF) meetodit. “Praktikas juhivad sellest aktsiate väärtuse hindamisel üldjuhul nii audiitorid kui kohtud. Kohtupraktikas on valdav tulukusväärtuse meetod, mille järgi sõltub ettevõtte väärtus selle võimest tulevikus tulu teenida. See meetodika on sisult sarnane DCF-meetodiga, mis arvestab diskonteeritud aktsiaseltsi poolt eeldatavasti tulevikus tekitatavaid rahavooge ja mille osatähtsus ajas kasvab. Tavaliselt ei loeta õiglast hüvitist tagavaks aktsiate väärtuse arvestamist ainuüksi raamatupidamisliku väärtuse alusel, kuna see ei arvesta aktsiaseltsi reserve tulevikuks. Kui aga ettevõtte väärtus tegevuse jätkamisel oleks väiksem kui likvideerimisel, arvestatakse ettevõtte väärtusena likvideerimisväärtust. Samuti tuleb hüvitise määramisel arvestada aktsiate börsikurssi, st aktsionärid ei tohi saada hüvitist vähem, kui nad teeniksid aktsiaid vabalt võõrandades.” Seega on Riigikohus konkreetselt öelnud, et siinkohal on Saksa õiguse põhimõtted rakendatavad ka Eestis ja annab seeläbi selged juhised õiglase väärtuse määramiseks. Kui aktsiatel puudub turuväärtus, siis tuleb lähtuda õiglase väärtuse määramise meetoditest, eelkõige tulukusväärtuse meetodist või diskonteeritud rahavoogude meetodist. Ülalnimetatud meetoditega korrektselt leitud väärtuse saab üldjuhul lugeda ka õiglaseks.

Tagamaks PS-s ettenähtud omandist ilmajäämisel õiglase hüvitise maksmine ning selle üle toimuv kohtulik kontroll, on kõigi eri ülevõtmismenetluste jaoks ette nähtud spetsiaalne

⁸² T.Bartels, lk 91.

⁸³ RKTKo 21.12.2004, 3-2-1-145-04

⁸⁴ Kohus viitas versioonile, mis on pärit 28. juunist 2000, kuid tänaseks on olemas uuem versioon.

hagita menetlus, mille sätestab TsMS § 607 jj⁸⁵. Seeläbi on autori hinnangul tagatud ka kooskõla põhiseadusega õiglase hinna osas.

Senine kohtupraktika⁸⁶ on näidanud, et kui põhiaktsionär on teinud aktsiate eest makstava hüvitise suuruse leidmisel vähemusaktsionäridele ülekohut, siis on võimalik seda vaidlustada ja kohus on ka mitmel juhul määranud täiendava hüvitise. Reeglina on kohus ka leidnud, et konkreetne ülevõtmine ise ei ole õigusaktidega vastuolus.

Põhiseadusest tulenevalt peab hüvitis olema ka kohene. Hüvitise kohesuse nõudest tuleneb, et isikul on õigus saada hüvitis hiljemalt samal ajal omandi omaniku nõusolekuta võõrandamise lõpuleviimisega omandi omaniku nõusolekuta võõrandamise.⁸⁷ Siinkohal on autori hinnangul probleemiks olukorrad, kus põhiaktsionär on määranud ebaõiglase madala hüvitise, mille suurus vaidlustatakse kohtus. Kohtuvaidlus võib teoreetiliselt võtta aastaid ning sellisel juhul ei saa rääkida kohesest hüvitisest.

Mistahes põhiõiguse, ka omandipõhiõiguse, riive peab vastama ka põhiseaduse §-st 11 tulenevale proportsionaalsuse põhimõttele.⁸⁸ R. Alexy sõnastab sobivuse nõude järgmiselt: “Põhiõiguse riive on põhiseadusega vastuolus, kui see ei sobi edendama riigi poolt seatud eesmärgi saavutamist”.⁸⁹ Kahjuks puudub aga äriseadustiku *squeeze-out* sätetel

⁸⁵ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416-417.

⁸⁶ 1. AS Stol-I hagi AS NG Investeeringud vastu (vaidlustati ülevõtmist) -- Tallinna Ringkonnakohtu 13.11.2003.a. otsus tsiviilasjas nr 2-2/1232/03 (Tallinna Linnakohus jättis hagi rahuldamata, ringkonnakohus jättis otsuse muutmata); 2. Silvia Sireli hagi AS Liviko vastu (vaidlustati ülevõtmist) -- Tallinna Ringkonnakohtu 17.06.2003.a. otsus tsiviilasjas nr 2-2/884/03 (Tallinna Linnakohus jättis hagi rahuldamata, ringkonnakohus jättis otsuse muutmata); 3. OÜ Amaterasu hagi NG Investeeringud vastu (vaidlustati aktsiate hinda ülevõtmisel) -- Riigikohtu 21.12.2004.a. otsus nr 3-2-1-145-04 ja 02.11.2005.a. otsus nr 3-2-1-114-05. Lõpplahend oli see, et OÜ Amaterasu hagi rahuldati ja kohus määras Liviko aktsiate eest õiglaseks hüvitiseks 30,30 kr aktsia kohta (algselt oli see mäletatavasti 17,50 kr aktsia kohta) ning NG Investeeringud pidi maksma täiendava hüvitise ning kandma kohtukulud; Muud lahendid: 1. AS Milestone hagi AS Kalev vastu (vaidlustati ülevõtmist) -- Tallinna Ringkonnakohtu 31.03.2004.a. otsus tsiviilasjas nr 2-2/175/04 (Tallinna Linnakohus rahaldas hagi, ringkonnakohus tühistas otsuse ja jättis hagi rahuldamata); 2. Joel Aasmäe ja Lauri Isotamme hagi AS Sampo Pank vastu (vaidlustati ülevõtmist) -- Riigikohtu 20.12.2004.a. otsus nr 3-2-1-138-04 (hagi jäeti rahuldamata).

⁸⁷ RKPJKo 08.11.1996, 3-4-1-2-96, p V

⁸⁸ Proportsionaalsuse põhimõtte tuleneb põhiseaduse § 11 teisest lausest, mille kohaselt õiguste ja vabaduste piirangud peavad olema demokraatlikus ühiskonnas vajalikud. Proportsionaalsuse põhimõttele vastavust kontrollib kohus järjestikku kolmel astmel – kõigepealt abinõu sobivust, siis vajalikkust ja vajadusel ka proportsionaalsust kitsamas tähenduses ehk mõõdukust. K. Merusk *et al.* PõhiSK §11, - Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm vlj. 3 vlj. Tallinn Juura 2012.

⁸⁹ R. Alexy. Põhiõigused Eesti põhiseaduses (viide 1), lk 39.

seletuskiri ning, nagu on nentitud ka Riigikohus, ei ole võimalik selgelt järeldada seadusandja tahet (ja eesmärke) nimetatud regulatsiooni kehtestamisel.⁹⁰ Seega tuleb proportsionaalsuse hindamisel lähtuda eelduslikust eesmärgist. Siinkohal võib siiski nentida, et aktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest on muutunud Euroopa Liidu õigusruumis tavaliseks praktikaks ning reguleeritud turul kaubeldavate väärtpaperite osas kohustab selle siseriiklikku õigusesse sisse viima direktiiv. Seetõttu on autori hinnangul antud õigusnormide proportsionaalsuse kahtluse alla seadmine perspektiivitu.

1.1.4 Huvide konflikt

Huvide konflikti võimalus tekib paratamatult kohe, kui aktsiaseltsil on rohkem kui üks aktsionär.

Hansmann *et al* toovad välja, et piiratud vastutusega äriühing loob paratamatult eeldused ja võimalused eri huvigruppide konfliktiks – lisaks omaniku ja juhtkonna vahelisele ning äriühingu ja sellega lepingulistest suhetes olevate osapoolte (kliendid, töötajad, kreditorid) vahelisele konfliktile on kolmandaks peamiseks huvide konflikti allikaks enamusaktsionäri ja vähemusaktsionäride vahelised suhted.⁹¹

Mõned võimalikud ja antud töö kontekstis olulised enamusaktsionäri ja vähemusaktsionäri vahelised huvide konfliktid (õiguskirjanduses nõ enamuse-vähemuse probleem) on autori hinnangul järgmised:

- Ettevõtte juhtimises osalemine või mitteosalemine
- Väljamaksete tegemine või mittetegemine aktsionärile ning dividendi suurus
- Õiglane hind aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest.

Aktsiaõiguse enamusotsustusprintsipiist lähtuvalt ei ole vähemusaktsionäriil põhiaktsionäri omavas äriühingus võimalik äriühingu juhtimises osaleda ning üldkoosoleku otsuseid mõjutada (§ 299 lg 1). Erandiks on siinjuures üksnes juhud, kus põhiaktsionäri hääleõigus on piiratud (§ 303 lg 1). Seega on vähemusaktsionäri õigused ennekõike varalist laadi ning neid

⁹⁰ Vt. RKTko 21.12.2004 nr 3-2-1-145-04, p 14.

⁹¹ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Agency Problems and Legal Strategies. THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH, R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, and E. Rock, Oxford University Press, pp. 21-31, 2004, lk. 22

saab realiseerida aktsiate ülevõtmisel saadava õiglase hüvitise kaudu.⁹² Autori hinnangul tõusetub siinjuures enamuse- ja vähemusaktsionäride vaheline huvide konflikt, kuna aktsiaseltsi üldkoosoleku otsused ei pruugi kajastada kõigi aktsionäride huve.

Tinglikult võib enamusaktsionäri ja vähemusaktsionäride vahelised konfliktid jagada kaheks sõltuvalt asjaolust, kas vähemusaktsionär on esmalt investor või aktsionär. Esimene mõtteviis on omasem *common-law* riikidele, eelkõige Ameerika Ühendriikidele, teine aga Kontinentaal-Euroopale, kus tehakse selgemat vahet ühinguõiguse ning väärtpaperituru õiguse vahel. Kui investorist vähemusaktsionär on kergemini nõus loobuma kaasotsustusõigustest ning loovutama kontrolli ühingu juhtorganitele, siis end ennekõike aktsionärina määratlev vähemusaktsionär on suurema teabe- ja kaasamisvajadusega ning ei ole kergekäeliselt valmis ühingu juhtimises osalemisest loobuma (näe *hands-on-approach*). Mõtteviisi erinevusest tuleneb otseselt ka vähemusaktsionäride kaitsevajaduse ulatus õigusaktide tasemel.⁹³ Siiski on aktsionäride vahelise huvide konflikti allikaks sõltumata ülaltoodud tinglikust jaotusest aktsionäride erinev nägemus ühingu juhtimisest.

M. Vutt on nimetanud kaubeldavate aktsiaseltside⁹⁴ aktsionäre eelkõige „finantseerimise allikaks“⁹⁵ ja toonud välja, et kaubeldavate aktsiaseltside 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 kaubeldavates aktsiaseltsides ongi aktsionärid ainult investeeringu allikaks, on seda enam on kaubeldavate aktsiaseltside aktsionäridel lihtsam leida alternatiivset võimalust uusi aktsiaid soetada ehk oma investering asendada⁹⁶.

Käesoleva töö kontekstis võib põhiaktsionäri ja vähemusaktsionäride vaheline huvide konflikt (edaspidi ka: enamuse-vähemuse probleem) esile kerkida eelkõige seoses õiglase hinna

⁹² Bartels, T. Tühjakspigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363.¹-363.¹⁰ *Juridica*; 2, 2004, lk 88.

⁹³ Paadam, K. J. Aktsiate üleandmine Eesti äriühinguõiguses : magistritöö; juhendaja Gerd Laub, Andres Vutt ; Tartu Ülikool, õigusteaduskond, äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool. Tartu: Tartu Ülikool, 2008, 78 lk.; lk. 9-10

⁹⁴ M. Vutt kasutab Äriseadustiku § 290¹-s defineeritud mõistet börsiaktsiaseltsid aga see ei ole autori hinnangul päris korrektne, kuna võib olla antud kontekstis eksitav, sest ei hõlma kõiki reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltse vaid üksnes noteeritud aktsiaseltse.

⁹⁵ Autor: see kehtib küll ainult esmase avaliku pakkumise (IPO) korral.

⁹⁶ M.Vutt. Shareholder's Derivative Claim - Does Estonian Company Law Require Modernisation? - *Juridica International* 2008/15, lk 76.

määramisega aktsiate ülevõtmisel – vähemusaktsionärid on huvitatud võimalikult kõrgest hinnast, samas kui põhiaktsionär on pigem huvitatud võimalikult madala hinna määramisest.

1.2 Regulatsioon Euroopa Liidu õiguses

Nagu juba varasemalt mainitud, reguleerib Euroopa Liidu õigus üksnes väärtpaberiõiguslikku ning ühinemisõiguslikku (vastavalt Ülevõtmispakkumiste direktiiv ja Ühinemisdirektiiv) vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmist ning nõ üldisemat (Eesti kontekstis ühinguõiguslikku) vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmist ei ole harmoniseeritud. Seega võib siseriikliku ühinguõigusliku *squeeze-out* ja Euroopa Liidu väärtõigusliku *squeeze-out* võrdlemisel rääkida pigem kahe õigusinstituudi teatavast analoogiast, kui üks ühele võrdlusest. Autori hinnangul aitab see siiski paremini lahti mõtestada ka Eesti seadusandja eeldatavat mõttekäiku ühinguõigusliku ülevõtmise sisseviimisel siseriiklikku õigusesse ning paremini selgitada õiguspoliitilisi valikuid.

Ülevõtmispakkumiste direktiiv⁹⁷ kohustab aktsionäri, kes omab vähemalt 90-95 protsendi ulatuses hääleõigust andvast kapitalist võib kõigilt ülejäänud aktsionäridelt nõuda, et nad müüksid kõnealused väärtpaberid talle õiglase hinnaga (Art 15 lg 2). Direktiiv reguleerib üksnes reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaselts, mistõttu on ka on Eestis 2007.a. jõustunud ja direktiivist tulenevad normid tekitanud kaks eraldiseisvat vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise (*squeeze-out*) regulatsiooni: (i) ühinguõigusliku äriseadustikus ning (ii) väärtpaberiõigusliku⁹⁸ – väärtpaberituru seaduses⁹⁹ (VPTS), mis mõlemad annavad enamusaktsionäriale, kelle kuulub vähemalt 90% aktsiakapitalist, õiguse taotleda vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest, ent mis on ometi olulistes detailides erinevad. Lisaks ülalnimetatutele on seadusandja alates 2011 a. võimaldanud ka nn (iii) ühinemisõiguslikku ülevõtmist, mis tuleneb Ühinemisdirektiivist ja on sätestatud äriseadustikus (ÄS-i §421¹) ning võimaldab ühendatava aktsiaseltsi vähemusaktsionäride aktsiad üle võtta.¹⁰⁰

⁹⁷ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, 21.04.2004 – ELT L 142, 30.4.2004, lk 12–23

⁹⁸ Vt. ka K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416.

⁹⁹ Väärtpaberituru seadus. RT I, 14.11.2015, 2.

¹⁰⁰ K. Saare *et al.*, lk. 416.

2002. aastal avaldatud nn Winter I raportis leiti, et vähemusaktsionäride olemasolu pärast ülevõtmispakkumist (väärtpaberiõigus) toob ühelt poolt kaasa mitmeid kulusid ja riske ning teisalt on liikmesriikide kohtud juba varasemalt leidnud, et *squeeze-out* õigus ei ole vastuolus omandipõhiõigustega¹⁰¹.

Euroopa Komisjon esitas esimese ettepaneku ülevõtmispakkumisi reguleeriva direktiivi kohta EL nõukogule juba 1989. aastal ning pärast arutelusid, esitas nõukogule ja Euroopa Parlamendile 1996. aastal teise ettepaneku, mis sisaldas vähem üksikasjalikke sätteid. Euroopa Parlament lükkas ettepaneku 2001. aasta juulis tagasi, ning kolmas ettepanek avaldati 2. oktoobril 2002. Direktiiv võeti vastu 2. aprillil 2004. ning liikmesriigid pidid direktiivi siseriiklikku õigusesse sisse viima 20. maiks 2006¹⁰².

Direktiivi üheks eesmärgiks oli Euroopa kapitaliturgude integratsiooni suurendamine muuhulgas ka läbi *squeeze-out* regulatsiooni sisseviimise.¹⁰³ *Squeeze-out* õigus on mõeldud kaitsma põhiaktsionäri pahatahtlike vähemusaktsionäride eest (nõ *free-riding*) ning võimaldab põhiaktsionäril asuda äriühingut juhtima ilma segavate vähemusaktsionärideta.¹⁰⁴ See tähendab põhiaktsionäri võimalust saavutada ettevõtte üle täielik kontroll ning minna üle äriühingu ainujuhtimisele. Asjaolu, et aktsiaseltsis on otsustajaks enamus, tingib selle, et vähemusaktsionäril ei ole sellises aktsiaseltsis, kus on enamusaktsionär, juhtimisele ja otsustele erilist mõju, mistõttu tema õigused on eelkõige varalist laadi ning tagatud ülevõtmise käigus kaitstud aktsiate eest õiglase hüvitise saamise kaudu.¹⁰⁵

Ligikaudu pooltes liikmesriikides eksisteeris *squeeze-out* õigus ühel või teisel moel ka enne Ülevõtmispakkumiste direktiivi sisseviimist siseriiklikku õigusesse (näiteks Austria, Belgia, Eesti, Soome, Saksamaa, Holland, Portugal).¹⁰⁶ Kuna mittekaubeldavate aktsiaseltside aktsiate ülevõtmine ei ole EL-s harmoniseeritud, siis on siin suured erinevused. Mitmed EL liikmesriigid (sh Saksamaa, Rootsi, Soome) on *squeeze-out* õigust rakendanud ka mittekaubeldavate aktsiaseltside suhtes.

¹⁰¹ Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüssel 10.01.2002, lk. 11.

¹⁰² Marccus Partners, in cooperation with the Centre for European Policy Studies (June 2012), Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, lk. 24

¹⁰³ Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, lk. 26

¹⁰⁴ *Ibid*, lk. 30, 60.

¹⁰⁵ T. Bartels, lk 87.

¹⁰⁶ Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, lk. 225

Olgu mainitud, et Euroopalik arusaam *squeeze-out* õigusest ei ole maailmas domineeriv. Erinevalt Euroopast, muutusid Ameerika Ühendriikides *squeeze-out* või sealse terminoloogia kohaselt oleks õigem öelda *freeze-out* tehingud tavaliseks juba pärast nende seadustamist Delaware osariigis 1950-l ning eriti pärast selle instituudi sisseviimist Model Business Corporation Act'i 1960-l.¹⁰⁷ Kui USA Delaware osariigis,¹⁰⁸ mille aktsiaseltsiõigust M. Vutt on nimetanud lausa USA vastava valdkonna juristide *lingua franca*-ks,¹⁰⁹ vaadeldakse (vähemusaktsionäri) aktsiaosalust, kui finantsinvesteeringut, siis Saksamaale ja Mandri-Euroopale laiemalt on siiani omasem vaadelda aktsiat kui omandit,¹¹⁰ missugune käsitlus oli Delawares viimati kasutusel aastal 1920 ning sealsete reeglite kohaselt seega suhteliselt iganenud arusaam.¹¹¹ USA Delaware osariigis, mis on üks levinumaid äriühingute asutamise jurisdiktsioone ei vaadelda vähemusaktsionäre kui omanikke vaid kui investoreid, kes ei mängi ettevõtte sisulisel juhtimisel mingisugust rolli.

Ameerika Ühendriikide Delaware osariigi¹¹² *squeeze-out* õiguse tekkimine erineb olulisel määral nt. Saksamaa 95% osaluse nõudest. Vähemusaktsionärid võib välja osta iga ettevõtte üle kontrolli omav enamusaktsionär. Selline vahetegu tuleneb paljuski juba mainitud erinevast arusaamast aktsionäri staatusele. Seega Ameerika Ühendriikides on künnisenõuded oluliselt leebemad.

¹⁰⁷ Subramanian, G. Fixing Freezeouts The Yale Law Journal, Vol. 115, No. 1 (Oct., 2005), lk. 8-9.

¹⁰⁸ Delawares on registreeritud üle 50% USA börsifirmadest, mis tähendab, et USA õiguse analüüsimisel aktsiate ülevõtmise vaatenurgast tuleks analüüsida just Delaware osariigi õigust USA reeglite kirjeldamiseks.

¹⁰⁹ M. Vutt. Aktsionäri derivatiivnõue..., lk 61.

¹¹⁰ Krebs, lk 975.

¹¹¹ Allen, Kraakman, Subramanian, supra note at 54, at 485. Viidatud Krebs, lk 915

¹¹² Wikipedia andmetel on üle 50% Ameerika Ühendriikide reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltsidest asutatud Delaware osariigis ning üle 60% Fortune 500 nimekirja kuuluvatest suurettevõtjatest.

Allikas: Wikipedia. Delaware General Corporation Law.
https://en.wikipedia.org/wiki/Delaware_General_Corporation_Law. (01.05.2016).

2. Ühinguõigusliku ülevõtmise võrdlus teiste riikide õigusega

2.1 Võrdlus Saksamaa regulatsiooniga

2.1.1 Regulatsiooni eesmärgid

Saksamaa õigusesse lisandus *squeeze-out* samal ajal kui Eesti õigusesse – 1. jaanuarist 2002. a, kui Saksa aktsiaseltside seadusesse Aktiengesetz (lühendatult AktG)¹¹³ lisati paragrahvid 327a-327f. *Squeeze-out* leidis kohe laialdast kasutamist. Ainuüksi 2002. aastal omandati ainukontroll rohkem kui 100-s aktsiaseltsis. Ajavahemikul 2002-2011 oli ülevõtmisi 323. Regulatsiooni sisseviimine oli Saksamaal tähtis eelkõige seetõttu, et see võimaldas erinevalt varasemast regulatsioonist vähemusaktsionärid välja jätta ja börsilt lahkuda ettevõtetel, kus oli 95% või isegi 99% osalusega põhiaktsionär.¹¹⁴

AktG kohaselt võib aktsiaseltsi üldkoosolek, aktsionäri taotlusel, kellele kuulub vähemalt 95% aktsiakapitalist (põhiaktsionär) otsustada ülejäänud aktsionäride (vähemusaktsionärid) aktsiate võõrandamise põhiaktsionäri kasuks piisava rahalise hüvitise eest. MüKoAktG kohaselt ei pea põhiaktsionäri taotlus Saksamaal sisaldama kindlaksmääratud vormis tahteavaldust, küll aga peab taotlus sisaldama rahalise hüvitise suurust.¹¹⁵ Rahalise hüvitise suuruse määrab seadusest tulenevalt (sarnaselt Eestiga) põhiaktsionär, kes saab selleks vajaliku teabe ja dokumendid juhatusel. Erinevalt Eestist peab põhiaktsionär eelnevalt juhatusele esitama pangagarantii, mille kohaselt tasutakse õiglane hüvitis vähemusaktsionäridele koheselt pärast aktsiate ülekandmist.

¹¹³ Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 22. Dezember 2015 (BGBl. I S. 2565) geändert worden ist

¹¹⁴ Regulatsioon kehtis ka reguleeritud turul kauplemisele võetud ettevõtetele, enne kui lisandus väärtipaberiõiguslik ülevõtmine. E. Croci, et al. The Corporate Governance Endgame – An Economic Analysis of Minority Squeeze-out Regulation in Germany. p 30. 48 p.

¹¹⁵ MüKoAktG/Grunewald AktG § 327a Rn. 11-12.

AktG seletuskiri,¹¹⁶ selgitab, et *squeeze-out* õigusinstituut viidi Saksa õigusesse sisse eesmärgiga anda üle 95% osalust omavale aktsionärile seaduslik võimalus vähemusaktsionäride väljaarvamiseks.¹¹⁷ Kahtlemata on see olnud ka Eesti seadusandja peamiseks eesmärgiks. Saksamaal leiti muuhulgas, et ka võrdleva õiguse vaatepunktist on *squeeze-out* instituudi sisseviimine igati vajalik ka põhjusel, et paljude teiste EL liikmesriikide õigusesse oli see toona juba sisse viidud, kuigi detailides erineval kujul.¹¹⁸ Samuti leiti, et vastav instituut on seotud (kaubeldavate aktsiaseltside aktsiate) kohustusliku ülevõtmispakkumisega (sel ajal polnud veel väärpaberioiguslikku ülevõtmist harmoniseerivat direktiivi), et võimaldada üle minna äriühingu ainujuhtimisele, kui järgi on jäänud üksnes väga väike hulk vähemusaktsionäre.¹¹⁹

Varasemalt puudus Saksamaa põhiaktsionäri otsene võimalus vähemusaktsionäridest vabanemiseks. Küll aga sisaldas Saksa äriühingute ümberkujundamise seadus¹²⁰ kuni 1994. a. ni sätteid, mis võimaldasid vähemalt 75% (veel varasemalt 90%) aktsiakapitalist omaval aktsionäri tütarühingu varad üle kanda teise äriühingusse ilma vähemusaktsionäride nõusolekuta.¹²¹ Kuni *squeeze-out* sisseviimiseni 2002. a. oli enim kasutatud meede ettevõtte üleminek (*übertragende Auflösung*), mille käigus äriühing müüs kogu oma vara põhiaktsionäri kontrolli all olevale ettevõttele ning seejärel äriühing likvideeriti. Vastavasisulise otsuse vastuvõtmiseks on Saksamaal vaja aktsionäride üldkoosolekul vähemalt 75% aktsiatega esindatud häältest. Vähemusaktsionäridele tuleb siinjuures tagada „täielik majanduslik hüvitis“.¹²² *Squeeze-out* omab aga ülalnimetatud ettevõtte üleminekuga võrreldes mitmeid eeliseid.

AktG seletuskirjas selgitatakse, et majandustegevuses on mitmeid eri põhjusi, miks nimetatud õigusinstituudi järgi eksisteeris vajadus. Esiteks ei ole majanduslikult põhjendatud, et aktsiaseltsi aktsionäride hulk on väga väike vähemus. Vähemusaktsionäride olemasoluga kaasneb märkimisväärne kulu, mis on seotud kohustuslike vähemusaktsionäride kaitse

¹¹⁶ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, S. 31.

¹¹⁷ *Ibid.*

¹¹⁸ *Ibid.*

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210; 1995 I S. 428), das zuletzt durch Artikel 22 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist.

¹²¹ Christian A. Krebs. Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis, German Law Journal, Vol. 13 No. 08, 2012, lk. 953. Lk 941-978.

¹²² *Ibid.*

reeglite jälgimisega. Selle töö maht jääb samaks isegi juhul, kui põhiaktsionäri kõrval eksisteerib ainult üks ühte aktsiat omav vähemusaktsionär. Praktika näitab, et vähemusosalust kuritarvitatakse sageli eesmärgiga mõjutada põhiaktsionäri otsustama rahaliste väljamaksete tegemiseks, eelkõige üldkoosoleku otsuste vaidlustamise kaudu. Seetõttu ei saa tihti vähemusaktsionäride tahte vastaselt viia läbi vajalikke ümberkorraldusi või saab neid teha alles suure hilinemisega. Samuti on olnud juhtumeid, kus teatud hulka aktsiaid ei saa omandada lihtsalt sel põhjusel, et ei ole võimalik aktsionäri ühendust saada või aktsionäri pärijad ei tea aktsiate olemasolust.¹²³ Võib öelda, et erinevalt Eestist on Saksamaal ühinguõigusliku ülevõtmise sätted eelkõige mõeldud erandõigusena vähemusaktsionäride õigustele ning peavad kaitsma põhiaktsionäri vähemusaktsionäri(de) võimalike kuritarvituste vastu.

Nimetatud põhjendused on väga sarnased väärtpaberiõigusliku ülevõtmise sisse viinud Ülevõtmispakkumiste direktiivile eelnenud, juba varasemalt mainitud Winter I raportis toodud põhjendustega.¹²⁴ Eesti ühinguõigusliku ülevõtmise sätted sisse viinud seaduseelnõul seletuskiri küll puudub,¹²⁵ aga sätete tagamaid on mõningal määral selgitatud näiteks hilisemate seaduseelnõude seletuskirjades, Ühinguõiguse õpikus¹²⁶ ning Riigikogu 13. juuni 2001. a istungi stenogrammis.¹²⁷ Nende põhjal võib väita, et Saksa õiguse mõju on arvestatav.

Eesti *squeeze-out* regulatsiooni eesmärgid kattuvad üldiselt Saksa regulatsiooni eesmärkidega. Öeldakse, et olukorras, kus aktsiaseltsi aktsiatest enam kui 90% kuulub ühele aktsionäri (põhiaktsionär) ning vähem kui 10% teistele aktsionäridele, saab põhiaktsionär sisuliselt dikteerida kõiki ühingu otsuseid, kuid samas ei ole tal võimalik juhtida ühingu sellise paindlikkusega, kui talle kuuluks ühingu 100%. Siinjuures ei pruugi vähemusaktsionärid olla valmis oma aktsiaid põhiaktsionäri vabatahtlikult müüma.¹²⁸

Seega ühinguõigusliku *squeeze-out* õiguse teostamiseks ongi äriseadustikus sätestatud aktsiate õiglase hüvitise vastu ülevõtmise menetlus (ÄS § 363¹ jj.). Regulatsiooni eesmärk on

¹²³ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, S. 31.

¹²⁴ Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüssel 10.01.2002, lk. 11.

¹²⁵ Ühinguõigusliku ülevõtmise olemust seletavad veidi lahti väärtpaberiõigusliku ja ühinemisõigusliku ülevõtmise sisse viinud seaduseelnõude seletuskirjad.

¹²⁶ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416.

¹²⁷ Riigikogu stenogramm. 13.06.2001.

¹²⁸ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416.

põhiaktsionäri seelgi ainujuhtimisele ülemineku võimaldamine ning sellega muuhulgas juhtimiskulude kokkuhoid ja vähemusaktsionäride õiguste võimaliku kuritarvitamise takistamine.¹²⁹

Vajadus muuta väärtpaberiturg atraktiivseks ja tagada enamusaktsionäridele võimalus luua efektiivne kontsernistruktuur, väljendab ka üldist huvi, mis aitab põhjendada vastava menetluse lubatavust.¹³⁰

2.1.2 *Squeeze-out* ja omandipõhiõigus

Kohe pärast *squeeze-out* instituudi sisseviimist tõusetus ka Saksamaal küsimus selle kooskõlast omandipõhiõigustega.¹³¹ Saksa konstitutsioonikohus (BVerfG) on juba 1962. aastal sedastanud aktsia keerulist olemust, mis hõlmab samaaegselt nii asjaõigusi, kui ka ühingu liikmelisusest tulenevaid õigusi¹³² ning nendib, et aktsionäride omandiõiguse riive on ettevõtlusvabaduse huvides lubatav tingimusel, et vähemusaktsionärid saavad õiglaselt kompenseeritud.¹³³ Saksa AktG seletuskiri selgitab samuti, et *squeeze-out* õigusega kaasnev aktsiaõiguste riive on piisavalt põhjendatud, arvestades suuremat paindlikkust ettevõtluses ning kaasnevat hüvitamise kohustust.¹³⁴ *Squeeze-out* õiguse rakendamise eelduseks on muuhulgas aktsionäri õigusliku staatuse kaotuse täielik rahaline kompenseerimine. AktG sätted tagavad, et väljatõrjutavate vähemusaktsionäride aktsiad kompenseeritakse osaluse suurusele vastavas väärtuses. Täiendavaks õiglase hüvitise tagatiseks on võimalus üldkoosoleku otsus ning teatud juhtudel ka hüvitise suurus vaidlustada.¹³⁵

Toetudes oma varasematele põhjendustele tunnistas Saksa konstitutsioonikohus¹³⁶ 2007. aastal selgesõnaliselt *squeeze-out* põhiseaduspäraseks. Kohus rõhutas, et kolm olulist eeldust,

¹²⁹ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 416.

¹³⁰ T. Bartels, lk 87.

¹³¹ Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 23. Dezember 2014 (BGBl. I S. 2438) geändert worden ist, Art. 14.

¹³² Vermögensrecht, Mitgliedschaftsrecht - BVerfGE 14, 263 (Feldmühle-Urteil), Urteil des Ersten Senats, 07.08.1962 – 1 BvL 16/60, p. 55.

¹³³ Krebs, lk 959.

¹³⁴ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, S. 31.

¹³⁵ *Ibid.*

¹³⁶ BVerfG, Beschluss der 3. Kammer des Ersten Senats vom 30. Mai 2007 - 1 BvR 390/04 - Rn. (1-39).

mis peavad põhiseaduspärasuse tagamiseks täidetud olema, on 1) piisav hüvitis vähemusaktsionäridele, 2) tõhusad õiguskaitsevahendid, ja 3) õigustatud huvi vähemusaktsionäride väljaostmiseks.¹³⁷

Tagamaks Eestis põhiseaduses ettenähtud omandist ilmajäämisel õiglase hüvitise maksmine ning selle üle toimuv kohtulik kontroll, on kõigi aktsiate ülevõtmismenetluste jaoks ette nähtud eriline hagita menetluse vormis toimuv kohtumenetlus TsMS §-s 607 jj.¹³⁸ Samuti on meie Riigikohtus põhjalikult selgitanud õiglase hüvitise määramise põhimõtteid ja meetodikat.¹³⁹

Oluline on märkida, et Saksamaal ei vaja õigustatud huvi vähemusaktsionäride väljaostmiseks põhiaktsionäri objektiivset põhjendust (materiaalne otsustuskontroll). Õigustatud huvi eeldatakse, kuna seadusandja on teinud selgeks, et vähemusaktsionärid peavad taanduma põhiaktsionäri huvi ees ühingut efektiivselt juhtida. Eestis on samuti leitud, et “äriseadustikus sisalduva üldise *squeeze-out* õiguse teostamine ei vaja mingit konkreetset õigustust või põhjendust, vaid selle algatamise õigus sõltub üksnes põhiaktsionäri soovist”.¹⁴⁰ Kuid seletuskiri jätkab siis, et “seepärast on põhjendatud ka otsustamiseks vajaliku häältearvu erinevus”.¹⁴¹ Seega kui Saksamaal on leitud, et eraldi põhjendust pole vaja, sest see on eelduslik ja ülevõtmise soov on omandiõiguse ees ülimuslik, siis Eestis seevastu on leitud, et kuna põhiaktsionäril pole mingit põhjendust vaja, siis peaks kehtestama kõrgema kvooruminõude (ülevõtmisega peavad teatud juhul olema nõus ka osa vähemusaktsionäridest).

AktG seletuskiri peab vajalikuks märkida, et vähemusaktsionäride väljajätmine ei kujuta endast sundvõõrandamist Saksa konstitutsiooni §14 lg 3¹⁴² tähenduses, nentides, et kehtiv õigus ei anna aktsiaseltsi üldkoosolekule sundvõõrandamise õigust, küll aga annab teatud

¹³⁷ *Ibid.*

¹³⁸ K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 417.

¹³⁹ Vt. nt. RKTko 21.12.2004, 3-2-1-145-04 (OÜ Amaterasu hakis AS NG Investeeringud vastu).

¹⁴⁰ Äriseadustiku muutmise seaduse eelnõu seletuskiri. 1.2.2011, lk. 23

¹⁴¹ *Ibid.*; Autor lubab endale siinkohal spekulatsiooni, et kaudselt võib meid ikka veel mõjutada NSVL pärand, kus majanduslik huvi, mis kapitalistlikus ühiskonnas on igati normaalne nähtus, oli taunimisväärne ja kohati isegi karistatav.

¹⁴² Omandipõhiõigused. GG Art 14 para 3

enamusele õiguse teha ümberkorraldusi aktsionäride vahelistes eraõiguslikes suhetes.¹⁴³ Ka Eesti põhiseaduse kommentaar sedastab, et sundvõõrandamine on vaid üks OONV¹⁴⁴ rakendamisuutadest. Teatav sarnasus näiteks sundmüügile kinnisasja sundvõõrandamise seaduses¹⁴⁵ on pigem näiline, sest aktsiate ülevõtmine toimub siiski eelkõige eraõiguslikes huvides ning *squeeze-out* näol on tegemist aktsiaomandiõiguse piiranguga.¹⁴⁶

Kaudselt tõuseb omandipõhiõiguse arutelus üles ka üldise huvi komponent. AktG kommentaaris nenditakse, et üldine huvi võib põhiseaduses sätestatud omandiõiguse¹⁴⁷ olulistel põhjustel üles kaaluda – näiteks efektiivsemale kontsernistruktuurile ülemineku võimalus kaalub üles vähemusaktsionäride huvi. Väga väikest vähemust tuleb vaadelda peamiselt kui (finants)investoreid, kes ei oma märkimisväärset mõju.¹⁴⁸ Autori hinnangul tuleb seda mõista nii, et ühiskonna huvides on, et ettevõtted ja majandus tervikuna kasvaks ning oleks võimalikult efektiivselt juhitud, mis toob vaba turumajanduse tingimustes endaga paratamatult kaasa ka üldise heaolu kasvu.

¹⁴³ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, S. 31. Arvutivõrgus kättesaadav: https://www.juris.de/jportal/docs/news_anlage/nlhg/pdf/1407034.pdf . Vt. ka BVerfGE 14, 263, 277

¹⁴⁴ Omandi omaniku nõusolekuta võõrandamine

¹⁴⁵ KASVS § 2.

¹⁴⁶ Vt. ka T. Bartels allmärkus 6

¹⁴⁷ GG, Artikel 14 Abs. 1 Satz 2

¹⁴⁸ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, lk. 31.

2.1.3 Enamusosaluse arvutamine Saksamaal

Aktsiaseltsiõiguslikuks ülevõtmiseks¹⁴⁹ on Saksamaal kehtestatud kaks üheaegselt kehtivat reeglit: (i) põhiaktsionäri peab olema vähemalt 95% häälteenus ning (ii) korraldada tuleb üldkoosolek.¹⁵⁰ AktG §327 lg 1 kohaselt toimub vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine põhiaktsionäri (95% osalus) ettepanekul ja üldkoosoleku otsuse alusel. Osaluse suurust kontrollitakse vastavalt AktG §16 lg 2 ja 4-le ning arvestatakse ka kaudset osalust ning tegelikku kontrolli omamist aktsiate üle. Oluline on, et 95% häälteenus oleks olemas üldkoosoleku toimumise hetkel ning kui põhiaktsionär peaks oma 95% osaluse kaotama üldkoosoleku otsuse registreerimise hetkeks registris, ei mängi see enam rolli. Saksa ülemkohus (BGH) on siiski öelnud, et osalusmäär peab oleme 95% juba taotluse esitamise hetkel, kuna üldkoosoleku kutsub kokku juhatus. Tuleb ka märkida, et väga lühiajaline põhiaktsionäri staatus viitab kuritarvituste võimalusele.¹⁵¹

Saksamaa Föderaalne Tsiviilkohus on näiteks langetanud positiivse otsuse kaasuses,¹⁵² kus põhiaktsionär omas algselt üksnes 63% osalust, kuid sai laenuks täiendavalt 33% aktsiatest. Saksa õiguse kohaselt läks lepingu alusel laenuks saadud aktsiate (*Wertpapierdarlehensverträge*) omand ajutiselt üle ning *squeeze-out* loeti seaduspäraseks, erinevalt akadeemiliste ringkondade varasemale seisukohale. See otsus on künnisenõudeid oluliselt leevendanud ning võimaldab ka suuremate aktsionäride koostööd vähemusaktsionäridest vabanemisel.¹⁵³

Eesti ühinguõiguses on põhiaktsionäri aktsiate määratlus kitsam – kvalifitseeruvad üksnes põhiaktsionäri ema- või tütarettevõtja aktsiad, kui ema- või tütarettevõtja annab selleks oma nõusoleku (ÄS § 363¹ lg 2). Siiski peab töö autor Saksamaal lubatud võimalust liberaalsemalt osalust arvutada väga huvipakkuvaks ning soovitaks seda kindlasti kaaluda ka Eesti

¹⁴⁹ Autor kasutab seda mõistet Eesti ühinguõigusliku ülevõtmise sünonüümina.

¹⁵⁰ Christoph Van der Elst & Lientje Van den Steen, Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-Out and Sell-Out Rights, 6 EURC.o . & FIN. L. REV.3.9 1, 398 (2009).

¹⁵¹ MüKoAktG/Grunewald AktG § 327a Rn. 9-10

¹⁵² Bundesgerichtshof, Urteil des II. Zivilsenats vom 16.3.2009 - II ZR 302/06.

¹⁵³ Christian A. Krebs. Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis, German Law Journal, Vol. 13 No. 08, 2012, lk. 954. Lk 941-978.

regulatsiooni ülevaatamisel. Samas ei tohiks erinevate enamusaktsionäride kokkulepete ainsaks eesmärgiks olla *squeeze-out* õiguse teostamine, mis kvalifitseerub nn „skeemitamisena.“

Saksamaal on „skeeme“ põhjalikult analüüsitud ning neile hinnang antud. Näiteks puuduvad piirangud põhiaktsionäri juriidilisele vormile.¹⁵⁴ Seega põhiaktsionär võib olla igat liiki äriühing, sh valdusühing (*Holding-Gesellschaft*), konsortsium, senikaua kuni ta on aktsionär. See kehtib ka nn hääletamissündikaatide kohta. Samas ei ole lubatav, kui 95% osalus on tekitatud üksnes lühikeseks ajaks spetsiaalselt *squeeze-out* tarbeks¹⁵⁵ – sel juhul loetakse see õiguste kuritarvitamiseks. Kui aga sellise valdusühingu asutamisel on ka muid eesmärke, siis õiguste kuritarvitamist ei ole. Sarnane tõlgendus kehtib ka näiteks aktsiate laenamise korral – õiguste kuritarvitamiseks loetakse see juhul, kui aktsiad on laenatud üksnes 95% osaluse saavutamise eesmärgiga.¹⁵⁶ Täpsustuseks olgu öeldud, et põhiaktsionär peab ise omama vähemalt ühte aktsiat. See on vajalik kasvõi selguse huvides, et kindaks teha, kellele aktsiad üle kanda.¹⁵⁷

Eestis on näiteks teoreetiliselt võimalik ühinguõigusliku ülevõtmise regulatsioonist mööda minna. Kui enamusaktsionär ei saa 95% osalust kokku, võib ta proovida muuta ühinguõigusliku ülevõtmise kunstlikult hoopis ühinemiseõiguslikuks ülevõtmiseks, kuna seal on lubatud 90% künnis. Selleks asutab ta uue ühingu, viib oma aktsiad uue ühingu omandisse ning korraldab kahe ühingu ühinemise ning ongi võimalik hoopis ühinemise käigus aktsiaid üle võtta. „Skeem“ ei pruugi õnnestuda, kui ülevõetava aktsiaseltsi põhikirjas on sätestatud aktsionäride eelisostuõigus. Sellisel juhul tekib vähemusaktsionäril võimalus, juhul kui ta leiab kapitali, kasutada ostueesõigust ning omandada hoopis ise kõik ühingu aktsiad. Kapitali leidmine näiteks erinevate fondide kaasabil ei pruugigi olla väga keeruline. Sel juhul võib põhiaktsionär hoopis ise oma aktsiatest ilma jääda.

Siinkohal võib välja tuua nn “Starmani juhtumi“ (mis on küll väärtpaberiõiguslik ülevõtmine), kus kolm enamusaktsionäri sõlmisid omavahel konfidentsiaalse lepingu ühingu kontrolliva osaluse omandamiseks. Eraldivõetuna poleks ükski enamusosanik suutnud täita ülevõtmiseks kehtestatud osaluse kriteeriumi. 28.09.2007¹⁵⁸ moodustati valdusühing (edaspidi BMIH),

¹⁵⁴ MüKoAktG/Grunewald AktG § 327a, kommentaar P.9.

¹⁵⁵ *Ibid*, kommentaar P. 20.

¹⁵⁶ *Ibid*, kommentaar P. 21.

¹⁵⁷ *Ibid*.

¹⁵⁸ Allikas: Äriregistri teabesüsteem.

eesmärgiga omandada valitsev mõju (Vt. VPTS § 10 lg 1 ja § 167) ning saada kokku ülevõtmispakkumise tegemiseks vajalik häälteenus. Juba 26.10.2007 kooskõlastati AS Starman aktsiate (kohustuslik¹⁵⁹) ülevõtmispakkumine BMIH poolt. Ülevõtmispakkumise järgselt omas BMIH 7.12.2007. a seisuga 65,16 protsenti AS-i Starman aktsiatest, mis koos OÜ Polaris Invest ja OÜ Com Holding aktsiate osalusega moodustas üle 95 % AS-i Starman aktsiakapitalist. Hiljem omandas BMIH viimastelt aktsiad ning, pärast vähemusaktsionäridelt aktsiate ülevõtmist BMIH ja AS Starman ühinesid.¹⁶⁰

Erinevate „skeemide“ kasutamise kohta ülevõtmiste korraldustes on Riigikohtu tsiviilkolleegium leidnud,¹⁶¹ et aktsiate ülevõtmiseks vajaliku osaluspaketi ajutine moodustamine võib teatud asjaoludel olla käsitatav tahtliku heade kommete vastase käitumisena VÕS¹⁶² § 1045 lg 1 p 8 mõttes ja tuua kaasa selliselt käitunud isikute isikliku vastutuse. Kui vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmiseks luuakse ajutiselt selleks spetsiaalselt ettenähtud juriidiline isik, mille puhul on ette teada, et ta ei suuda aktsiate eest õiglast hüvitist tasuda, võib vähemusaktsionäridel olla deliktiõiguslik kahju hüvitamise nõue isikute vastu, kes ülevõtmise selliselt korraldasid.¹⁶³

Tuleb rõhutada, et seesuguse uue valdusühingu moodustamine võib olla heade kommetega vastuolus juhul, kui selle ainus eesmärk on vähemusaktsionäridele ebaõiglase tasu maksmine või selle maksmata jätmine. Eestis võiks aga arutleda ka küsimuse üle, kui enamusaktsionärid on teinud erinevaid kokkuleppeid, et ühiselt saavutada nõutud osaluskünnis (kas siis 90% või 95%) ning *squeeze-out* viiakse muus osas läbi korrektselt – sh makstakse aktsiate eest õiglast hüvitist – kas sellisel puhul oleks teguviis lubatav nagu Saksamaal, eriti juhul, kui saaks tõendada, et kokkulepete ainsaks eesmärgiks polnud *squeeze-out* ning tehti ka näiteks teisi tehinguid?

¹⁵⁹ Ülevõtmispakkumise kohustuse sätestab pärast valitseva mõju omandamist VPTS § 166.

¹⁶⁰ Vt. ka Ühinemisaruanne AS Starman ja Baltic Investments Holding AS ühinemise kohta, Tallinnas 11.03.2009; Kooskõlastatud ülevõtmispakkumised: Baltic Moontech Investments Holding AS - AS Starman 29.10.2007. <https://www.fi.ee/?id=1722&action=showentity&eid=33410> (01.05.2016); Baltic Moontech Investments Holding AS-i pakkumine AS-i Starman aktsionäridele. 29.10.2007; Baltic Moontech Investments Holding AS ülevõtmisaruanne AS Starman aktsiate ülevõtmiseks rahalise hüvitise eest. Antud kaasusega seoses on ka üks lahend võimaliku siseteabe kasutamise osas, mis ühtlasi aitab kaasusest paremat ülevaadet saada. Vt RKKo 3-1-1-52-12.

¹⁶¹ RKTko 3-2-1-197-13, 03.03.2014, p 15

¹⁶² Võlaõiguseseadus. RT I, 11.03.2016, 2.

¹⁶³ *Ibid.*

Seega on oluline märkida, et *squeeze-out* menetluse lihtne läbiviimine kannab endas ka vähemusaktsionäride huve põhjusel, et enamusaktsionär saaks vähemusaktsionäridest vabanemiseks kasutada seaduslikku ning vähemusaktsionäridega maksimaalselt arvestavat viisi selle asemel, et enamusaktsionär on sunnitud olukorra lahendama muude, “kahtlasemate” meetoditega.

2.1.4 Saksamaa 95% künnise põhjendus

Saksa konstitutsioonikohus (BVerfG) on väitnud, et kvoorum 95% tagab, et ainult need aktsionärid, kel ei ole reaalselt võimalik mõjutada ettevõtte juhtimist, saavad aktsionäride ringist välja tõrjutud, teisisõnu, üksnes finantshuvidega aktsionärid, aga mitte strateegilise huviga aktsionärid. Puudub selgus selle osas, kas põhiseaduspärasus oleks BVerfG arvates tagatud ka leebema kui 90% kvooruminõude korral (viimane piir tuleneb Ülevõtmispakkumiste direktiivist ning selle põhiseadusvastaseks kuulutamine oleks väga ebatõenäoline)¹⁶⁴.

Samas on Saksamaal ka künnisenõude alandamine väga vähetõenäoline, kuna tegemist on õiguspoliitilise otsusega. Ühinemisõigusliku ülevõtmise Saksa siseriiklikku õigusesse sisse viinud seaduseelnõu seletuskiri selgitab, et „Saksamaa ühinguõigusliku (AktG §327a) ja väärtpaberiõigusliku (WpÜG §39a) ülevõtmise reeglid näevad otsuse vastuvõtmiseks vajalikuks häälteenamuseks ette 95% aktsiatega esindatud häälest. Üldine häälteenamused alandamine (Autor: 90% tasemele) ei ole direktiivi sisseviimisel ei kohustuslik ega asjakohane. Juba põhiseadusest tulenevalt tuleb tagada, et välistada saab üksnes selliseid aktsionäre, kellel puudub võimalus sekkuda ettevõtte juhtimisse ning kelle investeerimishuvi on keskendunud rahalisele komponendile.“¹⁶⁵

Eestis ei ole ülevõtmise õiguse tekkimist 90% tasemel väga põhjalikult selgitatud, samuti põhjuseid, miks vähemusaktsionäride kaitse algab mõnel juhul 10%-st, teisel juhul 5%-st. Siiski on Ühinguõiguse õpikus¹⁶⁶ viidatud Eesti traditsioonidele: „Eestis peetakse traditsiooniliselt aktsionäri, kellele kuuluvad aktsiad esindavad vähem kui 10% aktsiatest, vähemusaktsionäriks, kelle õiguslik positsioon on nõrk ning tal sisuliselt puudub võimalus

¹⁶⁴ Krebs, lk 960.

¹⁶⁵ Entwurf eines Dritten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes. Deutscher Bundestag. Drucksache 17/3122. 01.10.2010, lk. 13.

¹⁶⁶ K. Saare et al. Ühinguõigus I, lk. 416.

kaasa rääkida aktsiaseltsi otsuste vastuvõtmises. Ka näiteks dividendi saamise võimalus sõltub ainuüksi enamusaktsionäri tahtest.¹⁶⁷

2.1.5 Otsuse vastuvõtmine Saksamaal

Siin on vajalik rõhutatult välja tuua järgmine oluline aspekt – Saksamaal võib üldkoosoleku otsuse vastu võtta lihthälteenamusega (AktG §133 lg 1).¹⁶⁸ Kui põhiaktsionäri ei olnud tegelikult üldkoosoleku otsuse tegemise ajal 95% osalust, on otsus automaatselt tühine. Seega on Saksa õiguses oluline erinevus Eesti ühinguõigusega, kus äriseadustikus sisalduv regulatsioon nõuab 90% aktsiate omamist, kuid lisaks sellele peab üldkoosolekul otsustama aktsiate ülevõtmise poolt vähemalt 95% aktsionäridest. Kui Eestis on ühinguõigusliku ülevõtmise teoks saamine seatud sõltuvusse üldkoosoleku kvoorumini saavutamisest, siis Saksamaal on see ainult ja ainult seotud põhiaktsionäri osaluse suurusega üldkoosoleku toimumise hetkel. Kui ülevõtmine oli õiguspärane, siis vähemusaktsionäridel puudub Saksamaal võimalus ülevõtmist tagasi lükata, kui vajalik osalus on põhiaktsionäriil koos. Õiguspärasuse tagamise peamiseks õiguskaitsevahendiks on nii Eestis kui Saksamaal kohtulik kontroll.

Ka Eesti väärtpaberituru seaduses selline kvoorumini ja künnise erinevus puudub, nii ülevõtmise künnis kui kvooruminiõue on kehtestatud ühtselt 90% tasemel. Seadusandja mõttekäigust annabki aimu väärtpaberituru seaduse seletuskiri aastast 2007, mille kohaselt “väärtpaberituru seaduses ja äriseadustikus sätestatud kvoorumini või künnise erinevuse puhul tuleb arvesse võtta peamiselt asjaolu, et ülevõtmispakkumise järgse vähemusaktsionäride aktsiate väljaostmise realiseerimise puhul on põhimõtteliselt õiglase ostuhind juba väärtpaberiturul välja kujunenud ning vaidlustamisvõimalusi esineb seetõttu tõenäoliselt oluliselt vähem kui näiteks noteerimata aktsiaseltside puhul (kus aktsiatele õiglase hinna määramine on selgelt raskendatud). Seetõttu on ka õigustatud madalama kvoorumini kehtestamine ülevõtmispakkumise järgse vähemusaktsionäride aktsiate väljaostmise puhul, kuna nad peavad saama vähemalt sama head hinda oma aktsiate eest, mida maksti teistele sihtisikutele ülevõtmispakkumise raames.”

Sellest võib järeldada, et seadusandja on eelistanud ühingu ainujuhtimisele üle viimise eesmärgi asemel (mis on üheks ühinguõigusliku ülevõtmise sisseviimise peamiseks

¹⁶⁷ *Ibid*, lk 416.

¹⁶⁸ MüKoAktG/Grunewald AktG § 327a. P. 15.

põhjenduseks) hoopis vajadust tagada vähemusaktsionäri õiglase hinna maksmine, andes kokku üle 5% aktsiatest omavale vähemusaktsionäri või -aktsionäridele võimaluse ülevõtmise otsus blokeerida. Sellega soodustatakse vähemusaktsionäride võimalusi oma õigusi kuritarvitada ning tuleb tunnistada, et *squeeze-out* regulatsiooni eesmärk, milleks on efektiivset ühingujuhtimist takistavatest vähemusaktsionäridest vabanemine, on kõrvale jäetud ning üldine huvi on jäänud alla vähemusaktsionäri erahuvile.

Huvitava asjaoluna tasub märkimist, et näiteks väärtpaberiõiguslikus ülevõtmises (WpÜG) kehtib Saksamaal alates jaanuarist 2007 täiendav vabatahtlik ühtne kohtumenetlus, mille saab algatada vähemalt 95% osalust omav põhiaktsionär ning mille käigus enam ei saa vähemusaktsionärid ülevõtmist takistada formaalsetel põhjustel nagu näiteks piisava teabe puudumine üldkoosoleku toimumise kohta jne. Kohus määrab ühtlasi ka õiglase hinna.¹⁶⁹ See on üks keskseid erisusi Eesti ja Saksa regulatsiooni vahel – Saksamaal määrab hüvitise suuruse kohus, Eestis aga ei tohi hind olla madalam ülevõtmispakkumise hinnast. Ülevõtmispakkumisega tekitatud kahju hüvitamist saab Eestis nõuda kohtus.

Kui vähemusaktsionärid ei ole määratud hinnaga rahul on neil õigus pöörduda kohtusse, kes otsustab õiglase hüvitise suuruse.¹⁷⁰ Kohus omakorda lähtub Audiitorite Instituudi (IDW) kehtestatud standardist ettevõtete hindamiseks (IDW Standard¹⁷¹), mille järgi lähtutakse esmalt aktsia turuhinnast¹⁷² ning, kui turuhind ei ole kättesaadav või ei väljenda õiglast hinda (on sellest madalam), kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamiseks tulumeetodit (*Ertragswertverfahren*), eelkõige nn tulukusväärtuse meetodit (*Ertragswertmethode*) või diskonteeritud rahavoogude (*discounted cash flow*, DCF) meetodit. Viimastest on kohtupraktikas valdav tulukusväärtuse meetod, mille järgi sõltub ettevõtte väärtus selle võimest tulevikus tulu teenida. See meetoodika on sisult sarnane DCF-meetodiga (mõlemad baseeruvad NPV (nüüdispuhasväärtuse) arvutusel).¹⁷³

¹⁶⁹ Von Braunschweig. P. Going private: transactions by private equity funds in Germany, *The European Lawyer*, Issue 66, March 2007, Euro. Law. 2007, 66, lk 57.

¹⁷⁰ AktG § 327f (Gerichtliche Nachprüfung der Abfindung).

¹⁷¹ Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, 05.09.2007.

¹⁷² Ibid lk. 7, viidatud Saksa Ülemkohtu otsuse alusel: vt. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, DB 1999, S. 1693.

¹⁷³ Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, lk. 22.

2.1.6 Hüvitise määramine Saksamaal

Üheks erinevuseks Eesti ja Saksamaa vahel on asjaolu, et Eestis on esmaseks hüvitise maksmise üle järelevalve teostajaks määratud audiitor, kes peab kontrollima ülevõtmisaruanne (ÄS §363⁴). Saksamaal on audiitori erapooletuse tagamiseks, kes vähemusaktsionäri hüvitise summa määrab, kehtestatud nõue, et audiitori valib ning nimetab ülesannet täitma kompetentne kohus.¹⁷⁴ Ka audiitori valimine erineb – Eestis määrab audiitori põhiaktsionär (ÄS §363⁴ lg 3). Sarnaselt Saksamaaga on ka Eestis peamiseks õiguskaitsevahendiks, vaidluse korral õiglase hinna üle, võimalus pöörduda kohtusse (ÄS §363⁸). Õiglase hinna määramiseks mittekaubeldavate aktsiaseltside aktsiatele soovitab ka meie riigikohus kasutada Saksamaal tunnustatud meetodikaid¹⁷⁵.

2.2 Kännise ja kvooruminõude erisustest Saksa ja Eesti õiguses

Nii Saksa AktG seaduseelnõu seletuskiri¹⁷⁶, kui ka Saksa konstitutsioonikohus (BVerfG)¹⁷⁷ on selgelt põhistanud, et kvoorum 95% tagab, et aktsionäride ringist peab saama välja tõrjuda üksnes neid aktsionäre, kel puudub reaalne võimalus ja huvi mõjutada ettevõtte juhtimist, ehk üksnes peamiselt rahalist huvi omavad finantsinvestoritest aktsionärid.

Kvoorumi ja kännise nõuded jäävad Euroopa Liidu riikides kõikide aktsiate ülevõtmismenetluse liikide puhul vahemikku 90-95%. See tuleneb esmalt Ülevõtmispakkumiste direktiivist (art. 15). Napp enamus Marccus Partners uuringus hõlmatud liikmesriike on valinud leebema 90% kännise (2012. a. seisuga, 13 riiki 22-st uuringus vaadeldud riigist).¹⁷⁸ Nagu eelmises alapeatükis on mainitud, on Saksamaa rangema 95% kännisenõude näol tegemist õiguspoliitilise otsusega, mille muutmine leebemaks on äärmiselt vähetõenäoline.

¹⁷⁴ Croci *et al.* The Corporate Governance Endgame – An Economic Analysis of Minority Squeeze-Out Regulation in Germany. Social Science Research Network, 31.07.2013, lk 7.

¹⁷⁵ RRTKo 21.12.2004, 3-2-1-145-04

¹⁷⁶ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, lk. 31.

¹⁷⁷ Krebs, lk 960.

¹⁷⁸ Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids, lk. 221

Ka Eestis saab ühinguõigusliku ülevõtmise otsuse vastu võtta sisuliselt 95% häälteenamusega. Samas on Eesti ja Saksamaa regulatsiooni vahel põhimõttelisi erisusi. Eesti ühinguõigus nõuab küll üksnes 90% aktsiate omamist, kuid lisaks vähemalt 95% poolthäältest. Sellist seadusandlikku konstruktsiooni ei ole töö autor teiste vaadeldud Euroopa riikide seas kohanud. Seega on juba ainuüksi õiguse tekkimiseks nõutav osaluse suurus Eestis ja Saksamaal erinev. Võib aga järeldada, et märkimisväärsed erinevused on ka seadusandja eeldatavas mõttekäigus.

Saksamaa *squeeze-out* õiguse tekkimise eelduseks on põhiaktsionäril vähemalt 95% osaluse omamine, millest tuleneb omakorda, et Saksa ühinguõiguses loetakse vähemust defineerivaks osaluseks 5% osalus.¹⁷⁹ Täpsustuseks olgu öeldud, et paljud vähemusaktsionäride õigused algavad Saksamaal just 1/20 aktsiakapitali juures. AktG seletuskirjas nenditakse, et *squeeze-out* õiguse sisseviimine on õiguspoliitiline otsus, mis võimaldab välja arvata absoluutse vähemuse. Sisuliselt võiks autori hinnangul ülaltoodut arvesse võttes järeldada, et välja võib jätta vähemuse, kellel pole sisuliselt mitte mingisuguseid õigusi peale kõige üldisemate aktsionäriõiguste.¹⁸⁰

Eestis aga on tekkinud veidi teistsugune olukord, kus vähemusaktsionäri õigused algavad 10% ja suurema osaluse juures (vt. nt ÄS § 191 lg 1, § 292 lg 2, § 293 lg 2 jne). Seega on Eestis absoluutne vähemus, nõ peamiselt finantshuvi omavad aktsionärid, defineeritud kuni 10% suuruse osaluse kaudu, mitte 5% kaudu nagu Saksamaal. Teisest küljest on üle 5% omavatele vähemusaktsionärile (või koostegutsevateke vähemusaktsionäridele) antud õigus blokeerida ühinemisõiguslik ülevõtmine. Siin on Saksamaaga fundamentaalne erinevus – kui Saksamaal leitakse, et absoluutse vähemuse väljatõrjumine on igati sobilik, siis Eestis (nagu tuleb uuesti tõdeda) on piisavalt suure absoluutsele vähemuse e. teatava osa finantsinvestorite huvi eelistatud põhiaktsionäri huvile, mis suurendab majanduslikku efektiivsust ja seeläbi teenib ka üldist huvi.

Saksamaa AktG kommenteeritud väljaanne selgitab, et seadusandja on selgelt välja öelnud, et vähemusaktsionäride huvid jäävad tahaplaanile võrrelduna põhiaktsionäri huviga tagada äriühingu efektiivne juhtimine. Teiseks Saksa seadusandja eesmärgiks on tagada hea ühingujuhtimine (*corporate governance*) ja sel viisil kindlustada enamusaktsionäri huvide

¹⁷⁹ vrld. nt AktG § 122 Abs. 2, § 258 Abs. 2, § 260 Abs. 2, § 265 Abs. 3.

¹⁸⁰ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, lk. 72.

kaitse. Vähemusaktsionäride huvide kaitse on tagatud kohustusega maksta aktsiate eest hüvitist.¹⁸¹

Eesti seletuskirjadest ei saa otseselt välja lugeda majandusliku huvi eesmärgi järgimist sätete väljatöötamisel. Näiteks on väärtpaberiõigusliku ühinemise puhul Eestis eelistatud vähemusaktsionäri huvi saada oma aktsiate eest head hinda, mis nähtub ka 2007. a. väärtpaberituru seaduse seletuskirjast, kus selgitatakse, miks väärtpaberiõigusliku ja ühinguõigusliku ülevõtmise künnise- ja kvooruminõuded erinevad¹⁸².

Saksamaa õigusloome abimaterjalidest ja kommentaaridest tuleb autori hinnangul selgelt välja, et 95% on künniseks valitud seetõttu, et see kattub Saksa õiguspoliitilise seisukohaga, mille kohaselt absoluutseks vähemuseks loetakse alla 5% aktsiatega esindatud häältest. Just nimetatud aktsionärid on need, kelle huvi ei ole niivõrd osaleda aktiivselt ettevõtte juhtimises, kuivõrd saada investeeringust rahalist kasu. Majanduslikult ei ole otstarbekas sellise vähemuse säilitamine.¹⁸³

Seega ühinguõiguslik ülevõtmise õigus algab sealt, kus lõppevad vähemusaktsionäri õigused. Eestis on aga valitud lahendus, kus vähemusaktsionäride õiguste lõppemise ja ülevõtmiseks vajaliku kvoorumi vahel on vahe sees – teatud tingimustel eksisteerib vähemusaktsionär või hääletuskokkuleppe puhul ka grupp vähemusaktsionäre, kelle ainsaks eriõiguseks on ühinguõigusliku ülevõtmise blokeerimine. Võrdleva õiguse vaatepunktist tuleks siinkohal autori hinnangul Eestis muuta ühinguõigusliku ülevõtmise kvoorum sarnaseks ülevõtmise künnisega, olgu see siis 90% või 95% tasemel. Samamoodi tuleks defineerida ka absoluutset vähemust, kelle omandiõiguse riive on üldistes huvides ja majandusliku efektiivsuse suurendamise eesmärgil lubatav. Kui künnise tase fikseerida 95% tasemel, tuleks nihutada ka vähemusaktsionäri õiguste teke praeguse 10% tasemelt 5% tasemele.

¹⁸¹ *Ibid*; MüKoAktG/Grunewald AktG § 327a

¹⁸² Väärtpaberituru seaduses ja äriseadustikus sätestatud kvoorumi või künnise erinevuse puhul tuleb aga arvesse võtta peamiselt asjaolu, et ülevõtmispakkumise järgse väikeaktsionäride aktsiate väljaostmise realiseerimise puhul on põhimõtteliselt õiglane ostuhind juba väärtpaberiturul välja kujunenud ning vaidlustamisvõimalusi esineb seetõttu tõenäoliselt oluliselt vähem kui näiteks noteerimata aktsiaseltside puhul (kus aktsiatele õiglase hinna määramine on selgelt raskendatud). Seetõttu on ka õigustatud madalama kvoorumi kehtestamine ülevõtmispakkumise järgse väikeaktsionäride aktsiate väljaostmise puhul, kuna nad peavad saama vähemalt sama head hinda oma aktsiate eest, mida maksti teistele sihtsikutele ülevõtmispakkumise raames.

¹⁸³ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, lk. 72.

Tasub tähele panna ka asjaolu, et kuigi Eestis käsitatakse täieõigusliku vähemusaktsionärina vähemalt 10% aktsiakapitalist omavat aktsionäri ja Saksamaal 5% aktsiakapitalist omavat aktsionäri, siis juhul, kui võrrelda vastavat investeeeringut mõlemas riigis asuvasse minimaalse lubatud aktsiakapitaliga aktsiaseltsi, siis on nõutav investeeeringu summa võrdne – nimelt sätestab Eestis äriseadustiku §222, et aktsiakapital peab olema vähemalt 25 000 eurot, Saksamaal AktG §7 näeb minimaalse põhikapitali suurusena ette aga tervelt 50 000 eurot. Seega saab minimaalse aktsiakapitali korral nii Eestis kui ka Saksamaal täieõigusliku vähemusaktsionäri staatust nautida vähemalt 2500 euro suuruse investeeeringu teinud aktsionär,¹⁸⁴ kes omaks vastavalt Eestis 10% hääleõiguslikest aktsiatest ning Saksamaal 5%. Antud vaatepunktist lähtuvalt ei olegi Eesti ja Saksamaa künnisenõuded nii erinevad ning künnise ja kvooruminõuete ühtlustamine Eestis 90% tasemel võiks tulla kõne alla, seda enam, et Eestis on need sellel tasemel ka teistes ülevõtmismenetluse liikides. Kahtlemata on ülaltoodud näide veidi lihtsustatud, kuna aktsiaseltsi aktsiakapital võib olla ka miinimumtasemest oluliselt suurem, kuid on siiski mõnevõrra oluline aspekt.

¹⁸⁴ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, lk. 72.

3 Muudatusettepanekud

3.1 Muudatused äriseadustikus

3.1.1 Squeeze-out, kui vähemusaktsionäri ja enamusaktsionäri õigusi ja huve tasakaalustav õigusinstituut

Autori hinnangul võib kehtivas äriseadustikus sätestatud lahendus, kus ühinguõigusliku ülevõtmise õiguse tekkimise künnis on 90% aktsiatega esitatud häältest ning otsuse vastu võtmiseks vajalik kvoorum sellest 5% võrra kõrgem – 95%, viia lahendamatu vastasseisu tekkimiseni, kus saavutamata jääb nii põhiaktsionäri huvi kui ka laiemalt üldise huvi väljendusena majandusliku efektiivsuse kasv, kui ka vähemusaktsionäri huvi saada oma aktsiate eest õiglast hinda.

Kehtiv õigus ei tohiks soodustada selliste olukordade tekkimist, mida ei ole võimalik lahendada, kui kumbki vaidluse osapool järele ei anna. Tsiviilvaidlustes on paraku sellised olukorrad, kus kumbki pool ei anna põhimõtteliselt järgi küllalt sagedased.¹⁸⁵ Antud regulatsiooni puhul tekib teatav analoogia pati olukorraga malemängus, kus käiguloleval poolel ei ole võimalik teha ühtki reeglitepärast käiku. Sellist ülalkirjeldatud vastasseisu ei saa tekkida väärtpaberioiguslikul või ülevõtmisõiguslikul aktsiate ülevõtmisel. Enamgi veel – ülevõtmisõiguslikku ülevõtmist on võimalik Eestis kasutada ühinemisõigusliku ülevõtmise kvooruminõuetest mööda minemiseks, mis vähendab ühinguõigusliku regulatsiooni tõhusust.

Nagu töö eelmistes osades on juba välja toodud, ei ole Eesti ühinguõiguse häälteenamuse kvooruminõude 95% põhjendused autori arvates piisavalt arvestanud põhiaktsionäri majandusliku huvi ja sellest tuleneva üldise huvi ülimuslikkust vähemusaktsionäri huvide ees. Seege tekib küsimus, kuhu üldse oleks mõistlik tõmmata piir, millest alates aktsionäride

¹⁸⁵ Näiteks mitmesugused naaberkiinnistute omanike vahelised vaidlused, vähemusaktsionäride vaidlused põhiaktsionäri dividendioiguse üle jpm.

õigused on minimaalsed, kõige elementaarsemad aktsionäriõigused ning lõpeb vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise õigus?

Seadusandja on Eestis aktsionäride õiguste ulatuse sidunud nende osaluse suurusega. Nii on näiteks $\frac{3}{4}$ häälteenamus vajalik välistamiseks eesõigust aktsiate märkimisel aktsiakapitali suurendamisel, $\frac{2}{3}$ häälest, et otsustada aktsiakapitali suurendamine või vähendamine, 50%+ 1 hääl on vajalik enamiku üldkoosoleku pädevuses olevate küsimuste otsustamiseks ning 1/10 häälest annab õiguse nõuda täiendavate küsimuste võtmist korralise üldkoosoleku päevakorda, nõuda erikontrolli jne¹⁸⁶. Võib ka öelda, et 5%+1 hääl annab vähemusaktsionäri või vähemusaktsionäride grupile õiguse blokeerida ühinguõiguslik *squeeze-out*.

Võib arvata, et seadusandja eesmärgiks on Eestis olnud kaitsta vähemusaktsionäre ja leitud on, et 95% kvoorum tagab vähemusaktsionäridele tugevama kaitse kui 90%. Siis tekib aga küsimus, et miks saavad ühinguõigusliku ülevõtmise vastu kaitse vähemusaktsionärid, kellel puuduvad kõik muud vähemusaktsionäri õigused. Sisuliselt ei ole nendel aktsionäridel võimalik ühingu juhtimises osaleda. Antud säte läheb vastuollu seadusandja enda seatud eesmärgiga, milleks on efektiivsema ühingu juhtimise võimaldamine põhiaktsionäri.

Vähemusaktsionäri vähemusotsustusõigused on sageli seotud kindla osalusega, alla millise piiri ei ole vähemusaktsionäridele neid õigusi antud. See piir on enamasti eri jurisdiktsioonides 5-10%. Kui vähemusaktsionäri osalus on alla selle piiri, siis vähemusaktsionäri omandiõiguse kaitse muutub ebaoluliseks ning ebatähtsaks ning see ei kaalu üles põhiaktsionäri õigust saada ettevõtte üle ainukontroll (100% osalus). Seega ülevõtmise instituut on tööriist, mis võimaldab balansseerida vähemus- ja enamusaktsionäride õigusi, olles erandiks vähemusaktsionäride õiguste süsteemus ning käitudes enamusaktsionäri huvides.¹⁸⁷

Saksamaal on väga konkreetselt määratud, et vähem kui 5% osalust omava aktsionäri huvid peavad reeglina taanduma teiste huvide ees. Saksamaa AktG seletuskirjas on väga selgelt öeldud, et piir, kust algab "absoluutne" vähemusaktsionär, on 5% ja vähem. Ajaolu, et alla 5% aktsionäri käsitatakse eelkõige finantshuviga aktsionärina, on läbiv põhimõte terves Saksamaa aktsiaseltside seaduses. AktG seletuskiri toob välja, et nn „mudelsätteks“ on siinkohal AktG

¹⁸⁶ Vt. ka K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 415-416; Äriseadustik.

¹⁸⁷ A. Babak. Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA, lk. 5-6.

§320 lg1 lause 1.¹⁸⁸ Ka ühinguõigusliku ülevõtmise õigus tekib just sel juhul, kui põhiaktsionäril on vähemalt 95% aktsiatega esindatud häälest. Vähemusaktsionäridel seevastu tekivad teatavad õigused ühingu juhtimises osaleda (vrldl. nt AktG § 122 Abs. 2, § 258 Abs. 2, § 260 Abs. 2, § 265 Abs. 3) samuti vähemalt 5% osaluse olemasolu korral.

Üldjuhul on Eestis selleks piiriks, kus vähemusaktsionäril tekivad teatavad õigused ühingu juhtimises osaleda, 10% aktsiatega esindatud häälest. Samas on ühinguõiguslikku ülevõtmist võimalik blokeerida juba 5%+1 hääle olemasolul, samas kui teisi vähemusaktsionäri õigusi nendele aktsionäridele antud ei ole. Vähemusaktsionäri õigustest tekivad 1) erakorralise üldkoosoleku kokkukutsumise õigus, 2) õigus nõuda täiendavate küsimuste võtmist korralise üldkoosoleku päevakorda ning 3) õigus esitada iga päevakorrapunkti kohta otsuse eelnõu. See kehtib täna mittekaubeldavate aktsiaseltside aktsionäridele, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 10% aktsiakapitalist, reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltsi korral aktsionäridel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 5% aktsiakapitalist. See kõlab iseenesest mõistlikult, sest eriti just börsi põhinimekirjas noteeritud ettevõttes 5% osalus on rahalises väärtuses märksa suurem investeering, kui keskmises mittekaubeldavas aktsiaseltsis 10% suuruse osaluse omandamine. Samas näiteks erikontrolli nõudmise ja mitmed teised õigused tekivad kõikide aktsiaseltside puhul vähemalt 10% suuruse osaluse korral (vt ÄS). Ka väärtpaberioigusliku ülevõtmise õigus tekib 90% künnise juures. Seega Eestis ei ole vähemusaktsionäride eriõiguste tekkimise piir nii rangelt seotud ühinguõigusliku või väärtpaberioigusliku ülevõtmise otsuse vastuvõtmiseks vajaliku kvoorumiga tasemega.

Autori hinnangul võib öelda, et see, kuhu tõmmata piir, kus vähemusaktsionäride õigused lõppevad on puhtalt õiguspoliitiline kaalutusotsus. Kas see on siis 10% või 5%, on seadusandja otsustada. Arvestades, et Eesti kuulub Kontinentaal-Euroopa õigusruumi ja on oma tsiviilõiguse ülesehitamisel paljuski lähtunud eelkõige Saksa õigustraditsioonist, võib vähemalt Saksa õigusega võrdlemise tulemusena öelda, et see piir võiks loogiliselt kattuda ühinguõigusliku ülevõtmise õiguse tekkimise piiriga, sest õigustatud on eelkõige nende aktsionäride aktsiaseltsist välja jätmise, kellel puudub õigus, võimalus ja sügavam huvi osaleda ettevõtte juhtimises ning kelle huvi on eelkõige rahalist laadi. Seega oleks loogiline kas alandada ülevõtmise õiguse tekkimiseks vajalikku kvoorumini 90%-ni aktsiatega

¹⁸⁸ Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Begründung RegE, Bundestagsdrucksache 14/7034, lk. 72; *“Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft kann die Eingliederung der Gesellschaft in eine andere Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland auch dann beschließen, wenn sich Aktien der Gesellschaft, auf die zusammen fünfundneunzig vom Hundert des Grundkapitals entfallen, in der Hand der zukünftigen Hauptgesellschaft befinden.”*

esindatud häälestest või tõsta ülevõtmise künnist 95%-ni ja samaaegselt anda vähemusaktsionäridele teatavad õigused ettevõtte juhtimises osaleda juba vähemalt 5% osaluse korral.

Täna seadusesse kirjutatud mehhanism ei tööta – kui põhiaktsionäriks on seadusandja loonud võimaluse, et 90 % künnise puhul saab taotleda vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmist, kehtestades otsuse vastuvõtmiseks 95% häälteenamuse nõue, muutub esialgu lubatud võimaluse realiseerimine sõltuvaks sisuliselt ilma mingite otsustamisõigusteta vähemusaktsionäri tahtest juhul, kui enamusaktsionäriks kuulub küll üle 90% aga alla 95% aktsiatest. See tähendab, et protsessi saab algatada, kuid lõpuni ei pruugi see jõuda – kui vähemusaktsionärid on vastu, siis jääb protsess poole peal seisma. Millegipärast on Eestis eelistatud vähemusaktsionäride huvi seatud kõrgemale kohale, mitte nagu Saksamaal, kus üldisest huvist ning majandusliku efektiivsuse põhimõttest lähtuvalt peab ka enamusaktsionäriks olema õigus vähemusaktsionäridest kergemalt vabaneda.

Võib väita, et vähemusaktsionäri (alla 5-10% osalus) huvi on ettevõttest, ilma ise sellele kaasa aitamata (tal puuduvad selleks ka vahendid ja võimalused), kiiresti võimalikult palju tulu teenida (nn *free-rider* probleem), mis ei kattu enamasti strateegilise investori huvidega, kes tahab ettevõtet pikemaajaliselt arendada. Alla 5% vähemusaktsionäri omandiõiguslik huvi PS §32 tähenduses on piisavalt väike, et ühiskonnale tervikuna on kasulikum arvestada suuremate huvidega.

Saksamaal on otsustatud, et „piisavalt väike“ osalus on pigem 5% mitte 10% nagu Eestis hetkel kehtiv künnis. Saksamaal rõhutatakse, et nii väikese osalusega aktsionäriks puuduvad huvid ettevõtte sisuliseks juhtimiseks ning tema motivatsioon on üksnes rahalist laadi. See üksikisiku huvi ei kaalu üles üldise huvi väljenduseks olevat ettevõtte efektiivset juhtimist. Teisisõnu aktsia kui omand, ehk põhiseaduslik omandipõhiõigus on Saksa tõlgenduse kohaselt vähem kaalukas kui kogu ettevõtte majanduslikust huvi. Siin tuleb aga järjekordselt rõhutada, et Saksamaal on seesugused – peaaegu õigusteta aktsionärid - alla 5% osalusega. Kohe, kui aktsionäri osalus on natuke suurem, näiteks 7%, laieneb talle ulatuslik seaduslik kaitse ning õiguste pakett, mis tähendab õigust nõuda erikontrolli, nõuda enamusaktsionäriks vastavat hääletamist üldkoosolekul jne (nt AktG § 122 Abs. 2, § 258 Abs. 2, § 260 Abs. 2, § 265 Abs. 3). Täiendavalt saavad kõik vähemusaktsionärid Saksamaal nõuda ka dividende (AktG § 254 lg 1).

Seega tuleks autori hinnangul korrastada aktsionäride õiguste hierarhiat selliselt, et seal, kus lõppevad vähemusaktsionäride vähemusotsustusõigused, algab enamusaktsionäri

(põhiaktsionär) õigus minna üle ühingu ainujuhtimisele. See läheks kokku kontinentaal-euroopaliku õigusidega sellest, et eksisteerib teatav punkt, kus vähemusaktsionäri osalus muutub sedavõrd väikeseks, kus tema põhiõigustest tulenev omandiõigus ei kaalu enam üles üldist huvi, et äriühingud oleks efektiivselt juhitud ja põhiaktsionäri oleks võimalik üle minna ühingu ainujuhtimisele. Järgmisena kerkib küsimus, et kus see punkt siis olema peaks?

3.1.2 Kvooruminõude langetamine 90%-ni või künnise tõstmine 95%-ni

Kuhu panna piir, millise osalusega aktsionär on piisavalt väike aktsionär, on keeruline õigusfilosoofiline ja –poliitiline küsimus. Võib öelda, et tegemist on küsimusega, kus seadusandja peab tegelema “sisekaemusega” ning otsustama, kuhu see piir kõige mõistlikum panna oleks.

Vahemiku, milleks on 5%-10% osalus, paneb suuresti paika EL õigus, mis näeb sellised piirid ette kahe teise ülevõtmise liigi puhul. Lihtsamaks ei muuda otsustamist ka asjaolu, et tegemist on protsendiga ning aktsiaseltside aktsiakapital on erineva suurusega, mistõttu rahalises väärtuses võib sellel protsendil olla väga erinev mõju. Näiteks 25 000 euro miinimumkapitaliga aktsiaseltsi puhul on 10% 2500 eurot, milline sääst on praktiliselt igal keskklassi kuuluval inimesel olemas. Samas, kui aktsiakapital ulatub miljonitesse eurodesse, võib juba 5% osalus tähendada üle 100 000 euro suurust investeeringut. Ka Eesti ja Saksamaa võrdlemisel tuleb arvestada, et Saksamaal on aktsiaseltsi minimaalne aktsiakapital 50 000 eurot, mitte 25 000 nagu Eestis, seega Saksamaal tähendab 2500 euro suurune investeering minimaalse lubatud aktsiakapitaliga aktsiaseltsi 5% osalust ja Eestis 10% osalust.

Esimeseks võimaluseks oleks muuta ühinguõigusliku ülevõtmise häälteenamuse (kvooruminõue) äriseadustikus sarnaseks väärtpaberioigusliku ülevõtmisega ja ühinemisõigusliku ülevõtmisega. See tähendab sisuliselt seda, et ära muuta tuleks ÄS § 363⁷ lg 1 sõnastus. “Üldkoosoleku otsus vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise kohta on vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 9/10 aktsiatega esindatud häältest.”

Esiteks oleks ühinguõigusliku ülevõtmise kvooruminõude langetamine kooskõlas väärtpaberioigusliku ja ühinemisõigusliku ülevõtmise õiguse tekkimise piiriga, mis on samuti 90% aktsiatega esindatud häältest.

Teiseks oleks see kooskõlas näiteks Eesti väärtpaberioiguses sätestatud olulise osaluse suurusega, mis on vähemalt 10 protsenti äriühingu aktsiakapitalist, kuna pigem loetakse, et

alla 10% osaluse puhul on tegemist nn portfelli- või finantsinvesteeringuga. Arvestades Eestis kehtivaid aktsiaseltsi kapitalinõudeid võib alla 10% osaluse omandamiseks vajalik alginvesteering aktsiaseltsi asutamisel tihti jääda 2500 euro piiridesse, mis on jõukohane küllalt paljudele distsiplineeritud ja säästmisvõimelistele isikutele. Sellise summa finantsinvesteeringuks lugemine oleks siit tulenevalt samuti igati asjakohane.

Kolmandaks on kõik peamised vähemusaktsionäri vähemusotsustusõigused samuti äriseadustikus sätestatud just 10% tasemel. Põhiaktsionäri õiguse, minna üle ühingu ainujuhtimisele, viimine samale tasemele, korrastaks meie ühinguõiguse aktsionäriõiguste hierarhiat ning viiks selle kooskõlla kontinentaal-euroopa ja kitsamalt Saksamaa õiguspõhimõttega, mille kohaselt *squeeze-out* on erandõigus vähemusaktsionäri õigustele ning algab sealt, kus lõppevad vähemusaktsionäri vähemusotsustusõigused ning vähemusaktsionäri osalus muutub liiga väikeseks, et kaaluda üles üldist huvi selle osas, et aktsiaseltsid oleks efektiivselt juhitud.

Neljandaks puuduks sellisel juhul põhiaktsionäri kiusatus minna ühinguõigusliku ülevõtmise regulatsioonist mööda ühinemisõigusliku ülevõtmise abil. Viimane sätestab direktiivist 2009/109/EÜ tulenevalt ülevõtmise künniseks 90%.¹⁸⁹ Tänapäevane regulatsioon võimaldab väikese vaevaga tekitada “skeemi”, mida kirjeldasime varasemalt ning mis hoolika kavandamise korral ei tohiks õigusaktidega vastuollu minna.

Viiendaks oleks see seadusandjale tehniliselt oluliselt lihtsam, kui künnisenõuete tõstmine 95%-le – tuleb ära muuta ainult üks äriseadustiku säte. Künnise tõstmine 95% tasemele koos vähemusotsustusõiguste langetamisega 5% tasemele tähendaks seadusandjale põhjalikku mõjuanalüüsi ja tööd ka mitmete muude aktsionäri- eelkõige vähemusaktsionäri õiguste osas. Samuti tuleks sel juhul kaaluda, kas muuta tuleks ka väärtpaberiõigusliku ülevõtmise künnisenõudeid ning teatavaid vähemusotsustusõigusi, mis täna on seotud 10% osalusega.

Kuuendaks – investeerimiskliima ja riikidevahelise konkurentsi seisukohalt – oleks samuti parem madalam künnis, kuna põhiaktsionäri piisaks ühingu ainujuhtimisele ülemineku õiguse teostamiseks madalamast osalusest.

Põhiline ja peamine argument 95% künnise kasuks on kahtlemata parem vähemusaktsionäride kaitse. Kuna ühinguõiguslik ülevõtmine on eelkõige OONV üks liike¹⁹⁰, siis 95% korral on nende vähemusaktsionäride hulk, keda saab tahte vastaselt ühingust välja jätta väiksem ning

¹⁸⁹ Vt. nt kodifitseeritud teksti: direktiiv 2011/35/EL, Art. 27, 28.

¹⁹⁰ Vt nt. K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 417.

sellest aspektist on vähemusaktsionärid paremini kaitstud. Autori hinnangul tuleks 95% künnise sisseviimisel võtta ette põhjalikumad muudatused ning ringi mõtestada ka kogu vähemusaktsionäride eriõiguste kataloog ja ühtlustada nende õiguste tekkimise piir ülevõtmise õiguse künnisega. Samuti tuleks sel juhul kaaluda, kas muuta sarnaselt ka väärtpaberioigusliku ülevõtmise künnist ning vähemusaktsionäride õiguste tekkimise piiri nn reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltsidele. Seega tegemist oleks märksa radikaalsema õiguspoliitilise muudatusega, kui 90% kvoorumi kehtestamise näol.

Kahtlemata toetab 95% künnist ka asjaolu, et seda on Saksamaal peetud sobivamaks, kui 90% künnist. Arvestades Saksamaa õigustraditsiooni, võib olla küllalt kindel, et selline valik on väga põhjalikult läbi kaalutud. Teisalt tuleb sellesse argumenti suhtuda reservatsiooniga, kuna Saksamaa on suur ja jõukas riik ning võib endale lubada tugevamat vähemuste kaitset ning sellega kaasnevat suuremaid kulusid.¹⁹¹

Üheks oluliseks argumendiks on kahtlemata asjaolu, et vähemusaktsionäridel kaob künnise ja kvooruminõuete ühtlustamisel võimalus blokeerida ühinguõiguslik ülevõtmine. See on autori hinnangul igati õigustatud. Kui õiguskirjanduses on öeldud, et ühinguõiguslik ülevõtmine on üks omandi omaniku nõusolekuta võõrandamise (OONV) alaliike, siis tähendab see, et see on mõeldud kasutamiseks eelkõige juhtudel, kus vähemusaktsionärid ei ole nõus aktsiaid vabatahtlikult müüma.¹⁹² Sel juhul tekitab kahtlemata küsimusi asjaolu, et ühinguõigusliku ülevõtmise õiguse teostamiseks on alla 95% osalusega põhiaktsionäri ikkagi vajalik vähemusaktsionäri(de) nõusolekut küsida. Loomulikult on võimalik, et vähemusaktsionäride hulgas leidub keegi, kes soovibki oma osalusest loobuda. Kui aga *squeeze-out* kui aktsiate sundülevõtmine on oma olemuselt OONV, siis eeldab see seda, et vähemusaktsionärid on vastu või ei osale erinevatel põhjustel ühingu tegevuses (näiteks kui pärijad ei ole üldse oma osalusest teadlikud ja nendega pole võimalik ühendust saada) ning ülevõtmisel tuleb kasutada sundi. Seega peitub ühinguõigusliku ülevõtmise kvooruminõuetes olemuslik vastuolu.

¹⁹¹ Võttes appi makromajanduse statistika, võime öelda, et Saksamaa, kui suur tööstusriik ning CIA World Factbooki andmetel (vt. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/gm.html>) maailma suurimaid netoeksporijaid (s.t. väliskaubanduse ülejäägi tõttu voolab riiki raha sisse), ei ole nii suures sõltuvuses otsestest välisinvesteeringutest (FDI; Saksamaa on täna ka EL suuremaid väljapoole EL-i suunatud otseste välisinvesteeringute allikaid), kui näiteks Eesti, kellel on kaubandusdefitsiidi tõttu suur sõltuvus väliskapitalist. Vt. ka: Balance of payment statistics (Eurostat).

¹⁹² K. Saare *et al.* Ühinguõigus I, lk. 417.

Squeeze-out regulatsioon on üheks oluliseks märksõnaks ka eri riikide investeerimiskliima iseloomustamisel¹⁹³. Euroopa Liidu seadusandluse harmoniseerimise käigus on tähtis, et Eesti äriühingud ei jääks võrreldes teiste riikide äriühingutega halvemasse seisu ja et me suudaksime edukalt konkureerida mitte ainult liiduväliste vaid ka teiste EL liikmesriikide äriühingutega.¹⁹⁴ Näiteks kui investoril on valida kahe sarnase investeeringu vahel eri liikmesriikides, kus investori lõppeesmärk on üle minna ühingu ainujuhtimisele, siis ta muude erinevuste puudumise korral valib eeldatavasti selle, kus on lihtsam *squeeze-out* regulatsioon. Seega võib juhtuda, et just ülevõtmise regulatsioon võib saada viimaseks kaalukeeleks välisinvestori investeeringu sihtkoha valikul. Järelikult on Eesti kui välisinvesteeringutest sõltuva väikeriigi huvides lihtne, selge ning investorisõbralik *squeeze-out* regulatsioon ning künnise ja kvooruminõuete ühtlustamine oleks seeläbi vajalik ka investeerimiskliima ning riigi konkurentsivõime parandamise seisukohast.

3.2 *Sell-out* instituudi sisseviimise vajalikkusest Eesti ühinguõigusesse

Vähemusaktsionäride kaitse seisukohalt on tänasel regulatsioonil veel üks oluline probleem. Nimelt, kui põhiaktsionäril on ühinguõiguslikuks ülevõtmiseks vajalikud hääled koos, kuid ta mingil põhjusel ei soovi seda kasutada, siis võib ka vähemusaktsionäril olla raske omal soovil osalusest mõistliku hinnaga loobuda ning investeeringust väljuda. Selline soov võib kerkida päevakorda peamiselt juhtudel, kui põhiaktsionär ei otsusta väga pika aja jooksul dividendide väljamaksmist. Olukorras, kus vähemusaktsionäril puudub faktiliselt nii õigus saada dividende, kui ka võimalus oma osalust müüa vähese likviidsuse või aktiivse järelturu puudumise tõttu, muutuvad vähemusaktsionäri omandipõhiõigused (PS §32) üksnes teoreetiliseks.¹⁹⁵ Kui põhiaktsionär väidab, et dividendide mittemaksmine on talle endale samavõrra kahjustav ning samal ajal saab ettevõttest muul viisil tulu (autor: näiteks juhtorgani liikme tasu), siis ei ole see kuigi tugev argument.¹⁹⁶

¹⁹³ Vt. nt. Investment in Switzerland. KPMG 2014, lk 44; Doing Business and Investing in Germany. PwC 2014, lk 16.

¹⁹⁴ K. Kask, lk 4.

¹⁹⁵ P. Pärna. Aktsiaseltsi mõte on dividende teenida. – Äripäev, 25.05.2004

¹⁹⁶ W. Woon, lk. 130

Mittekaubeldavate aktsiate madal likviidsus vähendab oluliselt vähemusaktsionäride võimalusi aktsiaid mõistlikel tingimustel võõrandada, mistõttu tuleks kaaluda võimalust seaduses sätestada ühel või teisel viisil ka *sell-out* režiim.¹⁹⁷

Sell-out ja *squeeze-out* instituudid on teineteist täiendavad, kusjuures mõlema lõpptulemuseks on vähemusaktsionäride ühingust välja jätmine, erinevuseks on aga asjaolu, et *sell-out* menetluse algatab vähemusaktsionär, mitte põhiaktsionär.

Sell-out õiguse sisseviimine ühinguõigusesse võimaldaks vähemusaktsionäridel, kellele kuulub alla 5-10% osalus (see piir peaks kattuma *squeeze-out* õiguse tekkimise piiriga) nõuda põhiaktsionärielt või äriühingult enda osaluse väljaostmist õiglase hinnaga ning kaitseks vähemusaktsionäre juhul, kui pahauskselt käituv põhiaktsionär ei jaga olulist infot ja väldib kasumi jaotamist. On huvitav, et ühinemisel, ülevõtmisel ja ümberkujundamisel on äriseadustikus sätestatud aktsionäridele õigus nõuda aktsiate omandamist, kui aktsionär otsusega ei nõustunud, kuid sellist õigust ei ole (erinevalt väärtpaberituru seadusest, mis reguleerib üksnes reguleeritud turul kauplemisele võetud aktsiaseltse) antud mittekaubeldavate aktsiaseltside vähemusaktsionäridele juhul, kui äriühingul on üle 90% osalust omav põhiaktsionär.

Sellist vajadust on näinud ka näiteks konverentsil “Äriseadustik 20” Justiitsministeeriumi eraõiguse talituse juhataja Indrek Niklus “*Squeeze-out* ja *sell-out* instituudid vähemusosaniku või – aktsionäri lahkumiseks ühingust on märksõnadena olnud ühinguõigusega tegelevate juristide keelel juba pikemat aega, /.../ning *sell-out* regulatsioon puudub meie äriseadustikust üldse. Keda või mida me *sell-out* instituudi mitteloomisega kaitseme või kaitsema peame /.../”.¹⁹⁸

Seadusandja ei eita *sell-out* õiguse sisseviimise võimalikkust. “Äriseadustikus puudub *squeeze-out* õiguse vastandregulatsioon, st vähemusosaluse omajate *sell-out* õigus. Reguleeritud on üksnes *sell-out* õigus eri liiki ühingute ühinemisel ja jagunemisel ning ümberkujundamisel osaluse omajate tahte vastaselt. Sellisel juhul peab osaluse omandama ühing, mitte aktsionärid. Samuti sisaldub *sell-out* õigus VPTS §-s 182². Analüüsida tuleb *sell-out* õiguse ettenägemise vajalikkust ja teostatavust aktsiaseltsis.”¹⁹⁹ Väärtpaberituru seaduses sätestatud *sell-out* sätte eesmärk on anda vähemusaktsionäridele võimalus müüa oma aktsiad

¹⁹⁷ K.J. Paadam, lk. 35

¹⁹⁸ I. Niklus. Muuta või mitte muuta äriseadustikku – selles on küsimus. Arutelu konverentsil “Äriseadustik 20: Eesti ja Euroopa ühinguõiguse kogemused ja arenguvõimalused”. 22.10.2015, lk 4.

¹⁹⁹ Ühinguõiguse kodifitseerimise lähteülesande projekt, lk. 115-116.

põhiaktsionäri juhul, kui vähemusaktsionär jäi mingil põhjusel ülevõtmispakkumisest kõrvale või loobus sellest.

Peamised argumendid *sell-out* instituudi sisseviimiseks oleks järgmised: 1) kui põhiaktsionäri on absoluutne enamus (üle 90-95% osalus) ning vähemusaktsionär ei saa mingil viisil ühingu juhtimist mõjutada, siis on oht, et põhiaktsionär kuritarvitab oma domineerivat positsiooni; 2) mittekaubeldavate aktsiate madala likviidsuse tõttu on vähemusaktsionäridel väga raske, kui mitte võimatu saada oma aktsiate eest õiglast hinda;²⁰⁰ 3) kui enamusaktsionär kuritarvitab oma kontrollivat positsiooni äriühingus, eirates vähemusaktsionäri huve.²⁰¹

Autori hinnangul moodustavad *sell-out* ja *squeeze-out* aktsionäride õiguste süsteemis ühtse terviku – esimene aitab kaitsta vähemusaktsionäre juhul, kui nad soovivad aktsiaseltsist väljuda, teine jällegi põhiaktsionäri, kui viimane soovib minna üle ühingu ainujuhtimisele.

Samas tuleb seadusandjal et *sell-out* instituudi sisseviimisel lahendada mitmeid probleeme. Näiteks väärtpaperiõiguses on *sell-out* ajaliselt seotud konkreetselt ülevõtmispakkumisega, kuid mis tingimustel võiks *sell-out* õigus tekkida ühinguõiguses?²⁰² Samuti võib see regulatsioon osutada liialt koormavaks enamusaktsionäri, kui viimane ei soovi aktsiaid omandada²⁰³.

Põhjalikumalt on *sell-out* instituudi sisseviimist Eesti ühinguõigusesse juba analüüsinud K.J. Paadam,²⁰⁴ aastal 2008. Autori arvates tuleks selle instituudi sisseviimist tõsiselt kaaluda, et eri aktsionäride õigused oleks Eestis paremini tasakaalus, kuid kahtlemata vajab see eelnevalt põhjalikumat analüüsi, mida käesoleva töö maht ei võimalda.

²⁰⁰ A.Babak, lk. 10-11.

²⁰¹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids.

²⁰² Vt. K.J. Paadam, Aktsiate üleandmine Eesti äriühinguõiguses, lk. 40

²⁰³ *Ibid*, lk. 32

²⁰⁴ K.J. Paadam, Aktsiate üleandmine Eesti äriühinguõiguses. Magistritöö. 2008.

Kokkuvõte

Käesoleva magistritöö eesmärgiks oli võrdleva õigusteaduse metoodikatele tuginedes välja selgitada, kas kehtivas õiguses sätestatud künnise ja kvooruminõuded ühinguõigusliku vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmise otsustamisel on sobivad ning asjakohased. Töö hüpoteesiks oli, et üldkoosoleku kvooruminõue aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest äriseadustikus ei ole kuigi tõhus erimeelsuste lahendamisel, juhul, kui põhiaktsionärile ei kuulu piisavalt suur osa aktsiatest, et ülevõtmise otsus ilma vähemusaktsionäride toetuseta vastu võtta. Samuti ei taga kehtiv regulatsioon ka põhiaktsionäri ning üldist huvi majandusliku efektiivsuse suurendamisel, kuna ei võimalda teatud asjaolude kokkulangemisel põhiaktsionäril minna üle aktsiaseltsi ainujuhtimisele. Alamhüpoteesiks oli, et ühinguõiguslik ülevõtmine oleks efektiivsem reguleerida sarnaselt Saksamaaga selliselt, et ülevõtmise künnise ja otsustamiseks vajaliku kvoorumi saavutamiseks vajalik häälteenus oleks ühtlustatud kas 90% või 95% tasemel. *Squeeze-out* instituudi eesmärkide analüüsimisel ning võrdlemisel Saksamaa antud sätete eesmärkidega jõudis käesoleva magistritöö autor järgmiste järeldusteni.

1. *Squeeze-out* regulatsiooni põhiliseks eesmärgiks on eelkõige üldise huvi objektiks oleva majandusliku efektiivsuse tagamine, kõrvaleesmärgiks aga vähemusaktsionäride kaitse ning põhiaktsionäride huvide vahelise tasakaalu saavutamine.
2. Eestis kehtiv *squeeze-out* regulatsioon on vastuoluline ning see vastuolu seisneb selles, et alla 95% aktsiatest omav põhiaktsionär peab *squeeze-out* teostamiseks saavutama üldkoosolekul ka vähemusaktsionäride poolthääled, kuigi *squeeze-out* on olemuslikult omandi omaniku nõusolekuta võõrandamine, mis eelduslikult ei vaja omaniku nõusolekut.
3. Ühinguõigusliku ülevõtmise puhul tuleb künnise ja kvoorumi nõue ühtlustada. Autori hinnangul tuleks kas alandada ülevõtmise õiguse tekkimiseks vajalikku kvooruminõuet 90%-ni aktsiatega esindatud häälest või tõsta ülevõtmise künnist 95%-ni ja samaaegselt anda vähemusaktsionäridele teatavad õigused ettevõtte juhtimises osaleda juba vähemalt 5% osaluse korral. Täna seadusesse kirjutatud mehhanism ei tööta – kui

põhiaktsionärile on seadusandja loonud võimaluse, et 90 % künnise puhul saab taotleda vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmist, kehtestades otsuse vastuvõtmiseks 95% häälteenamuse nõue, muutub esialgu lubatud võimaluse realiseerimine sõltuvaks sisuliselt ilma mingite otsustamisõigusteta vähemusaktsionäri tahtest, seda kõigi nende põhiaktsionäride seisukohast, kellele kuulub alla 95% aktsiatest.

4. Kvooruminõude langetamise kasuks 90% tasemele on autori arvates mõnevõrra rohkem argumente, kui künnise tõstmise kasuks 95% tasemele. Kui 90% künnise poolt räägib lihtsus (sh vastavus tänaste vähemusotsustusõiguste tekkimiseks vajaliku osalusega), vastavus teiste ülevõtmise vormide künnisega, soodne mõju investeerimiskliimale, “skeemitamise” võimaluse vähenemine jne, siis 95% on jällegi parem valik vähemusaktsionäride kaitse aspektist – samas eeldaks see aga ka vähemusaktsionäride õiguste paketi üle vaatamist tervikuna. Lõppkokkuvõttes on tegemist seadusandja õiguspoliitiliste valikute küsimusega.
5. Aktsionäride õiguste hierarhia tuleks Eestis korrastada selliselt, et seal, kus lõppevad vähemusaktsionäride vähemusotsustusõigused, algab põhiaktsionäri õigus ühinguõiguslikuks ülevõtmiseks. Selliselt ei teki tänase regulatsiooni võimaldatavat olukorda,²⁰⁵ kus eksisteerib vähemusaktsionäre, kelle aktsiaid ei saa nende tahte vastaselt üle võtta, kuid kellel puudub samal ajal õigus ja võimalus osaleda seltsi juhtimises.
6. Künnise ja kvoorumi nõuete ühtlustamine on vajalik ka investeerimiskliima soodsamaks muutmiseks. Eesti kui välisinvesteeringutest sõltuva väikeriigi huvides on lihtne, selge ning investorisõbralik *squeeze-out* regulatsioon väga oluline.
7. Eesti tõlgendus õigustatud huvi osas, mis peab *squeeze-out* instituudi eeldusena täidetud olema, et tagada *squeeze-out* õiguse põhiseaduspärasus, on vastandlik. Kui Saksamaal on leitud, et õigustatud huvi tõendamiseks eraldi põhjendust pole vaja, sest see on eelduslik ja ülevõtmise soov on omandiõiguse ees ülimuslik ja igati positiivne nähtus, siis Eestis seevastu on leitud, et kuna põhiaktsionäriil pole mingit põhjendust vaja, siis peaks kehtestama kõrgema kvooruminõude ning ülevõtmisega peavad teatud juhul olema nõus ka osa vähemusaktsionäridest. Ehk Eesti seadusandja ütleb, et põhiaktsionäri huvi on pigem negatiivse varjundiga, mida tuleb piirata. Autori arvates on seesugune tõlgendus ebaõige.

²⁰⁵ Mõeldud on juhtu, kus põhiaktsionäriil on üle 90% kuid alla 95% aktsiatest. Sel juhul saavad vähemusaktsionärid küll blokeerida *squeeze-out*-i, kuid neil puudub võimalus osaleda seltsi juhtimises, kuna vähemusotsustusõigused tekivad aktsionäridel, kellel on vähemalt 10% osalus.

8. Ühinguõigusliku ülevõtmise õiguslik konstruktsioon, mille künnisenõue on 90% ning kvooruminõue samal ajal 95% on harukordne ning seda ei kohta ühegi teise vaadeldud Euroopa Liidu riigi õiguses.
9. Ühinguõiguslik ülevõtmine võib Eestis lõppeda patiseisuga. Eestis on paraku seadustatud olukord, kus ülevõtmise õigus tekib põhiaktsionäril küll juba 90% enamuse olemasolu korral, kuid *squeeze-out* õigust saab teostada alles 95% kvooruminõude täitmise korral. See võib autori hinnangul tekitada patiseisu, kus 5-9,99% osalust omav vähemusaktsionär(id) ei oma praktiliselt võimalust ettevõtte juhtimises osaleda (kuna neil puuduvad muud vähemusotsustusõigused), kuid põhiaktsionär ei saa aktsiaid rahalise hüvitise eest ühepoolselt üle võtta, kui vähemusaktsionär ei pea põhiaktsionäri aktsiate eest pakutud hinda piisavalt õiglaseks või talle lihtsalt aktsiate ülevõtmine ei sobi. Selline olukord on autori hinnangul teravas vastuolus sätete eesmärgiga, mis seab esiplaanile üldise huvi rahuldamise läbi majandusliku efektiivsuse suurendamise.
10. Autori hinnangul ei ole äriseadustikus sätestatud ühinguõigusliku ülevõtmise kvoorumija künnisenõuete erinevus kooskõlas Kontinentaal-Euroopa ja kitsamalt Saksamaa regulatsiooniga, aga ka Eestis sätestatud teist liiki ülevõtmiste – väärtpaberiõigusliku ja ühinemisõigusliku ülevõtmise – sätetega.
11. Eesti vähemusaktsionäride „absoluutne“ vähemus on ebaselge. Seadusandja on Eestis pidanud vajalikuks anda kokku üle 5% osalust omavatele vähemusaktsionäridele õiguse blokeerida võimalus neid ühingust õiglase hüvitise eest välistada, kuid samas ei ole pidanud vajalikuks anda neile õigust osaleda ühingu juhtimises, kuna vähemusotsustusõigused algavad alles üle 10% osalusest. Selline blokeerimine võimaldab üksnes vähemusaktsionäridel survestada põhiaktsionäri maksma ülevõetavate aktsiate eest kõrgemat hinda kuid ei taga vähemusaktsionärile õigust mõjutada muul viisil ettevõtte juhtimist. Võrreldes Saksamaaga on see fundamentaalne erinevus – kui Saksamaal leitakse, et väikese vähemuse väljatõrjumine on igati sobilik, siis Eestis on üle 5% aktsiatest omava vähemuse e. teatava osa finantsinvestorite huvi eelistatud põhiaktsionäri huvile, mis suurendab majanduslikku efektiivsust ja seeläbi teenib ka üldist huvi. Saksamaal on vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmine võimaldatud nende aktsionäride osas, kes on nn “absoluutne” vähemus, kellel puuduvad vähemusotsustusõigused, kes asuvad aktsionäride õiguste hierarhias kõige madalamal tasemel, kellel puudub huvi ja võimalus ühingu juhtimises osaleda ning kelle huvi aktsiaseltsi vastu loetakse olevat peamiselt rahalist laadi. Selliseks piiriks on Saksamaal õiguspoliitilise otsusena seatud olukord, kus põhiaktsionäril on vähemalt 95% aktsiatest ning ülejäänutel alla 5%. Euroopa Liidus tervikuna jääb see piir vahemikku 90-95%.

Seega Saksamaal on *squeeze-out* õiguse künnis selgelt seotud vähemusotsustusõiguste tekkimise künnisega (kus üks õigus lõppeb seal teine algab).

12. Kuna ühinguõiguslik ülevõtmine on kehtiva seaduse alusel teatud juhtudel teostamatu, minnakse sellest praktikas „mööda“ ohtliku skeemi abil, kus korraldatakse kunstlikult ettevõtte ülevõtmine, et saaks ühinguõigusliku ülevõtmise asemel kasutada hoopis ülevõtmisõiguslikku ülevõtmist, mille kvooruminõue on künnisenõudega ühtne 90%. Sellise skeemiga pole kaitstud vähemusaktsionäride õigused ning lisaks on oht, et kahjustada saab enim kaitstud isik – aktsiaselts.
13. Üheks oluliseks erinevuseks Eesti ja Saksamaa *squeeze-out* regulatsioonide vahel on ka asjaolu, et kui Eestis on ühinguõigusliku ülevõtmise teoks saamine seotud sõltuvusse üldkoosoleku otsusest, siis Saksamaal on see ainult ja ainult seotud põhiaktsionäri osaluse suurusega üldkoosoleku toimumise hetkel. Üldkoosoleku otsus ise loetakse vastu võetuks juba lihthälteenamusega. Kui ülevõtmine oli õiguspärane, siis vähemusaktsionäridel puudub Saksamaal võimalus ülevõtmist tagasi lükata, kui vajalik osalus on põhiaktsionäril koos. Võib öelda, et erinevalt Eestist on Saksamaal ühinguõigusliku ülevõtmise sätted eelkõige mõeldud erandõigusena vähemusaktsionäride õigustele ning peavad kaitsma põhiaktsionäri vähemuskatsionäri(de) võimalike kuritarvituste vastu. Saksamaal on *squeeze-out* instituudi peamiseks vähemusaktsionäride õigusi tagavaks komponendiks õiglase hüvitise maksmise nõue.
14. Eri aktsionäride õiguste parema tasakaalu huvides tuleks Eestis põhjalikult kaaluda *sell-out* instituudi sisseviimist ühinguõigusesse, mis on omamoodi vastukaaluks *squeeze-out* instituudile, kuid kahtlemata vajab see mahukas teema eelnevalt sedavõrd põhjalikku analüüsi, mida käesoleva töö maht ei võimalda.

Töö hüpotees on leidnud kinnitust, et vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmisel seaduses sätestatud hälteenamused ei ole eesmärgipärased. Eesti ühinguõiguses sätestatud *squeeze-out* regulatsioon on ebaõnnestunud ning vajab lihtsustamist. Ka alamhüpotees leidis kinnitust, Regulatsiooni efektiivsemaks muutmisel tuleks autori hinnangul lähtuda Saksa õigusest ning korrastada aktsionäride õiguste süsteem selliselt, et sel kus asub ühinguõigusliku ülevõtmise õiguse tekkimise künnis ja kvoorum, seal lõppevad vähemusaktsionäride vähemusotsustusõigused.

Autor teeb ettepaneku alandada ÄS §363⁷ sätestatud kvooruminõuete 90%-ni: “Üldkoosoleku otsus vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise kohta on vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 9/10 aktsiatega esindatud häälestest.”

Kahtlemata võib öelda, et vähemus- ja enamusaktsionäride õiguste vahekord vajaks Eesti õiguses ka tervikuna ajakohastamist. Mainigem siin muuhulgas audiitorkontrolli vajalikkust ülevõtmisaruande kontrollimisel ühinguõigusliku ülevõtmisprotsessi käigus, vähemusaktsionäride *sell-out* õigust ja dividendiõigust aga ka teabeõigust ja erikontrolli. Kuid jäägu need probleemid edasise uurimistöö objektiks.

The purpose of minority shareholders squeeze-out voting requirements in Estonian company law.

(Häälteenamuseduete eesmärgipärasus ühinguõiguslikul vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest)

Summary

The research problem of the master's thesis is, whether the existing threshold and voting rules in Estonian company law squeeze-out regulation are the best solution for protecting the conflicting interests of majority and minority shareholders and the public.

The aim of the master's thesis was to determine, using comparative law approach, whether the threshold and voting rules for the Estonian company law squeeze-out regulation are suitable and appropriate.

The problem is very topical. Although there are a lot of problems with minority protection in Estonia, there are also some situations where majority must be protected from abuse by the minority. One of those cases is the main reasoning for the squeeze-out institute. For the greater good, majority shareholders should have right to squeeze-out minority to achieve higher efficiency. In such a case the interest of majority prevails over the minority ownership rights.

Earlier researches have repeatedly found that the squeeze-out of the minority shareholders for cash compensation is not unconstitutional. Various courts of European Union Member States, have ruled that such a fundamental right of absolute majority shareholders is fully lawful and legitimate. European Union legislation and documents, published during the development process of the legislation, shows that the squeeze-out for cash compensation has become a common practice in the European Union's legal space. It also shows that the squeeze-out regulation aims in particular public interest in ensuring the efficiency of the economy, as the secondary goal is to achieve a balance between the protection of minority shareholders and

interests of the principal. However, it is clear that the presence of majority shareholder and minority shareholders' inevitably creates the conditions and opportunities for conflict of interest. The source for such a conflict of interest is no doubt also the determination of fair compensation for the squeeze-out.

According to Estonian legislation, § 363¹ sub 1 of the Estonian Commercial Code sets that, “Based on the application of a shareholder whose shares represent at least 9/10 of the share capital of a public limited company (majority shareholder), the general meeting of shareholders may decide in favour of the shares belonging to the remaining shareholders of the public limited company (minority shareholders) being taken over by the majority shareholder in return for fair monetary compensation.” In addition § 363⁷ sub 1 sets that “A resolution on the takeover of shares belonging to minority shareholders shall be adopted if at least 95/100 of the votes represented by shares are in favour.”

The hypothesis is that the voting rules of the general meeting for squeeze-out right in the Estonian Commercial Code are not very effective in resolving disagreements, if the majority shareholder does not own a sufficiently large part of the shares, to adopt the squeeze-out decision without support of minority shareholders. The effective regulation also does not provide sufficient fulfilment of public interest in economic efficiency, since it is impossible in certain circumstances, for the majority shareholder to achieve the sole control over the public limited company.

The sub-hypothesis is that it would be more reasonable to regulate the squeeze-out in Commercial Code similarly with Germany, in such a way that the squeeze-out threshold and required votes in favour of the resolution would be harmonized at the same either 90% or 95% level. Other minority decision-making rights should also be fixed at the same level, so that where the decision-making rights of the minority end, there begins the majority shareholders right to achieve the sole control.

It was found that Estonia has unfortunately legitimized a situation, where the majority shareholder holds more than 90% but less than 95% of the shares, the squeeze-out right can be exercised only in compliance with the acceptance of the minority. This can in the author's opinion, lead to a stalemate, where 5 to 9.99% interest, who have practically no possibility to participate in the company's management (because they have no other minority decision-making rights), can still block the squeeze-out. Therefore a squeeze-out that is by definition supposed to be a transfer of ownership of the shares without the consent of the minority shareholder becomes dependant on the will of minority shareholders. This situation is in stark

contrast, in the author's opinion, with the purpose of the provisions, which gives priority to the public interest to increase of economic efficiency instead of minority ownership rights.

Estonian law was compared with the German law and it was found that the squeeze-out is essentially the main shareholder's special right to gain the full control over the company.

The legislator has considered it necessary to provide the minority shareholders of over 5% stake the right to block the squeeze-out, but it does not find it necessary to give them the right to participate in corporate governance because minority rights in the decision-making begin of more than 10% stake. This blocking will only allow minority shareholders to put pressure on the majority shareholder to gain higher price for the shares, but does not guarantee the right of the minority shareholders to affect the company's management in any other way whatsoever. Compared with Germany, it is a fundamental difference - in Germany, the interest of a small minority holding a 5% stake is considered less relevant than the interest majority shareholder, who will help to increase the economic efficiency and thus serves the public interest. In Germany, the squeeze-out of minority shareholders, who lack the minority decision-making rights, who on the lower level in the hierarchy of shareholder rights, with no interest and the possibility to participate in the company management, and whose interest in the joint-stock company is considered to be primarily of a financial nature, is considered as completely acceptable. A 5% stake, that defines this irrelevant minority, is chosen simply as a policy measure. In the EU as a whole, it will limit within the range of 5-10%. Thus, in Germany the squeeze-out threshold is clearly linked to the minority decision-making rights threshold (when one right ends the other begins). Given that the Estonian law follows the continental European and in the narrower sense the German legal tradition, it would be reasonable to simplify and harmonize squeeze-out process in Estonia and adopt necessary changes to ensure that squeeze-out threshold, voting rules and minority shareholder rights all start in the same level. Whether it is a 90% or 95% threshold, is a matter of legal policy choice.

It also does not make sense that an institute that is essentially a transfer of ownership without the consent of the owner requires ... consent of the owner in case the majority shareholder does not hold at least 95% stake.

Where to set the limit, where a minority shareholder is small enough, to lose legitimately ownership right in favour of the public interest, is a complex issue of philosophy of law and legal policy.

For the 90% threshold is speaking simplicity (including compliance with today's decision-making powers of minority shareholders), similarity with other forms of squeeze-out, a

positive impact on the investment climate, opportunity to reduce misuse or abuse of legal norms etc. Then again, for the 95% is the minority shareholder protection aspect - at the same time, this would require the complete review of the minority shareholders' rights package.

Additionally, the unification of threshold and the quorum is necessary for the sake of investment climate in the country, and improving the competitiveness of the legal environment. Estonia as a small country, dependent on foreign direct investment needs a clear, simple and investor-friendly squeeze-out regulation.

As a result, the reader has learned that squeeze-out regulation in Estonian Company Code does not serve its purpose and needs to be simplified.

The author proposes to lower the quorum requirement set out in the Commercial Code §363⁷ sub 1 to 90%: "A resolution on the takeover of shares belonging to minority shareholders shall be adopted if at least 9/10 of the votes represented by shares are in favour".

Without a doubt, we can say that the relationship between minority and majority shareholders' rights would need modernization in Estonia. And there are several problems that could be subject to a further research, among others the introduction of sell-out rights, minority shareholder's right to dividend, auditing requirement for takeover report etc.

Kasutatud kirjandus

Kasutatud teadusartiklid ja –kirjandus

1. Alexy, R. Põhiõigused Eesti põhiseaduses. – *Juridica* 2001 eriväljaanne
2. Armour, J.; Hansmann, H.; Kraakman, R. Agency Problems and Legal Strategies Agency Problems and Legal Strategies. (July 20, 2009). Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009; Yale Law, Economics & Public Policy Research Paper No. 388; Harvard Law and Economics Research Paper Series No. 644 ; ECGI - Law Working Paper No. 135/2009. <http://ssrn.com/abstract=1436555> (01.05.2016)
3. Babak. A. Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA, 41 lk. http://www.etd.ceu.hu/2012/babak_anton.pdf (01.05.2016)
4. Bartels, T. Tühjakspigistamise seadustamisest Eesti äriõiguses: äriseadustiku §-d 363.¹-363.¹⁰ - *Juridica* 2004/2 lk 86-95.
5. Burkart, M., Panunzi, F., Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out and Dynamics of The Tender Offer Process. Working Paper N°. 10/2003, 06.2003, lk 18. Arvutivõrgus kättesaadav: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420940. (01.05.2016)
6. Croci, E., Ehrhardt O., Nowak E. The Corporate Governance Endgame – An Economic Analysis of Minority Squeeze-Out Regulation in Germany. Social Science Research Network, 31.07.2013. 47 p. Arvutivõrgus kättesaadav: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2080745. (01.05.2016)
7. Grünewald, B. *et al.* Münchener Kommentar zum Aktiengesetz (MüKoAktG): AktG Band 5: §§ 278-328. 4. Auflage 2015.
8. Hansmann, H. and Kraakman, R, Agency Problems and Legal Strategies. The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach, R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, and E. Rock, Oxford University Press, pp. 21-31, 2004. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://ssrn.com/abstract=616003>. (01.05.2016)
9. Jesse, P. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? - *Juridica* 2010/3, lk 196-204.
10. Kalaus, M. Aktsiaseltsi vähemusaktsionäride kaitse probleeme - *Juridica* 1998, 6, lk 285-288.

11. Krebs, C. A. Freeze-Out Transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis, *German Law Journal*, Vol. 13 No. 08, 2012, pp 941-978.
12. Madise, Ü.; *et al.* Eesti Vabariigi põhiseadus. Komm vlj. 3 vlj. Tallinn Juura 2012.
13. Magnuson, W. J. Takeover Regulation in the United States and European Institutional Approach. 2008. 44 lk. www.works.bepress.com/william_magnuson/1 (01.05.2016)
14. Merimaa, M. Äriseadustik. Kommentaarid, selgitused, arvamused. Ilo, 2007, 312 lk.
15. Saare, K. Eraõigusliku juriidilise isiku organi liikmete õigussuhted. *Juridica VII/2010*, lk 481-490.
16. Schmidt, J. Reforms in German Stock Corporation Law - The 67th German Jurists Forum. *European Business Organisation Law Review*, volume 9, issue 4, 2004, lk 639. <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=4228092&fileId=S156675290800637X>, (täistekst saadaval TÜ arvutivõrgu vahendusel) (01.05.2016)
17. Stohlmeier, T. German Public Takeover Law. Bilingual Edition with an Introduction to the Law. Kluwer 2002, lk 27
18. Subramanian, G. Fixing Freezeouts *The Yale Law Journal*, Vol. 115, No. 1 (Oct., 2005), pp. 2-70.
19. Taska, A. Õigusteaduse metodoloogia, Lund 1978
20. Vahimets, R. *et al.* Ühinemised ja omandamised. Alternatiiv äri orgaanilisele kasvule - Äripäev 2007, 264 lk.
21. Van der Elst, C; Van den Steen, L. Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights. *European Company and Financial Law Review*, 2009, vol. 6, issue 4, pp. 391-439.
22. Von Braunschweig, P. Going private: transactions by private equity funds in Germany, *The European Lawyer*, Issue 66, March 2007, 56 - 57 Euro. Law. 2007, 66, pp 56-57.
23. Vutt, M. Aktsionäri derivatiivnõue kui õiguskaitsevahend ja ühingujuhtimise abinõu, Tartu Ülikool, Õigusteaduskond. Tartu Ülikooli kirjastus 2001. 240 lk.
24. Vutt, M. Shareholder's Derivative Claim - Does Estonian Company Law Require Modernisation? - *Juridica International* 2008/15, lk 76.
25. Woon W.C.M. Protecting the Minority Shareholder. *Singapore Academy of Law Journal*, Vol. 4, p. 123, 1992. Arvutivõrgus kättesaadav: http://heinonline.org.ezproxy.utlib.ee/HOL/Page?handle=hein.journals/saclj4&start_page=123&collection=journals&set_as_cursor=6&men_tab=srchresults&id=129. Viimati vaadatud 01.05.2016.a.

Uurimused

26. Kaasik, A. Vähemusaktsionäride kaitse tõhustamine aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest. Magistritöö. Tartu Ülikool, Õigusteaduskond. Tartu 2003. http://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/31462/kaasik_anet.pdf
27. Kask, K. Ülevõtmispakkumisega seotud probleeme – juhtkonna neutraalsuse põhimõte ja audiitori sõltumatus. Magistritöö. Tartu Ülikool, Õigusteaduskond, äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool. Tartu, 2013. Arvutivõrgus kättesaadav: http://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/30791/kask_kaupo.pdf (27.02.2016)
28. Lall, M. L. Õiglane hüvitis väärtpaberituruõiguslikus aktsiate ülevõtmises ja selle vastavus põhiseadusele. Uurimistöö. Tartu ülikool. Tallinn 2007. 39 lk.
29. Paadam, K. J. Aktsiate üleandmine Eesti äriühinguõiguses : magistritöö; juhendaja Gerd Laub, Andres Vutt ; Tartu Ülikool, õigusteaduskond, äriõiguse ja intellektuaalse omandi õppetool. Tartu: Tartu Ülikool, 2008, 78 lk.

Muud allikmaterjalid

30. Balance of payment statistics (Eurostat). http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Balance_of_payment_statistics (01.05.2016).
31. Baltic Moontech Investments Holding AS registrikanne. Äriregistri teabesüsteem.
32. Baltic Moontech Investments Holding AS ülevõtmisaruanne. 22.01.2009. http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/SMN_Ylevotmisaruanne.pdf (01.05.2016).
33. CIA World Factbook. Saksamaa, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/gm.html> (01.05.2016).
34. Delaware General Corporation Law. https://en.wikipedia.org/wiki/Delaware_General_Corporation_Law (01.05.2016).
35. Doing Business and Investing in Germany. PwC 2014. <https://www.pwc.de/de/internationale-maerkte/assets/fachbuch-doing-business-germany-2012.pdf> (01.05.2016).
36. e-Äriregistri statistika. <http://www.rik.ee/et/e-ariregister/statistika> (01.05.2016).
37. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen. http://www.idw.de/idw/download/IDW_ES_1_nF_2007.pdf?id=423286&property=Datei (01.05.2016).

38. Investment in Switzerland. KPMG 2014. http://www.sge.com/sites/default/files/KPMG_Investment%20in%20Switzerland-en.pdf (01.05.2016).
39. Madisson, K., Väikeaktsionär vajab rohkem kaitset. Äripäev, 12.05.2015. <http://www.aripaev.ee/arvamused/2015/05/12/sorainen-karin-madisson-vaikeaktsionar-vajab-rohkem-kaitset> (01.05.2016).
40. Niklus, I. Muuta või mitte muuta äriseadustikku – selles on küsimus. Arutelu konverentsil “Äriseadustik 20: Eesti ja Euroopa ühinguõiguse kogemused ja arenguvõimalused”. 22.10.2015, 5 lk.
41. Sweden. Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Law Committee 2010. <http://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=C570BA4B-C9B4-4B43-8A93-8028C12084B1> (01.05.2016).
42. The World Bank, Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. Washington, DC: World Bank. DOI: 10.1596/978-1-4648-0667-4. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO. <http://www.doingbusiness.org/rankings> (01.05.2016).
43. Äripäev. Väikeosanike kaitse Botswanaga ühel pulgal. 16.02.2016.
44. Ühinemisaruanne. AS-i Starman ja Baltic Moontech Investments Holding AS. 11.03.2009. http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/starman/yhinemisaruanne_est.pdf ; <https://www.fi.ee/?id=1722&action=showentity&eid=33410> (01.05.2016).
45. Ülevõtmispakkumisprospekt. Baltic Moontech Investments Holding AS - AS Starman 29.10.2007. <https://www.fi.ee/?id=1722&action=showentity&eid=33410> (01.05.2016).

Kasutatud õigusaktid

Eesti õigusaktid

46. Eesti Vabariigi põhiseadus. 28.06.1992 – RT 1992, 26, 349; RT I, 27.04. 2011.
47. Ülevõtmispakkumisreeglid. RTL 2008, 11, 137.
48. Tsiviilseadustiku üldosa seadus. RT I, 12.03.2015, 106
49. Kinnisasja sundvõõrandamise seadus. RT I, 23.03.2015, 107.
50. Väärtpaberituruseadus. RT I, 14.11.2015, 2.
51. Tulumaksuseadus. RT I, 17.12.2015, 23.

52. Riigi raamatupidamise üldeeskiri. RT I, 22.12.2015, 33.
53. Äriseadustik. RT I, 30.12.2015, 73.
54. Võlaõigusseadus. RT I, 11.03.2016, 2.

EL õigusaktid

55. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, 21.04.2004 – ELT L 142, 30.4.2004, lk 12—23.
56. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2009/109/EÜ millega muudetakse nõukogu direktiive 77/91/EMÜ, 78/855/EMÜ ja 82/891/EMÜ ning direktiivi 2005/56/EÜ seoses aruandlus- ja dokumenteerimishõuetega ühinemise ja jagunemise korral, 16.09.2009 – ELT L 259, 2.10.2009, lk 14—21.

Teiste riikide õigusaktid

57. Aktiebolagslag (2005:551), http://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551
58. Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 22. Dezember 2015 (BGBl. I S. 2565) geändert worden ist
59. Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 23. Dezember 2014 (BGBl. I S. 2438) geändert worden ist
60. Osakeyhtiölaki 624/2006 21.07.2006
<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>
61. Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210; 1995 I S. 428), das zuletzt durch Artikel 22 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist
62. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 20. November 2015 (BGBl. I S. 2029) geändert worden ist

Õigusaktide seletuskirjad ja õigusloome abimaterjalid

63. Seletuskiri. Väärtpaberituruseaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seadus (108 SE). <http://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/a1dba6ba-596e-499c-cbad-8c2835505f68/> (01.05.2016).
64. Seletuskiri. Äriseadustiku ja sellega seonduvate teiste seaduste muutmise seadus (75 SE) 16.06.2011. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/123d8ca1-2b98-67ce-e858-d3d7074908b6/Äriseadustiku%20ja%20sellega%20seonduvate%20teiste%20seaduste%20muutmise%20seadus/> (01.05.2016).
65. Ühinguõiguse kodifitseerimise lähteülesande projekt. Justiitsministeerium, Tallinn 2014, lk 115. Arvutivõrgus kättesaadav: <http://www.just.ee/et/eesmargid-tegevused/oiguspoliitika/parem-oigusloome/uhinguoiguse-revisjoni-ettevalmistamine> (01.05.2016).

Teiste riigide õigusaktide seletuskirjad ja õigusloome abimaterjalid

66. Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen. Deutscher Bundestag. Drucksache 14/7034. 05.10.2001. <http://dipbt.bundestag.de/doc/btd/14/070/1407034.pdf> (01.05.2016)
67. Entwurf eines Dritten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes. Deutscher Bundestag. Drucksache 17/3122. 01.10.2010. <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/031/1703122.pdf> (01.05.2016)

EL õigusloome abimaterjal

68. Marccus Partners, in cooperation with the Centre for European Policy Studies (June 2012), Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids. Arvutivõrgus kättesaadav: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf pdf (01.05.2016)
69. Report of High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brüssel 10.01.2002, lk. 61-62. Arvutivõrgus kättesaadav:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf pdf (01.05.2016)

70. Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids. Arvutivõrgus kättesaadav:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf pdf (01.05.2016)

Kasutatud kohtulahendid

Eesti kohtulahendid

71. RKTko 21.12.2004, 3-2-1-145-04 (OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu)
72. RKTko 02.11.2005, 3-2-1-114-05 (OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu)
73. RKTko 06.11.2013, 3-2-1-114-13
74. RKTko 20.12.2004, 3-2-1-138-04 (Joel Aasmäe ja Lauri Isotamme hagi AS Sampo Pank vastu)
75. RKÜko 17.06.2004, 3-2-1-143-03
76. RKTko 31.03.2010, 3-1-1-52-12
77. RKPJKo 08.11.1996, 3-4-1-2-96.
78. TlnRnKo 17.06.2003, 2-2/884/03 (Silvia Sireli hagi AS Liviko vastu)
79. TlnRnKo 13.11.2003, 2-2/1232/03 (AS Stol-I hagi AS NG Investeeringud vastu)
80. TlnRnKo 31.03.2004, 2-2/175/04 (AS Milestone hagi AS Kalev)
81. RKPJKo 17.04.2012, 3-4-1-25-11
82. RKÜko 18.03.2005, 3-2-1-59-04

Teiste riikide ja rahvusvaheliste kohtute lahendid

83. BGH, 16.3.2009 - II ZR 302/06. <http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=c5d59068b8013ee0e66fa6429299dc7d&nr=47813&pos=11&anz=17> (01.05.2016)
84. Bramelid & Malmström v Sweden, Decision of 12 October 1982, (1982) 29 DR 64.
85. BVerfG, 23.08.2000 - 1 BvR 68/95, 1 BvR 147/97, Moto Meter
86. BVerfG, 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, DAT/Altana.
87. BVerfG, Beschluss der 3. Kammer des Ersten Senats vom 30. Mai 2007 - 1 BvR 390/04 - Rn. (1-39).
88. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, DB 1999, S. 1693

89. BVerfGE 14, 263 (Feldmühle-Urteil), Urteil des Ersten Senats, 07.08.1962 – 1 BvL 16/60
90. Decision of the French Supreme Court of 29 April 1997. Association de défense des actionnaires minoritaires et autres against Société Générale et autres, Recueil Dalloz 1998, pages 334-338.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

1. Mina, Tanel Veisson (sünnikuupäev 26.12.1976) annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Häälteenamusenõuete eesmärgipärasus ühinguõiguslikul vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest,“ Häälteenamusenõuete eesmärgipärasus ühinguõiguslikul vähemusaktsionäride aktsiate ülevõtmisel rahalise hüvitise eest,“ mille juhendaja on Dr. Iur. Urmas Volens

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, 02.05.2016 (*kuupäev*)