

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Marko Aasa

ÕIGLANE HÜVITIS AKTSIATE ÜLEVÕTMISTEHINGUTES EESTIS

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “ 2013. a.

.....õppetooli juhataja

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Õiglase hüvitise suuruse hindamise teoreetilised alused	7
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid	7
1.2. Aktsiate ülevõtmise protsess ja õiglase hüvitise roll.....	15
1.3. Õiglase hüvitise suuruse hindamise põhimõtted aktsiate ülevõtmisel	20
2. Õiglase hüvitise suuruse hindamine Eestis	26
2.1. Õiglase hüvitise määramise seadusandlik raamistik	26
2.2. Ülevaade aktsiate ülevõtmistest Eestis.....	31
2.3. Õiglase hüvitise suuruse hindamine aktsiate ülevõtmisel Eestis	34
Kokkuvõte	42
Viidatud allikad	44
Lisad.....	48
Lisa 1. Eestis toimunud aktsiate ülevõtmised aastatel 2002-2010.....	48
Lisa 2. Õiglase hüvitise suuruse hindamise meetodid aktsiate ülevõtmisel Eestis...	51
Lisa 3. Ülevõetud ettevõtete finantsnäitajad ja väärtuskordajad.....	53
Summary	55

SISSEJUHATUS

Aastatel 2000-2012 on Tallinna väärtpaberiturul kaubeldavatele ettevõtetele tehtud kokku 25 ülevõtmispakkumist, mis arvestades Tallinna börsi nimekirjas olevate ettevõtete arvu (praeguse hetke seisuga on börsil noteeritud ettevõtteid 16) on suhteliselt suur number. Üks enim vaidlusi tekitav etapp selles börsilt lahkumise protsessis on väikeaktsionäridelt aktsiate ülevõtmine – teatud osaluse piirist alates on väikeaktsionär kohustatud oma aktsiad enamusaktsionäri nõudmisel talle ära müüma. Selle käigus kerkib tavaliselt üles ettevõtte aktsiale õiglase hinna määramise probleem. Kuna börsiettevõtetel võib olla sadu ja isegi tuhandeid väikeaktsionäre, siis on diskussioon aktsiate hinna määramise temaatika üle laiapõhjaline ja jõudnud ka laiema avalikkuseni. Kõige hiljutisemad vaidlusi tekitanud ülevõtmised on näiteks Autoliv kontserni pakkumine AS Norma aktsiate ülevõtmiseks (2010), lisaks veel AS-i Eesti Telekom (2009), AS-i Kalev (2007) ja AS-i Hansapank (2005) ülevõtmised.

Kõikide ülalnimetatud ülevõtmiste puhul on üheks sarnaseks asjaoluks erinevus väikeaktsionäride poolt oodatud hinna ja enamusaktsionäri pakutud hinna vahel. Kuna aga enamusaktsionäri on teatud tingimustel õigus aktsiad sundviisiliselt üle võtta, siis on osa väikeaktsionäre sunnitud müüma oma aktsiad neile sobimatu hinna eest.

Põhiaktsionäri ja väikeaktsionäride vaheline vastasseis võib äritegevuses tekitada olulisi probleeme. Kuna põhiaktsionär on tänu oma osaluse suurusele domineerivas positsioonis, siis on seadusandjad väikeaktsionäride huvide kaitseks loonud mitmeid regulatsioone. Näiteks on väikeaktsionäridel õigus kokku kutsuda erakorraline üldkoosolek, nõuda aktsiaseltsi juhtimisega seotud erikontrolli, jms. Samas ei laiene need õigused väikeaktsionäridele mitte kõikidel juhtudel, vaid need nõuavad teatud minimaalse osalustaseme (mis üldjuhul on vähemalt 5-10%) ületamist. Kui väikeaktsionäride osalus on sellest piirist väiksem, siis muutub nende õiguste kaitsmine suhteliselt vähetähtsaks võrreldes selle kasuga, mis põhiaktsionär saaks 100% kontrolli

omandamisest aktsiate ülevõtmise tulemusena. Seega on põhjendatud, et väikeaktsionärit saab aktsiad kohustuslikus korras üle võtta, kuid selle tingimuseks peab olema õiglase hüvitise maksmine. Seega aktsiate ülevõtmiste reguleerimisel ongi peamiseks eesmärgiks see, et väikeaktsionärid saaks oma osaluse loovutamise eest õiglase hinna. Samas on eri riikides palju erinevaid meetodeid, kuidas seda eesmärki saavutada tahetakse, samuti võib põhiaktsionäri või välise hindaja roll selles protsessis olla väga erineva tähtsusega.

Ülevõtmiste reguleerimine ja väikeaktsionäride huvide kaitsmine on tõsisemalt päevakorda kerkinud alles viimasel aastakümnel. Euroopas ülevõtmispakkumisi reguleeriv direktiiv võeti vastu alles 2004.aastal. Eestis harmoniseeriti väärtpaberituruseadus selle direktiiviga täielikult alles 2007.aastaks (kuigi suures osas oli direktiiv harmoniseeritud juba varem). Seega regulatsioon on Eestis suhteliselt uus ja näiteks vastavasisuliselt kohtulahendeid veel väga vähe. Kui vaadata Saksamaa praktikast, kus aktsiate ülevõtmist võimaldav seadusemuudatus võeti vastu 2002.aastal, siis seal on ülevõtmiste vaidlustamise osakaal olnud väga kõrge – kuue aasta jooksul pärast seadusemuudatust tehti 225 ülevõtmist ja nendest vaidlustati tervelt 59%, kusjuures paaril aastal on see näitaja ulatunud isegi 90-95% tasemeni (Prokop 2009: 12). See näitab, et aktsiate ülevõtmise protsessis on probleemseid tahke (peamiselt seotud ilmselt hüvitise maksmisega) ja Saksamaa näite põhjal võib arvata, et ka Eestis hakkab aktsiate ülevõtmine tulevikus olema veelgi aktuaalsem teema.

Käesolev bakalaureusetöö keskendub aktsiate ülevõtmistehingutele Eestis ja väikeaktsionäridele makstava õiglase hüvitise suuruse hindamisele. Bakalaureusetöö eesmärk on tuvastada, millised on peamised väikeaktsionäride huve kahjustavad aspektid õiglase hüvitise suuruse hindamisel aktsiate ülevõtmise protsessis.

Eesmärgi täitmiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- 1) Anda ülevaade ettevõtte väärtuse hindamist mõjutavatest teguritest ja väärtuse hindamise meetoditest;
- 2) Selgitada aktsiate ülevõtmise protsessi ja väikeaktsionäridele õiglase hüvitise määramise põhimõtete teoreetilisi aluseid;
- 3) Hinnata seadusandlike regulatsioonide rolli seoses aktsiate ülevõtmiste ja õiglase hinna määramisega;

- 4) Analüüsida õiglase hüvitise määramise praktikat Eestis ning tuvastada väikeaktsionäride huve kahjustavad aspektid seoses õiglase hüvitise suuruse hindamisega.

Töö koosneb kahest peatükist. Esimene ehk teoreetiline osa kajastab ettevõtte väärtuse hindamise teoreetilisi aluseid ja sellest tulenevat õiglase hüvitise suuruse hindamise põhimõtteid. Aktsiate ülevõtmise ja õiglase hüvitise majanduslikke aspekte pole Eestis autorile teadaolevalt varem põhjalikult analüüsitud. Samas on selle teema kohta ilmunud mitmeid rahvusvahelisi artikleid – need uurimused keskenduvad peamiselt erinevate hindamismeetodite võrdlemisele ja eelistatava(te) meetodi(te) väljavalimisele.

Töö teine osa keskendub Eestis toimunud aktsiate ülevõtmistehingutele. Aktsiate ülevõtmistehing võib olla ettevõtte börsilt lahkumise viimane etapp, millele eelneb vabatahtlik või kohustuslik ülevõtmispakkumine. Samas ei pea aktsiate ülevõtmine olema seotud börsiettevõtetega, vaid võib toimuda ka tavaliste eraettevõtete vahel. Kuna aktsiate ülevõtmine on tihedalt seotud ka seadusandlike regulatsioonidega, siis antakse ülevaade ka Eesti ja EL vastavateemalisest seadusandlusest.

Käesolevas töös kasutatud empiirilised andmed on suures osas pärit Äriregistri andmebaasidest. Need sisaldavad nii ettevõtete finantsandmeid (majandusaasta aruanded), mis on kättesaadavad elektrooniliselt, kui ka aktsiate ülevõtmistega seotud dokumentatsiooni, mis on kättesaadav paber kandjal kohtute registriosakondadest.

1. ÕIGLASE HÜVITISE SUURUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise meetodid

Ettevõtte väärtust pole üldjuhul võimalik täpselt mõõta, vaid väärtuse leidmise puhul on tegu hinnangu andmisega võimalikule väärtusele või väärtuste vahemikule. Hindamine on alati subjektiivne, sest see sõltub otseselt hindajast, tema poolt kasutatud eeldustest ja hindamismeetoditest. Seega võib erinevate hindajate poolt ühe konkreetse ettevõtte väärtusele antud hinnang olla vägagi erinev. See on iseloomulik olukord ka aktsiate ülevõtmise puhul, kus ettevõtte väärtust hindavad vähemalt kaks vastandlike huvidega osapoolt – enamusaktsionär, kes soovib ettevõtet võimalikult odavalt üle võtta, ja vähemusaktsionärid, kes soovivad oma osaluse eest võimalikult kõrget hinda saada. Kuna väikaktsionäridele makstav õiglane hüvitis põhineb ettevõtte väärtuse hindamisel, siis hüvitise suurus sõltub muuhulgas ka sellest, milline osapool on hindajaks ning milliseid hindamismeetodeid ja eelduseid ta kasutab.

Börsil kaubeldavate ettevõtete puhul on ettevõtte väärtuse üheks indikatsiooniks ka aktsia börsihind. Efektiivsetel kapitaliturgudel peegeldab börsihind ettevõtte fundamentaalset väärtust, sest kogu ettevõtte kohta käiv informatsioon võetakse investorite poolt kohe arvesse hinna kujundamisel. Samas võib erinevate börside puhul informatsiooni hindadesse sissearvestamise tase olla küllaltki erinev ja seega ei pruugi börsihind piisavalt hästi kajastada ettevõtte fundamentaalset väärtust. Efektiivse turu hüpoteesi testimisel Eesti näitel on leitud, et Eesti aktsiaturg ei ületa keskmiselt tugevat efektiivsust (vt. uuringute ülevaadet Veskimägi 2006: 45), kuigi on liikumas suurema efektiivsuse suunas (Veskimägi uuringus küll leitakse, et turg ei ole püsivas liikumises efektiivsuse suunas (Sealsamas: 79)). Nõrga efektiivsuse üks tulem on see, et kui aktsiate ülevõtmisel lähtutakse õiglase hüvitise määramisel börsihinnast, siis ei pruugi

see piisaval määral peegeldada ettevõtte fundamentaalset väärtust ning see võib omakorda kahjustada väikeaktsionäride huve.

Ettevõtte väärtuse hindamisel on oluline arvestada ka sellega, et hindajad ei tee täielikult ratsionaalseid otsuseid (kuigi ratsionaalsus ja kasulikkuse maksimeerimine on klassikalises majandusteoorias tavaliselt olulisteks eeldusteks). Tversky ja Kahneman on oma töös (1974: 1124) toonud välja, et hinnangut sisaldavate otsuste tegemisel tuginetakse piiratud arvule lihtsustamise põhimõtetele (heuristikutele). Heuristikud lihtsustavad ja kiirendavad keerulise info töötlemist ja selle põhjal otsustamist, kuid võivad mõnikord viia süstemaatiliste hindamisvigadeni (heuristikute temaatikat on oma töödes käsitlenud ka Pullerits 2010: 40-43 ja Kuiv 2013: 14-16). Tversky ja Kahnemani uurimisprogramm hõlmas muuhulgas järgmiseid heuristikuid:

- representatiivsuse (*representativeness*) heuristik – selle kohaselt prognoosivad inimesed sellise tulemuse, mis tundub tõendite kontekstis kõige tüüpilisem;
- kättesaadavuse (*availability*) heuristik – hindaja tugineb kergemini kättesaadavale informatsioonile;
- ankurdamisefekt (*anchoring*) – hinnang põhineb algsel väärtusel (mis võib olla näiteks arvutuse tulemus), mida küll kohandatakse, kuid kuna kohandamise ulatust on keeruline hinnata, siis jäävad need kohandused tavaliselt ebapiisavaks.

Eesti näitel on uuritud representatiivsuse heuristiku kasutamist investeerimisotsuste tegemisel heuristiku erinevate avaldumisvormide lõikes (Kuiv 2013) ning leitud, et otsustajad on laialdaselt mõjutatud stereotüüpselt sarnasusest (lk 102). Lisaks on uuritud ankurdamisefekti olemasolu Eesti aktsiaanalüütikute prognoosides (Pullerits 2010), kus küll leiti, et kuigi üldiselt ankurdamisefekti mõju ei ole, esineb see siiski mõne ettevõtte ja mõne analüütiku puhul (lk 62). Heuristikute uurimiste tulemustest võib paralleele tõmmata ka ettevõtte väärtuse hindamisele aktsiate ülevõtmisel – hindajad ei käitu täiesti ratsionaalselt, vaid tuginevad mingis osas lihtsustatud otsustusreeglitele, mis aga võivad viia eksimusteni hinnangutes.

Lisaks heuristikutele võib ettevõtte väärtuse hindamist mõjutada ka nn. omanikuefekt (*endowment effect*). Selle kontseptsiooni kohaselt hindavad inimesed enda omanduses olevaid kaupu (ettevõtte hindamise puhul siis vastavalt aktsiaid) kõrgemalt kui nad

oleks nõus sarnase kauba (aktsiate) omandamise eest maksuma. Teiste sõnadega, nõutav kompensatsioon olemasoleva vara eest on kõrgem kui see hind, millega ollakse nõus seda vara omandama. Selle üldiseks põhjuseks on asjaolu, et oma varast loobumist (müüki) tajuvad inimesed kaotusena ning vara omandamist tajutakse kasuna. Kuna inimestel on kalduvus kahjusid hinnata suuremaks kui (objektiivselt võrreldes) samaväärset kasu, siis hindavadki omanikud endale kuuluvat vara kõrgemalt kui samaväärse vara omandamist (Kahneman *et al.* 1990: 1326-1328). Selle hüpoteesi kontrollimiseks tegi Kahneman seitse eksperimenti kokku üle 700 osalejaga. Eksperimentide tulemusena leiti (Sealsamas: 1342), et inimeste hinnang asjade väärtusele kasvas oluliselt pärast seda, kui saadi nende asjade omanikuks. Aktsiate ülevõtmise protsessis on samuti kirjeldatud kontseptsiooniga sarnaseid jooni – väikeaktsionärid juba omavad ettevõtte aktsiaid ja tänu omanikuefektile võivad hinnata oma osaluse väärtust kõrgemalt kui põhiaktsionär, kes soovib neid aktsiaid omandada.

Kui käesolevas alapeatükis olid siimaani vaatluse all ettevõtte väärtuse hindamist mõjutavad tegurid, siis allpool on lähemalt käsitletud konkreetseid ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid. Ettevõtte väärtuse hindamiseks saab kasutada mitmeid erineva keerukustasemega meetodeid. Kuigi need meetodid võivad sisaldada väga erinevaid väärtuse hindamise aluspõhimõtteid, võib neid üldjoontes jagada nelja gruppi (Damodaran 2006: 3; vt. ka tabel 1):

- 1) Diskonteeritud rahavoogude meetodid – nende meetodite puhul on ettevõtte (või muu vara) väärtuseks tulevikus genereeritavate rahavoogude nüüdisväärtus;
- 2) Raamatupidamisväärtusel põhinevad hindamismeetodid – nende puhul on keskseks põhimõtteks olemasolevate varade raamatupidamisliku väärtuse hindamine;
- 3) Väärtuskordajatel põhinevad meetodid – ettevõtte väärtus määratakse teiste sarnaste ettevõtetega võrdlemisel, võttes aluseks mõne ühise finantsnäitaja (nt puhaskasum, omakapitali raamatupidamislik väärtus vms);
- 4) Optsioonihindamisel põhinevad meetodid – finantsopsiooniga sarnaneva vara/investeeringu väärtuse hindamine.

Tabel 1. Väärtuse hindamise meetodite peamiste eeliste ja puuduste ülevaade

Meetod	Eelised	Puudused
Diskonteeritud rahavood	Arvestab ettevõtte tulevikuväljavaateid	Keerulisem arvutus ja nõuab mitmete eelduste tegemist
Raamatupidamislik väärtus	Lihtne arvutada	Ei arvesta ettevõtte raha teenimise võimet
Võrdlev hindamine	Lihtsus ja andmete kättesaadavus	Ei arvesta tulevikuväljavaateid
Opsioonihindamine	Võimalik arvesse võtta erinevaid strateegilisi võimalusi	Keerulisemad arvestused

Allikas: Autori koostatud Damodaran 2006, Koller 2005 ja Fernandez 2002 põhjal

Ülalnimetatud meetoditest kõige tuntumateks ja enimkasutatavateks ning usaldusväärsemateks peetakse ettevõtte tuleviku rahavoogude diskonteerimise meetodeid – sõltuvalt tähelepanu all olevast rahavoost on siin mitmeid alameetodeid, kuid kõik need eeldavad ettevõtte raha genereerimise võime olulisust ettevõtte väärtuse hindamisel. Börsiettevõtete puhul kasutatakse tihti ka võrdleva hindamise meetodeid. Ühest küljest on nende eelisteks arvutuse lihtsus ja vajalike andmete kättesaamisega ei teki tavaliselt suuremaid raskusi (erinevalt näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodist, mis eeldab informatsiooni olemasolu ettevõtte tulevikuprognoside kohta).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi (DCF) puhul leitakse ettevõtte väärtus tema poolt tulevikus genereeritavate rahavoogude diskonteerimisel. Selle meetodi keskseks põhimõtteks on eeldus, et enamikke varasid (ettevõtteid) ostetakse ootusega, et need varad hakkavad tulevikus genereerima rahavoogu. Seega vara väärtuseks pole kellegi poolt tajutav väärtus, vaid see on funktsioon oodatavast tulevikus genereeritavast rahavoost. DCF meetodit peetakse üheks usaldusväärsemaks väärtuse hindamise meetodiks (Damodaran 2006: 4) ning on seetõttu nii akadeemilistes kui rahandusringkondades laialdaselt kasutatav.

Diskonteeritud rahavoogude erinevaid alameetodeid eristatakse selle järgi, milliseid rahavoogusid konkreetsel juhul diskonteeritakse. Valdavalt eristatakse kolme tüüpi rahavoogusid:

- 1) dividendid – aktsionäride oodatavad dividendid,
- 2) ettevõtte vaba rahavoog (FCFF – *free cash flow to firm*),
- 3) omakapitali vaba rahavoog (FCFE – *free cash flow to equity*).

Kõige vanemaks diskonteeritud rahavoogude meetodiks on dividendide diskonteerimise mudel. Dividendide diskonteerimise mudel põhineb eeldusel, et investorid ostavad börsil noteeritud ettevõtete aktsiaid ootusega saada tulevikus kahte tüüpi rahavoogusid – esiteks dividende aktsia hoidmise aja jooksul ja teiseks oodatavat hinda aktsia hilisemal müügil. Aktsia hind hoidmisperioodi lõpul on aga omakorda määratud edaspidiste dividendimaksetega, nii et seega taandub kogu hinnaküsimus dividendide maksmisele.

Ettevõtte omakapitali väärtuse hindamiseks FCFF meetodiga tuleb leida ettevõtte tuleviku vaba rahavoog, see diskonteerida ning kohandada finantskohustuste ja vabade rahaliste vahendite väärtuse võrra. Tegu on sisuliselt sarnase mudeliga nagu diskonteeritud dividendide mudel, kus ei diskonteerita mitte tegelikke dividende, vaid potsentsiaalseid dividende (s.t. vaba rahavoogu). Väärtuse hindamise kalkulatsioonid peaksid sisaldama järgmiseid etappe (Koller *et al.* 2005: 104):

- 1) Ettevõtte vaba rahavoo arvutamine ja selle diskonteerimine kapitali kaalutud keskmise hinnaga (WACC – *weighted average cost of capital*).
- 2) Ettevõtte vabade rahaliste vahendite väärtuse leidmine. Diskonteeritud vaba rahavoog koos vabade rahaliste vahenditega moodustabki ettevõtte väärtuse.
- 3) Otseste ja kaudsete finantskohustustuste identifitseerimine ja nende väärtuse hindamine (siia alla kuuluvad lisaks intressikandvatele finantskohustustele ka näiteks töötajatele väljastatud aktsioptsioonid jms).
- 4) Ettevõtte omakapitali väärtuse arvutamine, milleks ettevõtte väärtusest lahutatakse kõik eelmises punktis nimetatud finantskohustused. Aktsia hinna (ehk omakapitali väärtuse ühe aktsia kohta) määramiseks jagatakse omakapitali koguväärtus väljastatud aktsiate arvuga.

Selle meetodi (FCFF) peamiseks lähtepunktiks on põhimõte, et omakapitali investorid ja laenuandjad on kokkuvõtteks mõlemad samaväärsed partnerid, kes pakuvad firmadele kapitali ja jagavad ühiselt nende edu (Damodaran 2006: 26). Peamine nendevaheline erinevus tuleneb sellest, milline rahavoog nende nõuete vastu laekub – laenuandjad

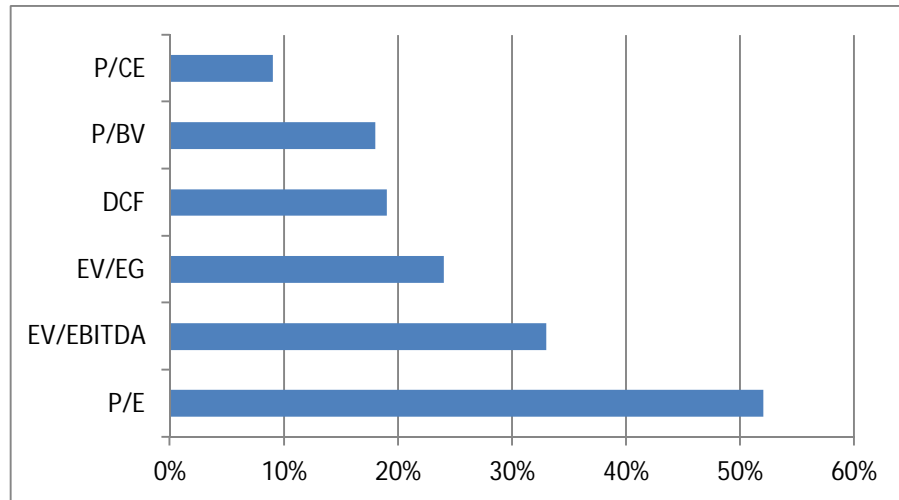
saavad eelisjärjekorras fikseeritud suurusega tagasimaksete rahavoo ja omakapitali investorid seejärel muutuva suurusega allesjäänud rahavoo.

Kui FCFF puhul tuli leida ettevõtte vaba rahavoog, siis alternatiiviks on kasutada FCFE meetodit, mis põhineb omakapitali vabal rahavool (ehk vaba rahavoog omanikele). Selle meetodi kasutamisel tuleb leida esmalt ettevõtte vaba rahavoog ning lahutada sellest laenudega seotud rahavoog – tulemuseks ongi omakapitali vaba rahavoog. Ettevõtte omakapitali väärtuse määramiseks diskonteeritakse see vaba rahavoog omakapitali tulumääraga.

Nagu toodud loetelust lähtub, sõltub DCF eelkõige ettevõtte vabast rahavoost ehk rahaliste sissetulekute ja väljaminekute vahest. Kuid lisaks nendele näitajatele on olulised veel ka kapitali hind (mis omakorda sõltub muuhulgas omakapitali ja võõrkapitali osakaaludest), ettevõtte rahalised vahendid ja finantskohustuste tase.

Teiseks levinumaks ettevõtte väärtuse hindamise meetodiks on võrdlev hindamine. Võrdleva hindamise käigus tuletatakse vara väärtus teiste võrreldavate varade hinnast. Selleks leitakse esmalt mõni ettevõtte finantsseisu iseloomustav näitaja (nt. netokäive, EBITDA, puhaskasum) nii hinnatava ettevõtte kui võrreldava ettevõtte jaoks. Seejärel arvutatakse võrreldava ettevõtte turuväärtuse ja valitud finantsnäitaja suhtarv ning selle suhtarvu ülekandmisel hinnatavale ettevõttele leitaksegi ettevõtte väärtus.

Fernandez (2002) on oma uurimuses välja toonud enim kasutatavad suhtarvud ettevõtte väärtuse hindamisel, mida on kasutatud suures rahvusvahelises investeerimispangas Morgan Stanley. Alljärgnev joonis annabki ülevaate, milliseid kordajaid ja kui suures ulatuses Morgan Stanley analüütikud kasutavad Euroopa ettevõtete väärtuse hindamisel. Joonist tõlgendades tuleks arvesse võtta asjaolu, et kuna analüütikud võivad kasutada rohkem kui ühte meetodit, siis ei ole joonisel erinevate meetodite kasutamise sageduse summaks mitte 100%, vaid rohkem.



Joonis 1. Enamkasutatavad väärtuskordajad (Fernandez 2002: 3).

Tabelist selgub, et kõige ülekaalukamalt kasutatakse ettevõtte kasumlikkusega seotud kordajaid: puhaskasumil põhinevat P/E-suhet kasutab üle 50% analüütikutest ja EBITDA-l põhinevat EV/EBITDA-suhet üle 30% analüütikutest. Samuti kinnitavad need numbrid, et võrdlevat hindamist kasutatakse oluliselt sagedamini, kui diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodit – selle meetodi kasutamine jääb alla 20% piiri.

Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatavad kordajad võib jagada kolme gruppi (Fernandez 2002: 4):

- 1) Ettevõtte turukapitalisatsioonil põhinevad kordajad (omakapitali turuväärtus);
- 2) Ettevõtte väärtusel põhinevad kordajad (omakapitali turuväärtus koos laenukapitali väärtusega);
- 3) Kasvunäitajatel põhinevad kordajad

Ettevõtte turukapitalisatsioonil põhinevad kordajad kasutavad peamise sisendina omakapitali turuväärtust. Seetõttu nende kordajate eeliseks on see, et nendest on väga lihtne aru saada ja neid on enamasti lihtne arvutada (börsiettevõtete puhul on turukapitalisatsiooni andmed kergesti kättesaadavad) – siia kuuluvad näiteks suhtarvud P/E (*Price to Earnings*) ja P/S (*Price to Sales*). Teine grupp kordajaid arvestab kogu ettevõtte väärtust (*enterprise value* EV) ehk ettevõtte turukapitalisatsiooni ja laenukapitali väärtuse summat – näiteks EV/EBITDA (*Enterprise Value to EBITDA*) EV/Sales (*Enterprise Value to Sales*). Kolmanda grupi moodustavad kasvunäitajatel

põhinevad kordajad. Need võtavad lisaks ettevõtte finantsnäitajatele arvesse ka (kasumi) kasvumäära lähemate aastate jooksul – näiteks P/EG (*P/E to Earnings Per Share growth*).

Võrdlev hindamine on kasulik väärtuse hindamise teises etapis: kui mingi muu meetodiga on leitud ettevõtte väärtus, siis sellele järgnev võrdlus võrreldavate firmade kordajatega annab võimaluse hinnata leitud ettevõtte väärtuse õigsust ja identifitseerida erinevused hinnatava ettevõtte ja teiste võrreldavate ettevõtete vahel (Fernandez 2002: 2). Sarnast põhimõtet väljendab ka Koller (Koller *et al.* 2005: 361), kes väidab, et diskonteeritud rahavoogude meetod on kõige täpsem ja paindlikum väärtuse hindamise meetod. Võrdleva hindamise meetod ongi pigem toetav meetod, mis aitab kinnitada DCF meetodiga leitud prognooside paikapidavust ning selgitada ettevõtte ja tema konkurentide vahelisi erinevusi.

Kuigi eelpool kajastatud erinevad väärtuse hindamise meetodid põhinevad kõik vähemalt osaliselt ettevõtte finantsnäitajatele, võib nende vahel välja tuua mitmeid olulisi erinevusi:

- 1) Võrdleva hindamise meetodid arvestavad rohkem turu teiste osalistega ja turu üldiste hinnatasemetega (ehk väärtuse tasemetega);
- 2) Diskonteeritud rahavoogude meetodid on keskendunud ettevõtte sisemise väärtuse leidmisele ning konkreetsel hetkel olev turuväärtus võib (vähemalt lühiajalises perspektiivis) sellest oluliselt erineda;
- 3) Diskonteeritud rahavoogude meetodid on tulevikkuvaatavad, samas kui võrdleva hindamise ja ka raamatupidamislike meetodite puhul on tähelepanu enamasti minevikus toimunud finantssündmuste kajastamisega.

Lisaks nendele kahele levinumale meetodile – diskonteeritud rahavoogude meetod ja võrdleva hindamise meetod – kasutatakse vähemal määral ka teisi alternatiivseid väärtuse hindamise meetodeid. Üheks võimaluseks on ettevõtte bilansilistel näitajatel põhinevad meetodid, kus ettevõtte väärtus leitakse netovara väärtuse alusel. Sealjuures võib varade maksumuseks võtta nende olemasoleva bilansilise väärtuse, kui selle võib asendada ka likvideerimisväärtuse või asendusväärtusega. Jätkuvalt tegutseva ettevõtte hindamisel tuleks kasutada pigem varade asendusväärtust, mittegutseva või lõpetamisele kuuluva ettevõtte puhul pigem likvideerimisväärtust. Bilansil põhineva

väärtuse hindamise eeliseks on tema lihtsus, sest puudub vajadus suuremahuliste prognooside tegemiseks (nagu DCF puhul) või sarnaste ettevõtete info väljaotsimiseks ja võrdlemiseks (võrdlev hindamine). Seda meetodit kasutatakse peamiselt selliste ettevõtete puhul, mille bilanss koosneb füüsilisest varadest (rahalised vahendid, seadmed, varud), millel on olemas järelturg ja seetõttu on varade hinnatase kergesti määratav.

Viimaseks väärtuse hindamise meetodite grupiks on optioonihindamisel põhinevad meetodid. Erinevalt diskonteeritud rahavoogude meetoditest arvestavad optioonihindamise meetodid ettevõtte omanduses olevaid võimalusi (optioone) – näiteks tulenevalt patentidest, litsentsidest, ettevõtte käsutuses olevatest maavaradest vms; samuti ka ettevõtte kontrollimise või vajadusel likvideerimise võimalustest või näiteks ettevõtete ühinemise tekkivatest tekkivatest uutest strateegilistest võimalustest. Optioonihindamise meetodeid on rohkem kasutama hakatud alles viimastel aastatel, kuid need on praktikas siiski veel küllaltki vähe levinud.

1.2. Aktsiate ülevõtmise protsess ja õiglase hüvitise roll

Käesolevas töös on vaatluse all olukord, kus ettevõtte põhiaktsionäri kontrolli all on valdav osa ettevõtte aktsiatest (vähemalt 90-95%, sõltuvalt konkreetse riigi seadusandlusest). Sellisel juhul on põhiaktsionäril õigus väikeaktsionäridelt nende aktsiad õiglase hüvitise eest üle võtta (ingl.k. *squeeze-out*). Kui näiteks börsil noteeritud ettevõtte (vabatahtliku või kohustusliku) ülevõtmispakkumise puhul on väikeaktsionäril õigus valida, kas müüa oma aktsiad või mitte, siis sellele järgneva aktsiate ülevõtmise puhul on ta sunnitud oma aktsiad müüma. Aktsiate ülevõtmine lõpeb tavaliselt kõikide väikeaktsionäride väljaostmisega ja juhul, kui tegemist on börsil noteeritud ettevõttega, siis ka ettevõtte börsilt lahkumisega.

Aktsiate ülevõtmise alases kirjanduses kasutatakse termini *squeeze-out* kõrval ka teist sarnase tähendusega terminit – *freeze-out*. Kuigi juriidilise definitsiooni järgi on tegemist pisut erineva tähendusega sõnadega, kasutatakse kirjanduses mõlemat mõistet enamasti samatähenduslikult. *Squeeze-out* viitab rohkem nendele meetoditele, kuidas põhiaktsionär saab väikeaktsionäride arvelt ettevõttest rohkem kasu välja pigistada (Ventoruzzo 2010: 843). Samuti on ühe erinevusena välja toodud, et *freeze-out*

tulemuseks on väikeaktsionäride aktsiate ülevõtmine täies ulatuses, aga *squeeze-out* korral ei võeta ilmtingimata üle kõiki väikeaktsionäride aktsiaid (Babak 2012: 7). Siiski on erinevused väikesed ning neid termineid kasutatakse praktiliselt samatähenduslikena. Peamine erinevus tuleneb sellest, et terminit *squeeze-out* kasutatakse Euroopa erialakirjanduses ja terminit *freeze-out* USA kirjanduses (Babak 2012: 8; samuti kinnitavad seda seisukohta autori tähelepanekud kirjanduse läbivaatamisel).

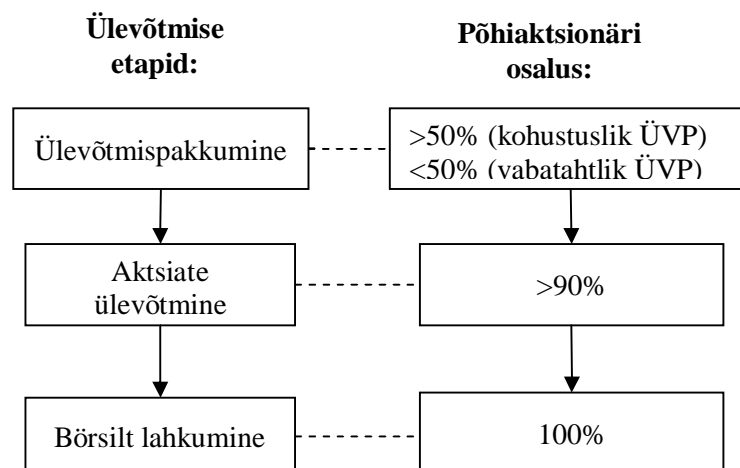
Et kaitsta väikeaktsionäride õigusi ja tasakaalustada aktsiate ülevõtmise (*squeeze-out*) võimalikkust, kasutatakse samaaegselt tihti ka aktsiate ülevõtmise kohustuse (*sell-out*) regulatsiooni. Selle kohaselt on väikeaktsionäridel õigus sundida põhiaktsionäri neilt aktsiad mõistliku hinna eest ära ostma, kui põhiaktsionär omab valdavat osa ettevõtte aktsiatest (enamasti samamoodi 90-95%). Selline lahendus peaks tagama õiglasemad proportsioonid põhiaktsionäri (kellel on õigus aktsiaid üle võtta) ja väikeaktsionäride (kellel on õigus nõuda aktsiate ülevõtmist) õiguste vahel. Aktsiate ülevõtmise õiguse ja kohustuse aspektide omavaheline võrdlus on kokkuvõtlikult toodud alljärgnevas tabelis.

Tabel 2. *Squeeze-out* ja *sell-out* regulatsioonide rakendamise põhjused

<i>Squeeze-out</i> rakendamise põhjused	<i>Sell-out</i> rakendamise põhjused
Väikeaktsionäride olemasolu tekitab kulusid põhiaktsionäri jaoks, sest <ul style="list-style-type: none"> • põhiaktsionäril pole võimalik ettevõtet täielikult integreerida oma gruppi äritegevuse, organisatoorse ülesehituse, jm poolest; • põhiaktsionär peab täitma väikeaktsionäride seaduslikke nõudmisi (üldkoosoleku kokkukutsumine, infonõuded, jms); • väikeaktsionärid võivad neile seadusega antud õigusi pahatahtlikult ära kasutada. 	Põhiaktsionär võib ära kasutada oma domineerivat positsiooni ettevõttes ja hakata diskrimineerima väikeaktsionäre
Ilma aktsiate ülevõtmise õiguseta on ülevõtmispakkumiste tegemine vähem atraktiivsem, see omakorda vähendab ülevõtmiste hulka ja pakkumiste hinnataset	Ebalikviidse turu tingimustes ei saa väikeaktsionärid mõistlikku hinda, kui nad soovivad oma aktsiaid börsil maha müüa
Aktsiate ülevõtmine on kohustusliku ülevõtmispakkumise loogiline osa	Väikeaktsionäride jaoks väheneb surve müüa oma aktsiaid ülevõtmispakkumise käigus
	Aktsiate väljaostu kohustus tasakaalustab suuraktsionäri aktsiate ülevõtmise õigust

Allikas: autori koostatud „Report of...“ 2002 põhjal.

Sageli tekib aktsiate ülevõtmise (*squeeze-out*) vajadus olukorras, kus põhiaktsionär soovib oluliselt suurendada oma osalust avalikult noteeritud tütarettevõttes, enamasti eesmärgiga jõuda 100% osaluseni ning seejärel tütarettevõtte börsilt ära viia. Selliste kavatsustega põhiaktsionär teeb üldjuhul vabatahtliku (*voluntary bid*) või kohustusliku (*mandatory bid*) ülevõtmispakkumise väikeaktsionäridele, eesmärgiga nende aktsiad ära osta (üldjuhul turuhinnast kõrgema hinnaga). Kui põhiaktsionäril õnnestub selle tulemusena omandada valdav osa (enamasti 90-95%) ülevõetava ettevõtte aktsiatest, on tal üldiselt õigus ülejäänud vähemusaktsionäridele kuuluvad aktsiad õiglase rahalise hüvitise eest üle võtta. Ülevõtmispakkumise (ÜVP) ja sellele järgneva aktsiate ülevõtmise protsessi illustreerib järgmine joonis:

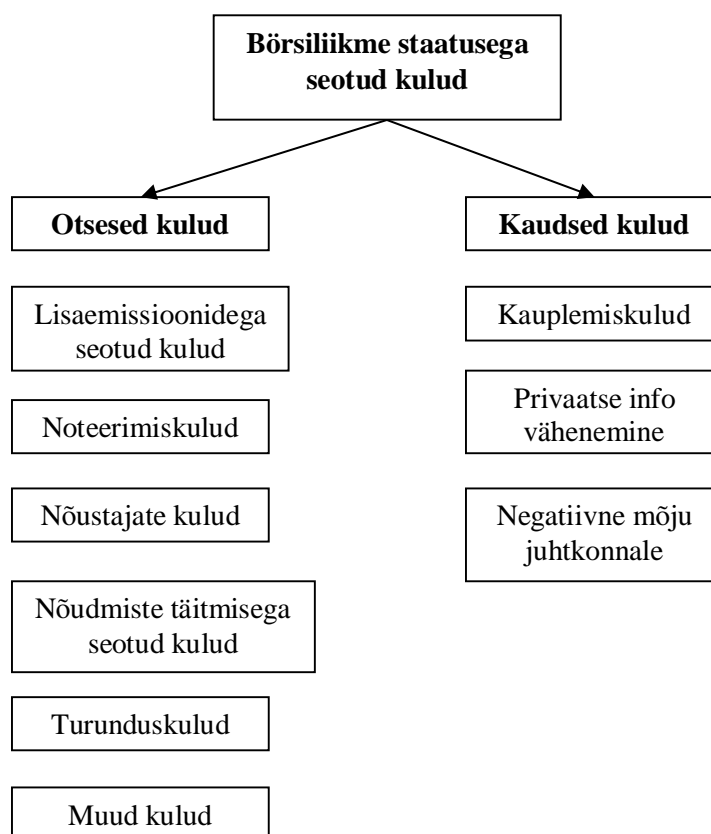


Joonis 2. Ülevõtmispakkumise ja aktsiate ülevõtmise protsess (autori koostatud).

Miks üldse tehakse ülevõtmispakkumisi, mille lõppeesmärgiks on börsilt lahkumine? Selle väljaselgitamiseks on üheks võimaluseks vaadelda, millised kulud börsil noteerimisega kaasnevad. Mendoza (2008: 277) uurimuses on jagatud börsiliikme staatusega seotud kulud kaheks (vt alljärgnevat joonist):

- 1) otsesed kulud – näiteks noteerimiskulud, emissioonide kulud, jms ehk otsene rahaline väljaminek börsil noteeritud ettevõtte jaoks,
- 2) kaudsed kulud – näiteks privaatselt info hulga vähenemine, mis ei ole otsene rahaline väljaminek, kuid kaudselt võib siiski firma majanduslikku olukorda mõjutada.

Ülalnimetatud börsiliikme staatusega seotud kulude vähendamine ning seeläbi kulude ja saadava tulu proportsiooni tasakaalustamine ongi üks olulistest põhjustest, miks ülevõtmispakkumisi ja sellele järgnevaid börsilt lahkumist läbi viiakse. Börsilt lahkumise motiive on analüüsinud oma töös Martinez ja Serve, kes järeldavad, et börsilt lahkumise otsus saab aluse kulude ja kasu analüüsist. Selle kohaselt peavad ettevõtted otstarbekamaks börsilt lahkuda, kui noteerimisest saadav kasu väheneb tänu madalale likviidsusele või tänu vähenenud aktsiaanalüüsise hulga (Martinez & Serve 2011: 17).



Joonis 3. Börsiliikme staatusega seotud kulud (allikas: Mendoza 2008: 277)

Ühe näitena börsil noteerimisega kaasnevatest kuludest võib tuua väikeaktsionäride nõudmiste täitmisega seotud kulud. Väikaktsionäridel on olenevalt oma osaluse suurusest mitmeid õiguseid – nende osaluse suurus küll automaatselt selliseid õigusi ei võimaldaks, kuid regulatsioonidega on need õigused väikeaktsionäride kaitseks täiendavalt kehtestatud. Mõningad väikeaktsionäride õigused Eesti aktsiaseltside näitel on välja toodud alljärgnevas tabelis.

Tabel 3. Valik väikeaktsionäride õiguseid Eesti aktsiaseltsides

Min osalus	Väikeaktsionäride õigused	Paragrahv
10%*	Erakorralise üldkoosoleku kokkukutsumine	292 lg 1 p 2
10%*	Täiendavate küsimuste võtmine korralise üldkoosoleku päevakorda	293 lg 2
10%	Mõjuval põhjusel nõukogu liikme tagasikutsumise nõudmine	219 lg 5
10%	Nõukogu koosoleku kokkukutsumine	321 lg 3
10%	Audiitori asendamise taotlemine	329 ¹ lg 1
10%	Aktsiaseltsi juhtimisega seotud erikontrolli nõudmine	330 lg 1

* börsiaktsiaseltsi korral 5%

Allikas: autori koostatud Äriseadustiku põhjal.

Tabelist on näha, et juba 10% osalus (börsiettevõtete puhul isegi ainult 5% osalus) aktsiaseltsis annab vähemusaktsionäridele õiguse kokku kutsuda koosolekuid (nõukogu või üldkoosolekut) ja nõuda erinevate teemade arutamist (erikontroll, audiitor). Sellega kaasnevad firma (ja kaudselt siis ka põhiaktsionäri) jaoks mitmed kulud, mis võivad olla nii otsesed (juriidiline nõustamine, erakorraline audiitorkontroll) või kaudsed (ajakulu väikeaktsionäride küsimustele vastamiseks).

Aktsiate ülevõtmise puhul on keskne küsimus ülevõetavate aktsiate väärtuse hindamine ja sellest tulenev väikeaktsionäridele makstava õiglase rahalise hüvitise suurus. Kui põhiaktsionär otsustab väikeaktsionäride aktsiad üle võtta, järgneb selle tihti vaidlustamine. Alljärgnev tabel iseloomustab vaidlustuste arvu Saksamaal pärast 2002. aastat, mil võeti vastu aktsiate ülevõtmist võimaldav seadusemuudatus.

Tabel 4. Aktsiate ülevõtmised ja vaidlustamised Saksamaal 2002-2007

Aasta	Ülevõtmiste arv	Vaidlustamise arv	Vaidlustatud ülevõtmiste osakaal
2002	88	24	27%
2003	46	29	63%
2004	25	22	88%
2005	22	21	95%
2006	24	21	88%
2007	20	15	75%
Kokku	225	132	59%

Allikas: Prokop 2009: 12.

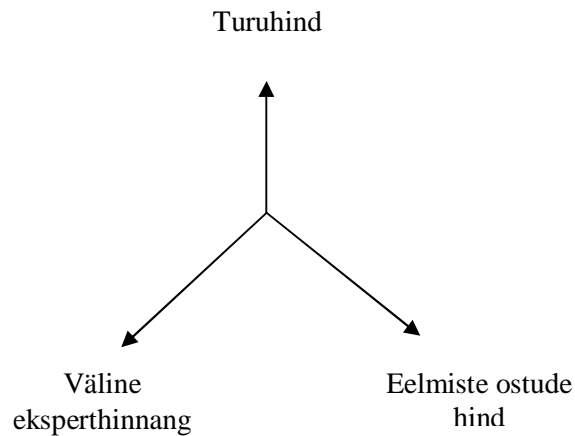
Väga suur vaidlustatud ülevõtmiste osakaal (kuni 95%) viitab sellele, et aktsiate ülevõtmise protsess ei ole olnud mõlemal osapooli rahuldav. Kuna väikeaktsionäride osakaal (ja seetõttu nende mõju juhtimisele) on väikesed, siis võib arvata, et vaidlustamise puhul mängib suuremat rolli pigem finantspool (s.t. kompensatsioon aktsiate eest) kui muud tegurid (nt. kontrolli kaotus investeerimis- jms otsuste tegemisel) (Prokop 2009: 12).

1.3. Õiglase hüvitise suuruse hindamise põhimõtted aktsiate ülevõtmisel

Seadusandlus võimaldab põhiaktsionäri teatud tingimustel väikeaktsionäride aktsiad üle võtta. Sealjuures on oluline see, et põhiaktsionär mitte ainult ei saa sundida väikaktsionäre oma aktsiaid talle müüma, vaid määrab ise ära ka nende aktsiate ostuhinna. Seega sisaldub aktsiate sundülevõtmisel risk väikaktsionäride diskrimineerimiseks. Selle vastukaaluks pakub seadusandlus kaitset väikeaktsionäridele, määrates reeglid, millele hind peab vastama (õiglase hüvitise nõue) ning andes väikaktsionäridele võimaluse aktsiate ülevõtmine kohtus vaidlustada ja määrata uus õiglane hüvitis.

Aktsiate väärtuse ja sellest tuleneva õiglase hüvitise suuruse hindamiseks aktsiate ülevõtmise protsessis on kolm põhimõttelist lähenemisviisi (Maug 2006: 356), mis on välja toodud ka alljärgneval joonisel:

- 1) Põhiaktsionär maksab aktsiate eest turuhinda – selleks võib olla kas käesoleva hetke turuhind (börsihind) või juhul, kui aktsiate ülevõtmisele on eelnenud ülevõtmispakkumine, siis võib hinnaks olla ka turuhind, mis kehtis enne ülevõtmispakkumise avalikustamist.
- 1) Väline eksperthinnang, mis võtab arvesse ettevõtte fundamentaalset väärtust – tihti tehakse see kohtu poolt määratud hindaja poolt.
- 2) Eelmistel ostudel põhinev hind – näiteks eelnenud ülevõtmispakkumisel pakutud hind.



Joonis 4. Õiglase hüvitise suuruse hindamise põhimõtted (autori koostatud Maug 2006 põhjal).

Esimese võimalusena saab õiglase hüvitise suuruse hindamisel lähtuda aktsia turuhinnast ehk börsihinnast. Aktsia väärtuse hindamine lähtuvalt tema turuhinnast on esmapilgul loogiline ja põhjendatud lähenemisviis, sest majandusteadlased üldiselt usuvad, et aktsiate turuhinnad peegeldavad nende aktsiate õiglast väärtust (mida on võimalik hinnata vastavalt avalikult kättesaadavale informatsioonile). Samuti on ka kohtupraktikas oluliseks (kuigi mitte ainsaks) aspektiks turuhinnad (Bebchuk & Kahan 2000: 250).

Turuhinna kasutamise kohta õiglase väärtuse hindamisel on kirjanduses avaldatud vastandlikke seisukohti. Turuhindadel põhinevat hindamismeetodit kritiseerivad Bebhuk & Kahan, kes jõuavad oma uurimuses (2000: 249) tulemusele, et aktsiate ülevõtmise eelsest turuhinnast lähtumine alahindab aktsiate tegelikku väärtust. Selle põhjuseks on asjaolu, et põhiaktsionär omab privaatset infot ülevõetava firma kohta ja tal on kõrge motivatsioon seda infot koguda ja avalikkuse eest varjata. Sellega põhiaktsionär omakorda suudab aktsiahinda madalal hoida ja kuna tal on õigus aktsiad üle võtta turuhinnaga, siis saab ta ülevõtmisprotsessi käigus väikeaktsionäridelt aktsiad soodsalt üle võtta. Ka Maug (2006: 357) järeldab, et kuna põhiaktsionäril on infoeelis, siis tuleks eelistada turuhindadel põhinevatele hindamismeetoditele hoopis neid meetodeid, mis põhinevad ettevõtte fundamentaalsel väärtusel.

Goshen ja Wiener (2000: 31-32) jõuavad aga vastupidisele tulemusele, järeldades, et avalikul informatsioonil (sh turuhind) põhinev hindamine ei kahjusta väikeaktsionäride huve. Nende uurimuses küll kirjeldatakse võimalust (Sealsamas: 5), et väikeaktsionäride huve kahjustav olukord võib teoreetiliselt tekkida tänu sellele, et põhiaktsionäril on eelis ettevõtte kohta käiva info valdamise osas (info asümmeetria) ja seega põhiaktsionär saab aktsiate ülevõtmise ajastada talle sobivale hetkele (ehk sellele hetkele, millal aktsiahind on alahinnatud).

Lisaks tekib nn tühjakspigistamise efekt (*lemon-effect*) – kuna investorid arvestavad, et on võimalik aktsiate ülevõtmine (mis põhineb turuhinnal), siis diskonteerivad nad aktsia hinda, et see kajastaks tulevikus saadavat „õiglast väärtust“. Diskonteeritud hind omakorda mõjutab väärtuse hindamise protsessi, mis viib järjest suurema õiglase väärtuse alahindamiseni ja järjekordse diskonteerimiseni – lõpuks on aktsiahind selle tulemusena langenud oodatava hinnavahele alumisse äärde. Samas vaatamata sellisele teoreetilisele tagapõhjale jõuavad Goshen & Wiener oma uurimuse lõpuks ikkagi tulemuseni, et turuhindadel põhinev õiglase väärtuse hindamine siiski ei riku väikeaktsionäride õiguseid olulisel määral (Sealsamas: 31-32).

Oma tulemuse kinnitamiseks viitavad Goshen & Wiener ka varasematele empiirilistele uurimustele, mis kinnitavad nende järeldust, et turuhindade kasutamine ei põhjusta ebaõiglase hüvitise määramist väikaktsionäridele. Esimene võimalus selle empiiriliseks testimiseks on võrrelda kahte tüüpi ettevõtteid – kontsentreeritud osalusega (s.o. ühe suure põhiaktsionäri) ettevõtteid ja hajutatud osalusega (ükski aktsionär ei oma olulist osalust) ettevõtteid. Kui turuhind ei kajastaks aktsia ülevõtmise õiglast väärtust, siis peaks kontsentreeritud osalusega ettevõtete (kus suuraktsionäril on infoelis) aktsiad olema alahinnatud võrreldes hajutatud osalusega ettevõtetega. Uuringud aga näitavad, et selline seos ei kehti (Sealsamas: 26-28).

Teiseks empiirilise kontrolli võimaluseks oleks näidata, et väikeaktsionäridele makstav hinnalisand (*premium*) oleks kontsentreeritud osalusega ettevõtete puhul madalam kui hajutatud osaluse puhul. Ka seda väidet pole uurimused kinnitanud (Klein, Rosenfeld & Beranek 1991, Holderness & Sheehan 1998). Kokkuvõtteks – kontsentreeritud osalusega firmade aktsiate turuhind ei ole alahinnatud ning väikeaktsionäride saadav preemia ei ole oluliselt erinev teistsuguse omandistruktuuriga ettevõtetest.

Kui siiani oli vaatluse all turuhind kui õiglase hüvitise määramise alus, siis teine võimalus on tugineda välisele eksperthinnangule. Eksperthinnanguga leitakse enamasti ettevõtte fundamentaalne väärtus, kasutades mõnda levinud ettevõtte väärtuse hindamise meetodit – neid väärtuse hindamise meetodeid on lähemalt vaadeldud eraldi peatükis.

Lisaks kasutatavale meetodile on aktsiate ülevõtmise puhul oluliseks teemaks ka väline ekspert, tema roll ja sõltumatus. Elst & Steen (2009) on analüüsinud ülevõtmispakkumistel kasutatavaid hindamispõhimõtteid mõnedes Euroopa riikides (kokkuvõte koos Eesti olukorraga on toodud järgnevas tabelis). Selle kohaselt on välise eksperdi kasutamine mingis vormis suhteliselt levinud, kuigi siin võivad olla suured erinevused välise hindaja rollis – kui Hollandis on tema roll väga suur (määrab ise ülevõtmise hinna), siis Eestis pigem sümboolne (kontrollib ainult vastavust seadusele). Väikeaktsionäride õigusi kaitseb (tabelis toodud info põhjal) kõige paremini Saksa süsteem, kus on kombineeritud eksperthinnang varasemate ostu- ja turuhindadega.

Tabel 5. Väärtuse hindamise põhimõtted aktsiate ülevõtmisel valitud Euroopa riikides

Riik	Hindamispõhimõtted
Belgia	Põhiaktsionär määrab hinna, lähtudes mitmest "asjakohasest" väärtuse hindamise meetodist. Põhiaktsionäri poolt nimetatud sõltumatu ekspert analüüsib hindamist ja selle õiglust väikeaktsionäride jaoks.
Prantsusmaa	Põhiaktsionär määrab hinna, võttes arvesse mitut kriteeriumi - varade väärtust, mineviku finantsnäitajaid, aktsia hindu, tütarettevõtete olemasolu, tulevikuperspektiive. Sõltumatu ekspert avaldab arvamust hinnangu kohta.
UK	Aktsiate ülevõtmise tingimused (sh hind) tulenevad eelnevast väljaostupakkumisest.
Holland	Sõltumatu kohtunik määrab hinna, valides ise sobiva meetodi ja kasutatavad kriteeriumid. Muuhulgas võib ta kasutada põhiaktsionäri saadud infot (nt finantsaruandeid, aktsia turuhinda) või tellida välise eksperthinnangu.
Saksamaa	Põhiaktsionär määrab hinna enda valitud meetodiga. Kohtu poolt määratud sõltumatu ekspert kontrollib meetodi asjakohasust ja hinna vastavust. Hind ei tohi olla madalam pakkumiseelsest turuhinnast ega pakkujapoolsetest eelnevatest ostudest.
Eesti	Põhiaktsionär määrab hinna enda valitud meetodiga. Põhiaktsionäri poolt nimetatud väline audiitor hindab meetodi kohasust ja hinna vastavust seadusele. Hind ei tohi olla madalam pakkumiseelsest turuhinnast.

Allikas: Autori koostatud – Elst & Steen 2009 ning Eesti äriseadustiku ja väärtapaberituruseaduse põhjal.

Lisaks välise eksperdi rollile aktsiate ülevõtmise protsessis on oluline ka tema sõltumatus. Prokop *et al.* (2009) on analüüsinud Saksamaa näitel väliste hindajate (kelleks on peamiselt audiitorbürood ja investeerimispannad) seotust ja turu kontsentreeritust. Uuringus on leitud, et väärtuse hindamise teenuse pakkujate ja auditeerimise turg on väga kontsentreeritud – suured audiitorfirmad (PwC, KPMG, jt) valitsevad turgu. Nad on sageli põhiaktsionäride finantsaruannete auditeerijad ja kaasatakse nende poolt ka ülevõtmispakkumiste hindamisprotsessi. Samas kohtu poolt määratud sõltumatuteks ekspertideks on tihti väiksemad audiitorbürood, kus turg on vähem kontsentreeritud, ning väiksemad bürood on rohkem sõltumatud, kuna neil puuduvad seosed põhiaktsionäriaga.

Eestis on samuti kohustuslik audiitori hinnang aktsiate ülevõtmise hinna seaduslikkusele ja valitud meetodi sobivusele. Selline regulatsioon peaks tagama väikeaktsionäride huvide parema kaitse. Samas sätestab seadus, et audiitori määrab põhiaktsionär, kes kannab ka vastavad kulud (Äriseadustik § 363⁴ lg 3). Autori arvates viitab selline põhimõte selgelt võimalusele, et väline ekspert ei pruugi olla piisavalt sõltumatu. Lisades sellele vähesele sõltumatusele juurde ka eelpoolnimetatud pigem sümboolse rolli, võib järeldada, et vaatamata audiitori kaasamisele on põhiaktsionäri huvid kaitstud tunduvalt tugevamalt kui väikeaktsionäri õigused.

Võimalik on hinna määramisel kasutada ka kombinatsiooni ülalloeletud variantidest. Amihud *et al.* (2004) soovivad aktsiate ülevõtmisel lähtuda kõrgemast hinnast – kas selleks on pakkumiseelne turuhind (1.variant) või ülevõtmispakkumisel kasutatud hind (3.variant). Nende hinnangul on see kooskõlas ka USA praktikaga (lk 1326). Saksamaa uus seadusandlus kombineerib variante 1 ja 2 – hind põhineb peamiselt välisele eksperthinnangule, kuid ei või olla madalam aktsiate väljaostule eelnevast turuhinnast (Maug 2006: 356).

Kokkuvõtlikult on ülalnimetatud aktsiate ülevõtmise ja õiglase hüvitise suuruse hindamisega seotud kirjandusallikad üles loetletud alljärgnevas tabelis. Kuigi uurimustes on jõutud erinevate järeldusteni õiglase hüvitise suuruse hindamise meetodite ja põhimõtete osas, siis valdav suundumus on see, et õiglase hüvitise määramisel tuleks võimalikult suurel määral hinnata ettevõtte fundamentaalset väärtust ja mitte piirduda formaalsete näitajatega. Seega peaks kasutama pigem selliseid väärtuse

hindamise meetodeid, mis võimaldavad ettevõtte fundamentaalse väärtuse kõige paremini välja tuua – eelnevalt käsitletud hindamismeetodite seast (alapeatükk 1.1.) sobiks selleks autori hinnangul kõige paremini diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid. Et olla kindel hüvitise õigluses, on kirjanduses tihti soovitatud ka mitme erineva hindamispõhimõtte kombinatsiooni – selline lähenemine on samuti väikeaktsionäri seisukohalt positiivne, sest võimaldab vähendada ühe konkreetse meetodi probleeme (nt väärtpaperiturude ebaliikviidsusest tingitud põhjendamatult madalat aktsia turuhinda börsil).

Tabel 6. Õiglase hüvitise alase kirjanduse lühikokkuvõte

Allikas	Peamised järeldused ja tulemused
Bebchuk & Kahan (2000)	Aktsiate ülevõtmise eelsest turuhinnast lähtumine alahindab aktsiate tegelikku väärtust. Põhiaktsionäril on kõrge motivatsioon privaatselt infot koguda ja avalikkuse eest varjata - sellega suudab ta aktsiahinda madalal hoida.
Maug (2006)	Põhiaktsionäril on infoelis ja seega tuleks eelistada turuhindadel põhinevatele hindamismeetoditele hoopis neid meetodeid, mis põhinevad ettevõtte fundamentaalsel väärtusel.
Goshen & Wiener (2000)	Turuhindadel põhinev õiglase väärtuse hindamine ei kahjusta oluliselt väikeaktsionäride huve.
Amihud et al (2004)	Aktsiate ülevõtmisel peaks lähtuma kõrgemast hinnast – kas selleks on pakkumiseelne turuhind või ülevõtmispakkumisel kasutatud hind.
Elst & Steen (2009)	Välise eksperdi kasutamine mingis vormis on suhteliselt levinud, kuigi välise hindaja rollis ja tähtsuses võivad olla suured erinevused.
Prokop et al (2009)	Väliste hindajate (audiitorbürood ja investeerimispangad) turg on väga kontsentreeritud – suured audiitorfirmad valitsevad turgu.

Allikas: Autori koostatud.

2. ÕIGLASE HÜVITISE SUURUSE HINDAMINE EESTIS

2.1. Õiglase hüvitise määramise seadusandlik raamistik

Aktsiate ülevõtmise protsess ja hinna määramise põhimõtted on tihedalt seotud ka seadusandlikult paika pandud regulatsiooniga. Sellele viitab ka asjaolu, et ülevõtmispakkumiste ja aktsiate ülevõtmiste temaatika kohta leiab palju erialast informatsiooni mitte ainult majanduskirjanduses vaid ka õigusosalases kirjanduses.

Käesolevas alapeatükis käsitletaksegi ülevõtmiste valdkonna seadusandlust. Kuna Euroopa Liidu regulatsioonid on Eesti seadustele oluline tagapõhi, siis on lühidalt käsitletud ka EL vastavat regulatsiooni. Tulenevalt aga käesoleva töö teemast ja rõhuasetusest Eestis toimunud ülevõtmistele on suurema tähelepanu all Eesti seadusandlus.

Euroopa Liidu tasandil reguleerib ülevõtmispakkumiste ja aktsiate ülevõtmiste põhimõtteid ülevõtmispakkumiste direktiiv (*Takeover Directive* – Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ, 21.aprill 2004, ülevõtmispakkumiste kohta). Direktiivi artikkel 15 käsitleb väikeaktsionäridelt aktsiate ülevõtmist ja selle kohaselt (lg 2) võib ülevõtmispakkumise tegija kõigilt ülejäänud väärtpaberite omanikelt nõuda, et nad müüksid kõnealused väärtpaberid talle õiglase hinnaga. Selline õigus tekib pakkujal aga ainult teatud tingimuste täitmise korral (sõltuvalt sellest, kuidas konkreetne liikmesriik on otsustanud):

- 1) kui pakkuja omab vähemalt 90% pakkumise objektiks oleva ettevõtte aktsiakapitalist, või
- 2) pakkuja on pärast ülevõtmispakkumise vastuvõtmist omandanud 90% aktsiakapitalist ja 90% pakkumises hõlmatud aktsiakapitalist.

Ühelt poolt on põhiaktsionäril õigus võtta üle väikeaktsionäridele kuuluvad aktsiad, kuid teiselt poolt peab ka väikeaktsionäridel olema õigus nõuda, et ülevõtmispakkumise

tegija ostaks nende väärtpaberid ära (vt täpsemalt direktiiv 2004/25/EÜ preambula punkt 24). Seega võib kokkuvõttes järeldada, et ülevõtmispakkumiste direktiiv kaitseb väikeaktsionäri nii sel juhul, kui põhiaktsionär otsustab kõik aktsiad välja osta (pakkudes väikeaktsionärile selle eest õiglast hinda) kui ka selle eest, et väikeaktsionär ei jääks tahtmatult väga väikese mõjuga omanikuks domineeriva põhiaktsionäri kõrvale.

Eesti seadusandluses reguleerivad ülevõtmispakkumiste ja aktsiate ülevõtmiste temaatikat Äriseadustik (edaspidi ÄS) ja Väärtpaberituruseadus (edaspidi VPTS). Algselt reguleeris neid valdkondi vaid ÄS, kuid alates 2007. aastast on ülevõtmispakkumisi (ja nendega seotud aktsiate ülevõtmisi) käsitlevad punktid viidud üle VPTS-i. Selle põhjuseks oli EL ülevõtmispakkumiste direktiivi jõustumine 2004. aastal ja sellest johtuv vajadus ühtlustada Eesti seadusandlus nimetatud EL direktiiviga. Seega käesoleval ajal kehtib Eestis paralleelselt kaks regulatsiooni:

- 3) ÄS (peatükk 29¹) kajastab aktsiaseltsi aktsiate ülevõtmist rahalise hüvitise eest. ÄS sisaldab üldsätteid, mis kehtivad kõikide Eesti ettevõtete kohta;
- 4) VPTS (peatükk 19) sisaldab erisätteid, mis kehtivad ainult selliste aktsiaseltside kohta, mille aktsiatega kaubeldakse Eesti väärtpaberiturul (selle regulatsiooni aluseks on EL ülevõtmispakkumiste direktiiv).

ÄS ja VPTS võrdlus peamiste punktide osas on esitatud alljärgnevas tabelis:

Tabel 7. Aktsiate ülevõtmise reguleerimine Eesti seadusandluses

	ÄS	VPTS
Mis protsessi reguleerib?	Aktsiate ülevõtmised	Ülevõtmispakkumised ja nendest tulenevad aktsiate ülevõtmised
Kellele vastav regulatsioon laieneb?	Kõik aktsiaseltsid	Aktsiaseltsid, mille aktsiatega kaubeldakse Eesti turul
Aktsiate ülevõtmise algatamiseks vajalik põhiaktsionäri osalus	90%	90% (omandatud ülevõtmispakkumise tulemusena)
Aktsiate ülevõtmise otsustamiseks vajalik üldkoosoleku toetus	95%	90%
Aktsiate ülevõtmise hüvitis	Õiglane rahaline hüvitis	Õiglane hüvitis, mis ei või olla väiksem ülevõtmispakkumise ostuhinnast
Hüvitise suuruse määraja	Põhiaktsionär	Põhiaktsionär (ülevõtja)

Allikas: autori koostatud ÄS ja VPTS põhjal.

Ülalnimetatud kahe regulatsiooni eristamisega lihtsustus oluliselt väikeaktsionäridelt aktsiate ülevõtmine ülevõtmispakkumiste raames (Lall 2011: 19). Seda tõestavad ka tabelis toodud tasemed aktsiate ülevõtmiseks vajaliku otsustuskoorumi kohta – kui üldjuhul peab põhiaktsionär omama 95% aktsiatest (ÄS järgi), siis avalike ülevõtmispakkumiste puhul on seda taset langetatud 90%-ni (VPTS-i järgi). Sellise erinevuse sissetoomise ajendiks oli hinnang, et ülevõtmispakkumisele järgneva aktsiate ülevõtmise puhul on õiglane ostuhind väärtpaberiturul sisuliselt juba välja kujunenud (s.t. aktsia börsihind peaks peegeldama õiglast ostuhinda) ja seetõttu on vaidlustamisvõimalusi oluliselt vähem võrreldes noteerimata aktsiaseltsidega, kus on õiglase hinna määramine raskendatud (Seletuskiri... lk 39). Seetõttu on seadusandja hinnangul õigustatud ka madalama koorumi kehtestamine ülevõtmispakkumiste jaoks, sest väikeaktsionärid on sel juhul nagunii paremini kaitstud. Kokkuvõtvalt võib ÄS ja VPTS põhimõtete võrdlusest järeldada, et turuhinda (börsihinda) peetakse oluliseks kriteeriumiks õiglase hinna määramisel aktsiate ülevõtmisel, kuid samas arvestatakse ka võimalusega, et turuhind ei anna õiglast pilti ettevõtte väärtusest ja seega võib vaidlusolukordades tekkida vajadus muude meetodite rakendamiseks.

Kuna aktsiate ülevõtmise regulatsiooni üks oluline eesmärk on väikeaktsionäride kaitse tugevamas positsioonis oleva põhiaktsionäri/ülevõtja ees, siis on kesksel kohal küsimus väikeaktsionäridele õiglase hüvitise määramisest. Läbiv põhimõte seadusandluses on see, et väikeaktsionär peab saama ülevõetavate aktsiate eest õiglase hüvitise. Samas kriteeriumid selle kohta, milline hüvitis on õiglane ja milline mitte, on suhteliselt umbmäärased ja mitmeti tõlgendatavad.

ÄS küll sätestab (§363²), et hüvitise suurus määratakse ülevõetavate aktsiate üldkoosoleku-eelse väärtuse alusel, kuid ei anna täpsemaid juhiseid väärtuse määramise põhimõtete ega meetodite osas. Meetodeid on vaja hinnata üksikjuhtumite analüüsil – Riigikohus on oma praktikas leidnud, et sellised meetodid võivad sisaldada likvideerimisväärtust, võrdlevat hindamist, diskonteeritud rahavoogude meetodit või turuhinna meetodit (Vallikivi & Kolk 2010).

VPTS sisaldab mõnevõrra rohkem informatsiooni ning sätestab, et kui aktsiate ülevõtmine järgneb avalikule ülevõtmispakkumisele, siis väikeaktsionäridele makstav õiglane hüvitis ei tohi olla väiksem kui eelneva ülevõtmispakkumise hind (VPTS §182¹

lg 3). Ülevõtmispakkumise hind omakorda on reguleeritud VPTS alusel kehtestatud määruises „Ülevõtmispakkumisreeglid“, mille §2 kohaselt peab hind olema samuti õiglane, kuid lisaks loetleb üles viis hinnakriteeriumit, millest tuleb valida kõrgeim:

- 1) Aktsia kuue kuu kaalutud keskmine turuhind
- 2) Ülevõtja poolt kuue kuu jooksul makstud kõrgeim hind
- 3) Ülevõtja poolt kuue kuu jooksul makstud kaalutud keskmine hind
- 4) Kümne päeva kaalutud keskmine turuhind miinus 10%
- 5) Aktsia bilansiline maksumus

Seega VPTS sarnaselt ÄS-ile ei anna konkreetset juhust õiglase hinna määramiseks, kuigi ta määratleb ära minimaalse(d) taseme(d), millest õiglane hind peab kindlasti kõrgem olema. Samuti viidatakse VPTS-is sellele, et õiglase hinna määramisel peaks arvesse võtma nii turuhinda, varasemate ostude hinda kui ka raamatupidamislikku väärtust.

Lisaks õiglase hinna määramise meetodikale on väikeaktsionäride õiguste kaitse seisukohalt oluline ka see, kes määrab aktsiate ülevõtmise hinna ning kes ja kuidas seda kontrollib. Siin on väga suur roll jäetud põhiaktsionärile, sest vastavalt ÄS-ile määrab vähemusaktsionäridele makstava hüvitise suuruse just põhiaktsionär (§363²). Põhiaktsionärile ei ole pandud kohustust näiteks kaasata väliseid eksperte ning seadus ei pea vajalikuks ka erapooletu või alternatiivse hinnangu tekitamist.

Kontroll ülevõtmispakkumise üle on delegeeritud audiitorile (ÄS §363⁴ lg 2), kes peab hindama, kas hüvitis vastab seadusele ehk kas hüvitis vastab ülevõetavate aktsiate väärtusele, mis kehtis enne üldkoosoleku kokkukutsumist. Audiitor peab märkima oma aruandes: (a) millist meetodit kasutati hüvitise suuruse määramisel, (b) kas kasutatud meetod on selleks kohane ja (c) millised oleks muud meetodid hüvitise määramiseks. Lisaks sätestab seadus, et audiitori määrab põhiaktsionär, kes kannab ka vastavad kulud.

Käesoleva töö autori hinnangul jätab selline regulatsioon audiitoritele pigem formaalse rolli ja annab seega põhiaktsionärile väga suure otsustusvabaduse. Audiitor peab vaid üles loetlema kasutatavad ja muud võimalikud hindamismeetodid – meetodite asjakohasusele peab ta küll hinnangu andma, kuid praktikas võivad kõik enamlevinud väärtused hindamise meetodid (diskonteeritud rahavoogude meetod, võrdleva hindamise meetod, jm) samaväärselt asjakohased olla. Pigem oleks väikeaktsionäride

huvides rohkem see, kui audiitor hindaks, kas kasutatud meetod on sobivaim antud juhtumil, kas arvutused on tehtud põhjendatud eeldustele tuginedes ja korrektselt läbi viidud. Samuti on sellise regulatsiooni puhul kaheldav audiitori täielik sõltumatus, kuna ta on palgatud ühe seotud osapoole ehk põhiaktsionäri poolt.

Kokkuvõttes on autori arvates ülevõtmispakkumisi käsitlev regulatsioon selgelt liiga kaldu protseduuri reguleerivate sätete suunas – sh. näiteks millised dokumendid on vaja esitada, kuidas üldkoosolekut kokku kutsuda ja ette valmistada, kuidas otsus edastada ja aktsiad üle kanda. Väikeaktsionäridele makstava hüvitise põhimõtete kohta on vaid üksikud ja lühikesed punktid. Väikeaktsionäri jaoks on vaidlustamise võimalusi ette nähtud vähe – peamiselt vaid §363⁸ lg 3, mille kohaselt võib kohus ise määrata õiglase hüvitise, kui väikeaktsionäridele makstav hüvitis määrati liiga madalaks. Samas ei sisaldu ka siin täpsemalt, kuidas hinnatakse, kas hüvitis on madal või mitte ning milliste meetoditega määratakse õiglane hind.

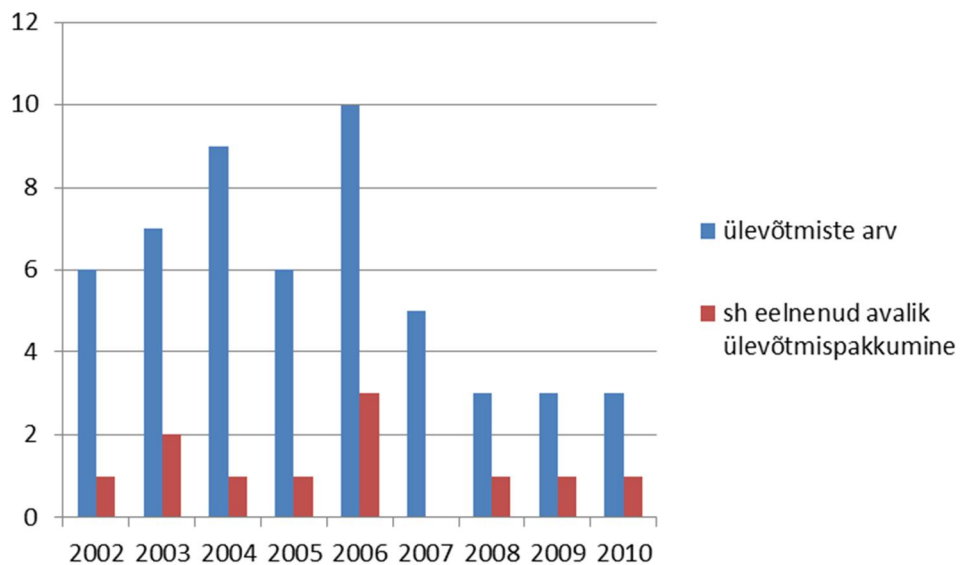
Teine ja laiem küsimus aktsiate ülevõtmisel on see, kas see toimub üldistes huvides või mitte (vt. selle kohta Lall 2011: 13-15). Põhiseaduse §32 sätestab, et „igaihe omand on puutumatu ja võrdselt kaitstud“ ning omandit saab võõrandada ainult üldistes huvides ja teatud tingimustel. Üldiseks huviks on aktsiate ülevõtmise puhul ettevõtluskeskkonna soodustamine (sh äriühingu tõhus juhtimine ja ülevõtmisi võimaldav efektiivne väärtipaberiturg), mis põimub põhiaktsionäri ja vähemusaktsionäride erahuvidega. Lisaks on aktsiaseltsi edukusest huvitatud erinevad isikute grupid – võlausaldajad, töötajad, omavalitsused, riik ning avalikkus laiemas mõttes.

Seadusandlust analüüsid tuleks kindlast välja tuua ka see, et lisaks ülevõtja õigusele vähemusaktsionäride aktsiad teatud tingimustel õiglase hüvitise eest üle võtta (*squeeze-out*) käsitletakse ka väikeaktsionäri õigust nõuda ülevõtjalt oma aktsiate väljaostmist (*sell-out*). Eesti seadusandlusesse lisati sellekohane punkt aastal 2007, kui lisati VPTS §182², mille kohaselt on väikeaktsionäridel veel kolm kuud pärast ülevõtmispakkumist õigus nõuda põhiaktsionäri oma aktsiate ülevõtmist. Kuna tegemist on VPTS regulatsiooniga, siis kehtib see hetkel ainult börsil kaubeldavate ettevõtete kohta. ÄS kohase *sell-out* süsteemi pidi välja töötama Justiitsministeerium (Seletuskiri... lk 39), kuigi käesoleva töö autorile pole teada, kui kaugele see protsess tänaseks jõudnud on.

Täpsemaid juhiseid seadusandluse tõlgendamiseks ja detailsemat informatsiooni väärtuse hindamise meetodite kohta ülevõtmispakkumiste puhul pakuvad vastavateemalised kohtulahendid. Oluliseks dokumendiks on näiteks Riigikohtu otsus OÜ Amaterasu ja AS NG Investeeringud vahelises kohtuvaidluses õiglase hüvitise suuruse kohta (Riigikohtu ... 2004). Riigikohus jäeldab oma otsuses, et turuhind ei ole aktsiate eest õiglase hüvitise määramisel ainuke kriteerium. Kuna on võimalik, et turuhind ei kajasta aktsiate tegelikku väärtust, siis sel juhul pole tagatud väikeaktsionäridele õiglane hüvitis. Riigikohtu arvates tuleb õiglase hüvitise määramisel arvestada ka aktsiaseltsi tulevikuväljavaateid. Seega tuleb aktsiate väärtuse hindamisel reeglina rakendada metoodikat, mis võimaldab tulevikuväljavaateid arvestada.

2.2. Ülevaade aktsiate ülevõtmistest Eestis

Käesolevas peatükis on vaatluse alla võetud Eestis aastatel 2002-2010 toimunud aktsiate ülevõtmised. Eesti Väärtpaberikeskuse andmetel on sel perioodil toimunud 52 ettevõtte aktsiate ülevõtmised (ülevõetud ettevõtete nimekiri koos peamiste iseloomustavate näitajatega on toodud lisa 1). Alljärgnevalt jooniselt on näha, et suurim ülevõtmiste aktiivsus oli aastatel 2002-2006, mil toimus keskmiselt 6-10 ülevõtmist aastas – hilisematel aastatel on see näitaja langenud keskmiselt kolme ülevõtmiseni aastas. Need küllaltki väikesed numbrid näitavad, et aktsiate ülevõtmised on Eestis väga vähe levinud. Ülevõtmiste teema olulisus seisnebki pigem üksikute suurte (börsil noteeritud) ettevõtete ülevõtmistes, millest on mõjutatud sajad või tuhanded väikeaktsionärid.



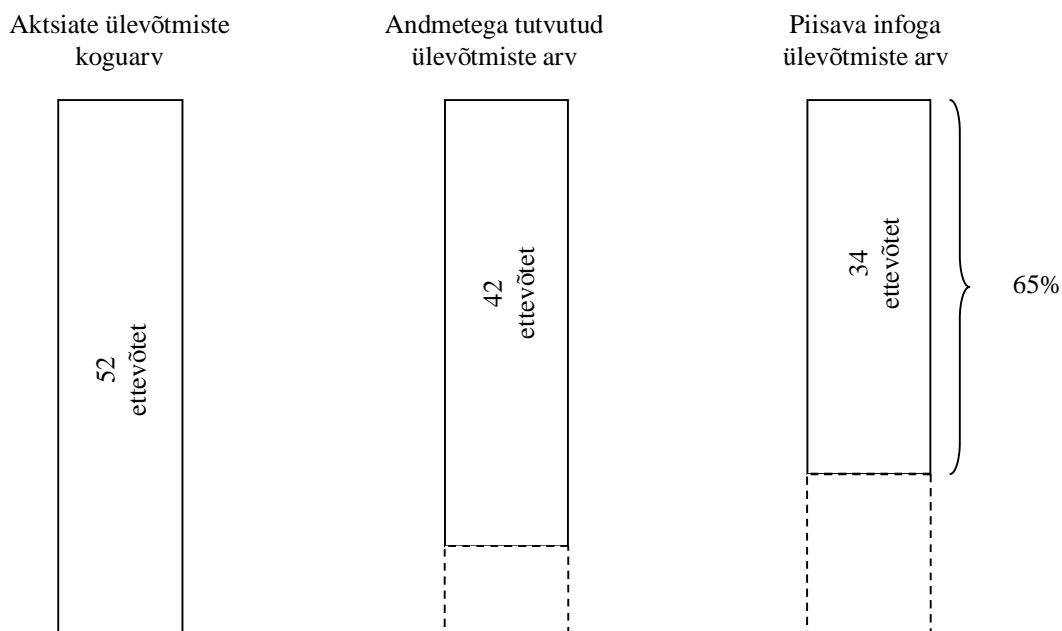
Joonis 5. Ülevõtmiste arv Eestis 2002-2010 (allikas: Eesti Väärtpaberikeskus)

Teine oluline järeldus ülaltoodud jooniselt on see, et enamasti on aktsiate ülevõtmise objektiks börsil noteerimata ettevõtted. Vaid 11 ettevõtte puhul (21%) on aktsiate ülevõtmisele eelnenud avalik ülevõtmispakkumine (s.o börsil noteeritud ettevõtted, mis on üldjuhul keskmisest suuremad). Seega on aktsiate ülevõtmine seotud enamasti väiksemate ettevõtetega, kus väikeaktsionäre on vähem ja makstavad hüvitised (ettevõtete väiksusest tulenevalt) samuti madalamad. See omakorda vähendab väikeaktsionäride rolli läbirääkimistel põhiaktsionäri ja väiksemaid võimalusi õiglase hüvitise määramisel ja selle suuruse vaidlustamisel.

Käesolevas töös kasutatud andmed Eestis toimunud aktsiate ülevõtmise kohta on pärit Äriregistrist konkreetsete ettevõtete äritoimikutest. Kuigi registritoimikud on osaliselt elektroonilised, siis suuremas osas (eriti varasemate aastate andmed) on tegu veel paber kandjatel asuvate toimikutega – siia alla kuuluvad ka aktsiate ülevõtmisega seotud dokumendid. Registritoimikutega saab tutvuda kohtu registriosakonnas kohapeal. Eesti on jaotatud neljaks kohturegistripiirkonnaks – Harju, Tartu, Pärnu ja Viru. Käesolevas töös kasutatud ülevõtmiste andmed on pärit peamiselt Harju registriosakonnast (60% aktsiate ülevõtmise kogumahust) ja Tartu registriosakonnast (17%).

Kokku katavad autori poolt kogutud andmed 81% Eestis toimunud aktsiate ülevõtmistest (42 ettevõtet 52-st). Samas mitte kõik nendest ülalnimetatud

registritoimikutest ei sisalda vajalikke dokumente. Kaheksal juhul (19%) olid ülevõtmisega seotud dokumendid toimikust puudu ja 34 juhul (81%) on vähemalt mingis osas dokumendid olemas. Need 34 ettevõtet, kelle andmed on olemas, moodustavad kokkuvõttes 65% kogu üldkogumist.



Joonis 6. Käesolevas töös kasutatavad empiirilised andmed aktsiate ülevõtmiste kohta

Vastavalt ÄS §-le 363¹⁰ peab aktsiaseltsi juhatus pärast aktsiate ülevõtmist esitama äriregistri pidajale aktsiate ülevõtmisega seotud dokumendid. Sealhulgas peavad olema lisatud aktsiaseltsi üldkoosoleku otsus aktsiate ülevõtmise kohta, ülevõtmisaruanne ja audiitori aruanne – need dokumendid ongi käesoleva töö peamised andmete allikad. Lisaks on börsiettevõtete ülevõtmispakkumised ja aktsiate ülevõtmisega seotud dokumendid kättesaadavad Tallinna väärtpaberibörsi interneti koduleheküljel.

Aktsiate ülevõtmise dokumentides esitatud informatsioon on küllaltki ebahühtlane – kuna konkreetseid reegleid info avaldamise osas pole seadusandluses kirja pandud, siis on mitmete ettevõtete puhul ülevõtmisaruaanded väga lakooniliselt koostatud. Samas on nende kõrval ka mitmeid teisi ettevõtteid, kelle ülevõtmisaruaanded ja neis sisalduvad õiglase hüvitise määramise põhimõtted kirjeldavad põhjalikult kasutatavaid meetodeid, eeldusi ja arvutuskäike. Info esitamise ebahühtlus (enamasti selle mittepiisavus) on ka

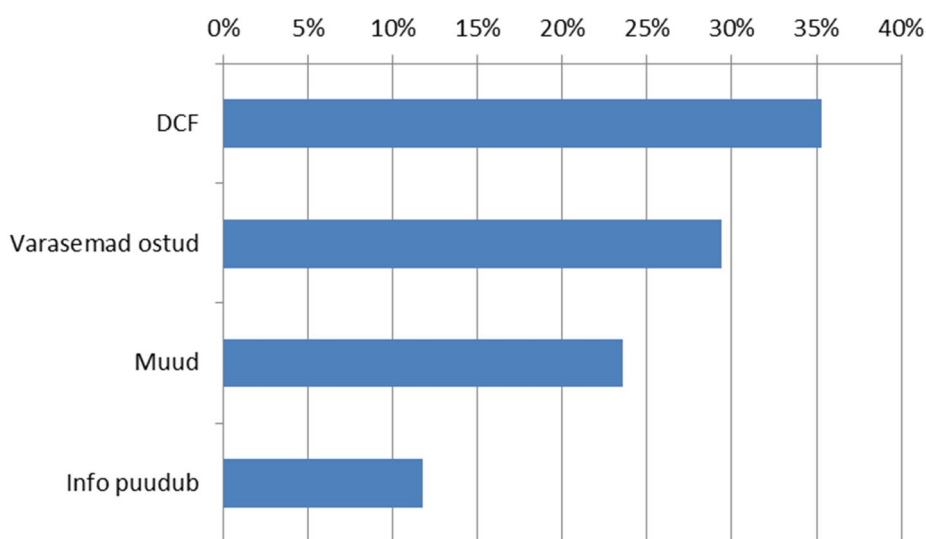
üheks teguriks, mis kahjustab väikaktsionäride võimalusi õiglase hüvitise suuruse määramist kontrollida ja vajadusel seda vaidlustada.

2.3. Õiglase hüvitise suuruse hindamine aktsiate ülevõtmisel Eestis

Aktsiate ülevõtmisel Eestis on õiglase hüvitise määramiseks kasutatud mitmeid erinevaid väärtuse hindamise meetodeid. Sealjuures ei piirdu iga üksik aktsiate ülevõtmise tehing üldjuhul mitte ainult ühe hindamismeetodiga, vaid enamasti on kasutatud paralleelselt mitut meetodit, et saada piisavat kinnitust hüvitise õiglasele suurusele. Käesolevas töös on siiski iga ülevõtmise kohta välja toodud üks keskne hindamismeetod, mis on otseselt või peamiselt olnud aluseks konkreetsele hüvitise suurusele. Teised kasutatavad meetodid on pigem toetavat laadi – nende põhjal leitud ettevõtte väärtused on madalamad kui keskse hindamismeetodiga leitud väärtused ning nende eraldi väljatoomise peamine eesmärk on tõenäoliselt väikeaktsionäridele täiendavalt kinnitada, et keskse hindamismeetodi kasutamisega leitud väärtus on kõrgeim ja seega pole väikeaktsionäre diskrimineeritud.

Alljärgneval joonisel ongi välja toodud ülevaade aktsiate ülevõtmisel kasutatud kesksetest hindamismeetoditest (detailesem ülevaade on toodud lisa 2). Nagu teoreetilises osas viidatud, on DCF kasutamine väga laiapõhjaline ja see kehtib ka käesoleva töö andmete kohta. Samas pole DCF osakaal (35%) märkimisväärselt kõrge ja selle kõrval on palju kasutatud eelkõige varasemate ostude hinda. Börsiettevõtete puhul on selleks peamiselt eelnenud ülevõtmispakkumise hind, kuid ka noteerimata ettevõtete puhul on tihti lähtunud varasematest ostu-müügi tehingutest. Kuigi selline lähenemine võimaldab kohelda kõiki väikeaktsionäre võrdselt, tekitab see siiski kahtlusi, kas eelmiste ostude hinnad ikkagi vastasid õiglase hüvitise põhimõtetele ja kas on õigustatud sama hinna rakendamine aktsiate ülevõtmise protsessis.

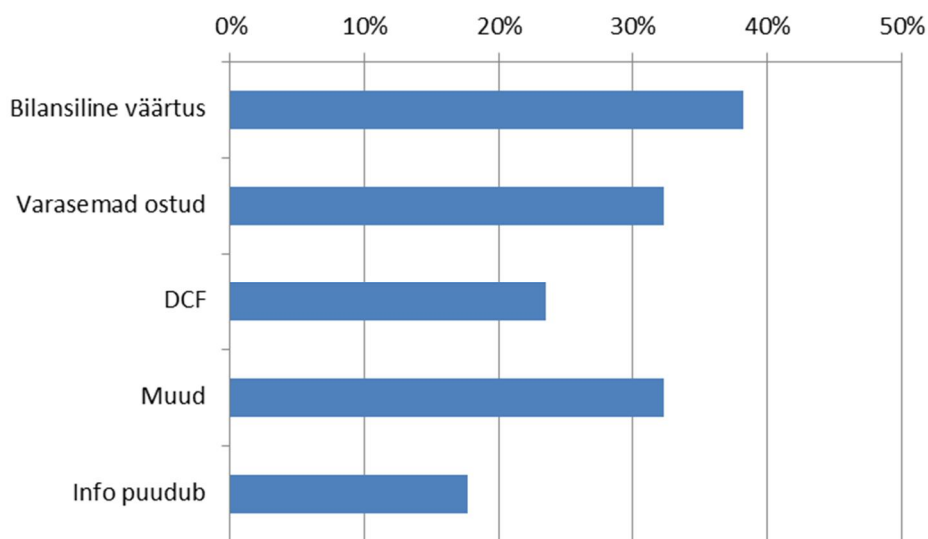
Muude hindamismeetodite all sisalduvad peamiselt raamatupidamislikul väärtusel põhinevad meetodid, mis aga lähtuvad tihti formaalsetest bilansinäitajatest ega võta arvesse ettevõtte rahavoo teenimise võimet – seega ei ole põhjendatud selliseid meetodeid õiglase hüvitise määramisel esmajärjekorras eelistada.



Joonis 7. Aktsiate ülevõtmisel kasutatud kesksed väärtuse hindamise meetodid.

Lisaks kesksetele väärtuse hindamise meetoditele on ülevõtmisaruannetes õiglase hüvitise suuruse võrdlemiseks ja kinnitamiseks kasutatud enamasti lisaks ka mõnda teist hindamismeetodit. Nagu alljärgnevalt jooniselt näha, on nendeks meetoditeks peamiselt bilansilisel väärtusel ja varasematel ostudel põhinevad meetodid.

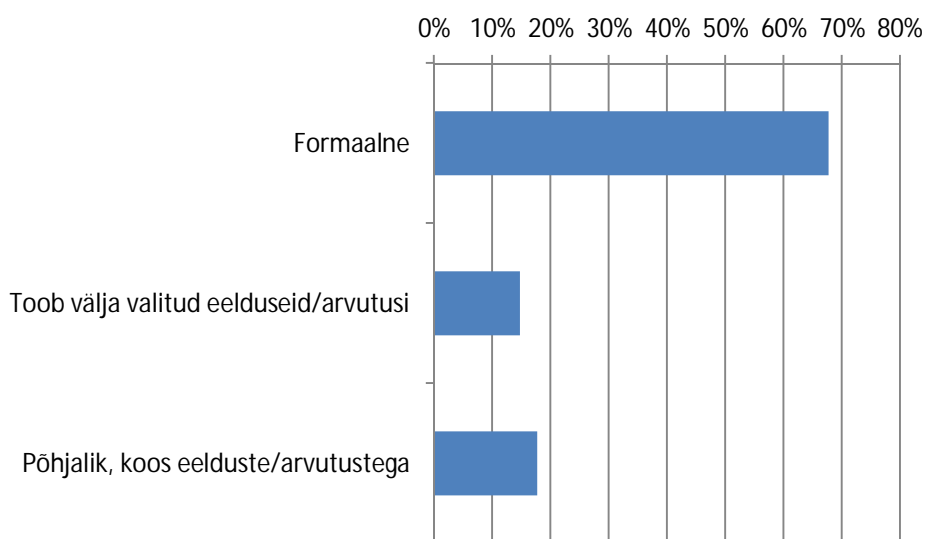
Võrdlusandmed ettevõtte väärtuse hindamise meetodite kohta aktsiate ülevõtmisel teistes riikides pole väga kättesaadavad. Ühes uuringus (Dollinger 2006: 50) on analüüsitud Austria aktsiate ülevõtmisi aastatel 2003-2005. Kokku toimus sel perioodil ülevõtmisi 17 ettevõtte aktsia osas. Väga suur osa (79%) hüvitiste määramistest viidi seal läbi diskonteeritud rahavoogude meetodit kasutades, raamatupidamislikul väärtusel põhinevate meetodite osakaal oli ainult 5%. Sellega võrreldes on Eesti praktika palju tugevamalt suunatud lihtsamate ja formaalsemate hindamismeetodite suunas (börsihinnad, varasemad ostud, bilansiline väärtus). Nende puhul on arvutuskäigud küll lihtsamad, kuid saadud väärtuse hinnangud ei pruugi piisavalt hästi kajastada ettevõtete fundamentaalset ja õiglast väärtust.



Joonis 8. Aktsiate ülevõtmisel kasutatud muud hindamismeetodid, millega hinda täiendavalt võrreldi.

Teine oluline teema õiglase hüvitise määramise puhul on ülevõtmisaruannetes ja muudes seotud dokumentides olevate andmete kvaliteet ja piisavus. Kuigi paljudes ülevõtmisaruannetes on viidatud mitme erineva hindamismeetodi kasutamisele hüvitise määramisel, siis täpsemaid andmeid on esitatud vaid üksikutes ülevõtmisaruannetes. Nagu järgmiselt jooniselt näha, on enamik (68%) ülevõtmisaruanndeid formaalsed – see tähendab, et neis loetletakse üles vaid kasutatud meetod(id), kuid täpsem lisainfo eelduste ja arvutuskäikude kohta puudub.

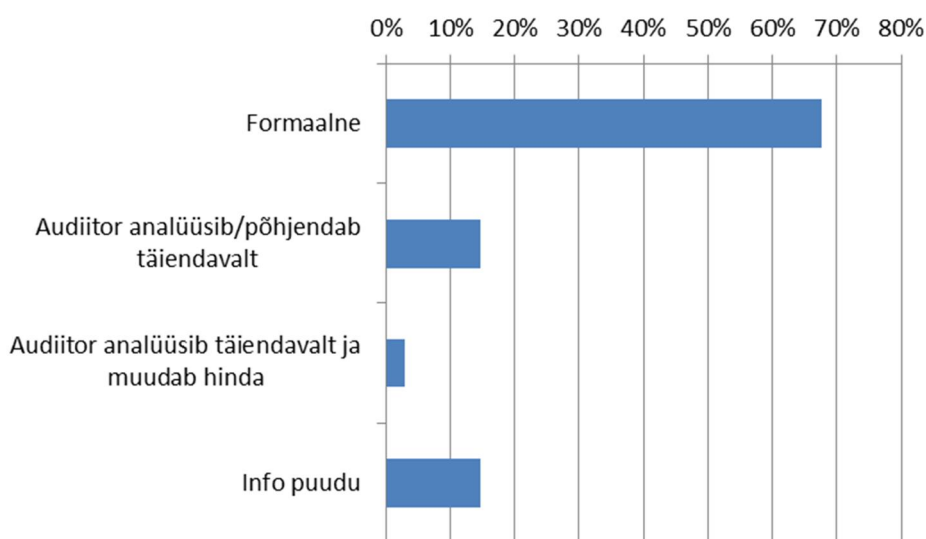
Selleks, et väikaktsionärid (või ka kolmandad osapooled – nt kohtud, audiitorid) saaksid hinnata hüvitise suuruse õiglust, peaks neile kättesaadav olema ka piisav informatsioon hüvitise suuruse arvutamise kohta. See peaks hõlmama näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul ettevõtte prognoose, nende koostamise põhilisi eeldusi ja diskontomäära leidmise põhimõtteid; võrdleva hindamise meetodi puhul suhtarvude väärtusi, võrdlusgrupi koosseisu ja nende suhtarvude väärtusi, jne.



Joonis 9. Ülevõtmisaruannetes esitatud andmete kvaliteet.

Et õiglase hüvitise määramise protsessis vähendada sõltuvust põhiaktsionärist ja sisse tuua erapooletu(m) hinnang, on Eesti seadusandluses ette nähtud audiitorkontroll. Audiitor peab koostama aruande, kus ta hindab hüvitise vastavust seadusele ja valitud meetodi sobivust. Samas ei sätesta seadus konkreetselt, mida ja kuidas peab audiitor kontrollima. Sellest johtuvalt on audiitorite aruanded enamasti küllaltki formaalsed (vt joonis 10).

Formaalsed aruanded (68%) sisaldavad enamasti vaid kinnitust selle kohta, et audiitor on ülevõtmisaruanne kontrollinud, hüvitis vastab seadusele ja valitud meetod on kohane; lisaks korratakse üle ülevõtmisaruanne loetletud hindamismeetodid, kuid omapoolsete lisakommentaariideta. Mõningatel juhtudel (vaid 15%) on audiitor täiendavalt põhjendanud või analüüsinud hindamismeetodit, eeldusi või arvutuskäiku. Vaid ühel juhul (3%) on audiitor oma täiendava analüüsi tulemusena suurendanud õiglase hüvitise suurust. Kokkuvõtteks võib järeldada, et audiitor ei lisa piisavalt palju erapooletut hinnangut õiglase hüvitise määramise protsessis – ühest küljest ei nõua seda seadus ja teisest küljest pole audiitor täielikult sõltumatu, kuna ta saab kasutada andmed (ja ka oma tasu) põhiaktsionärit.



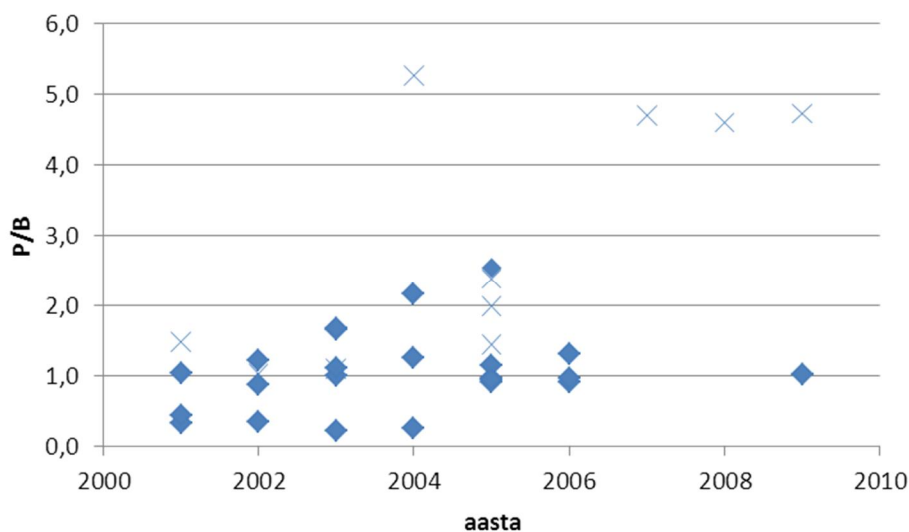
Joonis 10. Audiitori aruannetes esitatud info kvaliteet.

Lisaks aktsiate ülevõtmisel kasutatud väärtuse hindamise meetoditele ja aruannetes sisalduva info kvaliteedile analüüsitakse käesolevas alapeatükis ka ülevõetud ettevõtete väärtuskordajaid. Käesolevas töös keskendutud kahele väärtuskordajale – P/E (*Price to Earnings*) ja P/B (*Price to Book Value*). Iga ülevõetud ettevõtte kohta on arvatud vastavad suhtarvud, mis põhinevad igal konkreetsel juhtumil ülevõtmisele eelneva majandusaasta finantsaruannetele. Täpsemad andmed ettevõtete finantsnäitajate ja väärtuskordajate kohta on toodud käesoleva töö lisan 3.

Kuna ülevõetud ettevõtted tegutsevad väga erinevatel tegevusaladel, siis on nende otsene võrdlemine suhtarvude baasil raskendatud. Samas saab mõningaid üldistusi ja järeldusi teha suhtarvude muutumise trendi koha pealt. Üheks oluliseks pöördepunktiks aktsiate ülevõtmise praktikas Eestis võib pidada AS Liviko ülevõtmist, kus väikeaktsionär OÜ Amaterasu vaidlustas õiglase hüvitise suuruse, millega põhiaktsionär NG Investeeringud AS soovis Livikot üle võtta. Vaidlus jõudis välja riigikohtusse, kes andis õiguse väikeaktsionärile ning samas andis ka palju selgemad suunised õiglase hüvitise arvutamise kohta. Riigikohus leidis, et „aktsiaseltsi ja ka aktsiate väärtuse hindamisel tuleb reeglina rakendada meetodikat, mis võimaldab tulevikuväljavaateid arvestada“ (Riigikohtu... 2004: punkt 34). Seega lükati tagasi NG Investeeringute pakutud hüvitis, mis põhines ainult ettevõtte omakapitali raamatupidamislikul väärtusel.

Kui analüüsida täpsemalt ettevõtete väärtuskordajate (P/B) muutumist ajas (eriti võrdluses enne ja pärast 2004.aastat, mil tehti eelpoolmainitud Riigikohtu lahend), siis on näha, et pärast 2004.aastat on toimunud oluline paranemine (vt joonis 11). Kui aastatel 2000-2004 oli P/B mediaanväärtus 1,0 (mis tähendab seda, et keskmiselt võeti aktsiaid üle täpselt omakapitali bilansilise väärtusega), siis aastatel 2005-2010 kasvas P/B mediaanväärtus juba 1,4 peale.

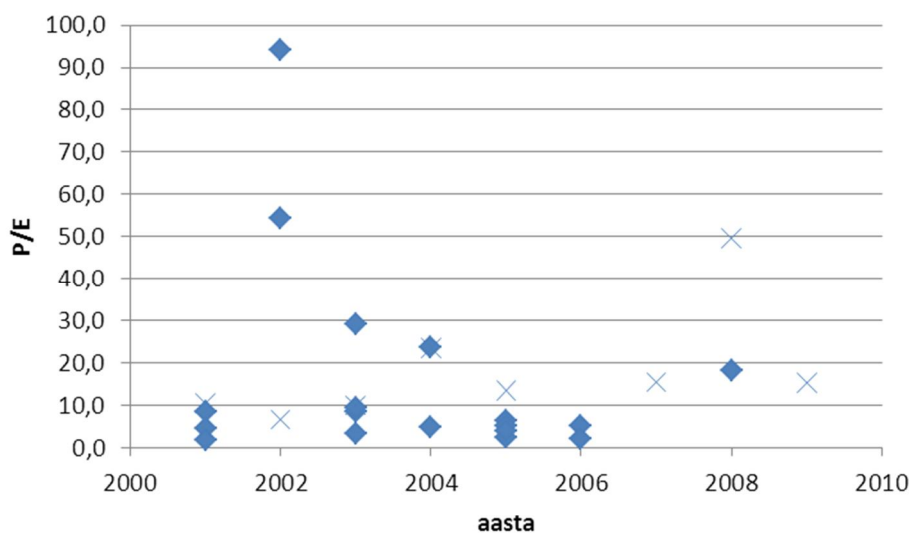
Täpsemalt andmeid analüüsides selgub, et peamiseks kasvu allikaks olid need ettevõtted, mille aktsiad olid noteeritud Tallinna börsil ja kus aktsiate ülevõtmisele eelnes avalik ülevõtmispakkumine. Selliste ettevõtete P/B mediaanväärtus oli 3,5, ulatudes mitmel juhul isegi vahemikku 4-5. Seega ei saa kindlalt väita, et P/B väärtuskordaja kasv on peamiselt tulenenud Riigikohtu lahendist, vaid osaliselt võib siin olla põhjuseks ka noteeritud ettevõtete ja noteerimata ettevõtete õiglase hüvitise määramise erinev regulatsioon (Väärtpaberiseadus, mis reguleerib börsiettevõtete ülevõtmisi, sisaldab näiteks aktsia börsihinnaga seotud aspekte).



Joonis 11. Ülevõetud ettevõtete P/B suhtarvud (ristiga märgitud börsil noteeritud ettevõtted ja nelinurgaga noteerimata ettevõtted (autori arvutused)).

Kui vaadata ka ülevõetud ettevõtete P/E suhtarvu, siis siin olukord nii ühene ei ole (vt joonis 12). P/E kordaja küll tõusis 8,9 pealt (aastate 2000-2004 mediaanväärtus, arvutatud üle positiivsete väärtuste) 9,9 tasemele (2005-2010 mediaan), kuid suur

varieeruvus ja üksikute ettevõtete ebatavaliselt kõrge P/E tase muudavad pildi mõnevõrra segasemaks. Samas börsiettevõtete P/E mediaanväärtus on ka siin noteerimata ettevõtetest kõrgem (15,3).



Joonis 12. Ülevõetud ettevõtete P/E suhtarvud (ristiga märgitud börsil noteeritud ettevõtted ja nelinurgaga noteerimata ettevõtted (autori arvutused)).

Ülaltoodud analüüsi kokkuvõtteks võib järeldada, et õiglase hüvitise suuruse määramisel ja selle kontrollimisel on mitmeid aspekte, mis võivad kahjustada väikeaktsionäride huve. Kokkuvõtte leitud probleemidest koos nendest johtuvate tagajärgedega ja võimalike lahendusvariantidega on toodud tabelis 8. Peamisteks probleemseteks tahkudeks on informatsiooni kättesaadavus ja selle piisavus, mis raskendab väikeaktsionäridel või kolmandatel osapooltel hüvitise õigsuse kontrollimist.

Lisaks on hüvitise suuruse hindamisel jäetud väga suur roll põhiaktsionärile, kellel on vabadus valida sobiv(ad) hindamise meetod(id) ja ekspert hinnangu kaasamise/mittekaasamise võimalus. Kolmanda osapoole erapooletut hindamist üldjuhul ei kaasata – audiitorkontrolli nõue küll on, kuid audiitori roll kipub jääma pigem liiga tagasihoidlikuks. Samas oleks just välise ekspert hinnangu olemasolu väikeaktsionäridele vajalik, kuna neil endil enamasti puudub väiksuse tõttu ressursid hüvitise iseseisvaks kontrollimiseks.

Tabel 8. Peamised probleemid õiglase hüvitise määramisel

Probleem	Tagajärg	Võimalik lahendus
Äriregistris aktsiate ülevõtmisega seotud dokumendid puudu	Ei saa kontrollida hüvitise arvutamiseiga seotud asjaolusid ega seega ka hinnata hüvitise suuruse õiglust	Dokumentide kontroll tagantjärgi ja vajadusel meeldetuletuse saatmine; elektrooniline ligipääs esitatud dokumentidele
Dokumentides ebapiisav info, eeldusi ega arvutuskäike pole välja toodud	Raske kontrollida hüvitise arvutamise aluseid ja hinnata hüvitise õiglust	Lisaks dokumentide loetelu reguleerimisele vajalik ka standartne info esitamise vorm ning täpsustatud nõuded info esitamisele
Palju kasutatakse raamatupidamislikke ja börsihinnal põhinevaid meetodeid	Õiglase hüvitise määramisel ei arvestata piisaval määral ettevõtte tuleviku raha teenimise võimega	Mitme meetodi paralleelse kasutamise nõue, mis vähendaks ühest meetodist johtuvaid eksimusi või kallutatust
Õiglase hüvitise suuruse aluseks on vaid üks meetod	Meetodi ebakorrektnete või kallutatud kasutamine võib anda tulemuseks põhjendamatult madala hüvitise suuruse	Mitme meetodi paralleelse kasutamise nõue, mis vähendaks ühest meetodist johtuvaid eksimusi või kallutatust
Hüvitise suuruse määrab põhiaktsionär	Hüvitise suurus pole määratud erapooletult, vaid see on sõltuv põhiaktsionäri hinnagust	Täiendava välise eksperthinnangu nõue; hüvitise suuruse määramine kolmanda osapoole poolt
Väliseid eksperthinnanguid on vähe kasutatud	Hüvitise suurus pole määratud erapooletult, vaid see on sõltuv põhiaktsionäri hinnagust	Täiendava välise eksperthinnangu nõue; hüvitise suuruse määramine kolmanda osapoole poolt
Audiitori aruanne formaalne	Vähene kontroll põhiaktsionäri üle ja ebapiisav kindlus hüvitise õigluse osas	Standardne kontrollprotseduur koos tulemuste detailsema avalikustamisega
Hüvitise suurust on keeruline ja kallis läbi kohtu vaidlustada	Väikeaktsionärid peavad leppima ebaõiglase hüvitisega	Lihtsustatud vaidlustamiste süsteem

Allikas: Autori koostatud.

KOKKUVÕTE

Käesolevas bakalaureusetöös käsitleti õiglase hüvitise suuruse hindamise temaatikat aktsiate ülevõtmise protsessis. Väikeaktsionäride kaitseks on seadusandlusega enamasti paika pandud nõue, et põhiaktsionär peab ülevõetavate aktsiate eest maksuma väikeaktsionäridele õiglase hüvitise. Samas on kasutusel mitmeid erinevaid põhimõtteid õiglase hüvitise suuruse hindamiseks ning kuna väikeaktsionärid ja põhiaktsionär on aktsiate ülevõtmise tehingus vastandlike huvidega pooled, siis on ka õiglase hüvitise suuruse hindamine tihti oluliseks probleemiks.

Õiglase hüvitise määramine põhineb ettevõtte väärtuse hindamisel. Enimkasutatavateks väärtuse hindamise meetoditeks on diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid ja väärtuskordajatel põhinevad meetodid. Samas sõltub hinnang mitte ainult sellest, milline meetod hindamiseks on valitud, vaid seda võivad mõjutada ka muud tegurid. Seega hoolimata konkreetse hindamismeetodi valikust võib saadud hinnang olla ikkagi mõjutatud ebaratsionaalsetest otsustest ja aktsiate ülevõtmise kontekstis ei pruugi tagada väikeaktsionäridele õiglast hüvitise suurust.

Õiglase hüvitise suuruse hindamiseks on kirjanduses välja toodud peamiselt kolm põhimõttelist lähenemisviisi. Esiteks võib põhiaktsionär maksta aktsiate eest turuhinda, milleks võib olla käesoleva hetke või mõne varasema perioodi börsihind. Teine võimalus on tellida ettevõtte väärtuse kohta väline ekperthinnang. Kolmandaks võib kasutada eelmistel ostudel põhinevat hinda. Tihti esineb hüvitise suuruse hindamisel ka mitme erineva hindamispehõhimõtte kombinatsioon.

Eestis on aastatel 2002-2010 toimunud 52 ettevõtte aktsiate ülevõtmised. Neist enamus on olnud börsil noteerimata ettevõtted – börsil noteeritud ettevõtete ülevõtmisi on küll vähem, kuid need on leidnud laialdasemat kajastamist avalikkuses. Mitmel juhul on õiglase hüvitise suuruse hindamise temaatika väga teravalt päevakorda tõstatunud.

Käesolevas töös on leitud, et Eestis kasutatakse aktsiate ülevõtmisel väga sagedasti lihtsamaid ja formaalsemaid väärtuse hindamise meetodeid (börsihinnad, varasemad ostud, bilansiline väärtus), mis aga ei pruugi piisavalt hästi kajastada ettevõtete fundamentaalset väärtust. Ka diskonteeritud rahavoogude meetod on leidnud kasutamist, kuid see pole siiski olnud piisavalt laiapõhjaline ja paljudel juhtudel piirduakse ülevõtmisaruannetes ainult selle meetodi äramainimisega, ilma täiendavat infot ja arvandmeid lisamata.

Teiseks on käesolevas töös leitud, et info avaldamine aktsiate ülevõtmise kohta on väga ebahühtlane ja enamasti pole selle info põhjal võimalik kontrollida, kuidas konkreetne hüvitise suurus on leitud. Seega on väikeaktsionäridel või kolmandatel osapooltel väga keeruline saada vajalikku infot, et hinnata, kas pakutud hüvitis on õiglane ja kooskõlas ettevõtte fundamentaalse väärtusega.

Kolmandaks tuuakse töös välja, et õiglase hüvitise suuruse määramine on väga tihedalt seotud põhiaktsionäriaga, kellel on aga vastandlikud huvid võrreldes väikeaktsionäridega. Rohkem erapooletust võiks pakkuda välise hindaja või kontrollija olemasolu, kuid Eesti näitel on audiitori roll pigem sümbolne ja audiitori aruanne ülevõtmise kohta pigem formaalsus.

Viimaseks järelduseks on Eesti ülevõtmiste praktikat iseloomustav asjaolu, et paljud ettevõtted võetakse üle hinnaga, mis on lähedal nende omakapitali bilansilisele väärtusele ja seega ei arvesta piisaval määral ettevõtte raha teenimise võimet (mis on peamiseks aluseks ettevõtte fundamentaalsele väärtusele). Olukord on küll paranenud pärast 2004.aastat, kuid seda peamiselt börsil noteeritud ettevõtete suhtes.

Seega eksisteerib Eestis mitmeid tegureid, mis võivad kahjustada väikeaktsionäride huve seoses õiglase hüvitise määramisega. Väikeaktsionäride paremaks kaitseks oleks vaja põhjalikumaid nõudeid ülevõtmisega seotud dokumentide ja nendes sisalduva info esitamise kohta. Samuti aitaks sellele kaasa põhiaktsionärist sõltumatu hindaja kaasamine ja täpsemad reeglid hüvitise suuruse aluseks olevate hindamismeetodite kasutamise kohta.

VIIDATUD ALLIKAD

Amihud, Y., Kahan, M., & Sundaram, R. K. The foundations of freezeout laws in takeovers. *Journal of Finance*, 59 (3), June 2004, pp 1325–1344.

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. LL.M. Short Thesis, Central European University, March 30, 2012, 44 p.

Bebchuk, L.A., Kahan, M. Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. In: Morck, R.K.(Ed), *Concentrated corporate ownership*. Chicago, University of Chicago Press, 2000, pp 247-259.

Damodaran, A. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *Stern Sc. of Business*. Nov 2006. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 08.10.2012.

Dollinger, M. The „fair“ squeeze-out compensation. Diplomarbeit. Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Wien, Nov 2006, 71 p.

Elst, C., Steen, L. Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights. *ECFR* 4/2009, pp 391-439.

Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ, 21.aprill 2004, ülevõtmispakkumiste kohta (eestikeelne tõlge). Euroopa Liidu Teataja L142/12, 30.04.2004.

Fernandez, P. Valuation using multiples: Ho do analysts reach their conclusions? Research paper No 450. Spain, IESE: University of Navarra. 2002, 17 p. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274972].

Goshen, Z., Wiener, Z. The Value of the Freezeout Option. Berkeley Program in Law and Economics, Working Paper Series. Working Paper 2000-2, 03.01.2000, 34 p.

Kahneman, D., Knetch, J.L., Thaler, R.H. Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 6, Dec 1990, pp. 1325-1348.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005, 739 p.

Kuiv, K. Representatiivsuse heuristiku kasutamisest tingitud stereotüüpide esinemine investeerimisotsustes. Magistritöö. Tart Ülikool, Majandusteaduskond, Tartu 2013, 128 lk.

Lall, M.-L. Õiglane hüvitis väärtpaberituruõiguslikus aktsiate ülevõtmises ja selle vastavus põhiseadusele. Uurimistöö. Tartu Ülikool, Õigusteaduskond, Tallinn 2011, 39 lk.

Martinez, I., Serve, S. The Delisting Decision: The Case of Buyout Offers with Squeeze-Out (BOSO). International Review of Law and Economics, Vol. 31, 2011, pp. 228-239.

Maug, E. Efficiency and fairness in minority freezeouts: Takeovers, overbidding, and the freeze-in problem. International Review of Law and Economics, No 26 (2006), pp. 355-379.

Mendoza, J.M. Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of The Alternative Investment Market. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 2008, Vol XIII, pp. 258-328.

NASDAQ OMX Tallinn. Ettevõtete ülevõtmispakkumised.

[<http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/shares/prospektid-2#takeover>]. 10.01.2013

Prokop, J., Borde, K. The Market for Squeeze-out Valuation and Auditing Services: Evidence from Germany. Carl von Ossietzky University of Oldenburg, Germany. Finance and Banking, Jan 2009, 22 p.

Pullerits, S. Anchoring and adjustment in Estonian sell-side equity analysts' forecasts. Master's Thesis. University of Tartu, Faculty of Economics and Business Administration, Tartu 2010, 73 lk.

Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids. Chairman Jaap Winter. Brussels, 10 Jan 2002.

Riigikohtu tsiviilkolleegiumi kohtuotsus. OÜ Amaterasu hagi AS NG Investeeringud vastu aktsiate ülevõtmise eest õiglase hüvitise määramiseks ja 149 648 krooni 38 sendi saamiseks. Kohtuotsus nr 3-2-1-145-04. Tartu 21.12.2004.

Seletuskiri väärtpaberituruseaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde.

[http://www.riigikogu.ee/?page=pub_file&op=emsplain&content_type=application/msword&file_id=136849&file_name=vaartpaberituruseaduse%20seletuskiri%20%28108%29.doc&file_size=363520&mnsensk=108+SE&fd=2010-04-22]. Vaadatud 18.02.2013

Tversky, A., Kahneman, D. Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, 1974, Vol. 185, No. 4157, pp. 1124-1131.

Vallikivi, H., Kolk, M. Estonia. Squeeze-out Guide. IBA Corporate and M&A Law Committee 2010. Tark & Co, 2010. [http://www.ibanet.org/LPD/Corporate_Law_Section/Corporate_MA_Law_Committee/squeezeout.aspx]

Vardavaki, A., Mylonakis, J. Empirical evidence on Retail Firms' Equity Valuation Models. International Research Journal of Finance and Economics. EuroJournals Publishing, Inc, Issue 7, 2007.

Ventoruzzo, M. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. Virginia Journal of International Law. Vol 50:4, 2010, pp 841-917.

Veskimägi, M. Efektivse turu hüpoteesi empiiriline testimine Tallinna börsil. Magistritöö. Tartu Ülikool, Majandusteaduskond. Tartu 2006, 123 lk.

Väärtpaberituruseadus. Riigi Teataja. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/122122011048>]. Vaadatud 18.02.2013.

Äriseadustik. Riigi Teataja. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/128122011050>]. Vaadatud 18.02.2013.

Ülevõtmispakkumisreeglid. Rahandusministri määrus. Riigi Teataja. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/12919092>]. Vaadatud 18.02.2013.

LISAD

Lisa 1. Eestis toimunud aktsiate ülevõtmised aastatel 2002-2010

Nr	Ülevõtmise aasta	Ettevõte	ÄR piirkond	Kas info oli olemas?	Põhiaktsionär	Põhiaktsionäri osalus
1	2002	Reval Hotelligrupi AS	Harju	jah	Linstow International A/S	99,80%
2	2002	AS LIVIKO	Harju	jah	NG Investeeringud AS	97,57%
3	2002	AS Marat	Harju	jah	Vogue Group Oy	98,63%
4	2002	Promens AS	Tartu	jah	RT Holding AS	97,52%
5	2002	AS Sampo Pank	Harju	ei		
6	2002	AS Tarmeko	Tartu	ei		
7	2002	AS Rakvere Piim	Viru			
8	2003	AS SEB Pank	Harju	jah	SEB AB	99,00%
9	2003	Aktsiaselts PROTTON F.S.C.	Harju	jah	Kalev Protton	95,00%
10	2003	AS Saare EPT	Pärnu	jah	M&V Invest AS	99,81%
11	2003	AS PP Sales	Tartu	jah	G. Van den BerghNijmegen B.V.	96,22%
12	2003	aktsiaselts Kuressaare Sanatoorium	Pärnu			
13	2003	aktsiaselts Dessert	Pärnu			
14	2004	AS Standard	Harju	jah	Dredexen OÜ	
15	2004	AS Tallegg	Harju	jah	Baltic Poultry AS	98,25%
16	2004	AS SAKU AB	Harju	jah	Äriveod OÜ	91,04%
17	2004	Reusner AS	Harju	jah	Prisma Print AS	99,58%

Lisa 1 järg

18	2004	AS Estiko	Tartu	jah	Rondam AS	97,58%
19	2004	VTÜ VARA AS	Tartu	jah	Viljandi Tarbijate Ühistu	99,86%
20	2004	Aktsiaselts ETT	Pärnu			
21	2004	aktsiaselts Tootsi Turvas	Pärnu			
22	2004	AS KOSE PÕLLUMAJANDUSTEHNICA	Pärnu			
23	2005	Swedbank AS	Harju	jah	FöreningsSparbanken AB	99,13%
24	2005	Mööblimaja AS	Harju	jah	Globstar OÜ	95,05%
25	2005	AS VÕRU JUUST	Tartu	jah	Võru Dairy Holding AS	99,52%
26	2005	AS Tallinna Taksopark	Harju	ei		
27	2005	AS Haapsalu Kuurort	Pärnu			
28	2005	AS KODUTARVE	Pärnu			
29	2006	ERGO Kindlustuse Aktsiaselts	Harju	jah	Ergo International AG	99,37%
30	2006	Premia Tallinna Külmoone AS	Harju	jah	Kauno Pieno Centras AB	94,62%
31	2006	aktsiaselts PRINTALL	Harju	jah	Ekspress Grupp AS	98,56%
32	2006	Tallinna Farmaatsiatehase AS	Harju	jah	Grindeks AS	95,01%
33	2006	Amserv Grupi AS	Harju	jah	R.R.Varad OÜ	99,42%
34	2006	Aktsiaselts Taxon	Harju	jah	Saka Holding OÜ	90,94%
35	2006	AS MicroLink	Harju	jah	Elion Ettevõtted AS	99,93%
36	2006	Aktsiaselts Ekseko	Tartu	jah	Rakvere Lihakombinaat AS	99,31%
37	2006	AS Rakvere Lihakombinaat	Viru	jah	HK Ruokatalo Group Oyj	95,74%
38	2006	AS Vividus	Harju	ei		
39	2007	Eesti Vesiehituse AS	Harju	jah	OÜ Hüdroehitusekspert	95,69%
40	2007	aktsiaselts TARTU EPT	Tartu	jah	Andres Valgerist	99,00%
41	2007	Aktsiaselts TKH	Tartu	jah	Cassel Grupp OÜ	95,34%

Lisa 1 järg

42	2007	Aktsiaselts MIIDURANNA TEHAS	Harju	ei		
43	2007	AS ASSOTRANS	Pärnu			
44	2008	Saku Õlletehase AS	Harju	jah	Carlsberg Estonia Holding OÜ	92,40%
45	2008	AS Marine Tanker Service	Harju	ei		
46	2008	Aktsiaselts Herbaco	Viru			
47	2009	Aktsiaselts G4S Baltics	Harju	jah	G4S International Holdings Ltd	99,87%
48	2009	Starman AS	Harju	jah	Baltic Moontech Investments Holding AS	98,55%
49	2009	Eesti Näituste AS	Harju	ei		
50	2010	aktsiaselts LINETTE	Harju	jah	Lando Vara OÜ	93,75%
51	2010	AS Eesti Telekom	Harju	jah	TeliaSonera AB	97,58%
52	2010	AS Norma	Harju	ei	Automotive Holding AS	

Lisa 2. Õiglase hüvitise suuruse hindamise meetodid aktsiate ülevõtmisel Eestis

Nr	Aasta	Ettevõte	Aksia ülevõtmise hind (€)	Õiglase hüvitise hindamise meetod	Muud meetodid, millega hinda võrreldi
1	2002	Reval Hotelligrupi AS	4,96	Varasemad ostud	Varasemad ostud Bilansiline väärtus
2	2002	AS LIVIKO	1,12	Bilansiline väärtus	Varasemad ostud
3	2002	AS Marat	0,64	Varasemad ostud	Puuduvad
4	2002	Promens AS	4,47	DCF	Varasemad ostud
5	2003	AS SEB Pank	2,43	Võrdlev hindamine	N/A
6	2003	Aktsiaselts PROTTON F.S.C.	63,91	N/A	Varasemad ostud
7	2003	AS Saare EPT	25,56	DCF	N/A
8	2003	AS PP Sales	3,38	Võrdlev hindamine	Puuduvad
9	2004	AS Standard	1,25	Bilansiline väärtus	Varasemad ostud DCF
10	2004	AS Tallegg	2,87	DCF	Puuduvad
11	2004	AS SAKU AB	0,13	N/A	Bilansiline väärtus DCF
12	2004	Reusner AS	127,82	Varasemad ostud	Bilansiline väärtus
13	2004	AS Estiko	E: 1,26 B1: 0,83	Bilansiline väärtus	Börsihind
14	2004	VTÜ VARA AS	255,65	DCF	Bilansiline väärtus
15	2005	Swedbank AS	13,50	N/A	Varasemad ostud Bilansiline väärtus Börsihind, võrdlev hindamine
16	2005	Mööblimaja AS	48,83	DCF	Varasemad ostud Bilansiline väärtus
17	2005	AS VÕRU JUUST	0,98	Varasemad ostud	Bilansiline väärtus Likvideerimisväärtus, DCF

Lisa 2 järg

18	2006	ERGO Kindlustuse Aktsiaselts	Liht: 131,27 Eelis: 83,60	DCF		Võrdlev hindamine
19	2006	Premia Tallinna Külkhoone AS	2,29	DCF		Puuduvad
20	2006	aktsiaselts PRINTALL	A: 13,17 Asutaja: 131,66		Bilansiline väärtus	Varasemad ostud DCF
21	2006	Tallinna Farmaatsiatehase AS	5,11		Netovara õiglane turuhind	DCF
22	2006	Amserv Grupi AS	3,29	DCF		Bilansiline väärtus
23	2006	Aktsiaselts Taxon	83,09		Viimased ostud	N/A
24	2006	AS MicroLink	706,80	DCF		Varasemad ostud
25	2006	Aktsiaselts Ekseko	A: 4027,07 B: 2013,54 C: 1006,80	DCF		Varasemad ostud Võrdlev hindamine
26	2006	AS Rakvere Lihakombinaat	2,90			Bilansiline väärtus Börsihind
27	2007	Eesti Vesiehituse AS	1,25	DCF		Varasemad ostud DCF
28	2007	aktsiaselts TARTU EPT	A: 54,71 B: 15,98		N/A	DCF
29	2007	Aktsiaselts TKH	0,77		Varasemad ostud	Bilansiline väärtus
30	2008	Saku Õlletehase AS	12,40		Varasemad ostud	Bilansiline väärtus Börsihind
31	2009	Aktsiaselts G4S Baltics	198,52		Varasemad ostud	DCF
32	2009	Starman AS	5,75		Varasemad ostud	Bilansiline väärtus Börsihind
33	2010	aktsiaselts LINETTE	142,71		Muud	Kokku 8 meetodit
34	2010	AS Eesti Telekom	5,94		Varasemad ostud	Bilansiline väärtus Börsihind

Lisa 3. Ülevõetud ettevõtete finantsnäitajad ja väärtuskordajad

Nr	Ettevõte	Majandus- aasta	Netokäive (tuh EUR)	Puhaskasum (tuh EUR)	Omakapital (tuh EUR)	P/E	P/B
1	Reval Hotelligrupi AS	2001	16 767	39 363	276 917	10,4	1,5
2	AS LIVIKO	2001	179 447	23 463	189 880	8,3	1,0
3	AS Marat	2001	291 567	9 543	129 521	4,4	0,3
4	Promens AS	2001	33 972	2 261	9 427	1,8	0,4
5	AS SEB Pank	2002	1 280 600	379 200	2 477 100	6,7	1,0
6	Aktsiaselts PROTTEEN F.S.C.	2002	5 428	17	1 849	94,1	0,9
7	AS Saare EPT	2002	31 464	-520	23 040	-15,4	0,3
8	AS PP Sales	2002	396 063	1 570	70 021	54,2	1,2
9	AS Standard	2003	139 680	2 215	58 752	29,2	1,1
10	AS Tallegg	2003	535 240	26 275	261 422	10,0	1,0
11	AS SAKU AB	2003	65 922	586	8 908	3,4	0,2
12	Reusner AS	2003	10 556	-1 104	2 021	-3,0	1,6
13	AS Estiko	2003	200 118	14 163	107 040	8,3	1,1
14	VTÜ VARA AS	2003	3 553	588	3 320	9,5	1,7
15	Swedbank AS	2004	5 647 700	2 860 900	12 752 500	23,4	5,3
16	Mööblimaja AS	2004	85 969	8 580	33 672	4,9	1,2
17	AS VÕRU JUUST	2004	257 636	-28 680	33 672	-0,3	0,3
18	ERGO Kindlustuse Aktsiaselts	2005	714 663	184 434	462 545	6,4	2,5
19	Premia Tallinna Külmoone AS	2005	357 413	-5 239	84 147	-23,2	1,4
20	aktsiaselts PRINTALL	2005	282 439	27 018	146 954	5,2	1,0
21	Tallinna Farmaatsiatehase AS	2005	49 717	-984	50 239	-101,6	2,0
22	Amserv Grupi AS	2005	1 264 346	40 362	108 646	2,4	0,9
23	Aktsiaselts Taxon	2005	45 523	-1 397	9 146	-7,5	1,2
24	AS MicroLink	2004	555 616	18 675	204 532	23,7	2,2
25	Aktsiaselts Ekseko	2005	272 652	55 303	231 487	4,0	1,0
26	AS Rakvere Lihakombinaat	2005	1 481 522	127 988	718 784	13,4	2,4
27	Eesti Vesiehituse AS	2006	43 049	2 407	13 749	5,2	0,9

Lisa 3 järg

28	aktsiaselts TARTU EPT	2006	28 155	10 185	17 140	2,2	1,3
29	Aktsiaselts TKH	2006	37 601	-135	11 621	-83,6	1,0
30	Saku Õlletehase AS	2007	911 685	100 923	330 889	15,4	4,7
	Keskmine		459 787	145 908	644 143	5,6	2,8
	Mediaan		159 564	9 864	86 241	5,8	1,1

SUMMARY

FAIR SQUEEZE-OUT COMPENSATION IN ESTONIA

Marko Aasa

During the years 2000-2012 there have been 25 takeover offers regarding the companies listed on Tallinn stock exchange. One of the most controversial phase in this process is squeeze-out – starting from certain treshold, majority shareholder has right to acquire shares from minority shareholders which have no other choice but to sell their ownership. In this process usually the question arises whether the compensation provided by majority shareholder is fair enough. As listed companies can have hundreds or thousands minority shareholders then problems with squeeze-out compensations have been discussed in publicity. The most recent controversial takeovers include squeeze-outs of AS Norma (2010), AS Eesti Telekom (2009), AS Kalev (2007) and AS Hansapank (2005). Not only public companies can be subject to squeeze-outs – this can happen also to private companies but as these companies are usually smaller and more descreet then not many public issues are related to them

Current bachelor thesis focuses on squeeze-outs in Estonia and fair squeeze-out compensation. The objective of the thesis is to determine which are the main obstacles – that harm interests of minority shareholders – in determining fair squeeze-out compensation. The research tasks are as following:

- To provide an overview on the aspects and methods of valuation of companies;
- To explain the process of squeeze-out and theoretical background of determining fair squeeze-out compensation;
- To evaluate the role of legislation in context of squeeze-outs and determining fair compensation;

- To analyze Estonian practice of squeeze-outs and fair compensation and to determine the aspects which could lead to potential damaging of minority shareholders' interests.

Total of 52 squeeze-outs has been carried out in Estonia during 2002-2010. Most of those companies are private companies – listed companies form a minority share but their public impact has been much stronger. In several cases also the issue of fair squeeze-out compensation has been under fierce discussion.

The results of current thesis imply that very often easier and more formal valuation methods (i.e. stock exchange price, book value, previous purchase prices) are used in Estonian squeeze-outs. However, these may not very well reflect the fundamental value of those companies. Also methods based on discounted cash-flow are used though not very widely and in many cases squeeze-out reports only mention the usage of this method but providing no additional information or financial figures.

The second outcome of this research is that disclosure of information is very inconsistent. Usually it is not possible to control the determination of compensation based on the disclosed information. Therefore it is very difficult for minority shareholders or other interested parties to receive sufficient information in order to assess whether the provided compensation is fair enough and in accordance with fundamental value of the company. Thirdly, size of compensation is largely dependent on majority shareholder. There is not much unbiased assessment in squeeze-out process. External evaluator or controller could provide more objectivity; however, in Estonia the role of external auditor is quite formal.

Finally, many squeeze-outs in Estonia include compensation which is very close to the book value of equity. Therefore company's ability to earn cash-flow is not an important consideration though it should be base of company's fundamental value.

In conclusion, there exist several factors in Estonia which could harm interests of minority shareholders regarding the fair compensation of squeeze-out. More regulative measures are needed in relation to disclosure of information, impartial assessment of company's value and more specific rules regarding the usage of valuation principles.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Marko Aasa (sündinud 02.07.1980)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

ÕIGLANE HÜVITIS AKTSIATE ÜLEVÕTMISTEHINGUTES EESTIS

mille juhendaja on dotsent Priit Sander

- 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.

Tartus, 27.05.2013