

TARTU ÜLIKOOL
SOTSIAALTEADUSTE VALDKOND
ÕIGUSTEADUSKOND
ERAÕIGUSE OSAKOND

Robin Teever

**VÕISTLEVA PAKKUMISE OTSIMINE SIHTEMITENDI JUHTORGANITE
KOHUSTUSENA**

Magistritöö

Juhendaja: Andres Vutt, *dr iur*
Kaasjuhendaja: Piret Jesse, *LL.M.*

Tartu
2017

SISUKORD

SISSEJUHATUS	3
1. ÜLEVÕTMISPAKKUMISTE DIREKTIIVIST TULENEVAD PÕHIKOHUSTUSED	10
1.1 Pakkuja kohustus ülevõtmispakkumise tegemiseks	10
1.2 Pakkuja avalikustamis- ja teavitamiskohustused ülevõtmispakkumise tegemisel	12
1.3 Kaitsemeetmetest hoidumine ning põhikirjaliste piirangute mittekohaldamine ...	14
1.4 Sihtemitendi juhtorganite nõuandekohustus	22
2. VÕISTLEVA PAKKUMISE OTSIMINE KUI SIHTEMITENDI JUHTORGANI KOHUSTUS	25
2.1 Võistleva pakkumise otsimine kehtivas õiguses	25
2.2 Äriühingu juhtorganite hoolsuskohustuse täitmine ülevõtmispakkumiste kontekstis	31
2.3 Revlon Inc. v MacAndrews & Forbes	39
2.4 Paramount Communications Inc. jt v QVC Network Inc.	45
2.5 Võimalused Ameerika Ühendriikide ühinguõiguslikust kohtupraktikast lähtumiseks Euroopas	52
3. VÕISTLEVA PAKKUMISE HINDAMISE KRITEERIUMID JA SIHTEMITENDI JUHTORGANITE KOHUSTUSED NENDE AVALIKUSTAMISE JÄREL	60
3.1 Lähtekohad võistleva pakkumise hindamiseks	60
3.2 Sihtemitendi juhtorganite kohustused võistleva pakkumise avalikustamise järel .	67
KOKKUVÕTE	72
SEARCH FOR A COMPETING BID AS AN OBLIGATION OF THE MANAGEMENT BODIES OF THE TARGET COMPANY. ABSTRACT	77
KASUTATUD MATERJALID	85
Kasutatud kirjandus	85
Kasutatud normatiivallikad	88
Kasutatud kohtulahendid	89
Muu kirjandus	90
KASUTATUD LÜHENDID	93

SISSEJUHATUS

Ülevõtmispakkumine on ettevõtte väärtpaberite omanikele tehtud avalik pakkumine (v.a pakkumise objektiks oleva ettevõtte enda poolt, s.t seega aktsiate tagasiostu korras) sooviga omandada kõik kõnealused väärtpaberid või osa nendest kas kohustuslikult või vabatahtlikult, kusjuures pakkumine tehakse vastavalt siseriiklikule õigusele kas pärast kontrolli omandamist pakkumise objektiks oleva ettevõtte üle või on see pakkumise eesmärgiks. Ülevõtmispakkumiste tegemise korda ning ülevõtmiste protsessiga kaasnevaid õigussuhteid tervikuna reguleerib Euroopa Liidus nn. ülevõtmispakkumiste direktiiv 2004/25/EÜ (edaspidi „ülevõtmispakkumiste direktiiv“).¹

Ülevõtmispakkumiste liiduülese harmoneerimise peamiseks eesmärgiks on vajadus ühtlustada kaitsemeetmeid, mida liikmesriigid erinevate huvitatud osapoolte (nt aktsionäride) kaitseks äriühingutelt nõuavad². Selline eesmärk põhineb Euroopa Ühenduse asutamislepingu³ artikli 44 lõike 2 punktil g, millest nähtub, et eelnimetatud kaitsemeetmete ühtlustamine teenib eeskätt asutamisvabaduse kui Euroopa Liidu (tolleaegse Ühenduse) aluspõhimõtte eesmärki. Lähtuvalt vajadusest tagada asutamisvabaduse toimimine praktikas, nähti seega lisaks rangelt asutamise seotud protsesside harmoneerimisele vajadust ka teiste ühinguõiguslike tehingute ühtlustamise järele. Ülevõtmispakkumiste direktiivi sätted on viidud Eesti õigusesse läbi väärtpaberituru seaduse 19. peatüki sätete⁴.

Erialakirjanduses on levinud seisukoht, mille kohaselt on Euroopa Liidu neljast põhivabadusest just asutamisvabadus see, mille praktiline teostamine on enim jäänud heitlikuks⁵. Olukorras, kus kaupade, teenuste ja isikute vaba liikumise egiidi all on Euroopa Liidu regulatsiooni kogum muutunud aina mahukamaks, andes ilmaalgust lugematutele nõuete ja ettekirjutustele, on asutamisvabadust puudutavate õigusaktide nimistu küllaltki lühike⁶. Euroopa Liidu

¹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ (21.04.2004) ülevõtmispakkumiste kohta. – ELT L 142/12, lk 12-23.

² Ülevõtmispakkumiste direktiivi 1. põhjendus.

³ Euroopa Ühenduse asutamisleping. – ELT C 325, 24.12.2002, lk 33-184.

⁴ Väärtpaberituru seadus. – RT I 2001, 89, 532 ... RT I, 31.12.2016, 30.

⁵ Üks peamisi komistuskive selles osas on tõsiasi, et aluslepingutega tagatud asutamisvabadus ei laiene äriühingu asukoha muutmisele. Selleks tuleb sisuliselt asutada teises liikmesriigis uus äriühing. Vt ka EKo 27.09.1988, C-81/87, *The Queen v Treasury and Commissioners of Inland Revenue*, p. 29. Selle probleemi lahendamiseks kutsuti ellu nn. Euroopa äriühing (*Societas Europaea*), vt selles osas lähemalt: W.-G. Ringe. *The European Company Statute in the Context of Freedom of Establishment*. *Journal of Corporate Law Studies* 2007/7 (185), lk 186-187.

⁶ Tänapäeva seisuga on aktuaalsed 11 direktiivi, mis puudutavad erinevaid ühinguõiguslikke küsimusi. Vt lähemalt: K. Saare jt. *Ühinguõigus I. Kapitaliühingud*. Tallinn: Juura 2015, lk 37-38.

ühinguõiguslike normide rakendamine ja selleks vajalike meetodite valik on jäetud liikmesriikidele, nagu on direktiivide puhul tavaline praktika⁷.

Teaduslikes aruteludes on asutamisvabaduse praktilise takerdumise fenomenile toodud mitmeid põhjendusi. Osaliselt on äriühingute asutamine teatud liikmesriikides endiselt suuresti lokaalne protsess, mis eeldab kohapealset esindatust. See põhjustab paratamatult asutamisprotsesside liiduülese killustumise.⁸ Teisest küljest on leitud, et ühinguõigus on riigi majanduspoliitika arendamisel märgilise tähtsusega, mistõttu on ühtsete regulatsioonide väljatöötamine alati teatud määral tundlik teema, tulenevalt ühinguõiguse märkimisväärsest rollist sotsiaalsete tingimuste kujundamisel⁹. Kolmandaks on endiselt tavapärane, et liikmesriikides on selekteeritud rühm nn korporatiivseid lipulaevu – suure jõudlusega ettevõtjad, millel on suur mõju konkreetse liikmesriigi majandusele. Seetõttu võib liikmesriigil endal olla nimetatud ühingutes märkimisväärne osalus või pakub see asjaolu motivatsiooni hoida ära piiriüleseid regulatsioone, mis võivad liikmesriigi majandusse lisada tundmatuid ja/või soovimatuid muutujaid¹⁰.

Ülevõtmispakkumiste direktiiv ei ole eeltoodud asutamisvabaduse probleemistiku valguses erandiks. Direktiivi väljatöötamine ja jõustumine möödus tuliste vaidluste tähe all, kusjuures selle eellasteks olnud mitmed, hoopis ambitsioonikama mõõtmega, ent siiski ettepanekute tasemele jäänud Euroopa Komisjoni algatused said liikmesriikide esindajatelt sedavõrd tugeva kriitika osaliseks, et direktiivi regulatsioon ning eriti selle imperatiivsuse aste töötati pea täielikult ümber¹¹. Sellegipoolest on ülevõtmispakkumiste direktiiv tänaseks kehtiv ning läbinud ka Euroopa Komisjoni esimese mõjuanalüüsi¹². Samas tuleb toonitada, et ülevõtmispakkumiste direktiivi näol on tegemist õigusaktiga, mille praktilise efektiivsuse osas

⁷ Näiteks sõnastab ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 3 lõige 1 rea põhimõtteid, kusjuures lõige 2 paneb liikmesriikidele kohustuse lõikes 1 nimetatud põhimõtetes sõnastatud miinimumlävendid oma vahenditega ellu viia.

⁸ EKo C-81/87 (viide 5), p. 29.

⁹ J. McCahery. E. Vermeulen. Does the Takeover Bids Directive Need Revision? TILEC Discussion Paper No. 2010-006 (04.02.2010), lk 2-3. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1547861> (10.04.2017).

¹⁰ State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context. Institutional Paper 031. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2016, lk 95.

¹¹ P. Davies jt. The Takeover Directive as a Protectionist Tool? Law Working Paper, No. 141/2010 (17.02.2010), lk 2-3. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1554616> (10.04.2017).

¹² European Commission. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids. Brüssel, 28.06.2012.

puudub konsensus¹³. Seda eeskätt põhjusel, et vaatamata Euroopa Liidus kehtestatud julgele lähenemisele ülevõtmispakkumiste osaliste kohustuste kujundamisel, astuti samavõrra leebemale positsioonile direktiivi imperatiivsuse, sealhulgas eriti sihtemitendi juhtorganitele kehtestatud kohustuste osas¹⁴.

Ülevõtmispakkumiste direktiiv näeb nii sihtemitendi juhtorganitele¹⁵ kui ka pakkujatele ette mitmeid kohustusi. Samas jääb ülevõtmispakkumiste direktiiv napisõnaliseks selle osas, milline roll on võistlevatel ülevõtmispakkumistel (nn *white knights*) selles kontekstis ning kuivõrd on ülevõtmispakkumiste direktiivis ja VPTS-is sätestatud õigus teha üleskutseid võistlevate pakkumiste tegemiseks käsitletav kohustusena. Käesoleva magistritöö eesmärgiks ongi analüüsida, kas võistlevate pakkumiste otsimine on sihtemitendi juhtorganite kohustus ning kui vastus sellele küsimusele on jaatav, siis millistel tingimustel selline kohustus tekib ja millest sihtemitendi juhtorganid lähtuma peaksid. Paralleelselt peab autor oluliseks analüüsida, millistele tingimustele peab otsitav võistlev pakkumine vastama ning kuivõrd on sihtemitendi juhtorganite liikmetel otsingute käigus võimalik aktsiate ostuhinna kõrval arvestada teiste tegurite ja huvigruppidega (nn „*other constituencies/stakeholders*“). Viimaks käsitleb autor sihtemitendi juhtorganite kohustusi võistleva(te) pakkumis(t)e laekumisel. Autor seab oma magistritöö põhiliseks hüpoteesiks, et tulenevalt äriühingu juhtorganite liikmetelt nõutavast hoolsusest, äriühingu huvides tegutsemise ning aktsionäridele väärtuse maksimeerimise kohustustest on kehtivas ülevõtmiste regulatsioonis sätestatud võistlevate pakkumiste otsimine teatud juhtudel käsitletav ka sihtemitendi juhtorgani kohustusena.

Ülevõtmiste arv on Euroopas arvult taas saavutamas taset, milleni see küündis enne 2008. aasta majanduskriisi. 2016. aastal sõlmiti Euroopas 14 273 ühinemis- ja ülevõtmistehingut, kõrgpunktiks olnud 2007. aastal oli selleks 16 776, samuti on nimetatud tehingute sõlmimine hoogustunud ka Ameerika Ühendriikides ja Aasias¹⁶. Eelnimetatud statistika viitab tõsiasjale, et majanduse tugevnedes on uuesti saavutamas hoogu äriühingute ülevõtmised ning seda

¹³ Liikmesriikidele jäetud ulatusliku laveerimisruumi tõttu on seda ka nimetatud märkimisväärseks läbikukkumiseks, vt J. Hill. Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance. University of Sydney Law Working Paper No. 168/2010 (07.11.2010), lk 6.

¹⁴ L. Enriques. European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach. University College Dublin Research Paper No 24/2010, lk 2-3. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1523307> (10.04.2017).

¹⁵ Ülevõtmispakkumiste direktiiv mõistab artikli 9 lõike 6 kohaselt „juhatuse“ all ka kahetasandilise juhtimisstruktuuriga äriühinguid, Eesti puhul seega ka nõukogu. Sellest tulenevalt kasutab autor segaduse vältimise huvides terminit „juhtorganid“ olukordades, kus on vajalik käsitleda nii sihtemitendi juhatust kui ka selle nõukogu.

¹⁶ Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances. Number & Value of M&A Europe/North America/Asia-Pacific. – Arvutivõrgus: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (09.04.2017).

kõikides ärikeskustes. Seetõttu on enam põhjust pöörata tähelepanu ülevõtmistega seonduvale õiguslikule regulatsioonile ning seda ka Eesti kontekstis. Nimelt, statistika kohaselt olid Euroopas 2016. aasta ülevõtmistehingud eelmise kümnendi trendidega arvuliselt võrreldavad, kuigi tehingute väärtus jääb nendele kahekordselt alla.¹⁷ Tehingute rohkus, ent väiksem väärtus viitab sellele, et ülevõtmised ei ole enam rangelt kaubandusgigantide pärusmaa ning need on levimas ka väiksemate ja keskmise suurusega ettevõtjate seas. Seetõttu on ka Eesti kontekstis põhjust pidada ülevõtmiste regulatsiooni asjakohaseks ning aktuaalseks.

Lisaks magistritöö teema aktuaalsuse majanduslikele põhjustele peab autor valikut põhjendatuks ka õiguslikus perspektiivis. Esmalt ei ole võistlevate pakkumise otsimise võimaliku kohustusliku olemuse teemal Eestis teadustöid avaldatud. Samuti, ülevõtmispakkumised on valdkond, mida iseloomustab keskmisest suurem seotus Ameerika Ühendriikide õigussüsteemiga, täpsemalt sealse kohtupraktikaga, kuivõrd ülevõtmiste regulatsioonile pandi seal alus juba 1960ndatel¹⁸ ning tulenevalt tehingute keerukusest on ka regulatsioon ning vastav praktika detailsem. Seetõttu on ka Euroopa ülevõtmiste alane erialakirjandus pööranud suurema kergusega tähelepanu Ameerika Ühendriikide kohtupraktikale, kui see muudes valdkondades ehk võimalik oleks.¹⁹ Sellega seoses on oluline tõsiasi, et teatud tingimustel on Ameerika Ühendriikides võistleva pakkumise otsinguid kujutatud sihtemitendi juhtorganite kohustusena.²⁰

Käesoleva magistritöö põhieesmärgiks on selgitada välja, mis on võistlev pakkumine ning millistel juhtudel on sihtemitendi juhtorganid kohustatud võistlevaid pakkumisi otsima. Probleem seisneb selles, et Euroopa Liidu ülevõtmispakkumiste regulatsioon tugineb sihtemitendi juhtorganite neutraalsuskohustusele, millega sihtemitendi juhtorganite tegutsemisvõimalused on oluliselt kitsendatud, eeskätt ei tohi nad omavoliliselt kasutada meetmeid, mis võiksid ülevõtmispakkumise nurjata.²¹ Neutraalsuskohustusega on Euroopa Liidu asjaomane regulatsioon iseenesest sarnane rikkaliku ülevõtmispraktikaga Ameerika

¹⁷ Samas.

¹⁸ Ameerika Ühendriikides on ülevõtmiste seadusel põhinev allikas 1934. aastast pärinev Securities Exchange Act (SEA), mille ülevõtmisi puudutav regulatsioon lisandus 1968. aastal (nn. Williams Act). – General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934. Electronic Code of Federal Regulations. – Arvutivõrgus: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114e_62 (10.04.2017).

¹⁹ K.J. Hopt. Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis. Columbia Journal of European Law 2014/20.2, lk 24. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2540512> (25.04.2017).

²⁰ Põhimõtteliselt on leitud, et teatud juhtudel on sihtemitendi juhtorganitel kohustus viia läbi oksjon kõrgeima ostuhinna leidmiseks, vt ka: Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Delaware 1986), p. 184. – Arvutivõrgus: <https://h2o.law.harvard.edu/cases/2967> (26.04.2017).

²¹ P. Davies jt (viide 11), lk 3-4.

Ühendriikidega, kus sihtemitendi aktsionärid peaksid saama takistamatult langetada otsuseid ülevõtmispakkumiste kohta²². Ülevõtmisi nurjavate meetmete rakendamine vaenulike ülevõtmiste puhul on aga Ameerika Ühendriikides tavaline, kui mitte kohustuslik nähtus²³. Seetõttu, kuna Eestis ja Euroopas on sihtemitendi juhtorganid oluliselt väiksema tegutsemisvabadusega, on seda olulisem, et võistlevat pakkumist ei käsitleta VPTS § 171 lõike 3 kohaselt volitust eeldava kaitsemeetmena. Seda olulisem on analüüsida, millistel tingimustel seda õigust kasutada võib ning kas üldise neutraalseks jäämise kohustuse valguses on sihtemitendi juhtorganitel teatud juhtudel aktiivne kohustus võistlevaid pakkumisi otsida.

Lisaks nimetatud uurimisküsimusele on teiseks uurimisküsimuseks, millistest teguritest saavad sihtemitendi juhtorganid võistlevaid pakkumisi otsides lähtuda. Nimelt, Euroopa Liidu regulatsioon pöörab lisaks aktsionäride huvidele aina suuremat tähelepanu ülevõtmiste ja ettevõtjate laiemale tegevuse mõjudele kõrvalistele huvigruppidele.²⁴ Sellised paralleelsed kaalutlused saab koondada üldmõiste „ettevõtte sotsiaalne vastutus“ (*corporate social responsibility*) alla, millest lähtub ka ülevõtmispakkumiste direktiiv nii ülevõtmispakkumisprospektis (artikkel 6 lõige 3 punkt i) kui ka nõukogu avaldatavas arvamuses (artikkel 9 lõige 5). Seetõttu on oluline anda hinnang sellele, millist rolli saavad sellised teised huvigrupid mängida võistlevate pakkumiste otsimisel, s.t kas sihtemitendi juhtorganid võivad lisaks paremale aktsiate ostuhinnale lähtuda ka muudest kriteeriumitest.

Autor tugineb võistlevate pakkumiste instituuti analüüsides Eesti ja Euroopa Liidu õigusaktidele, samuti Euroopa Komisjoni rakendusaruannetele. Tulenevalt ülevõtmisi puudutava kohtupraktika rohkusest ning tõusetunud probleemide spetsiifilisusest, on märgatav osakaal ka Ameerika Ühendriikide kohtupraktikal. Selline rõhuasetus on põhjendatud: Ameerika Ühendriikide kohtupraktikas terviklikumalt väljaarendatud põhimõtted on olulised ning kasulikud, sisustamaks konkreetsemalt ning ettevõtjatele ja õiguspraktikutele äratuntavamalt, millest tuleb võistlevaid pakkumisi otsides lähtuda, millest hoiduda ning millele suurem tähtsus omistada. Samuti, Euroopa Liidu ülevõtmisi puudutav regulatsioon on küllaltki uus, kuivõrd ülevõtmispakkumiste direktiiv pärineb alles 2004. aastast. Samuti

²² Aktsionäride põhilist otsustusõigust ja juhatuse nõuandvat/neutraalset rolli iseloomustab SEA § 240.14e-2, mille kohaselt peab sihtemitendi juhatus teavitama 10 tööpäeva jooksul ülevõtmispakkumise avalikustamisest, kas ta soovib aktsionäridel pakkumise vastu võtta, sellest keelduda või jääb ta neutraalseks.

²³ G. Ferrarini. G. Miller. A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. New York University Law and Economics Working Papers, No 197, 01.10.2009, lk 10-13.

²⁴ A.G. Scherer. Globalization and Corporate Social Responsibility. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. New York: Oxford University Press, 2008, lk 10. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=989565> (25.04.2017).

mõjutab selle efektiivsust tõsiasi, et ülevõtmispakkumiste direktiivi juured peituvad Euroopa Komisjoni ja liikmesriikide vahelistes põhimõttelistes lahkarvamustes ülevõtmiste olemuse ja soovitatavate arengujoonte suhtes, mis paratamatult peegeldub ka liikmesriikidele jäetud ulatuslikus diskretsiooniõiguses direktiivi sätete kohaldamise osas.²⁵ Eeltoodu tõttu on ülevõtmiste regulatsiooni ühtlustamine ja elluviimine Euroopa Liidus mõneti vaevaline. Regulatsiooni olemuslikes komponentides puudub Euroopas ammendav selgus, millele aitab märkimisväärses osas kaasa piiratud harmoniseerituse aste²⁶. Seetõttu peab autor otstarbekaks ammutada magistritöö hüpoteesi põhistamiseks vajalikku teavet ka Ameerika Ühendriikide kohtupraktikast. Magistritöö kulminatsioonina soovib autor anda sisu Eesti äriühingute juhtorganite liikmete kohustustele ülevõtmispakkumistes, täpsemalt võistlevate pakkumiste otsinguil.

Käesoleva magistritöö esimene peatükk on pühendatud Eesti vastavate sätete aluseks oleva Euroopa Liidu ülevõtmispakkumiste regulatsiooni üldise raamistiku kirjeldamisele. Tulenevalt asjaolust, et käesoleva magistritöö temaatika käsitleb kitsalt võistlevaid pakkumisi, on autori hinnangul esmalt vajalik anda ülevaade ülevõtmispakkumiste regulatsioonist tulenevatest põhilistest kohustustest ja põhimõtetest. Kehtiva regulatsiooni efektiivne kirjeldus aitab paremini sisustada edasist õigusteoreetilist ja -poliitilist diskussiooni selle regulatsiooni ühe osa ehk võistlevate pakkumiste otsimise osas.

Magistritöö teine peatükk on pühendatud võistleva pakkumise instituudi analüüsimisele kehtivas õiguskorras, s.t Eesti ning Euroopa Liidu õiguses. Tulenevalt käesoleva magistritöö aluseks olevast hüpoteesist – et võistleva pakkumise otsimine võib teatud juhtudel olla käsitletav sihtemitendi juhtorgani kohustusena, on vajalik analüüsida, millistest komponentidest koosneb Eestis äriühingu juhtorganite liikmete tegevuse aluseks olev hoolsuskohustus ning kuivõrd on selle alla mahutatav võistleva pakkumise otsimine. Magistritöö järgnevad alapeatükid on pühendatud Ameerika Ühendriikide kohtupraktikas ülevõtmispakkumiste valdkonnas määravat tähtsust (ja seetõttu ka Euroopa erialakirjanduses äramärkimist väärinud) kohtulahendite analüüsile ning Ameerika ja Euroopa äriühingute juhtimiskultuuride omavahelistele ühistele nimetajatele.

²⁵ P. Davies jt (viide 11), lk 3.

²⁶ E. Wymeersch. The Takeover Bid Directive, Light and Darkness. Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01 (January 2008), lk 6. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1086987> (25.04.2017).

Magistritöö kolmas peatükk keskendub sihtemitendi juhtorganite tegevuse parameetritele olukorras, kus toimub võistleva pakkumise otsimine kui kohustuse täitmine. Täpsemalt peab autor vajalikuks anda võimalikele sihtemitendi juhtorganite liikmetele kasulikke juhiseid Euroopa ja Ameerika Ühendriikide relevantse praktika põhjal lubatavate, soovituslike ja keelatud lähtumisjuhiste osas ehk millistele tingimustele peavad otsitavad võistlevad pakkumised vastama. Samuti analüüsitakse seda, kuidas peavad sihtemitendi juhtorganid kohtlema laekunud võistlevate pakkumiste tegijaid ning millistest võimalikest piirangutest nad seejuures kammitsetud on.

Tulenevalt asjaolust, et käesoleva magistritöö uurimisesemeks on ülevõtmispakkumiste regulatsiooni kitsaks elemendiks olev võistlevate pakkumise instituut, lähtub autor seda ümbritseva regulatiivse raamistiku analüüsimisel deduktiivsest uurimismeetodist, kuivõrd üldised ülevõtmispakkumiste regulatsiooni põhitõed aitavad teha järeldusi ka võistlevate pakkumiste osas. Samuti on autor kasutanud grammatilisi, teleoloogilisi, süsteemseid ja võrdlevaid uurimismeetodeid. Esimesed kaks uurimismeetodit leiavad enim kasutust Eesti ja Euroopa Liidu õigusaktide sõnastuse ja tagamõtete analüüsimisel. Ülejäänud kaks aga võistlevate pakkumiste olemuse analüüsimisel ning selle olemuse võrdlemisel Eestis, Euroopas ja Ameerika Ühendriikides.

Märksõnad: ühinguõigus, väärtpaberituruõigus, ülevõtmispakkumised.

1.1 Pakkuja kohustus ülevõtmispakkumise tegemiseks

Nagu nähtub ülevõtmispakkumiste direktiivi teisest põhjendusest, on direktiivi regulatsiooni peamine rõhk asetatud sihtemitendi aktsionäride kaitsele. Direktiivi artikli 3 lõike 1 punkti a kohaselt tuleb sihtemitendi sama liiki aktsiate omanikke kohelda võrdselt, sama põhimõtte on konkreetselt pakkuja suhtes sõnastanud VPTS § 170 lõige 1. Võrdse kohtlemise põhimõtet sisustab kõige ulatuslikumalt direktiivi artikkel 5, mis sätestab vähemusaktsionäride kaitse ja õiglase hinna tagamise kohustuse. Tegemist on väikeaktsionäride õiguste esiplaanile seadmisega, millega Euroopa Liidu õigus on sihilikult eristunud teiste riikide (nt Ameerika Ühendriikide²⁷) ülevõtmiste regulatsioonist²⁸. Olukorras, kus ülevõtmispakkumise tegija (pakkuja) on sisuliselt omandanud kontrolli sihtemitendi üle, on ilmselge, et puhtmajanduslikest kaalutlustest lähtuvalt on pakkuja huvi n-ö järelejäänud aktsiate suhtes oluliselt väiksem. See peegelduks paratamatult väikeaktsionäridele nende aktsiate eest makstavast madalamas hinnas.

Ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 5 eesmärgiks on ulatada väikeaktsionäridele päästerõngas olukorras, kus pakkuja on teinud proportsionaalselt suuremaid kulutusi (*control premium*²⁹) sihtemitendis kontrolliva osaluse omandamiseks ning võib olla huvitatud väikeaktsionäride suhtes diskrimineeriva ostuhinna kehtestamisest. Artikli 5 lõike 1 kohaselt juhul, kui nimetatud kontrolliv osalus on omandatud, on pakkujal kohustus teha järelejäänud väikeaktsionäridele pakkumine nende aktsiate ostmiseks õiglase hinnaga. Kontrolliva osaluse täpse suuruse sätestamine on direktiivi artikli 5 lõike 3 alusel jäetud liikmesriikide otsustada. VPTS § 166 lõike 1 mõttes on Eestis selliseks lävendiks määratud sihtemitendis valitseva mõju saavutamine pakkuja poolt. Valitsev mõju tähendab koosmõjus VPTS § 167 lõike 1 ja § 10

²⁷ Ameerika Ühendriikide ülevõtmiste regulatsioon ei tähtsusta väikeaktsionäride õiguste kaitset eesmärgina iseendas. Esmajoones asetatakse rõhk sihtemitendi juhatuse õigusele hinnata, kas pakutav tehing on äriühingu kui terviku huvides ning seejärel suunata aktsionäre oma valikut langetama. Selline hindamisõigus on oluliselt piiratud kohtupraktikas sisustatud juhatuse liikme kohustustega, millele pöörab olulist tähelepanu ka käesoleva magistritöö teine peatükk.

²⁸ Kuigi Euroopa Liidu seadusandja omistab aktsionäride võrdse kohtlemise põhimõttele nii ülevõtmispakkumiste kontekstis kui ka väärtipaberitega kauplemisel tervikuna väga olulise tähtsuse, ei ole väikeaktsionäride võrdne kohtlemine ja neile õiglase hinna kindlustamine Euroopa Kohtu hinnangul siiski sedavõrd üldised ja ühtsed põhimõtted, et neid pidada Euroopa Liidu õiguse üldpõhimõteteks. Vt EKO C-101/08, 15.10.2009, *Audiolux SA e.a. v Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) jt*, p. 50.

²⁹ Eesti keeles võiks *control premium* defineerida kui summat, mille võrra on investor nõus maksuma ettevõtjate aktsiate eest üle nende turuväärtuse või muu põhiväärtuse, et omandada selle ettevõtja üle kontrolli võimaldav osalus.

lõike 4 punktide 1-3 mõttes ühte järgmistest olukordadest: 1) isik omab äriühingus enamikku aktsiatega esindatud häälest; 2) isik, olles äriühingu aktsionär, omab õigust nimetada või kutsuda tagasi selle äriühingu nõukogu või juhatuse liikmete enamikku; 3) isik kontrollib äriühingu aktsionärina üksinda enamikku äriühingu häälest, tulenevalt aktsionäride kokkuleppesest.

Ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 5 lõike 4 kohaselt on õiglaseks hinnaks kõrgeim hind, mida pakkuja ja temaga kooskõlas tegutsevad isikud on teiste sihtemitendi aktsiate eest tasunud 12 kuu jooksul enne väikeaktsionäridele pakkumise tegemist. Eestis on õiglase hinna määramisel abiks rahandusministri määruse „Ülevõtmispakkumisreeglid“³⁰ (edaspidi „Reeglid“) § 2 lõikes 2 nimetatud spetsiifilised kriteeriumid. VPTS § 166 lõike 1 kohaselt tuleb õiglast hinda pakkuv kohustuslik ülevõtmispakkumine teha 20 päeva jooksul alates valitseva mõju omandamisest.

Nii ülevõtmispakkumiste direktiiv kui ka VPTS sätestavad teatud olukorrad, kus eelnimetatud ülevõtmispakkumise tegemise kohustus ei kehti. Direktiivi artikli 5 lõige 2 sätestab sellise juhtumina põhiliselt olukorra, kus algusest peale on kõigile aktsionäridele tehtud vabatahtlik ülevõtmispakkumine ning seeläbi on omandatud kontroll (valitsev mõju) – järelikult on teatud aktsionärid juba otsustanud ülevõtmispakkumist mitte aktsepteerida. VPTS sätestab §-s 173 põhjalikuma erandjuhtumite loetelu – selle sättega välistatakse ülevõtmispakkumise tegemise kohustus peaaegselt olukordades, kus valitseva mõju saavutamine on n-ö kaasnev ja soovimatu mõju (nt aktsiakapitali vähendamise, ühinemise, jagunemise, ümberkujundamise, saneerimise, tervendamise, pärimise, kinkimise jmt tulemusel). Oluline on märkida, et isik ei saa erandolukorrale iseseisvalt tugineda – see eeldab Finantsinspeksioonile kirjaliku avalduse esitamist ja Finantsinspeksiooni otsust vastava erandi tegemise kohta.

Ülevõtmispakkumiste direktiiv ei näe ette konkreetseid sanktsioone kohustusliku ülevõtmispakkumise reegli rikkumise eest, nõudes üksnes artiklis 17, et direktiivi sätete rikkumise eest ette nähtud siseriiklikud sanktsioonid oleksid tõhusad, proportsionaalsed ja hoiatavad. VPTS 182 lõike 1 alusel ei saa isik kuni rikkumise lõppemiseni teostada sihtemitendis hääleõigust ning hääli ei arvata sihtemitendi üldkoosoleku kvoorumisse. Samuti on asjakohane VPTS § 176 lõige 1, mis annab aktsionärile kahju hüvitamise nõudeõiguse. Kuna

³⁰ Rahandusministri 28. mai 2002 määrus nr 71 „Ülevõtmispakkumisreeglid“. – RTL 2002, 65, 990 ... RTL 2008, 11, 137.

kohustusliku ülevõtmispakkumise regulatsiooni üheks eesmärgiks on sama liiki aktsionäride võrdne kohtlemine, mahub selle kohustuse rikkumine ka VPTS § 237²⁵ koosseisu alla, mille alusel on rikkumine karistatav väärteona.

Seega kehtestab ülevõtmispakkumiste direktiivi artikkel 5 pakkujale väga laiaulatusliku kohustuse. Sisuliselt võib pakkuja valitseva mõju omandamisel olla silmitsi suuremate kulutustega, kui tema algsed plaanid ette võisid näha. Seetõttu on tavaline, et pakkujad peavad aegsasti arvestama kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise perspektiiviga. Tulenevalt asjaolust, et VPTS § 170 lõige 3 paneb pakkujale kohustuse teha ülevõtmispakkumine üksnes selleks küllaldaste finantsvahendite ja võimaluste olemasolul, on kohustusliku ülevõtmispakkumisega arvestamine sisuliselt pakkuja kohustus. Sellist pakkuja vaba eneseteostuse ja ettevõtlusvabaduse riivet põhjendatakse Euroopa Liidu õiguses sihtemitendi aktsionäride huvide kaitsega³¹. Ka erialakirjanduses on leitud, et ilma kitsendava regulatsioonita võib kontrolliva osaluse omandanud pakkuja tunda suuremat huvi asetada aktsionäre ebavõrdsesse olukorda, mis väärrib Euroopa Liidus suuremat taunimist kui kohustuslike ülevõtmispakkumiste võimalik üldine tehingu sõlmimist heidutav mõju³². Käesoleva magistr töö eesmärgiks ei ole aga hinnata Euroopa Liidu seadusandja otsuste põhjendatust selles küsimuses, mistõttu autor sellel pikemalt ei peatu.

1.2 Pakkuja avalikustamis- ja teavitamiskohustused ülevõtmispakkumise tegemisel

Teiseks oluliseks kohustuseks, mille ülevõtmispakkumiste direktiiv pakkujatele kehtestab, on sihtemitendi aktsionäride teavitamise kohustus. Vastavalt direktiivi artikli 6 lõikele 2 on pakkujad kohustatud aegsasti koostama ja avalikustama pakkumisdokumendi, mis sisaldaks sihtemitendi aktsionäridele pakkumise suhtes otsuse tegemiseks vajalikku teavet. VPTS § 170 lõige 2 täpsustab seda kohustust, nõudes pakkujalt, et ülevõtmispakkumise informeeritud kaalumiseks antaks olulist, õiget, täpset, täielikku ja ühesugust teavet. Liikmesriikidele on jäetud otsustusõigus dokumendi koostamise ja avalikustamise täpse korra kehtestamise osas, ent selline pakkumisdokument peab vähemalt sisaldama direktiivi artikli 6 lõikes 3 nimetatud andmeid. Sisuliselt nõutakse pakkujalt, et sihtemitendi aktsionäre teavitataks pakkumise tingimustest, sh kes pakkumise teeb, kes on pakkujaga kooskõlas tegutsevad isikud, milliste

³¹ T. Papadopoulos. The Mandatory Provisions of the EU Takeover Directive and their Deficiencies. Law and Financial Markets Review, 2007/6 (1), lk 528.

³² J.L. Hansen. The Directive on Takeover Bids: Unwanted Harmonisation of Corporate Governance. Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-18, lk 30-32. – H. Birkmose jt. The European Financial Market in Transition. Kluwer Law International, 2011. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1869891> (23.04.2017).

väärtpaberite liigi ja hulga osas pakkumine tehakse, kuidas pakkumist finantseeritakse, mis on pakkumise vastuvõtmiseks antav aeg (direktiivi artikli 7 kohaselt vahemikus 2-10 nädalat pakkumisdokumendi avalikustamisest) ning millised on pakkumise tegija kavatsused sihtemitendi osas.

Ülevõtmispakkumise tegemiseks peab tuleb see VPTS § 175 lõike 1 alusel eelnevalt kooskõlastada Finantsinspeksiooniga, mis on VPTS § 169 lõike 1 ja § 8 alusel siseriiklikuks järelevalveorganiks ülevõtmispakkumiste tegemisel. Ülevõtmispakkumise kooskõlastamise täpsem kord on sätestatud Reeglites. Finantsinspeksioon otsustab VPTS § 175 lõike 3 alusel ülevõtmispakkumise kooskõlastamise (ehk õigusaktide nõuetele vastavuse) 15 päeva jooksul pakkuja kirjaliku avalduse saamisest arvates. Kooskõlastamise aluseks on Reeglite § 8 lõike 1 alusel Finantsinspeksiooni hinnang Reeglite §-s 16 nimetatud prospekti komponentidele, seejuures on Finantsinspeksioonil õigus Reeglite § 8 lõike 3 alusel nõuda pakkujalt esitatud teabe täpsustamist ja täiendavate andmete esitamist. Finantsinspeksioon jätab Reeglite § 8 lõike 6 alusel ülevõtmispakkumise kooskõlastamata, kui ülevõtmispakkumine on vastuolus õigusaktiga. Reeglite § 11 lõikest 1 ning § 13 lõikest 2 nähtub seejuures, et Finantsinspeksioon omistab erilise tähtsuse hinnangule, kas pakkuja on tegelikult suuteline ostuhinda tasuma.

Kui vastav kooskõlastus on antud, on pakkujal Reeglite § 9 lõike 4 ja § 13 lõigete 1 ja 5 alusel kohustus viivitamatult, ent hiljemalt Finantsinspeksiooni määratud tähtpäevaks avaldada ülevõtmispakkumise teade ja prospekt (direktiivi mõistes ülevõtmispakkumise dokument). Ülevõtmispakkumise teade tuleb avalikustada turu veebilehe kaudu, kus on sihtemitendi aktsiad noteeritud või kaubeldavad (Reeglite § 11 lõige 1) ning vähemalt ühes üleriigilise levikuga päevalehes (Reeglite § 13 lõige 2). Ülevõtmispakkumisprospekt tuleb Reeglite § 13 lõike 5 alusel avaldada pakkuja veebilehel või muus Finantsinspeksiooniga kokkulepitud elektroonilises allikas, samuti turu veebilehel, kus on sihtemitendi aktsiad noteeritud või kaubeldavad ning edastada börsikorraldajale. Nimetatud prospektist saab seega allikas, millest peavad sihtemitendi aktsionärid ammutama otsuse langetamiseks vajalikku teavet.

Sisuliselt on ülevõtmispakkumise prospekti koostamise kohustus sarnane analoogsete prospektipõhiste avalikustamiskohustustega, mis kehtivad väärtpaberite avaliku pakkumise korral³³. Seetõttu saab ka väita, et probleemid, mida on õiguskirjanduses prospektidega seoses

³³ Väärtpaberite avaliku pakkumise korral tuleb samuti avaldada prospekt ning seda VPTS § 14¹ nimetatud tingimustel. Prospekti idee on anda investorile kogu vajalik teave, et oskuslikult hinnata emitendi varasid ja kohustusi, finantsseisundit, kasumit ja kahjumit, tulevikuväljavaateid ning pakutavate väärtpaberitega kaasnevaid

väljendatud, laienevad ka ülevõtmispakkumise prospektidele. Eeskätt peab autor siinkohal silmas prospektide keerukust ja siduvust – ühelt poolt on pakkujad kohustatud koostama väga mahuka dokumendi³⁴, mille iga elemendi osas tuleb veenduda selle õigsuses. Kui teave osutub ebaõigeks, võib sellega näiteks kaasneda kahju hüvitamise kohustus (VPTS § 176 lg 2). Teiselt poolt on prospektid praktikas mahukad (tõsi, ülevõtmispakkumisprospektide mahukus jääb mõnevõrra alla traditsioonilistele väärtpaberite avaliku pakkumise prospektidele) ja raskesti sõnastatud, muutes kaheldavaks, kas sihtemitendi aktsionärid, kelle huvides need avaldatakse, nendest ka tegelikult aru saavad³⁵.

See on autori hinnangul käesoleva magistritöö kontekstis eriti oluline aspekt. Nimelt, nagu käsitletud alljärgnevalt, on sihtemitendi juhtorganid ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõigete 2 ja 5 mõttes ülevõtmispakkumiste perioodil võrdlemisi staatilises rollis, säilitades peaaesjalikult aktsionäride suhtes nõuandva positsiooni. Olukorras, kus sihtemitendi aktsionärid ei pruugi eriteadmisteta mõista pakkumise üksikasju või nendega kursis olla, on erialakirjanduses leitud, et sihtemitendi juhtorganite roll on pakkumisele hinnangu andmisel ning ka võistlevate pakkumiste otsimisel veelgi olulisem³⁶. Kokkuvõtlikult, aktsionäride passiivsus põhjustab suurema vajaduse juhtorganite aktiivsuse järele.

1.3 Kaitsemeetmetest hoidumine ning põhikirjaliste piirangute mittekohaldamine

Ülevõtmispakkumisi saab klassikalises mõttes jagada n-ö tavalisteks ja vaenulikeks ülevõtmisteks (*hostile takeover*). Piir tavalise ja vaenuliku ülevõtmise vahel sõltub tavaliselt sellest, milline on koostöö ülevõtmispakkumise tegija ja sihtemitendi juhtorganite vahel. Vaenulike ülevõtmiste korral töötavad sihtemitendi juhtorganid ühel või teisel põhjuse aktiivselt pakuja vastu eesmärgiga ülevõtmispakkumine nurjata. Pakkuja on vaenuliku ülevõtmispakkumise korral seetõttu huvitatud sihtemitendi juhtorganite kõrvaletõrjumisest ning otse sihtemitendi aktsionäridele imponeerimisest³⁷.

õigusi. Analoogselt peab sihtemitendi aktsionär kui ülevõtmispakkumisprospekti adressaat suutma selgusele jõuda ülevõtmispakkumise tingimustes, et langetada oskuslik valik selle aktsepteerimise või tagasilükkamise osas.

³⁴ Euroopa Komisjon on 2015. aastal avalike väärtpaberite pakkumisel nõutavate prospektide osas märkinud, et nende koostamine on kallis, keeruline ja aeganõudev protsess, mis võib kujutada endast turutõket vähem jõudlikumatele ettevõtetele. Vt lähemalt: Commission Staff Working Document. Impact Assessment accompanying the Document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading. 30.11.2015, p 3.2.1.

³⁵ Samas, p. 5.

³⁶ K.J. Hopt (viide 19), lk 17-18.

³⁷ G.W. Schwert. Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? The Journal of Finance 2000/55 (6), lk 2600.

Ülevõtmispakkumiste raames kasutatavad kaitsemeetmed on kõige laiemat kasutust leidnud Ameerika Ühendriikides, kus need on lubatud, kui need on äriühingute juhatuste otsustusvabaduse (*business judgement rule*) valguses mõistlikud³⁸. Seetõttu on enamlevinud kaitsemeetmed valdkonna asjatundjatele äratuntavad ka nende ingliskeelsete nimetuste tõttu. Kaitsemeetmed on suuresti jaotatavad selle põhjal, mis ajahetkel neid rakendatakse. Kõige tavalisemateks tehingueelseteks kaitsemeetmeteks on näiteks nn. „kuldne langevari“ (*golden parachute*), mille tulemusena on sihtemitendi juhtorganite liikmed õigustatud käsundussuhte või käsundilaadse suhte lõppemisel saada ulatuslikku lahkumishüvitist, erinevat liiki aktsiate ringlusse laskmine³⁹ ning ajatatud juhatus⁴⁰. Ülevõtmispakkumise järgseid kaitsemeetmeid tuntakse reeglina nn. „mürgitableti“ (*poison pill*) nime all. Kõige levinum mürgitablett hõlmab aktsionäride hääleõiguse kokkuleppe alusel olemasolevate aktsionäride õigust osta suure allahindlusega täiendavaid aktsiaid⁴¹. Selline õigus muutub teostatavaks reeglina juhul, kui pakkuja omandab teatud arvu (nt 20%) aktsiaid⁴². Lisaks võib juhatus ülevõtmise avalikustamisel omandada, võõrandada⁴³ või pantida vara ulatuses, mis muudab sihtemitendi ebaatraktiivseks, samuti võivad sihtemitendi võtmetöötajad ähvardada pakkujat enda lahkumisega eduka ülevõtmise korral (nn. *people pill*)⁴⁴.

Ülevõtmispakkumiste direktiiviga on Euroopa Liidu seadusandja otsustanud eristuda näiteks Ameerika Ühendriikide regulatsioonist ning oluliselt kärpida sihtemitendi juhtorganite rolli ülevõtmispakkumiste kontekstis. Ülevõtmiste traditsioonilises praktikas on just sihtemitendi

³⁸ G. Subramanian. Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses. Yale Law Journal 2003/113 (3), lk 626.

³⁹ Näiteks on äriühingul A ja B klassi aktsiad. A klassi aktsiaid võib olla kvantitatiivselt vähem, ent nendega kaasneb suurem hääle arv üldkoosolekul. B klassi aktsiad on seevastu avatud avalikule kauplemisele, ent nendega kaasneb vähem hääli üldkoosolekul, välistades seeläbi võimaluse, et potentsiaalne ülevõtja omandab suure otsustusõiguse.

⁴⁰ Ajatatud juhatuse puhul (*staggered board*) koosneb juhatus küll mitmest liikmest, ent nende ametiaegade jaotus on erinev. Näiteks, osad juhatuse liikmed kuuluvad tagasivalimisele igal aastal, samas kui teiste juhatuse liikmete ametiaeg kestab 3 või 5 aastat. Kui põhikirjas on veel piiranguid juhatuse liikmete tagasikutsumiseks vajalikule hääleteenamusele, tähendab see, et ülevõtmispakkumise tegija peab suutma mitme aasta vältel vastumeelseid juhatuse liikmeid tagasi kutsuda. See praktika on väga levinud USA äriühingutes, vt selles osas lisaks: T. Bates jt. Board Classification and Managerial Retrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control. HKUST Business School Research Paper No. 07-05, 2007/9. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=923408>. Eesti puhul tuleb meeles pidada, et vastavalt ÄS § 309 lõikele 1 valib juhatuse liikmed (ja kutsub nad tagasi) nõukogu. Seevastu on ajatatud juhatuse põhimõtte laiendatav nõukogu liikmete valimise korrale, kuna ÄS § 319 lõike 1 alusel valitakse nõukogu liikmed üldkoosolekul ning lõike 2 alusel võib maksimaalselt poolte nõukogu liikmete jaoks näha põhikirjaga ette erineva valimise ja tagasikutsumise korra.

⁴¹ J. Hill (viide 13), lk 3.

⁴² G. Barboutis. Takeover Defence Tactics: Part 2 – Specific Defensive Devices. – Company Lawyer 1999/20 (2), lk 8.

⁴³ Konkreetse ettevõtja jaoks eriti oluliste ja pakkuja erilise huvi objektiks olevate varaesemete võõrandamist nimetatakse nn. kroonijuveelide kaitseks (*crown-jewels defence*). Vt ka: A. Chapin. Takeover Defenses in the United States. International Business Law Journal 1988/3, lk 4.

⁴⁴ N. Barik. Takeover Defenses and Corporate Governance. KIIT School of Law, 15.04.2012, lk 34. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2039844> (23.04.2017).

juhtorganid selleks instantsiks, millest lõppastmes oleneb, kas ülevõtmine kujuneb vaenulikuks (*hostile takeover*) või mitte⁴⁵. Euroopa Liidu ülevõtmiste regulatsioon on sellise otsustusvabaduse sihtemitendi juhtorganitelt eemaldanud ning omistanud selgelt suurema tähtsuse aktsionäride valikuvabadusele. Sellist teadlikku valikut nimetatakse erialakirjanduses neutraalsuspõhimõtteks⁴⁶. Neutraalsuspõhimõtte kohaselt peavad sihtemitendi juhtorganid n-ö astuma sammu tagasi ning võimaldama sihtemitendi aktsionäridel ülevõtmispakkumise vaba kaalumist, takistamata seda erinevate meetmetega, mille sihiks on pakkumise nurjamine⁴⁷. Neutraalsuspõhimõtte aktiivse kohaldamisega eksisteerib Euroopa Liidu õiguses selge erisus näiteks Ameerika Ühendriikides levinud juhatuse autonoomsuse (*business judgement rule*) põhimõttest⁴⁸.

Sellise valiku kõige värvikamaks väljenduseks on VPTS § 171 lõige 3 ja vastavalt ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõige 2, mille kohaselt eeldab sihtemitendi juhtorganite poolt ülevõtmispakkumist nurjata võiva meetme rakendamine aktsionäride üldkoosoleku vastavat volitust. Volituse saamine on kohustuslik vähemalt pakkumise avalikustamisest kuni pakkumise tulemuse avalikustamise või pakkumise äralangemiseni. Seega juhul, kui sihtemitent ei ole enne pakkumist arvestanud ülevõtmise võimalusega, on ülevõtmise ärahoidmist võimaldavate meetmete vastuvõtmine ülevõtmise perioodil oluliselt raskendatud. Direktiivi artikli 9 lõike 3 kohaselt on sihtemitendi üldkoosoleku volitus lisaks n-ö uutele kaitsemeetmetele vajalik ka olemasolevate kaitsemeetmete kasutamiseks, mis on täielikult või osaliselt ellu viimata ning mille kasutamine jääks väljapoole sihtemitendi tavalist äritegevust.

Seega on sihtemitendi juhtorganite võimalused iseseisvalt otsustada ülevõtmispakkumise aktsepteerimise või nurjamise osas väga piiratud. Üldkoosoleku volituse kindlustamine ei ole iseenesest võimatu ülesanne, eriti, kuna direktiivi artikkel 9 lõige 4 võimaldab liikmesriikidel sätestada selliste erakorraliste üldkoosolekute kokkukutsumiseks lühema tähtaja, mis igal juhul ei tohi olla lühem kui 2 nädalat koosoleku kokkukutsumise teate edastamisest. VPTS ei sisalda erinorme sihtemitendi üldkoosoleku kokkukutsumise korra suhtes, mistõttu reguleerib selliseid

⁴⁵ M. Martynova, L. Renneboog. Mergers and Acquisitions in Europe. ECGI – Finance Working Paper No. 114/2006, January 2006, lk 13. – Arvutivõrgus: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.880379> (23.04.2017).

⁴⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002, lk 3. – Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf (23.04.2017).

⁴⁷ P. Jesse. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? – Juridica 2010, nr 3, lk. 200.

⁴⁸ C. Gerner-Beuerle jt. Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation. LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2011, lk 6. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1799291> (24.04.2017).

küsimusi jätkuvalt äriseadustik (ÄS)⁴⁹. Selliste üldkoosolekute näol on eeldatavasti tegemist erakorraliste üldkoosolekutega ÄS § 292 tähenduses, mille kokkukutsumisel peab juhatus ilmselt tuginema aktsiaseltsi huvidele ÄS § 292 lõike 1 punkti 4 tähenduses.

Siinkohal tuleb märkida, et Eesti õigus ei ole sihtemitendi juhatusel võimaldanud direktiiviga lubatud lühimat üldkoosoleku kokkukutsumise perioodi (2 nädalat). Kuna ülevõtmiste regulatsioon puudutab turul avalikult kaubeldavate aktsiatega aktsiaseltse (VPTS § 164 lõige 1), on tegemist börsiaktiaseltsidega ÄS § 290¹ lõike 1 esimese lauseosa tähenduses. Börsiaktiaseltsi erakorralisest üldkoosolekust tuleb ÄS § 294 lõike 3 kolmanda lause alusel ette teatada vähemalt 3 nädalat. Sellise etteteatamistähtaja sätestamisel on Eesti õigus lähtunud nn. aktsionäriõiguste direktiivist⁵⁰. Nimelt, aktsionäriõiguste direktiivi artikli 5 lõike 1 kohaselt peavad liikmesriigid kindlustama, et direktiiviga reguleeritud äriühing (Eesti puhul börsiaktiaselts) edastab aktsionäridele üldkoosoleku kokkukutsumise teate mitte hiljem kui 21. päeval enne üldkoosoleku toimumise päeva. Seetõttu on Eesti iseenesest nõuetekohaselt võtnud üle aktsionäriõiguste direktiiviga nõutud ning börsiaktiaseltside aktsionäride kaitsmiseks mõeldud⁵¹ üldkoosoleku kokkukutsumise tähtaja⁵². Küll aga ei ole Eesti pööranud tähelepanu sama direktiivisätte esimesele poolele. Nimelt, aktsionäriõiguste direktiivi artikkel 5 lõige 1 ütleb *expressis verbis*, et selles sättes nõutu ei piira ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõikes 4 ja artikli 11 lõikes 4 sätestatud. Seetõttu võimaldab Euroopa Liidu õigus otsesõnu korraldada kaitsemeetmete ja põhikirjaliste kaitsemeetmete kohaldamise volitamiseks vajalik börsiaktiaseltside üldkoosolek lühema ajaga, kui seda on 3 nädalat. Eesti ei ole aga seda võimalust kasutanud.

Autori hinnangul ei võimalda Eesti õigusega nõutud 3-nädalane periood üldkoosoleku kokkukutsumise teate edastamise ning üldkoosoleku toimumise vahel ülevõtmispakkumiste puhul kaitsemeetmete kohaldamiseks volitust kindlustada. VPTS § 165 lõike 3 kohaselt on ülevõtmispakkumisele nõustumuse andmise minimaalne tähtaeg 28 päeva alates prospekti avalikustamisest. ÄS § 294 lõike 3 alusel kulub sellest 21 päeva automaatselt üksnes üldkoosolekust etteteatamiseks. Seejuures peab juba ÄS § 294¹ alusel börsiaktiaseltsi

⁴⁹ Äriseadustik. – RT I 1995, 26, 355 ... RT I, 22.06.2016, 32.

⁵⁰ Euroopa Parlamendi ja nõukogu 11.07.2007 direktiiv 2007/36/EÜ noteeritud äriühingute aktsionäride teatavate õiguste kasutamise kohta. – ELT L 184, 14.07.2007, lk 17-24.

⁵¹ Aktsionäriõiguste direktiivi 6. põhjendus.

⁵² Aktsionäriõiguste direktiiv (sh ÄS § 294 lg 3 viimane lause) võeti Eesti õigusesse üle 21.10.2009 vastu võetud äriseadustiku ja teiste seaduste muutmise seadusega. Seetõttu jäi Eesti aktsionäriõiguste direktiivi ülevõtmisega mõnevõrra hiljaks, kuivõrd direktiivi artikli 15 esimese taande kohaselt pidi see toimuma hiljemalt 3. augustil 2009. – Äriseadustiku ja teiste seaduste muutmise seadus. – RT I 2009, 51, 349.

kodulehel avalikustatud üldkoosolekut puudutav teave sisaldama mh juhtorganite esitatud otsuse eelnõusid (ÄS § 294 lõige 4 punkt 9). See tähendab, et minimaalselt 28-päevase perioodi jooksul peab sihtemitendi juhtorgan kaitsemeetmete kohaldamiseks tutvuma ülevõtmispakkumisprospektiga, kujundama selle osas seisukoha, töötama välja kaitsemeetmete kohaldamise volitamise otsuse eelnõu, kindlustama üldkoosolekul volituse andmise (mis VPTS § 171 lõike 5 alusel saab toimuda vähemalt 2/3 häälteenamusega) ning lõpuks ka kaitsemeetmeid kohaldama. Eeltoodu viitab autori hinnangul üheselt sellele, et sihtemitendi juhtorganitel ei ole reaalselt võimalik kaitsemeetmete kohaldamiseks volitust saada, kui ülevõtmispakkumise aktsepteerimise tähtaeg on pakkuja poolt seatud minimaalsele 28 päevale. Kuna pakkuja huvides on ilmselt ka kaitsemeetmete kohaldamist ära hoida⁵³, on ka loogiline, et nimetatud tähtaeg sedavõrd madalale ka seatakse. Seetõttu on Eesti õigus võtnud mehhaaniliselt üle aktsionäriõiguste direktiivis nõutu ja seadnud börsiaktsiaseltsi üldkoosoleku kokkukutsumise teate edastamise tähtajaks samuti 3 nädalat, mõtlemata samas sellele, et selline tähtaeg ei vasta ülevõtmispakkumise vajadustele. Eesti oleks saanud takistusteta selliste vajadustega arvestada, kuivõrd aktsionäriõiguste direktiivi artikkel 5 lõige 1 seda otsesõnu võimaldab.

Eesti õiguses on kaitsemeetmete kohaldamise piirangud sätestatud VPTS § 171 lõikes 3. Nimetatud sätte alusel ei tohi sihtemitendi juhatus ega nõukogu teha toiminguid, mis võivad põhjustada ülevõtmispakkumise nurjumise, eeskätt viidatakse sättes väärtpaberite emiteerimisele, mis võib kestvalt välistada ülevõtjal sihtemitendis kontrolli saavutamist (tüüpiline *poison pill*). Kaitsemeetmete osas sätestab põhjalikuma, ent sellegipoolest avatud loetelu Reeglite § 22, mis viitab kaitsemeetmetele kui ebakohastele kaitsevõtetele. Ebakohasteks kaitsevõteteks Reeglite § 22 lõike 2 mõttes on muu hulgas vara omandamine või võõrandamine, mille väärtus ületab 10% sihtemitendi bilansimahust (ehk sihtemitendi ebaatraktiivseks muutmine läbi tavapärasest majandustegevust ületavate tehingute tegemise), sihtemitendi põhiliseks väärtuseks oleva vara võõrandamine, pantimine või koormamine (nn. *crown-jewels defence*), juhtorgani liikmele tema ülesannetele või sihtemitendi majandusolukorrale mittevastava või ebatavalise lahkumishüvitise maksmine (nn. *golden parachute*) ning aktsiate emiteerimine, mille puhul on välistatud aktsionäri eesõigus (*poison pill* läbi aktsionäride hääleõiguse kokkuleppe).

⁵³ G. Tsagas. EU Takeover Regulation: One Size Can't Fit All. *International Journal of Private Law* 2010/4 (1), lk 174.

Eelnevast tuleneb, et sihtemitendi juhtorganid ei saa iseseisvalt otsustada, kas kohaldada olemasolevaid kaitsemeetmeid ega seda, kas sellised meetmed tuleks kehtestada. Euroopa Liidu ülevõtmiste regulatsioon võimaldab selleks otstarbeks vajalikud volitused saada ning vastavad üldkoosolekud ka kiirendatud korras kokku kutsuda, ent praktikas on see piiratud juhtorganite suutlikkusega (või ka suutmatusega) ülevõtmispakkumisele kiiresti reageerida. Arvestades, et ülevõtmised on Eestis küllaltki haruldased, lisanduks kohalikul tasandil veel ka täiendav ajakulu seoses regulatsiooniga tutvumisega.

Sihtemitendi juhtorganite kohustusega hoiduda kaitsemeetmete rakendamisest on lähedalt seotud ka muude sihtemitendi alusdokumentidest pärinevate piirangute mittekohaldamine. Seda põhjusel, et ülevõtmispakkumise nurjumise võivad kaasa tuua ka teised põhikirjalised meetmed, mille ellukutsumise eesmärgiks ei pruukinud algselt olla ülevõtmispakkumise esitamine sihtemitendile. Seetõttu on ülevõtmispakkumiste direktiiviga soovitud sihtemitendi väärtpaberite omandamist muuta ka praktikas saavutatavaks, mida ohustaksid muul juhul nii sihtemitendi juhtorganite üksikud otsused kui ka põhikirjalised/aktsionäride lepingust tulenevad piirangud.⁵⁴

Kui ülevõtmispakkumiste direktiivi artikkel 9 lõige 3 on muu hulgas suunatud selliste meetmete vastu, mille aluseks olevad otsused on küll vastu võetud, ent osaliselt või täielikult ellu viimata, siis artikli 11 lõiked 2 ja 3 puudutavad piiranguid, mis on põhikirja või aktsionäride lepinguga kehtestatud väärtpaberite üleandmise ja hääleõiguse piiramise tarbeks.⁵⁵

Ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 11 lõike 2 kohaselt ei kohaldata ülevõtmispakkumise tegija suhtes sihtemitendi põhikirjast tulenevaid piiranguid, mis muul juhul kehtiksid väärtpaberite üleandmisele. Sisuliselt on selle sättega soovitud välistada olukord, kus ülevõtmispakkumine nurjub põhjusel, et olemasolevad aktsionärid kasutavad põhikirjast või aktsionäride lepingust tulenevat seaduslikku või lepingulist (tehingueelset) ostueesõigust.

Ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 11 lõige 3 on lähedaselt seotud artikli 9 lõikega 2. Nimelt, kui sihtemitendi juhtorganid soovivad võtta vastu otsuseid kaitsemeetmete kohaldamiseks, eeldab vastav otsus sihtemitendi üldkoosoleku volitust. Selleks, et põhikirjaliste või aktsionäride lepingust tulenevate sätetega ei muutuks volituse kindlustamine

⁵⁴ Ülevõtmispakkumiste direktiivi 16. ja 19. põhjendus.

⁵⁵ J.L. Hansen (viide 32), lk 40.

pelgaks formaalsuseks, kaotavad artikli 11 lõike 3 alusel kehtivuse kõik põhikirjast ja/või aktsionäride lepingust tulenevad hääleõiguse piirangud. Lisaks näeb artikli 11 lõike 3 kolmas taane täiendavalt ette, et kui sihtemitendil on eri hääleõigusi andvaid väärtpabereid või sõlmitud on muud hääleõigust puudutavad kokkulepped, annavad kõik väärtpaberid volituse andmist otsustades sellegipoolest vaid ühe hääle. Kui eeltoodut kõrvutada asjaoluga, et Eestis on volituste andmiseks VPTS § 171 lõike 5 alusel igal juhul vaja 2/3 üldkoosolekul esindatud häältest⁵⁶, on ülevõtmispakkumise õnnestumise tõenäosus oluliselt suurem. Seda põhjusel, et ülevõtmispakkumise nurjumisest huvitatud isikud ei saa kasutada näiteks enda proportsionaalselt suuremat hääleõigust seadusest või põhikirjast tuleneva hääleteenamuse täitmiseks, vaid peab kindlustama vajaliku hulga teiste aktsionäride „kaasatuleku“ *one share one vote* põhimõttel⁵⁷.

Juhul, kui pakkuja on saavutanud kontrolli 75% sihtemitendi hääleõiguse andvas aktsiakapitalis, on pakkujal võimalus kutsuda tavapärasest lühema etteteatamisega kokku aktsionäride üldkoosolek põhikirja muutmiseks või juhatuse liikmete määramiseks või vabastamiseks⁵⁸. Selliselt on Euroopa Liidu seadusandja sisuliselt võtnud sihikule eelkirjeldatud *staggered board* tüüpi kaitsemeetmed.

Ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 12 on aga sätteks, millega liikmesriikidele on jäetud võimalus valida, kas kohaldada oma siseriiklikus õiguses artikli 9 lõikeid 2 ja 3 (kaitsemeetmete kohaldamise piiramine läbi üldkoosoleku volituse nõude) ja artiklit 11 (põhikirjaliste kaitsemeetmete, sh väärtpaberite üleandmist ja hääleõigust piiravate sätete tühistamine). See tähendab, et vaatamata regulatsiooni eesmärgile kehtestada sihtemitendi juhtorganitele kohustus jääda ülevõtmispakkumiste kehtivuse perioodil neutraalseks, on see soov liikmesriikide vastuseisu tõttu normatiivselt küllaltki hambutu. Euroopa Komisjoni mõjuanalüüsist nähtub, et artikli 9 lõiked 2 ja 3 on siiski esindatud enamuse liikmesriikide õigussüsteemides, ent sama ei saa öelda artikli 11 kohta. Eesti on üks vähestest liikmesriikidest, mis rakendab täies ulatuses mõlemat direktiivist tulenevat sihtemitendi juhtorganite tegevusvõimalusi ahendavat meetet⁵⁹.

⁵⁶ VPTS § 171 lõike 5 alusel võib põhikirjaga ette näha suurema nõutava hääleteenamuse.

⁵⁷ P. Jesse (viide 47), lk 202.

⁵⁸ Samas.

⁵⁹ Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions (viide 12), lk 3.

Seda, et ülevõtmispakkumiste direktiivi kehtiv vorm on suuresti ulatuslike poliitiliste kompromisside tulemus, väljendavad ka direktiivi artikli 12 lõiked 2 ja 3. Koos lõikega 1 muudavad need sätted ülevõtmispakkumiste direktiivis sätestatud kohustuste raamistiku lõplikult ebaühtlaseks ning normiaddressaatidele (sihtemitentide juhtorganitele) raskesti mõistetavaks. Esiteks, ühelt poolt võimaldab direktiiv liikmesriikidele jätta oma siseriiklikus õiguses neutraalsuspõhimõtte (nii läbi otseste kui ka põhikirjaliste kaitsemeetmete) kohaldamata. Samas võimaldab direktiivi artikkel 12 lõige 2, et liikmesriigid võimaldavad oma ettevõtjatel neutraalsuspõhimõtet soovi korral kohaldada. Sisuliselt on liikmesriikide ettevõtjatele seega jäetud võimalus kehtestada endale soovi korral rangemaid standardeid. Ilmselt ei mõju üllatuslikult asjaolu, et sellist võimalust ei ole teadaolevalt ükski ettevõtja kasutanud⁶⁰.

Direktiivi artikkel 12 lõige 3 näeb põhimõtteliselt ette vastupidise olukorra. Liikmesriigile on ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 12 lõike 1 alusel jäetud vabadus sätestada, et neutraalsuspõhimõtte kohaldamine on läbi artiklite 9 ja 11 kehtestatud meetmete vabatahtlik. Samas võivad liikmesriigid ette näha erandi juhuks, kui nende territooriumil kaubeldavate väärtpaberite emiteerijale (sihtemitendile) tehakse ülevõtmispakkumine ettevõtja poolt, kelle suhtes ei kohaldata artiklitest 9 ja 11 tulenevaid nõudeid. Sisuliselt ulatatakse regulatiivne päästerõngas ettevõtjatele, kes on läbi Euroopa Liidu ettekirjutuste ebavõrdses seisundis, võrreldes teiste, nt Ameerika Ühendriikides baseeruvate ettevõtjatega. Direktiivi artikli 12 lõike 3 eesmärgiks on kõrvaldada seega teatud ebaõiglus, mis tuleneb sellest, et piiriüleste tehingute puhul ei pruugi tehingutega puutumust omavad õigusnormid omada tehinguosalistele sarnast mõju. Samas, selline kaitsemeede ei pruugi ka alati olla põhjendatud. Kui sihtemitendi aktsionäride vaba kaalutusõigus on tõepoolest määrava tähtsusega aktsionäridele parima tehingu kindlustamisel (millisel seisukohal ollakse Euroopa Liidus, arvestades, et otsustusõigus kuulub ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 3 lõike 1 punkti b alusel eksklusiivselt aktsionäridele), ei oma iseenesest tähtsust see, kuidas käitaks pakkuja vastupidises olukorras ehk sihtemitendina. Kaitsemeetmete mittekohaldamine pakkuja suhtes, kes neid analoogses olukorras ise kohaldaks, ei mõjuta seda, millise otsuse langetavad kogu olulist (eeskätt majanduslikku) teavet omavad aktsionärid. Kaitsemeetmete võimaldamine pakkuja suhtes, kes neid ise tavapäraselt kasutab, ei teeni aktsionäride väärtuse maksimeerimise huve, kuna selline pakkuja on endiselt näiteks kohustatud tegema ülevõtmispakkumise sihtemitendi üle kontrolli

⁶⁰ P. Davies (viide 11), lk 31.

saavutamisel⁶¹. Seetõttu põhineb kaitsemeetmete erandkorras kasutamise võimalus eeskätt emotsionaalsetel mitte majanduslikel kaalutlustel – neutraalsuspõhimõtet rakendavad ettevõtjad peavad võitlema ettevõtjate vastu, kes nende suhtes rakendaksid aktiivselt kaitsemeetmeid (mis vähendab tehingute õnnestumise tõenäosust), ent vastupidises olukorras on tehingute õnnestumise määrajaks üksnes majanduslikud kaalutlused, mida sihtemitendi juhtorganid suuresti mõjutada ei saa. Tegemist on seega värvika näitega liikmesriikide huvidest⁶², millega on erialakirjanduse hinnangul soovitud kaitsta just siseriiklikke ettevõtjaid välismaiste ettevõtjate ülevõtmispakkumiste eest, kes võivad alluda liberaalsematele nõuetele⁶³.

1.4 Sihtemitendi juhtorganite nõuandekohustus

Nagu nähtub eelnevatest alapeatükkidest, on Euroopa Liidu seadusandja otsustanud omistada juhtorganitele ülevõtmispakkumiste kestel märkimisväärselt väiksema rolli, võrreldes nt Ameerika Ühendriikide asjaomase regulatsiooniga. Selline lähenemine on iseenesest kooskõlas ülevõtmispakkumiste regulatsiooni laiema eesmärgiga – sihtemitendi aktsionärid on põhimõtteliselt käsitletavad pakkumise „adressaatidena“⁶⁴, kelle huvid on nii direktiivi põhjendustes kui ka spetsiifilistes sätetes asetatud selgelt esimesele järjekohale. Nii direktiivi artikkel 3 lõike 1 punkt c kui ka VPTS § 171 lõige 1 näevad muu hulgas ette, et sihtemitendi juhtorganid (sh juhatus ja nõukogu) ei tohi takistada ülevõtmispakkumise vaba kaalumist aktsionäride poolt. Nimetatud sätetest nähtub selgelt, et ülevõtmispakkumisele annavad otsustava heakskiidu just sihtemitendi aktsionärid ning sellise heakskiidu andmisele ei tohi eelneda toimingud, mis sisuliselt langetaksid otsuse aktsionäride eest. Autor peab siinkohal vajalikuks märkida, et sihtemitendi aktsionäride heakskiit ülevõtmispakkumisele oleks vajalik ka ilma kaitsemeetmete kasutamist takistava regulatsioonita, kuna tegemist on olemuslikult aktsionäride omandit puudutava küsimusega. Sisuliselt sama järeldus saabuks ka juhul, kui

⁶¹ Teiselt poolt võimaldab nn. võrdse vastastikuse kohtlemise reegel asetada erinevate liikmesriikide äriühingud võrdsele seadusandlikule tasemele, kuivõrd kaitsemeetmete kohaldamisest hoiduva äriühingu võimalused viia läbi edukat ülevõtmispakkumist on ilmselt väiksemad kui ettevõtjal, mis neid piiranguteta kasutab. Vt lähemalt: P. Jesse (viide 47), lk 200-201.

⁶² Autor peab siinkohal vajalikuks märkida, et Eesti on üks väheseid liikmesriike, mis ühelt poolt nõuab ettevõtjatelt rangelt neutraalsuspõhimõttest lähtumist ning paralleelselt ei võimalda sellistele ettevõtjatele ka erandite tegemist olukorras, kus nende suhtes teeb ülevõtmispakkumise ettevõtja, kellelt ei nõuta kaitsemeetmetest hoidumist. Seetõttu ei saa vähemalt Eesti puhul väita, et siinset ülevõtmispakkumiste regulatsiooni iseloomustaks kodumaiste ettevõtete kiivas kaitsmine.

⁶³ P. Davies (viide 11), lk 29.

⁶⁴ Sellise määratluse andis sihtemitendi aktsionäridele Euroopa Komisjon ülevõtmispakkumiste direktiivi ettepanekus. Vt ka: Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids (07.02.1996). – ELT C 162, 06.06.1996, lk 5-8.

ettevõtte omandamist soovitakse läbi viia ühinemise teel, ka sel juhul oleks ÄS § 298 lõike 1 punkti 8 alusel nõutav üldkoosoleku otsus (ÄS § 397 – ühinemisotsus).

Teiselt poolt on ilmselge, et kui ülevõtmispakkumisele annavad rohelise tule sihtemitendi aktsionärid oma vabalt kaalutletud otsusega, peavad aktsionärid omama piisavat ülevaadet nii ülevõtmispakkumise tingimustest, pakkuja isikust, selle isiku edasistest plaanidest sihtemitendi osas jne. Osaliselt täidab seda funktsiooni käesoleva magistritöö punktis 1.1.2 käsitletud pakkuja kohustus avalikustada ülevõtmispakkumise teade ja prospekt. Nimetatud prospektist peavad välja kooruma kõik Reeglite §-s 16 nõutud andmed. Küll aga, nagu autor on eelnevalt juba märkinud, võib prospektide süstemaatiline ja mõtestatud läbitöötamine (mis peaks mõistlikult eelnema kaalutletud otsusele) nõuda nende mahukuse ja spetsiifilisuse tõttu eriteadmisi, milleni sihtemitendi aktsionärid (eriti kui tegemist pole institutsionaalsete investoritega) ei pruugi küündida. Seega võib tekkida olukord, kus prospektid jäävad nende hoomamatuse tõttu läbi töötamata. Tõsi, aktsionäridel on võimalik prospektide läbitöötamiseks ning nende mõistmiseks kasutada erialaspetsialistide abi, ent see läheb omakorda vastuollu põhimõttega, mille kohaselt peaksid prospektid olema mõistetavad ka nn. lihtaktsionäride jaoks⁶⁵. Seetõttu võivad prospektid aktsionäridele küll teoreetiliselt anda kogu vajaliku teabe, ent sellega ei ole veel kaugeltki garanteeritud, et aktsionärid ka tegelikult piisavalt informeeritud on.

Selleks, et anda sihtemitendi aktsionäridele reaalne võimalus langetada informeeritud otsus, on Euroopa Liidus omistatud sihtemitendi juhtorganitele ülevõtmispakkumise eestvedamise asemel nõuandev roll. Nimelt näeb ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 3 lõike 1 punkt b ette, et selleks, et sihtemitendi aktsionärid saaksid langetada piisaval informatsioonil ja asjakohasel teabel põhineva otsuse ülevõtmispakkumise kohta, peab sihtemitendi juhatus esitama aktsionäridele oma seisukoha pakkumise mõju kohta tööhõivele, töötingimustele ja ettevõtte töökohtade asukohtadele. Seda põhimõtet täpsustab ülevõtmispakkumiste direktiivi artikkel 9 lõige 5, mille kohaselt peab juhatus esitama hinnangu ülevõtmispakkumise mõjust ettevõtte kõigile huvidele (ehk tööhõive on vaid üks, kuigi tähtis aspekt) ning lisaks ka kirjeldama pakkumise tegija plaane sihtemitendi suhtes. Kuna ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9

⁶⁵ Commission Staff Working Document (viide 34), p. 5. Euroopa Komisjon on pidanud vajalikuks seda, et prospektid oleksid mõistlikult arusaadavad ja sisaldaksid õiguskeele, akronüümide ja liigselt tehniliste terminite asemel lihtsaid mõisteid. Ka Reeglite § 17 lg 1 nõuab, et ülevõtmispakkumisteade ja -prospekt oleksid kujundatud selliselt, et nende kasutajal oleks neist lihtne vajalikku teavet saada.

lõike 6 alusel mõeldakse „juhatuse“ all kahetasandilise juhtimisstruktuuri korral ka nõukogu, on vastavalt VPTS § 171 lõike 2 alusel vastava arvamuse esitajaks sihtemitendi nõukogu.

2. VÕISTLEVA PAKKUMISE OTSIMINE KUI SIHTEMITENDI JUHTORGANI KOHUSTUS

2.1 Võistleva pakkumise otsimine kehtivas õiguses

Ülevõtmispakkumiste direktiiv ja Eesti vastavad ülevõtmisätted kehtestavad kohustusi eeskätt pakkujatele. Osaliselt on pakkuja silmitsi võimalusega, kus ta on kohustatud tegema ülevõtmispakkumise kõigile sihtemitendi aktsionäridele, teiselt poolt, lähtuvalt väärtpaberituruõigusele üldiselt omasest informeerimiskohustusest⁶⁶, kehtib ka siinkohal prospekti koostamise kohustus. Teiselt poolt on sihtemitendi juhtorganid kohustatud hoiduma ülevõtmispakkumise nurjamisele orienteeritud meetmete kasutamisest ning saavad väljendada enda meelestatust ülevõtmispakkumise suhtes üksnes läbi oma hinnangu esitamise aktsionäridele. Seega kehtivad kõige suuremad piirangud just sihtemitendi juhtorganitele, millega Euroopa Liit eristub selgelt teiste arenenud riikide ülevõtmiste regulatsioonist. Näiteks, Ameerika Ühendriikide kohtupraktikas on väljendatud seisukohta, mille kohaselt on sihtemitendile mingil põhjusel kahjuliku ülevõtmispakkumise nurjamine hoolsus- ja lojaalsuskohustustega igati kooskõlas⁶⁷.

Samas on sihtemitendi juhtorganitel ka teatud õigused. Üks õigustest, mille ulatus ja võimalik imperatiivsus leiab järgnevalt käsitlemist, seisneb võistleva pakkumise otsimises. Ülevõtmispakkumiste direktiiv käsitleb võistlevate pakkumiste küsimust üksnes möödaminnes, seda täpsemalt artikli 9 lõikes 2. Artikkel 9 lõige 2 teenib peaaesjalikult kaitsemeetmete kohaldamise keelamise eesmärki ning sätestab sihtemitendi juhtorganitele kohustuse kindlustada selleks otstarbeks sihtemitendi üldkoosoleku volitus. Sätte kohaselt ei käsitleta kaitsemeetmena aga seda, kui sihtemitendi juhatus (lõike 6 mõttes põhimõtteliselt ka nõukogu, VPTS § 171 lõike 3 alusel koondmõistena juhtorgan) otsib võistlevaid pakkumisi. Seega, kuigi võistlev pakkumine võib paratamatult põhjustada olukorra, kus näiteks parema majandusliku otstarbekuse tõttu osutub see atraktiivsemaks kui esialgne pakkumine, põhjustades viimase nurjumise, ei ole see formaalselt käsitletav lubamatu kaitsemeetmena. Küll aga on tegemist sisuliselt ainsa vahendiga, mis on õiguspäraselt võimeline kutsuma esile ülevõtmispakkumise nurjumise ja ei ole samas juhtorganitele kehtestatud oluliste piirangute subjektiks (erinevalt

⁶⁶ International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation. June 2010, lk 12. – Arvutivõrgus: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (11.04.2017).

⁶⁷ M. Ventoruzzo. The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not So Different (Political and Economic) Ends? Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07 (04.10.2005), lk 26. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=819764> (28.04.2017).

tavalistest kaitsemeetmetest, mis eeldavad rakendamiseks märkimisväärset häälteenamust üldkoosolekul).

Ülevõtmispakkumiste direktiiv ei käsitle võistlevate pakkumiste tegemist sisuliselt. Direktiivi 22. põhjenduse ja artikli 13 punkti c kohaselt on võistlevaid pakkumisi puudutavate eeskirjade väljatöötamine jäetud liikmesriikide hooleks. Ka Euroopa Komisjoni koostatud ülevõtmispakkumiste direktiivi mõjuhinnaangust⁶⁸ ei nähtu viiteid võistlevate pakkumiste otsingutele või sellele, millest täpsemalt peaksid sihtemitentide juhatused seejuures lähtuma.

Eesti õigus käsitleb võistlevate pakkumiste otsimise küsimust esmalt VPTS § 171 lõikes 3, mis on sisuliselt ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõike 2 siseriiklik rakendussäte ja seetõttu sellega identne. Sarnaselt direktiivi viidatud sättega omistab VPTS § 171 lõige 3 võistlevate pakkumiste otsimise õiguse sihtemitendi juhtorganitele, s.t nii juhatusele kui ka nõukogule. Täpsemalt reguleerib võistlevaid pakkumisi Reeglite §-d 23 ja 24. Reeglite § 23 kohaselt loetakse võistlevaks pakkumiseks ülevõtmispakkumist, mis on tehtud: 1) sama väärtpaberi suhtes; 2) ülevõtmispakkumise tähtajal; ning 3) õigusaktide kohaselt avalikustatud. See tähendab, et võistlev pakkumine peab olema tehtud (avalikustatud) esialgse pakkumise tähtaja jooksul (mis VPTS § 165 lõike 3 kohaselt on vahemikus 28-42 päeva) ning sellele kehtivad kõik käesoleva magistritöö punktis 1.1.2 käsitletud avalikustamis- ja teavitamiskohustused, s.t võistleva pakkumise tegija on kohustatud Finantsinspeksiooniga kooskõlastama ülevõtmispakkumisprospekti ning selle õnnestumisel avaldama nõuetekohaselt nii prospekti kui ülevõtmispakkumise teate.

Võistleva pakkumisega kaasneb mitu õiguslikku tagajärge. Esiteks, kui sihtemitendi juhtorganid andsid eelnevalt adekvaatset teavet sihtemitendi kohta esialgse ülevõtmispakkumise tegijale, laieneb see kohustus Reeglite § 23 lõigete 1 ja 3 alusel võrdsena kõikidele pakkumiste tegijatele. Arvestades, et ülevõtmiste regulatsioon on ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 3 lõike 1 punktis b väljendatud põhimõtte kohaselt eeskätt kantud soovist võimaldada aktsionäridel langetada vaba ja teadlik valik ülevõtmispakkumise osas, on ilmne, et aktsionäridele kogu olulise teabe andmisel on nõukogu arvamus tähtis ka võistleva pakkumise puhul.

⁶⁸ Commission Staff Working Document (viide 34).

Teiselt poolt toob võistleva pakkumise tegemine kaasa ka paralleelse rea õigusi, mis eeskätt omistatakse sihtemitendi aktsionäridele. Nimelt, kui võistlev pakkumine on nõuetekohaselt avalikustatud, saavad aktsionärid sisuliselt valida ülevõtmispakkumiste vahel. Ühelt poolt tähendab see seda, et aktsionäre ei tohi endiselt takistada vaba otsuse langetamisel, mis paratamatult välistab omavoliliste kaitsemeetmete kohaldamise ka võistleva pakkumise suhtes. Teiselt poolt võib esineda olukordi, kus osa või kõik sihtemitendi aktsionärid on esialgse ülevõtmispakkumise selle kehtivusperioodil juba aktseptinud. Võistleva pakkumise esitamisel võib aktsionäridel loomulikult tekkida soov otsustada alternatiivse võimaluse kasuks, kui selle tingimused on majanduslikult või muudel põhjustel (nt pakkuja tulevikuplaane arvestades) otstarbekamad. Sel põhjusel pikendatakse esialgse ülevõtmispakkumise kehtivusperioodi võistleva pakkumise kehtivusperioodi võrra (minimaalselt 11 päeva) ning aktsionäridel peab olema võimalus soovi korral esialgse ülevõtmispakkumise aktseptist taganeda või võtta tagasi pakkumise tegijale suunatud aktsiate võõrandamise ettepanek (VPTS § 181). Vastav teavitust peab sisalduma juba esialgse ülevõtmispakkumise prospektis (määruse § 24 lõige 2).

Reeglite § 23 lõike 2 alusel ei tohi esialgsete ülevõtmispakkumiste ja võistleva pakkumise tähtajad kokku ületada 84 kalendripäeva, alates esimese ülevõtmispakkumise tähtaja algusest. See tähendab, et kui VPTS § 165 lõike 3 alusel saab (esimese) ülevõtmispakkumise tähtaeg olla 28-42 päeva, saab võistleva pakkumise tähtaeg olla samuti maksimaalselt 42 päeva. Samas nähtub Eesti praktikast, et 77%-l kooskõlastatud ülevõtmispakkumistest ei ületa nende tähtaeg 30 päeva. Täpsemalt, Eestis on Finantsinspektsiooni kooskõlastuse alates 2002. aastast saanud 13 ülevõtmispakkumist. 10 nimetatud ülevõtmispakkumistest on seadnud ülevõtmispakkumise tähtajaks 30 päeva.⁶⁹

Kõige pikema ülevõtmispakkumise tähtaja nägi ette 28. aprillil 2004 kooskõlastuse saanud Baltic Tele AB (TeliaSonera tütarettevõte) ülevõtmispakkumine kõikide AS-i Eesti Telekom aktsiate suhtes – ülevõtmispakkumise tähtaeg oli 41 päeva. Konkreetsele ülevõtmispakkumisele seadis Baltic Tele AB kooskõlas Reeglite §-ga 6 kaks tingimust: 1) Konkurentsiamet pidi andma ülevõtmisele koondumisloa; ning 2) Baltic Tele AB pidi ülevõtmise tulemusena omandama vähemalt 85% AS-i Eesti Telekom aktsiatest (ülevõtmispakkumise tegemise hetkel kuulus Baltic Tele AB-le 48,91% AS-i Eesti Telekom aktsiatest. Konkurentsiamet andis koondumisloa, ent Eesti riik, kellele kuulus 27,23% AS-i Eesti Telekom aktsiatest, keeldus

⁶⁹ Nimetatud arvutused põhinevad autori läbiviidud Finantsinspektsiooni poolt kooskõlastatud ülevõtmispakkumiste analüüsil, mis on kättesaadavad aadressil: <https://www.fi.ee/index.php?id=1722> (25.04.2017).

ülevõtmispakkumist aktsepteerimast, viidates madalale ostuhinnale. Baltic Tele AB kooskõlastas 12. jaanuaril 2005 uue ülevõtmispakkumise, mille tähtaeg oli samuti 41 päeva ning millega loobuti eelnimetatud tingimustest, ent ka see pakkumine ei saavutanud soovitud eesmärki: 2009. aastaks, kui kolmas ülevõtmispakkumine lõpuks TeliaSonera egiidi all õnnestus, kuulus Baltic Tele AB-le 60,97% AS-i Eesti Telekom aktsiatest.⁷⁰

Eeltoodu tähendab, et võistlev pakkumine, et ta täidaks oma funktsiooni sihtemitendi aktsionäridele alternatiivse variandi võimaldamiseks, peab olema esitatud selle küllaltki lühikese perioodi jooksul. Õiguskirjanduses on seetõttu väljendatud seisukohta, et tähtaegselt suudab reeglina esitada võistleva pakkumise ettevõtja, kellega sihtemitendi juhtorganid pidasid juba enne esialgse ülevõtmispakkumise avalikustamist läbirääkimisi⁷¹. Autor nõustub sellise seisukohaga täielikult: võistleva pakkumise tegemine eeldab võistleva pakkumise tegija veendumust selles, et kavandatav tehing on tema jaoks mingis võtmes kasulik, vastasel juhul puudub võistleva pakkumise tegemisel igasugune mõte. Peamine moodus sellise järelduseni jõudmiseks on auditi läbiviimine (*due diligence*). Auditi (sh ka õigusliku auditi – *legal due diligence*) käigus võimaldab üks ettevõtja teisele ligipääsu enda tundlikule teabele. Tihtipeale on auditid seetõttu väga ajamahukad. Teiselt poolt nõuab selliste dokumentide analüüsimine paratamatult rohkelt aega ning rahalisi vahendeid (näiteks juriidiliste ja majandusteadmistega isikute kaasamise kulud).⁷² Seetõttu on ebatõenäoline, et üksnes 28 päeva jooksul⁷³ suudaks seni asjassepuutumatu kolmanda isiku staatuses olnud ettevõtja reageerida esialgsele ülevõtmispakkumisele kas iseseisvalt või vastusena sihtemitendi juhtorgani üleskutsele, viia läbi nõuetekohane audit, teha selle tulemuste pinnalt oma järeldused, koostada ülevõtmispakkumisprospekt, kooskõlastada see Finantsinspeksiooniga ning see avalikustada⁷⁴. Seda argumenti tugevdab täiendavalt asjaolu, et Reeglite § 14 kohaselt tuleb võistleva ülevõtmispakkumise teade avalikustada hiljemalt 3 kauplempäeva enne esialgse pakkumise

⁷⁰ Baltic Tele AB ülevõtmispakkumiste kohta lähemalt: Baltic Tele AB – AS Eesti Telekom – 28.04.2004. Ülevõtmispakkumisprospekt. – Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/prospektBalticTele20040428.pdf> (23.03.2017).

Baltic Tele AB – AS Eesti Telekom – 12.01.2005. Ülevõtmispakkumisprospekt. – Arvutivõrgus: <http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/prospektBalticTele20050112.pdf> (23.03.2017).

⁷¹ H. Fleischer. Handbuch des Vorstandsrechts. Gebundene Ausgabe – 2. München: C.H. Beck 2006, äärenr 124-128.

⁷² D. Rankine jt. Due Diligence: Definitive Steps to Successful Business Combinations. Essex: Pearson Education Limited, 2003, lk 15.

⁷³ Saksa õiguskirjanduses on leitud, et isegi 14 nädalat ei pruugi olla piisav, et n-ö nullist alustada. Vt lähemalt: W. Goette jt. Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG Band 6: §§ 329 - 410, WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht. 3 Auflage. München: C.H. Beck, 2011, äärenr 155-160.

⁷⁴ Reeglite § 23 lg 1 alusel peab võistlev pakkumine olema õigusaktide nõuete kohaselt avalikustatud ning selle suhtes kehtivad kõik ülevõtmispakkumise määruuse sätted, sh seega ka määruuse 4. peatükis sätestatud kooskõlastamisnõuded.

tähtaja möödumist. Seetõttu on ka formaalselt 28-päevase esialgse ülevõtmispakkumise tähtaja puhul võistlev pakkuja kohustatud oma pakkumise esitama vaid 25 päevaga. Eeltoodu tõttu on erialakirjanduses leitud, et võistleva pakkumise tegija (nn. „white knight“⁷⁵) on reeglina vähemalt teatud ulatuses kaalunud ka ise ülevõtmispakkumise tegemist ja teinud selleks mingeid ettevalmistusi⁷⁶.

Põhimõtteliselt ei ole seega välistatud (ja operatiivsest perspektiivist on ka peaaegu vajalik), et võistlevat pakkumist on hakatud ette valmistama enne esialgse ülevõtmispakkumise avalikustamist, maksimeerimaks tegutsemisvõimalusi tõenäoliselt lühikese ülevõtmistähtaja jooksul. Samas tuleb siin arvestada et ülevõtmispakkumine on iseenesest sündmus, millel on oluline mõju mitte üksnes sihtemitendi edasisele tegevusele, vaid ka selle aktsiatele. Ülevõtmispakkumine näitab turuosalis(t)e huvi konkreetsete väärtpaberite järele, s.t sihtemitendi aktsiatel on märgatav käive. Väärtpaberite käive on üks teguritest, mida ka Riigikohus on pidanud oluliseks kauplemise aktiivsuse hindamisel.⁷⁷ Kuivõrd analüüside kohaselt suurendab aktsiate suhtes ülevõtmispakkumise tegemine aktsiate väärtust⁷⁸, on ilmselge, et teadmine peagi avalikustatavast ülevõtmispakkumisest on väärtuslik ning võib suunata seda teavet omavaid isikuid ostma kokku sihtemitendi aktsiaid, et need hiljem ülevõtmispakkumisest tingitud kõrgema hinnaga võõrandada. Tõenäoliselt on sellisest teabest seega teadlikud üksnes (tulevane) pakkuja ning sihtemitendi juhtorgan, kes võib aimata ülevõtmispakkumise ettevalmistamist ning võib sellest tulenevalt soovida otsida võistlevaid pakkumisi. Piiratud isikuteeringi tõttu on tegemist seega siseteabega, mida reguleerib Eestis Euroopa Liidu otsekohalduv määrus nr 596/2014 (edaspidi „Määrus“)⁷⁹. Isik ei tohi Määruse artikli 14 kohaselt siseteabe alusel kaubelda ega teha vastavat katset, samuti soovitada teisel isikul siseteabe alusel kaubelda ega siseteavet avaldada. Siseteabe avaldamine on aga väär- või kuriteona karistatav KarS § 398 alusel⁸⁰. Seetõttu on sihtemitendi juhtorganil karistusõigusliku sanktsiooni ähvardusel sisuliselt võimatu kutsuda kolmandaid isikuid üles võistlevate pakkumiste tegemisele esialgse ülevõtmispakkumise ootuses, kuivõrd sellega kaasneb oluline oht siseteabe avaldamiseks ja selle õigusvastaseks ärakasutamiseks teabe adressaadi poolt.

⁷⁵ F. Mucciarelli. White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of “Target” Companies? *European Company and Financial Law Review*, 2006/3 (4), lk. 409-410.

⁷⁶ H. Fleischer (viide 71), äärenr 124-128.

⁷⁷ RKKKo 3-1-1-70-11, p 19.

⁷⁸ R.A. Walkling, J. Jindra. Speculation Spreads and the Market Pricing of Proposed Acquisitions. Dice Working Paper No. 2000-18 (05.04.2001), lk 2. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=269610> (25.04.2017).

⁷⁹ Euroopa Parlamendi ja nõukogu 16.04.2014 määrus nr 596/2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ. – ELT L 173, 12.06.2014, lk 1-61.

⁸⁰ Karistusseadustik. RT I 2001, 61, 364 ... RT I, 31.12.2016, 14.

Selleks, et anda ka pakkujale võimalus kohaneda võistleva pakkumisega ning sellega potentsiaalselt kaasnevate erinevate õiguslike tagajärgedega (nt vajadus suurendada ostuhinda), on pakkujal võimalik juba ennetavalt ülevõtmispakkumisprospektis ette näha, et võistleva pakkumise tegemisel lõpevad teatud ülevõtmispakkumisega seotud õigused ja kohustused (Reeglite § 6 lõige 1). Sisuliselt on ülevõtmispakkumise tegijal seega võimalus reserveerida endale pääsetee olukorras, kus võistleva pakkumise tegemisega kaob pakkujal huvi kohandada enda esialgset pakkumist (mis tõenäoliselt tähendaks selle suurendamist). Tegemist on ühe väga erandliku juhuga, kus pakkujal on võimalik sätestada äramuutvaid tingimusi: üldjuhul on see Reeglite § 6 lõike 1 alusel keelatud ning lubatud juhtudeks on üksnes võistleva pakkumise tegemine või sellekohase vajaduse puhul Konkurentsiameti või muude riigiasutuste nõusolek ülevõtmisele (lõige 2).

VPTS ega Reeglid ei sätesta võistlevate pakkumiste osas täiendavaid reegleid lisaks eelnimetatutele. Seetõttu ei ole selge, kuidas sihtemitendid peaksid sisustama õigust, mis on neile jäetud ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõikes 2, VPTS § 171 lõikes 3 ja Reeglite § 22 lõikes 1 – kutsuda teisi isikuid tegema võistlevaid pakkumisi. Finantsinspektsiooni kodulehel avaldatud kooskõlastatud ülevõtmispakkumisprospektid ei sisalda selles osas täiendavaid suuniseid. Läbiva tähelepanekuna tuleb märkida, et kõigis ülevõtmispakkumisprospektides on märgitud sihtemitendi aktsionäride õigust oma aktsept tagasi võtta või aktsiate võõrandamislepingust taganeda⁸¹. Sellega aga piirduvad kooskõlastatud prospektides sisalduvad viited võistlevatele pakkumistele või nende tagajärgedele.

Eelnevast tuleneb, et kehtiv õigus tunnustab võistlevate pakkumiste tegemise võimalust ülevõtmispakkumistes ning näeb selle jaoks ette teatavad materiaal- ja menetlusõiguslikud tagajärjed. Küll aga puudub vähimigi selgus selle osas, millest sihtemitendi juhtorganid peaksid lähtuma olukordades, kus nii Euroopa Liidu ja siseriiklikud õigusaktid võimaldavad neil kutsuda teisi isikuid tegema võistlevaid ülevõtmispakkumisi, ent kust ei tulene neile

⁸¹ Kõrvalmärkusena on tähelepanuväärne ka asjaolu, et mitte ükski Eestis Finantsinspektsiooni kooskõlastuse saanud ülevõtmispakkumisprospekt (mida on vahemikus 2002-2014 toimunud 13 korral) ei ole kasutanud Reeglite § 6 lõikes 2 nimetatud võimalust sätestada võistlevatest pakkumistest sõltuvusse seatud äramuutvaid tingimusi. Selle põhjusteks hindab autor järgmisi asjaolusid: esiteks, Eestis ei ole ülevõtmispakkumiste tegemine sedavõrd levinud ega ka regulatiivselt piisavalt selge, et võistleva pakkumise tegemine näiks turuosalistele piisavalt tõenäolisena. Lisaks, arvestades Eesti ülevõtmistehingute keskmisest madalamat väärtust, ei ole turuosalistele ilmselt ülemäära koormav astuda võitlusse võistleva pakkujaga või vähemalt karta sellist varianti sedavõrd, et juba eos kitsendada enda tegutsemisvõimalusi sellise variandi realiseerumisel.

täiendavaid juhiseid. Grammatilise tõlgenduse tulemusena võib ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõike 2 ja VPTS § 171 lõike 3 alusel järeldada, et sihtemitentide juhtorganitel, kes muus osas on ülevõtmispakkumistes seotud neutraalsuskohustusega, on selline õigus kindlustatud. Järgnevalt soovib autor aga argumenteerida, et kuigi viidatud õigusaktides on üleskutsete avaldamine võistlevate pakkumiste tegemiseks formuleeritud õigusena, võib teatud juhtudel olla tegemist sihtemitendi juhtorganite hoolsuskohustusest tuleneva spetsiifilise kohustusega. Autori hinnangul on selline spetsiifiline kohustus tuletatav äriühingute juhtorganite liikmetele tavaliselt omastest hoolsuskohustustest, mistõttu tuleks esmalt kirjeldada põgusalt seda, kuidas hoolsuskohustusi reeglina määratletakse.

2.2 Äriühingu juhtorganite hoolsuskohustuse täitmine ülevõtmispakkumiste kontekstis

Kuivõrd ülevõtmispakkumiste regulatsioon puudutab VPTS § 164 lõike 1 alusel üksnes Eestis registreeritud aktsiaseltse, mille kõikide või teatud liiki aktsiatega kaubeldakse Eesti turul, on selliste äriühingute juhtorganite hoolsuskohustuste analüüsimisel esmatähtsaks ÄS-i aktsiaseltse puudutavad normid koos osahingute suhtes väljendatud põhitõdedega, tulenevalt nende kahe äriühingu vormi põhimõttelistest sarnasustest juhtorgani liikme kohustuste ja vastutuse sisustamisel. Ühelt poolt tuleb meeles pidada, et kuivõrd juhtorganite liikmetega sõlmitud lepingute näol on tegemist käsundilaadse suhtega, laieneb neile VÕS⁸² §-s 620 sätestatud käsundisaaja kohustus tegutseda käsundi laadist tuleneva vajaliku hoolsusega⁸³. TsÜS § 35 kohaselt peab juriidilise isiku juhtorgani liige oma seadusest või põhikirjast tulenevaid kohustusi täitma juhtorgani liikmelt tavaliselt oodatava hoolega.⁸⁴ Viimaks näeb ÄS § 306 lg 2 ette juhatuse kohustuse tegutseda majanduslikult kõige otstarbekamal viisil. Tegemist on hoolsuskohustuse kõige üldisema väljendusega, mida õiguskirjanduses⁸⁵ ja kohtupraktikas⁸⁶ käsitletakse kolmest elemendist koosnevana: 1) juhtorgani liige peab olema hoolas; 2) olema otsuste vastuvõtmiseks piisavalt informeeritud; 3) vältima ühingu põhjendamatute riskide võtmist⁸⁷.

⁸² Võlaõigusseadus. – RT I 2001, 81, 487 ... RT I, 31.12.2016, 7.

⁸³ Õiguskirjanduse kohaselt tähendab käsundile omane hoolsus kohustust teha kõik endast sõltuv, et saavutada käsundi jaoks parim tulemus ning ära hoida kahju. Kuigi äriühingu juhtorganite liikmete hoolsuskohustuse määratlemiseks on ka teisi norme, saab käesoleva magistritöö teemat arvestades märkida, et parima tulemuse saavutamise peaks juhtorgani liikme puhul toimuma äriühingu suhtes, s.t „käsund“ on antud juhul määratletav äriühingu poolt juhtorgani liikmele usaldatud kohustusega talitada viisil, mis maksimeerib äriühingu (ja/või selle osanike/aktsionäride osaluse) väärtuse. Käsundisaaja hoolsuskohustuse kohta vaata lähemalt: P. Varul jt (koost). Võlaõigusseadus III. Kommenteeritud väljaanne. Tallinn: Juura 2009, lk 8.

⁸⁴ Tsiviilseadustiku üldosa seadus. – RT I 2002, 35, 216 ... RT I, 12.03.2015, 106.

⁸⁵ K. Saare jt (viide 6), lk 139.

⁸⁶ RKTko 3-2-1-197-13, p. 19.

⁸⁷ Samas, lk 139-141.

Esimene küsimus aktsiaseltsi juhtorganite hoolsuskohustuse määratlemisel puudutab seega esimest eelnimetatud elementidest – mida tähendab aktsiaseltsi juhtorganite puhul „hoolsus“ ning millise kvaliteediga hoolsust nendelt nõutakse? ÄS § 315 lõige 1 ja § 327 lõige 1 kehtestavad vastavalt aktsiaseltsi juhatuse ja nõukogu liikmetele kohustuse käituda korraliku ettevõtja hoolsusega. Tegemist on aktsiaseltsi juhtorganite kõrgendatud hoolsusstandardiga⁸⁸, mille sisustamisel on määravat rolli mänginud kohtupraktika. Aktsiaseltsi juhtorganite liikmete vastutuse sisustamise põhiline skeem on Riigikohtu väljendatu kohaselt järgmine.⁸⁹ ÄS § 315 lõike 2 ja § 327 lõike 2 alusel vastutavad vastavalt juhatuse liige ja nõukogu liige aktsiaseltsi ees kahju eest, mille nad on põhjastanud oma kohustuste rikkumisega. Nimetatud kahju peab olema varaline⁹⁰ ning juba tekkinud või tekkimas, samuti peab rikkumise ja põhjustatud/põhjustatava kahju vahel esinema traditsiooniline põhjuslik seos (VÕS § 127 lõige 4)⁹¹. Samas ei piisa üksnes sellest, et aktsiaseltsile on tekitatud kahju ning nimetatud kahju leidis aset juhtorganite liikmete kohustuste rikkumise läbi. Nimetatud kohustuste rikkumine pidi aset leidma korraliku ettevõtja hoolsuse standardi rikkumise raames.⁹² Viimaks, aktsiaseltsil lasub kohustus tõendada, et juhtorgani liige on oma kohustusi rikkunud ning et selle tulemusena on aktsiaseltsile tekkinud kahju. Juhtorgani liikmel on seevastu võimalus tõendada, et ta rakendas oma tegevuses korraliku ettevõtja hoolsust⁹³. Sisuliselt on tegemist kohustuse rikkumist vabandava asjaoluga.

Selleks, et objektiivselt hinnata, kas aktsiaseltsi juhtorganite liikmed on käitunud korraliku ettevõtja hoolsusega, on see vajalik paigutada konkreetse valdkonna ja toimingute raamidesse, mh tuleks hinnata, millise tehinguga oli tegemist, millega aktsiaselts tegeleb, millised on konkreetse ärivaldkonna tavad jne⁹⁴. Sellele viitab ilmselge tõsiasi, et mõistlikult ei saa oodata väikeselt osahingult, mille ainuosanikuks ja ainsaks juhatuse liikmeks on üks inimene, samaväärselt hoolast tegutsemist, mida tuleks nõuda nn. korporatiivseid mammuteid juhtivatelt isikutelt⁹⁵. Seejuures tuleb ülevõtmispakkumiste juures arvestada ka, et sihtemitendid on börsiaktsiaseltsid, millele kehtivad kõrgendatud nõuded, tulenevalt investeringute avalikust

⁸⁸ K. Madisson jt. Juhatuse liikme vastutus. AS Äripäev: Tallinn 2014, lk 43-44 koos viidatud kohtupraktikaga.

⁸⁹ RKTko 3-2-1-20-14, p. 11.

⁹⁰ Juriidilistel isikutel ei ole üldiselt mittevaralise kahju hüvitamise nõudeõigust. Vt ka: H. Tammiste. Mittevaralisest kahjust Eesti kohtupraktikas. *Juridica* 2004, nr 2, lk 132.

⁹¹ RKTko 3-2-1-197-13, p. 14.

⁹² P. Varul jt. Äriühingu juhtorganid. Äriühingu juhtorganite liikmete õigused, kohustused ja vastutus. Äripäeva kirjastus: Tallinn 2005, lk 55.

⁹³ RKTko 3-2-1-40-13, p. 18.

⁹⁴ K. Madisson jt (viide 88), lk 41-42.

⁹⁵ K. Saare jt (viide 6), lk 140.

kaasamisest.⁹⁶ Seega, korraliku ettevõtja hoolsus eeldab selle sisustamist konkreetsete asjaolude kogumi kontekstis, alles pärast mida on võimalik asjaomase isiku tegevust võrrelda analoogsete, mõistlike ja objektiivsete teiste isikute tõenäolise käitumismalliga. Võistleva pakkumise kontekstis tähendab see seega vastuse otsimist järgmisele küsimusele: kas sihtemitendi juhtorgani liikmega sarnane kolmas isik oleks sarnases olukorras ning omades samaväärseid teadmisi⁹⁷ pidanud enda kohustuseks teha üleskutse võistlevate pakkumiste tegemiseks ning seda ka reaalselt teinud? Vastus sellele küsimusele peitub suuresti selles, millise mõõtmega omandavad majandusliku otstarbekuse reegli komponendid ülevõtmispakkumise kontekstis ning (magistritöö järgneva analüüsi valguses, mis pöörab tähelepanu ka Ameerika Ühendriikide kohtupraktikale) kuidas need suhestuvad ärilise kaalutluse reegluga (*business judgement rule*).

Majandusliku otstarbekuse reegel tähendab üldise printsiibina äriühingu juhtorgani liikme käitumise hindamise meetodit, millega ühelt poolt analüüsitakse juhtorgani liikme tegevuse tulemust ehk tagajärge. Teiselt poolt on majandusliku otstarbekuse reegel kantud ideest, millega tähtsust ei oma ainuüksi juhtorgani tegevuse tulemus⁹⁸. Seetõttu analüüsitakse paralleelselt juhtorgani liikme tegevust kui protsessi, eesmärgiga tuvastada selles järjepidev nõutava hoolsuse rakendamine. Hoolsuskohustuse järjepidev järgimine ilmneb eriti värvikalt selle ühes komponendis, piisava informeerituse nõudes.

Piisava informeerituse nõue viitab äriühingu juhtorgani liikme kohustusele viia end kurssi, milline on tema ees lasuv tegutsemisvõimaluste spektrum⁹⁹, milline on nii äriühingu, tema võlausaldajate kui ka laiema majanduse hetkeolukord (et tegutsemisvõimalusi vastavalt ahendada), millised on konkreetse tegutsemisvõimaluse efektiivseks ning äriühingu parimate huvide järgimiseks vajalikud toimingud ning millised on tegutsemisvõimaluse tagajärjed.¹⁰⁰ Seejuures on oluline tähele panna, et juhtorgani liiget ei saa pidada käitunuks piisavalt

⁹⁶ Samas, lk 334-335.

⁹⁷ Etteruttavalt peab autor vajalikuks märkida, et samaväärsete teadmiste hindamisel ei saa õiguse rakendaja jääda kammitsetuks subjektiivsetest teadmistest, millega sihtemitendi juhtorgani liige konkreetsel juhul piirduda võis. Sellises olukorras jääks piisava informeerituse nõue sisutühjaks, kui juhtorganite liikmed saaksid teadlikult panustada oma teadmatusetele, hoiduda vajaliku teabe omandamisest ning seeläbi pääseda vastutusest sihtemitendi ees.

⁹⁸ P. Varul jt (viide 92), lk 55. Kui see nii oleks, kujuneks olukord, kus puhtalt rikkumise olemasolu ja/või kahju tekkimine on iseenesest oma olemasolu tõttu käsitletav hoolsuskohustuse rikkumisena.

⁹⁹ Seda aspekti saab pidada lähedalt seotuks kolmanda majandusliku otstarbekuse reegli komponendiga – vältida põhjendamatute riskide võtmist. Seega on hoolsuskohustuse järgimisest kantud tegutsemisvõimaluste hulk ideaaljuhul juba eos väiksem.

¹⁰⁰ P. Varul jt (viide 92), lk 62.

informeeritult, kui ta on oma tegevuses maksimeerinud oma „loomuliku intelligentsi“.¹⁰¹ Tänapäevases majandustegevuses, ning eriti ülevõtmispakkumiste kontekstis, tulenevalt oma õiguslikult keerukusest, on tavaline, et aktsiaseltsi juhtorganite liikmete teadmised on reeglina toimiv sümbioos õiguslikest ja majanduslikest teadmistest. Isegi, kui konkreetsel juhul on sellised teadmised saavutanud oma lae, on erialakirjanduses peetud loomulikuks seda, et juhtorgani liige kaasab otsustusprotsessi eksperdi või muu spetsialisti¹⁰².

Ülevõtmispakkumiste kontekstis tähendab piisava informeerituse nõue autori hinnangul, et ühelt poolt peavad sihtemitendi juhtorganid loomulikult olema teadlikud ning ka reaalselt järgima kohustust jääda ülevõtmispakkumise avalikustamisel neutraalseks. Samaväärselt lasub juhtorganitel kohustus ammendavalt analüüsida ülevõtmispakkumise tegija avaldatud prospekti, millesarnast kohustust oleks ilmselt raskem laiendada sihtemitendi aktsionäridele¹⁰³. See kohustus on konkretiseeritult seda olulisem, et sihtemitendi nõukogu on VPTS § 171 lõike 2 alusel kohustatud koostama ning avalikustama oma arvamuse ülevõtmispakkumise kohta. Piisava informeerituse nõue tähendab seega siinkohal, et sihtemitendi juhtorganid peavad suutma hinnata avalikustatud ülevõtmispakkumist ja -prospekti selliselt, et nõutavate õiguslike ja majanduslike teadmiste pinnalt kujundada seisukoht nii ülevõtmispakkumise olulisemate tingimuste osas (nt kas ostuhind on mõistlikus vastavuses sihtemitendi aktsiate turuväärtusega¹⁰⁴) kui ka ülevõtmispakkumise aktsepteerimisega kaasnevate oluliste tagajärgede osas (nt milline on ülevõtmise mõju tööhõivele, mille olulisust ülevõtmispakkumiste direktiiv artikli 9 lõike 5 alusel ning Reeglid § 21 lõike 2 punkti 4 alusel seisukoha kontekstis eriliselt rõhutavad). Seetõttu on piisava informeerituse nõue peamine hoolsuskohustuse komponent, mille rakendamist sihtemitendi juhtorganitelt nõutav arvamuse avalikustamine eeldab. Seda põhjusel, et sihtemitendi aktsionärid võivad, ent ei pruugi olla suutelised võtma professionaalset ja kalkuleeritud seisukohta ülevõtmispakkumise ja selle tingimuste kohta¹⁰⁵. Seetõttu on seda olulisem, et sihtemitendi juhtorganid oleksid „teinud oma kodutöö“ – ehk olnud piisavalt informeeritud ülevõtmispakkumise dokumentide läbitöötamisel, et anda aktsionäridele kogu oluline, täpne ja täielik teave, mida nad vajavad kaalutletud otsuse langetamiseks.

¹⁰¹ RKTko 3-2-1-197-13, p. 20.

¹⁰² K. Saare jt (viide 6), lk 141.

¹⁰³ Commission Staff Working Document (viide 34), p. 3.2.1.

¹⁰⁴ K.J. Hopt (viide 19), lk 17.

¹⁰⁵ Analoogselt, õigusaktidest ei tulene korraliku ettevõtja hoolsuse nõuet tavalistele aktsionäridele, ÄS § 289 lõige 1 kehtestab aktsionäridele mõnevõrra nõrgema süülise vastutuse kriteeriumi.

Siinkohal võib tekkida küsimus sellest, kuivõrd on sihtemitendi juhtorganite (Eesti puhul nõukogu) hoolsuskohustused täidetud ülevõtmispakkumise kohta koostatava arvamuse avalikustamisega. Kui VPTS § 171 ja Reeglite § 22 näevad ette, et sihtemitendi juhtorganid peavad ülevõtmispakkumise kehtivuse kestel astuma distantseeritud rolli, on loomulik, et nende tegevuses on piisava hoolsuse hindamise võimalused piiratud. Seda põhjusel, et kui kaitsemeetmete rakendamine võinuks olla kooskõlas korraliku ettevõtja hoolsuse ja/või majandusliku otstarbekuse reeglina, puudub teoreetiliseks analüüsiks põhjus, kuivõrd selliste kaitsemeetmete kasutamine on nii VPTS § 171 lõike 3 kui ka ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõike 2 alusel piiratud (v.a käesoleva magistritöö punktis 1.2 nimetatud erandite esinemise korral). Seega, piisava hoolsuse rakendamine saab sihtemitendi juhtorganite tegevuses väljenduda pealtnäha ainult selles, et sihtemitendi nõukogu koostab ja avalikustab enda arvamuse, mis peaks selgust tooma ka kõige asjassepuutumatele aktsionäridele. Vastav arvamus peab olema kantud sihtemitendi nõukogu piisavast informeeritusest. Seega, kas sellises tegutsemisvõimaluste kitsikuses saab üldse jaatada, et sihtemitendi juhtorganitel on täiendavaid kohustusi, kui juhtorganid on rakendanud hoolsuskohustust ja avalikustanud oma arvamuse?

Autor asub siin seisukohale, et kui sihtemitendi nõukogu on oma arvamuse (nõuetekohaselt) avaldanud, ei ole juhtorganite tegutsemisvõimalused (ja -kohustused) ülevõtmispakkumise raames ammendunud. See ei tähenda kaugeltki vaikivat heakskiitu kaitsemeetmete salamisi kasutamisele. Pigem on autori hinnangul hoolsuskohustusel jätkuvalt kasvuruumi selles ülevõtmispakkumise etapis, kus arvamus ülevõtmispakkumise kohta on avaldatud. Nimelt, juhtorganite liikmete võimalused täita enda kohustust käituda sihtemitendi suhtes hoolsalt ei ammendu üksnes ülevõtmispakkumise kohta arvamuse koostamise ja avaldamisega. Täiendavaks viisiks maksimeerida väärtust sihtemitendi aktsionäride jaoks ning vältida nii sihtemitendile kui ka tema aktsionäridele kahju tekkimist, on erialakirjanduses väljendatud seisukoha kohaselt üleskutsete tegemine võistlevate pakkumiste tegemiseks.¹⁰⁶

Eeldusel, et sihtemitendi juhtorganid on rakendanud endal lasuvat hoolsuskohustust, täpsemalt olnud kestvalt piisavalt informeeritud, et omada realistlikku ning objektiivset ettekujutust sihtemitendi aktsiate väärtusest, on nad vastavalt ka võimelised hindama, kas ülevõtmispakkumises kajastatud ostuhind peegeldab sihtemitendi tegelikku väärtust. Sellisel juhul on piisava informeerituse nõue põimunud aktsionäridele väärtuse maksimeerimise

¹⁰⁶ F. Mucciarelli (viide 75), lk 415-416.

kohustusega¹⁰⁷. Sihtemitendi juhtorganid peavad olema piisavalt informeeritud, sealhulgas olema vajadusel küsinud asjatundjatelt lisateavet ja selgitusi¹⁰⁸, et reageerida ülevõtmispakkumisele ning vastavalt planeerida oma edasisi toiminguid. Ühelt poolt tähendab see seadusest otsesõnu (Eesti puhul nõukogule) tulenevat kohustust esitada aktsionäridele oma arvamus, mis kõigi eelduste kohaselt peaks mõistlikult aitama aktsionäridel otsus langetada. Samas, kui sihtemitendi juhtorganitele nähtub, et laekunud ülevõtmispakkumine ei peegelda nende hinnangul kogu väärtust, mida aktsionäridel oleks oma aktsiate eest võimalik saada, on neil autori hinnangul kohustus seda vastavalt ka väljendada. Kui juhtorganid jääksid sellises kontekstis tegevusetuks (kas otsesest hooletusest, kui teadlikult jäetakse aktsionärid nende võimalustest informeerimata või iseseisvate aktsiate väärtust puudutavate teadmiste puudumise tõttu), tuleks seda pidada hoolsuskohustuse rikkumiseks.¹⁰⁹ Seega peaks selline selge seisukoha võtmine nähtuma mitte ainult arvamuse avaldamises, vaid ka aktiivses tegutsemises kasumlike alternatiivide otsimisel.

Kui sihtemitendi suhtes tehakse ülevõtmispakkumine, mõjub see suure tõenäosusega aktsionäridele nende investeringuid valideerivalt – sisuliselt avaneb neil võimalus saada oma aktsiate eest koheselt raha.¹¹⁰ Selle osas, kuidas toimub aktsionäride otsustusprotsess, on loomulikult oluline osa sihtemitendi nõukogu avaldataval arvamusel: kui ülevõtmispakkumisprospekt on reeglina detailne ning eeldab tervikliku ülevaate saamiseks eriteadmisi¹¹¹, peaks nõukogu arvamus olema suunatud otse aktsionäridele ning sõnastama eelduslikult otsekohesemalt, millise mõjuga ülevõtmispakkumine olla võib. Samas tuleks arvestada ka sellega, et ainuüksi negatiivsel arvamusel ei pruugi olla piisavalt heidutavat mõju, et sihtemitendi aktsionärid loobuksid ülevõtmispakkumisest, mis juhtorganite silmis ei vasta sihtemitendi väärtusele. Selline olukord võib eriti silmapaistev olla olukordades, kus ülevõtmispakkumised on iseenesest haruldased ning seetõttu mõjub kohese väljamakse perspektiiv aktsionäridele proportsionaalselt atraktiivsemalt. Näiteks, käesoleva magistritöö punktis 2.1 käsitletud Baltic Tele AB ülevõtmispakkumise puhul leidis Eesti riik, kellele kuulus

¹⁰⁷ P.L. Davies. Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? *International and Comparative Law Journal* 2001/2, lk 443.

¹⁰⁸ K. Saare jt (viide 6), lk 141.

¹⁰⁹ K.J. Hopt (viide 19), lk 17. Muu hulgas on K.J. Hopt leidnud, et sihtemitendi juhtorganid on sihtemitendi aktsionäridele „oma eksperdid“, kelle arvamus on eriti oluline otsuse langetamisel.

¹¹⁰ Sellise lähenemise suhtes hoiatati ka praegu arutatava 21st Century Foxi poolt inglise telekommunikatsiooniettevõttele Sky tehtud ülevõtmispakkumise juures, vt ka: N. Pratley. Sky Investors Should Think in the Long Term and Reject Murdoch's Deal. – *The Guardian* 15.12.2016. – Arvutivõrgus: <https://www.theguardian.com/business/2016/dec/15/sky-investors-long-term-reject-murdochs-deal-nils-pratley> (26.04.2017).

¹¹¹ Commission Staff Working Document (viide 34), p. 3.2.1.

oluline osa Eesti Telekomis aktsiatest, et Baltic Tele AB pakutud aktsiate ostuhind on liiga madal. Samas ei takistanud see väikeaktsionäre oma aktsiaid Baltic Tele AB-le müümast. Seega ei pruugi nõukogu arvamus olla iseenesest piisav, et hoida ära aktsionäridele nende aktsiate eest väiksema väärtuse andmist, seda isegi juhul, kui sihtemitendi juhtorganid on ise piisavalt informeeritud ning teadlikud ostu-müügi suhte optimaalsest tasakaalust. Kokkuvõttes, autori hinnangul ei ole ainuüksi sihtemitendi nõukogu poolt (küllaltki passiivses rollis avaldatud) arvamus avaldamisega täidetud juhtorganite liikmete kohustus tegutseda korraliku ettevõtja hoolsusega. Seega, kui ülevõtmispakkumine on põhjustanud olukorra, kus sihtemitendi aktsiate müük on tõenäoline, eksisteerib juhtorganitel kohustus otsida võistlevaid pakkumisi.

Autor viitab siinkohal saksa õiguskirjandusele, kus on leitud, et võistlevad pakkumised on puhtalt oma olemuselt sihtemitendi aktsionäride poolt soovitatavad¹¹². Sellest tulenevalt, kui valitseva mõju üleminek sihtemitendis on kindel (s.t nõukogu võimalikust negatiivsest arvamusel ei ole piisanud ja ülevõtmine saab eelduslikult teoks), on juhtorganite liikmetel seadusest tuleneval hoolsuskohustusel põhinev kohustus¹¹³ otsida alternatiivseid, võistlevaid pakkumisi¹¹⁴. See tähendab, et juhtorganite liikmete üldisest hoolsuskohustusel koorub välja kitsendatud ning aktiivne kohustus kaitsta aktsionäride huve ning seda ülevõtmispakkumise menetluses, mis üldiselt eeldab juhtorganitelt neutraalsust (et mitte öelda passiivsust)¹¹⁵. Mõneti leevendab sellise kohustuse rõhuvust käesoleva magistr töö punktis 2.1 märgitu: ülevõtmispakkumiste tähtajad on reeglina (kui tegemist pole üleliia komplitseeritud tehinguga, siis just võistlevate pakkumiste kartuses) seatud VPTS § 165 lõikes 3 lubatud minimaalsele tasemele, s.t 28 päevale. Sellisest ajavahemikust ei piisa reeglina sellest, et n-ö tühjalt kohalt viia end läbi nõuetekohase auditi kurssi sihtemitendi majandusliku olukorra ning tegevusplaanidega ja koostada seejärel võistleva pakkumise esitamiseks vajalikud dokumendid. Seetõttu, kui tegemist on nimetatud olukorraga, kus esialgse ülevõtmispakkumise tähtaeg on seatud madalale, tähendab sihtemitendi juhtorganite poolt võistleva pakkumise kindlustamine seda, et võistlev pakkumine oli neil „taskust võtta“¹¹⁶. Ent jättes siinkohal kõrvale selle, milline

¹¹² E. Schwark jt. Kapitalmarktrechts-Kommentar. 4. Auflage. München: C.H. Beck, 2010, WpÜG § 33, äären 10-12.

¹¹³ Saksa väärtpaberite omandamise ja ülevõtmise seaduse § 33 kohaselt on võistleva pakkumise otsimine üks sihtemitendi juhatuse tegevustest, mis on käsitletav korraliku (*ordentlich*) ja hoolsa (*gewissenhaft*) juhatuse liikme toiminguna ja ei kuulu lubamatu käitsemeeetme alla. – Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. – Arvutivõrgus: https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/ (10.04.2017).

¹¹⁴ A. Zech. Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft in Bezug auf Abwehrmaßnahmen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Münster: LIT Verlag, 2003, lk 152.

¹¹⁵ F. Mucciarelli (viide 75), lk 409.

¹¹⁶ H. Fleischer (viide 71), äären 124-128.

saab tõenäoliselt olla võistleva pakkumise tegija eelnev ajalugu sihtemitendi juhtorganitega, tuleb erilist rõhku pöörata saksa õiguskirjanduses viidatule, täpsemalt olukorrale, kus sihtemitendi juhtorganil võib olla aktiivne kohustus otsida võistlevaid pakkumisi, kui kontrolli üleminek sihtemitendis on kindlustatud¹¹⁷. Tegemist on autori hinnangul ülimalt olulise täheldusega. Seda põhjusel, et sihtemitendi iseseisvuse minetamine on oluliseks teguriks ülevõtmispakkumisega silmitsi seisva sihtemitendi juhtorganite kohustuste määratlemisel mõlemal pool Atlandi ookeani.

Juhtorgani liikme kohustusi ülevõtmispakkumiste kontekstis on Ameerika Ühendriikides valdavalt kujundanud kohtupraktika. Nimetatud kohtupraktikas on täheldatav selge erinevus Euroopa ja Ameerika Ühendriikide juhatuse liikme kohustusi puudutava regulatsiooni osas. Kui näiteks Eestis on äriühingu juhtorgani liikmel võimalik tõendada, et ta käitus korraliku ettevõtja hoolsusega, ei vastuta ta äriühingule oma kohustuste rikkumisega põhjustatud kahju eest. Selle juhtumipõhise analüüsi aluseks on juhtorgani liikmete poolt piisava hoolsuse rakendamine oma tegevuses, mille eeldus on piisav informeeritus ja mille kestel välditakse põhjendamatute riskide võtmist. Ameerika Ühendriikides on erinevalt Euroopast laiemalt levinud nn. *business judgement rule* (eesti keeles „ärilise kaalutluse reegel“). Ärilise kaalutluse reegli kohaselt ei laiene juhatuse liikme kohustustele n-ö tavaline järelevalve. Juhatuse liikmete tegevus on põhimõtteliselt kantud kiiresti arenevast ning tihtipeale heitlikust majanduslikust keskkonnast, milles otsuste langetamine hõlmab paratamatult suurt majanduslikku riski äriühingule¹¹⁸. Seetõttu, kui juhatuse liikmete iga otsusega ning selle vähimate negatiivsete tagajärgedega kaasneks juhatuse liikme varaline vastutus, ei oleks juhatuse liikmed eelduslikult valmis võtma vastu olulisi otsuseid, millel Ameerika Ühendriikide äriühingute mastaapi arvestades oleksid igal juhul olulise mõjuga tagajärjed. Seega on juhatuse liikmed vaikimisi kaitstud vastutuse eest, kuna neile on usaldatud suur tegevusvabadus (ehk kaalutlus) äritegevuse juhtimisel ja korraldamisel. Eelnevast tuleneb, et kui Eestis saab kohustuste rikkumise läbi kahju kandnud isik suuremate raskusteta pöörduda oma õiguste kaitseks kohtusse, pärast mida peab juhtorgani liige suutma tõendada enda tegevuse vastavust korraliku ettevõtja hoolsusele (ja selle alapõhimõtetele), siis Ameerika Ühendriikides on juhatuse liikmed n-ö etteulatuvalt kaitstud ning nende tegevuse tagamaid saab lahata üksnes erilistes olukordades¹¹⁹.

¹¹⁷ Samas. Samas tuleb toonitada, et ka saksa erialakirjanduses pole tegemist selgeks vaieldud teemaga, vt: W. Goette (viide 73), ääremärge 154 (koos viidatud seisukohtadega).

¹¹⁸ T. Kalas. Juhatuse liikmete hoolsuskohustus ja ärilise otsuse reegel üldise õiguse maades. – *Juridica* 2000, nr 5, lk 274.

¹¹⁹ Senior Aronson jt v Harry Lewis jt, 473 A.2d 805 (Delaware 1984), p. 56. – Arvutivõrgus: <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4289> (26.04.2017).

Ameerika Ühendriikide ühinguõigusliku kohtupraktika kohaselt ei sekku kohtud üldiselt tagantjärele juhatuse liikme otsuste sisusse ning ei karista seega juhatuse liikmeid nende otsuste kõikide tagajärgede eest¹²⁰. See on sarnane ka Eesti kohtutes väljendatud seisukohaga, mille kohaselt kohtud ei hinda korraliku ettevõtja hoolsuse kontekstis juhtorgani liikme otsuse absoluutset õigsust, vaid majanduslikku otstarbekust.¹²¹ Küll aga ei ole Eestis takistusi sellel, et kohtud hindamisprotsessi alustaksid, mis Ameerika Ühendriikides aga eeldab eriliste asjaolude esinemist. Üks sellisteks erilisteks asjaoludeks on ka Ameerika Ühendriikides väga suurt majanduslikku mõju omavad ülevõtmispakkumised.¹²²

2.3 *Revlon Inc. v MacAndrews & Forbes*

Üks olulisematest kohtulahenditest sihtemitendi juhtorganite kohustuste ulatuse määramisel tehti 13. märtsil 1986, mil Delaware'i osariigi ülemkohus tegi otsuse lahendis *Revlon, Inc v MacAndrews & Forbes*¹²³. Tegemist oli märgilise tähtsusega kohtulahendiga, milles kohus sisustas esmakordselt põhjalikumalt sihtemitendi juhatuse liikme kohustusi ülevõtmispakkumistes. Samuti pööras kohus tähelepanu sellele, millistel tingimustel peab toimuma suhtlus sihtemitendi juhatuse ning ülevõtmispakkumise tegijate (sh võistleva pakkuja) vahel.

Delaware'i ülemkohtuni jõudis vaidlus esmalt esimese astme kohtust¹²⁴, millele eelnes järgnev keerukas asjaolude kogum¹²⁵. Revlon oli aktsiaselts, mille põhilisteks tegevusvaldkondadeks on (tänapäevani) kosmeetika, naha- ja isikuhooldustoodete ning lõhnaõlide arendus, tootmine, turundus ja müük¹²⁶. 1985. aasta augustis tehti Revlonile ülevõtmispakkumine Pantry Pride'i poolt, mis oli supermarketite kett (kohtuasjas hagejaks olnud MacAndrews & Forbes oli Pantry Pride'i emaettevõtja). Pantry Pride'i ülevõtmispakkumine oli algselt suunatud üksnes Revloni

¹²⁰ Samas.

¹²¹ RKTko 3-2-1-45-03, p 21.

¹²² *Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc.* 637 A.2d 34 (Delaware 1994), p. 44. – Arvutivõrgus: <https://h2o.law.harvard.edu/collages/4298> (26.04.2017).

¹²³ *Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A.2d 173 (Delaware 1986). – Arvutivõrgus: <https://h2o.law.harvard.edu/cases/2967> (26.04.2017).

¹²⁴ Inglise keeles „*court of chancery*“, mis Delaware'i osariigis on pädev lahendama kõiki õiglust puudutavaid küsimusi, mis praktikas tähendab korporatiivseid, kaubanduslikke, maaostu- ja lepinguküsimusi. Õigluskohust saab edasi kaevata Delaware'i ülemkohtusse. Vt lähemalt: *Court of Chancery. Delaware Courts.* – Arvutivõrgus: <http://courts.delaware.gov/chancery/> (10.04.2017).

¹²⁵ *MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc.* 501 A.2d 1239 (Delaware 1985).

¹²⁶ *Revlon, Inc. Form 10-K [majandusaasta aruanne]*, 31 December 2016. United States Securities and Exchange Commission, Item 1. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/887921/000088792117000004/rev201610-k.htm> (04.04.2017).

juhatusetele ning selle väärtuseks oli 43 dollarit aktsia kohta või 45 dollarit aktsia kohta, kui toimub vaenulik ülevõtmine¹²⁷. Revloni juhatus leidis, et selline ostuhind on oluliselt väiksem kui Revloni turuväärtus, mis palgatud ekspertide hinnangul oli 60-70 dollarit aktsia kohta, samuti oli juhatusel liikmetel põhjust arvata, et Pantry Pride'i pakkumise eesmärk on Revloni tükeldata ning majandusüksused eraldi ja kasumlikumalt võõrandada. Seega oli Revloni juhatusel negatiivse seisukoha võtmiseks kaks põhjust: esiteks, Pantry Pride'i pakutud aktsiate ostuhind oli nende hinnangul Revloni turuhinnast madalam ning teiseks, tehingu tulemusena kaotaks Revlon iseseisvuse ning ühtlasi laguneks selle korporatiivne struktuur.¹²⁸

Revloni juhatus koosolek võttis seetõttu vastu tegutsemisplaani, mille kohaselt Revlon ostis kaitsemeetmena tagasi 5 miljonit oma ringluses olevast 30 miljonist aktsiast ning kehtestas nn. „õiguste kokkuleppe“, mille kohaselt Revloni aktsionäridele jagati dividendidena õigus vahetada üks aktsia 65-dollarilise võlakirja vastu, mille arvelt kohustus Revlon tasuma intressi. Õiguste kokkulepe pidi aktiveeruma, kui kolmas isik omandab 20% Revloni aktsiatest.¹²⁹ Seega reageeris Revlon Pantry Pride'i ülevõtmispakkumisele kaitsemeetmetega, mis rakendudes võisid kergesti põhjustada Revloni pankroti.

4 päeva hiljem tegi Pantry Pride avaliku ülevõtmispakkumise, millega pakkus Revloni aktsionäridele 47,5 dollarit aktsia kohta. Ülevõtmispakkumine oli mitmes aspektis tingimuslik: ühelt poolt oli tingimuseks Pantry Pride'i võimekus leida vajalikud rahalised vahendid ülevõtmise läbiviimiseks¹³⁰ ning teiselt poolt pidi õiguste kokkulepe kaotama oma kehtivuse. Revloni juhatus leidis, et ka muudetud pakkumise ostuhind on oluliselt madalam Revloni turuväärtusest ning õhutas aktsionäre pakkumist tagasi lükkama. Alternatiivina pakkus Revlon, et ostab tagasi 10 miljonit aktsiat, vahetades ühe aktsia 47,5 dollarilise põhisummaga võlakirja ning 100-dollarilise väärtusega eelisaktsia vastu. Pakkumise kõrvaltingimuseks oli ka, et Revlon ei võta endale täiendavalt laenukohustusi. Seda võimalust kasutasid 87% Revloni aktsionäridest, mille tõttu suurenes ettevõtte võlasumma 475 miljoni dollari võrra ning omakapitali vähendamise tõttu alanes allesjäänud aktsionäride aktsiate väärtus. Pantry Pride

¹²⁷ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1243.

¹²⁸ Samas.

¹²⁹ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1244.

¹³⁰ Võrdlusena oleks selline tingimus Eestis olnud vastuolus VPTS § 170 lõikega 3, mis lubab ülevõtmispakkumist teha üksnes piisavate vahendite olemasolul ja mille täitmist Finantsinspeksioon Reeglite § 8 lõike 7 mõttes eriliselt kontrollib. Kui piisavate rahaliste vahendite olemasolu on ebaselge, nagu see oli Pantry Pride'i pakkumise puhul, poleks Pantry Pride Eestis Finantsinspeksiooni kooskõlastust saanud.

võttis Revloni toimingute valguses oma pakkumise tagasi ning esitas uue ülevõtmispakkumise, mille väärtuseks oli 42 dollarit, mida hiljem suurendati 53 dollarini.¹³¹

Revlon oli Pantry Pride'ile teadmata alustanud läbirääkimisi teise potentsiaalse ülevõtjaga, Forstmann Little & Co. Revlon ja Forstmann jõudsid kokkuleppele, millega Forstmann võtab üle kõik Revloni aktsiad, tasudes aktsionäridele 56 dollarit aktsia kohta. Ühtlasi nõustus Forstmann võtma enda kanda aktsiate tagasiostmisest tekkinud võla summas 475 miljonit dollarit, millega vabastati Revlon ka täiendava laenukoorma võtmise piirangust ning Revlon kohustus lunastama õiguste kokkuleppega seonduvad vahetusvõlakirjad. Vahetusvõlakirjade lunastamiseks kavandati Revloni ravimi- ja kosmeetikatoodete harude võõrandamist. Laenukoorma suurendamise piirangu kadumise tõttu hakkasid paralleelselt väärtust kaotama eelisaktsiad, mille Revlon oli aktsiate tagasiostmiseks väljastanud. Seetõttu hakkas Revloni juhatusele aina suuremat muret valmistama eelisaktsionäride pahameel ja nendepoolsete kahjunõuete oht.¹³²

Kokkuleppe sõlmimisele järgnes rida ülepakkumisi, mis tulenes asjaolust, et Pantry Pride kavatses vastata igale ostuhinna kõrgendamisele, mille Forstmann tegi. Forstmann tõstis enda pakutud ostuhinna lõpuks 57,25 dollarini aktsia kohta ning nõudis enda kasuks lisatingimusi: ühelt poolt anti Forstmannile õigus omandada teatud Revloni ettevõtte osad, kui ükski isik omandas üle 40% Revloni aktsiatest (sisuliselt ostuoptsioon, ing. k. „*lock-up option*“), samuti ei tohtinud Revlon enam kopsaka leppetrahvi ähvardusel pidada paralleelseid läbirääkimisi kolmandate isikutega (eksklusiivsuskokkulepe, ing. k. „*no-shop provision*“). Samuti vahetas Forstmann välja 10 miljonit võlakirja, mille Revlon oli oma aktsiate tagasiostmise käigus väljastanud ning mille väärtus oli hakanud langema, ähvardades juhatust kahjunõuetega. Eeltoodu tähendas sisuliselt Pantry Pride'i lõplikku kõrvaletõrjumist. Revlon teatas Pantry Pride'ile, et tema ostuhind (56 dollarit aktsia kohta) on liiga madal ning asus sõlmima Forstmanniga ülevõtmislepingut. Pantry Pride esitas esialgse õiguskaitse taotluse lepingu sõlmimise suhtes.¹³³

Delaware'i esimese astme kohus rõhutas esmalt, et sihtemitendi juhtorganite toiminguid ülevõtmispakkumiste raames tuleb hinnata ärilise kaalutluse reegli pinnalt. See tähendab, et kohus ei langeta ärilisi otsuseid juhtorganite eest (mis tähendaks sisuliselt majandusliku

¹³¹ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1244-1245.

¹³² MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1245.

¹³³ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1245-1246.

otstarbekuse hindamist), vaid nõuab juhtorganite liikmetelt üksnes, et otsused oleksid langetatud „informeeritud ärilise kaalutluse“ tulemusena (*informed business judgment*). Kohus leidis, et kaitsemeetmete rakendamine ei ole ärilise kaalutluse reegli valguses iseenesest keelatud ning juhul, kui toimub vaenulik ülevõtmine, võib nende rakendamine olla ka kohustuslik, kui pakkumine ei ole äriühingu ja selle aktsionäride huvides.¹³⁴ Revloni algseid toiminguid (sh õiguste kokkuleppe kehtestamisel ja aktsiate tagasiostmisel) nägi kohus legitiimsete meetoditena, kuidas tõrjuda vaenulikku ülevõtmispakkumist. Sealjuures oli oluline ka see, et Revloni peamine motiiv Pantry Pride'i ülevõtmispakkumise tõrjumisel oli vältida Revloni korporatiivse struktuuri lõhkumist. Seega käitus Revloni juhatus kooskõlas ärilise kaalutluse reegluga, kui nad rakendasid eelnimetatud kaitsemeetmeid ning asusid paralleelsetesse läbirääkimistesse Forstmanniga, kes algsete eelduste kohaselt säilitanuks Revloni ülesehituse.¹³⁵

Siiski toonitas kohus, et Revloni juhatus irdus lõpuks ärilise kaalutluse reegli rakendamisest ning ei lähtunud enam äriühingu ja aktsionäride, vaid enda huvidest. Nimelt, kui Revloni juhatus mõistis, et ka Forstmanni lisandumine valemisse ei heiduta Pantry Pride'i ostuhinna järk-järgulisest kergitamisest, asus Revloni juhatus andma Forstmannile proportsionaalselt rohkem ärilist teavet Revloni kohta kui Pantry Pride'ile. Pantry Pride asetati seega ebavõrdsesse olukorda ülevõtmises, kus nii tema kui Forstmanni pakkumised olid sisuliselt võrreldavad.¹³⁶ Seetõttu näis õigluskohutule eriliselt põhjendamatu, et ostuhinna kergitamise eest vaid 1 dollari võrra aktsia kohta anti Forstmannile nii Revloni ettevõtete ostuoptsioon kui ka õigus nõuda eksklusiivsuskokkuleppest kinnipidamist. Sisuliselt oli Revlon jõudnud ka Forstmanniga olukorda, kus Revloni tükeldamine mingil moel oli paratamatu. Kohus toonitas, et sellises olukorras oli Revloni tükeldamine juba sisuliselt realiseerunud, mistõttu langes ära üks kaitsemeetmete rakendamise alustest. Sõelale jäi üksnes aktsionäridele väärtuse maksimeerimine, millist kohustust Revloni juhatus rikkus, kuna Forstmannile eelnimetatud õiguste andmisega sisuliselt lõpetati aina tulemuslikumaks kujunenud oksjon. Kohus tuvastas, et Revloni juhatuse tegutsemismotiivid peitusid peamiselt selles, et Forstmann oli nõustunud vahetama välja Revloni väärtust kaotanud eelisaktsiad ning seega neutraliseerinud ohu, et eelisaktsionärid esitavad kahjunõudeid Revloni juhatuse vastu. See tähendas, et Revlon ei

¹³⁴ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1247.

¹³⁵ Samas.

¹³⁶ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1248.

tegutsenud enam ärilise kaalutluse reegli nõuetele vastavalt (ehk aktsionäride huvides, nende väärtust maksimeerides), vaid kitsalt enda huvides.¹³⁷

Kokkuvõttes leidis kohus, et Revloni juhatus oli talitanud esmalt kiiduväärselt, kuna võistleva ülevõtmispakkumise kindlustamine viis aktsiate ostuhinna algselt 42 dollarilt aktsia kohta tervelt 58 dollarini aktsia kohta. See oli kooskõlas juhatuse hoolsuskohustusega, mis nõudis juhatuse liikmetelt aktsionäride ja äriühingu huvide aktiivset kaitset, mis antud juhul realiseerus sisuliselt võistleva ülevõtmispakkumise kindlustamisega. Küll aga rikkus Revloni juhatus ärilise kaalutluse reeglit ja oma hoolsuskohustust, kui kitsastest erahuvides lähtudes seoti end Forstmanniga ning lõpetati pakkumisprotsess, mille raames oli ostuhinnal potentsiaali suurenda¹³⁸.

Revloni juhatus kaebas esimese astme kohtu otsuse edasi Delaware'i ülemkohtusse, väites, et esimese astme kohus eksis Revloni juhatuse puhul hoolsus- ja lojaalsuskohustuste rikkumist tuvastades. Delaware'i ülemkohus nõustus esimese astme kohtuga ning märkis käesoleva magistratöö uurimiseseme osas ka järgmist. Ärilise kaalutluse reegli kohaselt eeldatakse, et otsuse langetamisel tegutsesid äriühingu juhatuse liikmed informeeritult, heas usus ja tõsimeeli uskudes, et asjaomane toiming on äriühingu parimates huvides. Paralleelselt on sihtemitendi juhtorganite liikmetel oma erilisest usaldussuhtest tulenev hoolsus- ja lojaalsuskohustus. Ülemkohus leidis, et ülevõtmispakkumiste kestel on keskmisest suurem oht, et sihtemitendi juhtorganite liikmed lähtuvad oma erahuvidest. Seetõttu lasub neil kohustus tõendada, et nende hinnangu kohaselt tulenes ülevõtmispakkumisest oht äriühingu toimimisele ja/või efektiivsusele. Selline hinnang loetakse põhjendatuks, kui juhatuse liikmed suudavad esile tuua oma käitumise heausksuse ja informeerituse.¹³⁹ Ülemkohus leidis, et kui Revloni tükeldamine oli muutunud paratamatuks, lasus Revloni juhatuse liikmetel kohustus kindlustada oma aktsionäridele nende aktsiate eest kõrgeim hind. Olukorras, kus nad eelisaktsionäride ees vastutusest vabanemiseks hävitasid konkurentsi kahe võistleva ülevõtmispakkumise tegija vahel, rikkusid Revloni juhatuse liikmed oma hoolsus- ja lojaalsuskohustust aktsionäride suhtes.¹⁴⁰

¹³⁷ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1249-1250.

¹³⁸ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1250-1251.

¹³⁹ Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., p. 180.

¹⁴⁰ Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., p. 182, 185.

Kokkuvõttes tuleneb Revloni juhtumist võistlevate ülevõtmispakkumiste otsimise mõttes kaks järeldust. Esiteks, ülevõtmispakkumised on keskmisest vastutusrohkemad tehingud, mille raames rakendatakse sihtemitendi juhtorganite liikmete tegevusele suuremat järelevalvet, kui ärilise kaalutluse reegel seda tavaliselt võimaldaks.¹⁴¹ Selliselt on Ameerika Ühendriikide praktika mõnevõrra lähedasem näiteks Eesti juhtorganite hoolsuskohustustega, kus korraliku ettevõtja hoolsus kujutab endast kõrgemat hoolsusstandardit¹⁴². Olukorras, kus sihtemitendi juhtorganite liikmed täheldavad, et avalikustatud ülevõtmispakkumise õnnestumisel ähvardab sihtemitendi korporatiivset struktuuri oht või kui ostuhind jääb allapoole mõistlikult saavutatavat turuhinda, lasub sihtemitendi juhtorganite liikmetel hoolsus- ja lojaalsuskohustus võtta tarvitusele meetmed sihtemitendi ja selle aktsionäride kaitseks. Sihtemitendi kaitsmine hõlmab selle korporatiivse struktuuri säilitamist, aktsionäride huvide kaitsmine väljendub aga parima võimaliku ostuhinna kindlustamises. Antud juhul hõlmas Revloni juhatuse tegutsemine nii kaitsemeetmeid kui ka võistleva pakkuja (*white knight*) otsimist. Tulenevalt Ameerika Ühendriikide ja Euroopa Liidu liikmesriikide õigussüsteemide erinevusest, ei saa Euroopa Liidus laiendada sellist tõlgendust nii kaugele, et vaikimisi lubatavad meetmed hõlmaksid ka kaitsemeetmeid. Samas leiab autor, et kohustuslikuks meetmeks tuleb Euroopa mõistes pidada võistleva ülevõtmispakkumise otsimist. Nagu eelnevalt märgitud, on saksa õiguskirjanduses leitud, et kui sihtemitendi iseseisvuse kaotamine on muutunud tõenäoliseks (mis, olenevalt ülevõtmispakkumise tegija plaanidest, võib omakorda tuua kaasa ebasoovitavaid muudatusi sihtemitendi korporatiivses struktuuris), võib juhtorganite liikmetel lasuda hoolsuskohustus otsida võistlevaid pakkumisi¹⁴³. Seega, kui ülevõtmispakkumises täheldab sihtemitendi juhtorgan, et ülevõtmispakkumine toob kaasa negatiivse mõju sihtemitendi struktuurile või jääb aktsionäridel saamata nende aktsiate parim väärtus, lasub sihtemitendi juhtorganitel kohustus otsida võistlevat ülevõtmispakkumist. Olukorras, kus omavahel konkureerivad struktuuri- ja hinnapõhised huvid, ei pea võistlev pakkumine iseenesest nägema ette kõrgemat ostuhinda – korporatiivse struktuuri säilitamine võib mõistlikkuse piirides õigustada mõnevõrra madalamat ostuhinda.¹⁴⁴

Teiseks, kui võistlev pakkumine on esitatud ning tekkinud on olukord, kus sihtemitendi iseseisvuse kaotamine ja/või muudatused selle struktuuris on seeläbi muutunud vältimatuteks, jääb kaalukaasile üksnes aktsionäride huvide kaitsmise kohustus. Selle kohustuse saavad

¹⁴¹ Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., p. 180.

¹⁴² K. Madisson jt (viide 88), lk 43-44.

¹⁴³ A. Zech (viide 114), lk 152.

¹⁴⁴ Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., p. 182.

sihtemitendi juhtorganite liikmed täita, kui nad tagavad atmosfääri, mida iseloomustab tõhus konkurents pakkujate vahel. See tähendab, et väärtuse maksimeerimise kohustus jääb prevaleerivaks ning selle edendamise nimel peab sihtemitendi juhtorgan andma võrdset teavet kõigile pakkujale.¹⁴⁵ Revloni puhul nähtus selge eelistus Forstmanni suhtes ning Pantry Pride'iga ei toimunud kordagi formaalseid läbirääkimisi, kuigi viimase järjekindlust arvestades võinuks see tulemusi anda. Seetõttu, kui võistlev pakkumine on laekunud, on juhtorganid kohustatud ühelt poolt kohtlema kõiki pakkujaid võrdselt – seda toonitab Eesti kontekstis ka Reeglite § 23 lõige 3. See tähendab, et sihtemitenti puudutava info jagamine peab toimuma võrdselt, samuti peab vajadusel võrdselt toimuma juurdepääsu andmine võimaliku auditi raames. Lisaks, kui muud korporatiivsed hindamiskriteeriumid (nt sihtemitendi koosseisu säilitamine) on pakkumisprotsessi kestel ära langenud, jääb ainsaks huviks aktsionäridele väärtuse maksimeerimine, kuna muud kriteeriumid ei ole enam asjakohased (nt soovivad mõlemad ülevõtmispakkumise tegijad ettevõtte mõne osa võõrandada või soovivad mõlemad tehaste ümberpaigutamist odavamaga töötajad riiki). Vastavalt peavad olema sõnastatud ka arvamused, mida sihtemitendi juhtorganid (Eesti puhul nõukogu) oma aktsionäridele esitavad¹⁴⁶.

2.4 *Paramount Communications Inc. jt v QVC Network Inc.*

Nagu eelnevalt märgitud, oli Revloni juhtum vundamendiks järgnevale sihtemitendi juhtorganite kohustusi määratleva kohtupraktika kujunemisele Üks kõige ulatuslikumaid selgitusi ning edasiarendusi Revloni argumentatsioonile leidis aset 4. veebruaril 1993, mil Delaware'i ülemkohus¹⁴⁷ tegi otsuse kohtuasjas *Paramount Communications Inc jt v QVC Network Inc*¹⁴⁸.

¹⁴⁵ Samas.

¹⁴⁶ Reeglite § 21 lõike 3 alusel on ülevõtmispakkumise muutmisel sihtemitent kohustatud 2 kauplemisspäeva jooksul muutmise avalikustamisest esitama põhjendatud arvamuse muudatuste kohta. See tähendab, et kui ülevõtmispakkumiste vaheline konkurents taandub ostuhinnale ning on sisuliselt identne muude kriteeriumite osas, peab vastav arvamus peegeldama nõukogu hinnangut nii sellele, milline on üldine korporatiivne tagajärg ülevõtmispakkumise aktsepteerimisel (sh sihtemitendi koosseisu säilitamise osas) kui ka seda, millises vastavuses on ostuhind sihtemitendi turuhinnaga.

¹⁴⁷ Siinkohal võib tekkida küsimus, miks on just võrdlemisi pisike (suuruselt 49. osariik) Delaware allikaks, kust tuleneb sedavõrd suur hulk olulist ühinguõiguslikku kohtupraktikat. Põhjus on küllaltki lihtne. Delaware'is on äriühingute asutamine oluliselt lihtsam, samuti on sealne maksuõiguslik regulatsioon paindlik. Delaware'i *court of chancery* asutati juba 1792. aastal ning on üks kogenumaid õiguskaitsesutusi ühingu- ja kaubandusõiguse valdkonnas. Lisaks eeltoodule lahendatakse vaidlused õigluskohustus reeglina 90 päeva jooksul. Eeltoodu on kulmineerunud sellega, et 64% Fortune 500 nimekirja kantud ettevõtjatest on asutatud Delaware'is.

¹⁴⁸ *Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc.* 637 A.2d 34 (Delaware 1994).

Paramount Communications Inc. oli konglomeraat erinevatest ettevõtetest, mille hulka kuulusid filmistuudio Paramount Pictures, kirjastus, korvpalli- ja hokimeeskond ning kontsertkeskus Madison Square Gardenis. Tänapäevaks on konglomeraat lagunenu. ¹⁴⁹ QVC Network on tänapäevaks tegutsenud ettevõtja, mille peamiseks tegevusalaks on müügitgevus televisioonikanalite kaudu (nn. „telemüük“). ¹⁵⁰ 1993. aastal hakkas Paramount iseseisvalt otsima partnereid ühinemis- või ülevõtmistehinguks, mis aitaks Paramountil jääda areneval meelelahutus-, meedia- ja kommunikatsiooniturul konkurentsivõimeliseks. Paramount asus seetõttu läbirääkimistesse Viacom Inc.-iga. Viacom on samuti konglomeraat, millele kuulub arvukalt telekanaleid ning filmistuudioid. Läbirääkimised kestsid 1993. aasta juulist septembrini ning sel perioodil sai Paramount ühtlasi teada, et QVC kavandab ülevõtmispakkumise tegemist. 12. septembril 1993 sõlmisid Paramount ja Viacom lepingu, mille kohaselt iga Paramounti aktsia eest tasuti sularahas 9,1 dollarit ning lisaks konverteeriti järelejääv osa Viacom'i aktsiateks. ¹⁵¹ Poolte vahel sõlmitud leping sisaldas aga järgmisi tingimusi, mis Revloni kogemuse põhjal peaksid ka siinkohal probleemsetena näima.

Esiteks sõlmisid pooled eksklusiivsuskokkuleppe (*no-shop provision*), mille kohaselt Paramountil oli keelatud otsida, õhutada, arutada, läbi rääkida või muul moel heakskiitu anda võistlejatele pakkumistele, v.a. juhul, kui selline võistlev pakkumine on esitatud ilma Paramounti üleskutseta, heas usus ja ei ole ülevõtmise finantseerimise osas olulises osas tingimuslik. Teiseks nägi pooltevaheline leping ette, et kui Paramounti juhatus soovib võistleva pakkumise aktsepteerimist, kui Paramounti aktsionärid ei kiida ülevõtmist heaks või kui Paramount lõpetab lepingu võistleva pakkumise tõttu, kohustub Paramount Viacomile tasuma 100 miljonit dollarit leppetrahvina (nn. lõpetamistasu, ingl. k. *termination fee*). Kolmandaks anti Viacomile 19,9% Paramounti aktsiate ostuoptsioon juhaks, kui esineb ülalnimetatud leppetrahvi tasumise alus. Viacomil oli ebatavaline õigus tasuda aktsiate eest kaheldava väärtusega võlakirjadega ning Paramountil oli piiritlemata kohustus hüvitada ostuoptsiooniga ette nähtud ostuhinna ja aktsiate turuhinna vahe. Kuna Paramounti hüvitamiskohustus ei näinud ette selle maksimaalset ulatust, tekitas Paramounti juhatus endale olukorra, kus hüvitamiskohustus võib ettevõttele muutuda üle jõu käivaks. ¹⁵²

¹⁴⁹ Company Overview of Paramount Communications Inc. Bloomberg L.P. – Arvutivõrgus: <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=866999> (24.04.2017).

¹⁵⁰ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 20.

¹⁵¹ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 21-26.

¹⁵² Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 27-29.

Paramount ja Viacom avalikustasid kokkuleppe 12. septembril 1993. Vahetult pärast seda saatis QVC juhatus Paramountile kirja, milles pakkus ostuhinnaks 80 dollarit aktsia eest, koosnedes 30 dollarist sularahast ning ülejäänud osa QVC aktsiatest. QVC esitas Paramountile ka enda finantseerimisvõimekust tõendavad dokumendid, et pääseda mööda eksklusiivsuskokkuleppest.¹⁵³ Läbirääkimised edenesid aga aeglaselt, mistõttu esitas QVC 21. oktoobril 1993 kohtusse avalduse Paramounti ja Viacom'i vahelise lepingu kehtivuse peatamiseks ning avalikustas ka ülevõtmispakkumise, mille üheks tingimuseks oli Viacom'i ostuoptiooni tühistamine.¹⁵⁴ Kuna QVC pakkumine oli pea 10 dollarit aktsia kohta väärtuslikum kui Viacom'i pakkumine, asusid Viacom ja Paramount uuesti läbirääkimistesse, mis oluks ideaalne võimalus Paramounti juhatusel vabaneda eelnimetatud probleemsetest lepingutingimustest. Seda võimalust Paramounti juhatus aga ei kasutanud, läbirääkimised kulmineerusid üksnes kõrgema ostuhinnaga. Sellele järgnes kuu aega kestnud vahelduv ostuhinna tõstmine Viacom'i ja QVC poolt, kusjuures viimase laeks jäi 15. novembril 1993 90 dollarit aktsia eest.¹⁵⁵ Paramounti juhatus jõudis lõpuks järeldusele, et QVC ülevõtmispakkumine ei ole Paramounti aktsionäride huvides. Selle põhjuseks toodi asjaolu, et QVC ülevõtmispakkumine oli liigselt tingimuslik, samuti et Paramounti juhatus ei pidanud võimalikuks neid tingimusi QVC-ga arutada, tulenevalt eksklusiivsuskokkuleppest. Lisaks leiti, et partnerlus Viacomiga on Paramountile strateegiliselt kasulikum kui QVC ülevõtmispakkumise järelmid. 24. novembril andis Delaware'i esimese astme kohus esialgse õiguskaitse QVC-le Viacom'i ja Paramounti kokkuleppe suhtes, millele Paramount ja Viacom esitasid kaebuse Delaware'i ülemkohtule.¹⁵⁶

Delaware'i ülemkohus kasutas Paramounti juhtumit võimalusena komplekteerida ühte varamusse senine ülevõtmisi puudutav sihtemitendi juhatuse liikmete kohustusi puudutav kohtupraktika ning ühtlasi selgitada, millistes olukordades on sihtemitendi juhtorganite liikmetel nn. Revloni kohustused (*Revlon duties*). Revloni kohustuste all pidas ülemkohus silmas sihtemitendi juhtorganite liikmetel lasuvat kõrgendatud hoolsus- ja lojaalsuskohustust ülevõtmispakkumistes, mis peavad olema kantud äriühingu ja selle aktsionäride huvidest.¹⁵⁷ Paramount ja Viacom väitsid oma kaebuses, et kuna Revloni juhtumis oli nii Pantry Pride'i kui Forstmanni ülevõtmispakkumise osaks Revloni tükeldamine, said selles lahendis sõnastatud kõrgendatud hoolsus- ja lojaalsuskohustused rakenduda üksnes juhul, kui muudatused

¹⁵³ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 31-32.

¹⁵⁴ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 33.

¹⁵⁵ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 34-39.

¹⁵⁶ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 40-41.

¹⁵⁷ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 44.

sihtemitendi korporatiivses struktuuris on garanteeritud, s.t aktsionäridele väärtuse maksimeerimine ning intensiivsem järelevalve sihtemitendi juhtorganite tegevuse üle seda tehes on põhjendatud üksnes sihtemitendi ülesehituse muutmisel.¹⁵⁸

Kohus toonitas esmalt uuesti, et üldjuhul on äriühingute majandustegevuse suunajateks selle aktsionäride poolt nõuetekohaselt valitud juhatuse liikmed. Tavalistes olukordades ei sekku ei aktsionärid ega kohtud juhatuse liikmete langetatud juhtimisotsustesse, võttes sellega kokku ärilise kaalutluse reegli olemuse. Küll aga leidis kohus, et eksisteerivad teatud olukorrad, kus kohtud peaksid juhatuse liikmete langetatud otsuseid lähemalt ja aktiivsemalt kontrollima, s.t teostama tõhustatud järelevalvet (*enhanced scrutiny*). Selline olukord realiseerub, kui toimub tehinguline muutus äriühingu valitsevas mõjus ning siis, kui äriühing (sihtemitent) rakendab kaitsemeetmeid ähvardava ülevõtmisohu tarbeks.¹⁵⁹ Muutused äriühingu valitsevas mõjus eeldavad intensiivsemat järelevalvet eeskätt seetõttu, et ülevõtmiste kestel õnnestub ülevõtmispakkumise tegijal saavutada piisav häälteenus, et võtta vastu sihtemitendi seisukohalt eluliselt olulisi otsuseid, nt muuta sihtemitendi majandustegevust ja/või põhikirja ning viia läbi ühinemisi, jagunemisi, ümberkujundamisi ja likvideerimist¹⁶⁰. See tähendab, et kui vahetub kontroll sihtemitendi üle, on just ülevõtmispakkumine selleks hetkeks, mil sihtemitendi aktsionäridel on võimalus saada enda aktsiate eest *control premiumile* vastav väärtus. Ehk tulenevalt aktsionäride võrdse kohtlemise põhimõttest on iseenesest võrdsete (samaliigiliste) aktsiate väärtus identne, mistõttu kõigil aktsionäridel peaks olema võimalus saada osa potentsiaalselt kõrgemast ostuhinnast, mida kätkeb endas *control premium*. Kui ülevõtmine on toimunud ja valitsev mõju on üle antud, ei ole sihtemitendi aktsionäridel (kes pärast ülevõtmist on eeldatavasti väikeaktsionärid) võimalust samaväärselt nõuda enda aktsiate eest hinda, mida nad oleksid saanud nõuda ülevõtmispakkumise kaalumise hetkel.¹⁶¹ See aga tähendab omakorda, et sihtemitendi juhatuse on kohustatud kasutama ülevõtmispakkumisega

¹⁵⁸ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 68.

¹⁵⁹ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 43-44.

¹⁶⁰ Seetõttu on n-ö esimesena omandatavad aktsiad selleks otstarbeks paratamatult väärtuslikumad kui aktsiad, mis on pärast valitseva mõju omandamist veel teiste aktsionäride käes.

¹⁶¹ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 47-49.

avanenud võimalust ning kindlustada aktsionäridele parim võimalik väärtus nende aktsiate eest¹⁶².

Seega, valitseva mõju ülemineku puhul on sihtemitendi juhatuse liikmetel üksainus peamine kohustus – kindlustada oma aktsionäridele tehing, mis pakub neile parimat võimalikku väärtust ning selleks otstarbeks on nad kohustatud rakendama oma hoolsuskohustust.¹⁶³

Järgnevalt sõnastas ülemkohus rea põhimõtteid, mis on käesoleva magistritöö uurimiseseme mõttes eriti olulised – ehk millise vormi peavad võtma sihtemitendi juhatuse katsed kindlustada oma aktsionäridele parim võimalik väärtus, sh võistlevate pakkumiste otsinguil.

Ülemkohus rõhutas, et valitseva mõju üleminekut käsitledes peab sihtemitendi juhatus olema piisavalt informeeritud. See tähendab, nagu viidatud punktis käesoleva magistritöö punktis 2.2, et juhatus peab olema teadlik, milline on sihtemitendi aktsiate eelduslik turuväärtus, kaasates sellise hinnangu saamiseks vajadusel ka eksperte (õigus- ja majandusnõustajaid).¹⁶⁴ Sellised teadmised moodustavad vundamendi, mille pinnalt saab sihtemitendi juhatus analüüsida ülevõtmispakkumist ning teha järeldusi selle sobivuse suhtes aktsionäride väärtuse maksimeerimise põhimõttega. Kui sihtemitendi juhatus tuvastab, et aktsionäridele on konkreetsel juhul võimalik nende väärtust täiendavalt maksimeerida, peavad nad vastavalt ka tegutsema. Seejuures, nagu märkis ka kohus, ei ole lõplikult oluline see, kui palju raha ülevõtmispakkumise tegija sihtemitendi aktsiate eest pakub. Sihtemitendi juhatus võib arvestada ka kõrvalisi, praktilisi ülevõtmispakkumisega seonduvaid asjaolusid, näiteks loodava partnerluse strateegiline väärtus, pakkumise õiglus ja teostatavus, pakkumise rahastamismoodused, pakkuja isikust, sh eelnevast äritegevusest tulenevad kriteeriumid, samuti pakkuja plaanid sihtemitendi suhtes ja nende plaanide mõju aktsionäridele.¹⁶⁵ Kogu eeltoodu laiendab oluliselt sihtemitendi juhatuselt eeldatava piisava informeerituse nõude rakendusala, kuivõrd see ei saa piirduda ostu- ja turuhinna kõrvutamisega. Aktsionäridele parima võimaliku

¹⁶² Huvipakkuv on asjaolu, et kohus ei täheldanud Paramounti ja Viacom'i vahelises kokkuleppes sätteid, mis oleksid kindlustanud aktsionäride õigusi ka pärast ülevõtmist ning seetõttu on vajalik intensiivsem kohtulik järelevalve. See viitab asjaolule, et Euroopa Liidus on kohustusliku ülevõtmispakkumise fenomen tõepoolest unikaalne, kuivõrd kohustuslik ülevõtmispakkumise ideeks on tagada ülevõtmispakkumise kestel kõige suurema ostuhinna tagamine ka väikeaktsionäridele pärast pakkumise tegija poolt valitseva mõju saavutamist. Sisuliselt võiks seega väita, et USA-s rakendatav intensiivsem kohtulik järelevalve teenib sama eesmärki, mida kohustuslik ülevõtmispakkumine – aktsionäre tuleb kohelda võrdselt ning seejuures tuleb neile kindlustada parim võimalik (Euroopa mõistes õiglane) hind.

¹⁶³ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 51.

¹⁶⁴ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 54.

¹⁶⁵ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 55-56.

väärtuse kindlustamine võib seega sõltuda ka muudest, puhtpraktilistest asjaoludest, mida juhatus peab arvesse võtma.

Kui sihtemitendi juhatus tuvastab, et *prima facie* ei ole avalikustatud ülevõtmispakkumise näol tegemist pakkumisega, mille aktsepteerimisel on aktsionäridele tagatud parim võimalik väärtus (arvestades sealhulgas eelnimetatud tegureid), on nad kohustatud valima tegutsemismooduse, mis aktsionäridele nende väärtuse kõige tõenäolisemalt maksimeerib.¹⁶⁶ Delaware'i õigus ei näe ette konkreetseid tegevusplaanide, mida sihtemitendi juhatus liikmed sellise olukorra valguses rakendada peaksid. Analoogselt jääb napolisõnaliseks ka Euroopa Liidu õigus: läbivalt on sihtemitendi juhtorganid kammitsetud neutraalsuspõhimõttega ning foorum oma seisukoha avaldamiseks on piiratud üksnes nõukogu avalikustatava arvamusel. Küll aga näeb ülevõtmispakkumiste direktiivi artikkel 9 lõige 2 ning VPTS § 171 lõige 3 ette juhtorgani võimaluse kutsuda teisi ettevõtjaid üles võistlevate pakkumiste tegemisele. Sisuliselt samale järeldusele jõuab ka Delaware'i kohtupraktika. Viidates varasemale lahendile *Barkan v Amsted Industrial Inc.*, leidis ülemkohus, et kuigi puudub ühtne „šabloon“ sihtemitendi juhatus tegevusteks aktsionäride väärtuse maksimeerimisel, on üks peamistest (sealjuures piisava informeerituse nõudest kantud) võimalustest võimalike „alternatiivide“ olemasolu kindlakstegemine ning nende sobivuses veendumine. Sellised toimingud saavad avalduda ka läbi turu sondeerimise ning oksjoni korraldamise. Selliste toimingute tegemine on kohtu hinnangul eriti oluline, kuna ühe pakkumisega piirdumisel lüüakse valik aktsionäride jaoks sisuliselt lukku.¹⁶⁷ Seega, sihtemitendi juhatusel on kohtu sõnul üksainus olemuselt lihtsakoeline, ent praktiliselt keerukas ülesanne: olles kogunud kogu mõistlikult kättesaadava teabe, peab sihtemitendi juhatus langetama otsuse selles osas, milline olemasolevatest alternatiividest kõige tõenäolisemalt kindlustab aktsionäridele parima võimaliku väärtuse. Kohus märkis ka, et mõistlikult tuleb arvestada, kuivõrd keeruline see ülesanne võib olla, mistõttu tuleb hinnata lõpliku otsuse mõistlikkust mitte täiuslikkust. Sihtemitendi juhatus tegevus peab jääma mõistlikkuse piiridesse.¹⁶⁸ Tehniliselt on selline seisukoht kooskõlas ka näiteks Riigikohtu seisukohaga, millega kohtute ülesanne on hinnata juhatus tegevust üldjoontes ning mitte asuda juhatus eest langetama majanduslikke kaalutusotsuseid (ehk küsimus on üldises majanduslikus otstarbekuses)¹⁶⁹.

¹⁶⁶ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 57.

¹⁶⁷ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 55-56.

¹⁶⁸ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 66.

¹⁶⁹ RKTko 3-2-1-36-06, p. 13.

Eeltoodust nähtub selgelt, et ülevõtmispakkumiste raames ei saa sihtemitendi juhatus jääda tegevusetuks. See on eriti oluline ka Euroopa kontekstis, kus sihtemitendi juhtorganitelt nõutakse otsesõnu nii VPTS § 171 lõike 1 kui ka ülevõtmispakkumiste direktiivi artikkel 3 lõike 1 punkti c alusel neutraalse positsiooni hoidmist ning aktsionäride otsustusprotsessi mittesekkumist. Avalikustatud ülevõtmispakkumist tuleb analüüsida ning jõuda selgele seisukohale selles sisalduvate tingimuste ning kaasnevate tagajärgede osas. Seejuures ei ole sihtemitendi juhtorgan kammitsetud üksnes ostuhinna sobivuse hindamisega, vaid võib ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõike 5 alusel arvestada ka näiteks ülevõtmispakkumise mõjuga sihtemitendi tegevusele. Ülevõtmispakkumiste direktiivi kontekstis tähendab see ka omaette rõhuasetust tööjõu ja -hõive mõjuanalüüsile. Olles kujundanud enda seisukoha ülevõtmispakkumise suhtes, on ühelt poolt nõukogul kohustus avaldada selles osas enda arvamusi. Samas jääb sihtemitendi juhtorganitele endiselt kohustus hoolitseda selle eest, et aktsionärid saaksid enda aktsiate eest parima võimaliku väärtuse. See tähendab, et kui laekunud ülevõtmispakkumisega on valitseva mõju üleminek tõenäoline (mida ülevõtmispakkumine juba mõiste poolest iseenesest ka tähendab), on sihtemitendi juhtorganid, kannustatuna piisava informeerituse nõudest, kohustatud otsima alternatiivseid võimalusi aktsionäride õiguste kõige tõhusamaks kaitseks.¹⁷⁰ Euroopa Liidu kontekstis tähendabki eeltoodu hoolsuskohustusest kantud üleskutseid võistlevate pakkumiste tegemiseks, saabunud pakkumiste sobivuse hindamist ning lõpliku arvamuse kujundamist.

Konkreetselt Paramounti kaasuse puhul leidis kohus, et kohtu intensiivsem järelevalve sihtemitendi juhatuse liikmete tegevuse üle (ehk Revloni kohustuste kontroll) aktiveerub sisuliselt kahes olukorras: 1) valitseva mõju üleminek ühele ülevõtmispakkumise tegijale on kindel; 2) sihtemitent lepib perspektiiviga, et ülevõtmise tulemusel mistahes pakkuja poolt on tõenäoline, et toimub muutus sihtemitendi korporatiivses struktuuris. Mõlemal juhul tekib sihtemitendi juhatuse liikmetel kohustus kindlustada oma aktsionäridele parim võimalik väärtus. Kohus leidis ka, et Paramounti juhatus oli rikkunud enda hoolsuskohustust, kui Viacomiga lepidi kokku nii ostuoptsioonis, leppetrahvis kui ka eksklusiivsuskokkuleppes¹⁷¹.

¹⁷⁰ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 53, 58.

¹⁷¹ Kohus leidis siinkohal täiendavalt, et ulatuses, milles sellised kokkulepped sisaldunud sätteid kujutasid endast Paramounti juhatuse hoolsus- ja lojaalsuskohustuste rikkumist, olid need sätted tühised ja mittejõustatavad. Seetõttu ei olnud Paramounti juhatusel tegelikult juba algusest peale kohustust hoiduda QVC-ga läbirääkimistest, kuivõrd sellise keelu kehtestanud lepingutingimus oli tühine – kokkuvõttes ei saanud Paramounti juhatus lepinguliselt „võõrandada“ oma hoolsuskohustusi aktsionäride ees.

Tegemist on Eesti kontekstis küllaltki julge seisukohaga. Siinpool Atlandi ookeani oleks sedavõrd kahjulikes lepingutingimustes kokkuleppimine aluseks üksnes juhtorganite liikmete vastutusele äriühingu ees ÄS § 315 ja § 327 mõttes, mis iseenesest ei mõjutaks lepingusätete kehtivust (v.a tõsise vastuolu korral heade kommetega, mille puhul tuleb arvestada koormava argumenteerimisprotsessiga).

Paramounti juhatus kasutas eksklusiivsuskokkulepet sisuliselt selleks, et varjuda selle taha QVC-ga läbirääkimistest hoidumiseks, samuti muutis leppetrahvi Paramounti turul võimalike ülevõtjate jaoks paratamatult ebaatraktiivsemaks, samuti leiti, et ostuoptsiooni tingimused olid *prima facie* Paramounti jaoks kahjulikud. Ühelt poolt toonitas kohus, et sellistes tingimustes kokkuleppimine oli otseses vastuolus Paramounti juhatusele laienenud Revloni kohustustega, kuid teiselt poolt valitseva mõju üleandmine oli selge ning sellised tingimused takistasid otseselt läbirääkimisi QVC-ga, mis oleksid võinud anda tulemusi Paramounti aktsionäridele väärtuse maksimeerimisel. Samas oli Paramounti juhatusel võimalus oma rikkumine heastada hetkel, kui QVC võistleva pakkumise valguses asusid Viacom ja Paramount uuesti läbirääkimistesse. Paramountil oli QVC kõrgema ostuhinna tõttu eelis läbirääkimistes, mida Revloni kohustustest tingituna oleks tulnud kasutada kahjulikest lepingu-tingimustest vabanemiseks. Olukorras, kus Paramounti juhatus seda ei teinud, muutus Revloni kohustuste rikkumine n-ö lõplikuks ja aktsionäride õigused kahjustatuks.¹⁷² Seega, Paramounti juhatus lasi ennast sisuliselt liigselt ahvatleda Viacomiga loodava partnerluse strateegilisest potentsiaalist ning aktsepteeris seetõttu lubamatult lepingutingimusi, mis takistasid Paramounti juhatusel tegelikult oma aktsionäride huvide eest seista. Kohus rahuldab seega QVC kaebuse ning tühistas Viacom'i ja Paramounti vahelise kokkuleppe¹⁷³.

2.5 Võimalused Ameerika Ühendriikide ühinguõiguslikust kohtupraktikast lähtumiseks Euroopas

Eelnevalt käsitletud Ameerika Ühendriikide (täpsemalt Delaware'i osariigi) kohtupraktikast ning selle laiendamisest Euroopa ülevõtmistele tuleneb selgelt, et kui sihtemitendi juhtorganid on silmitsi olukorraga, kus valitsev mõju sihtemitendis on peatselt üle minemas pakkujale, lasub neil sisuliselt kohustus veenduda selles, et sihtemitendi aktsionärid väljuksid tehingust parima võimaliku väärtusega. Eeskätt saab selline kindlus saada juhul, kui sihtemitendi juhtorganid teevad endast mõistlikult olenevat, et hinnata esialgset ülevõtmispakkumist ning seejärel teha üleskutseid kolmandatele isikutele võistlevate pakkumiste tegemiseks. Küll aga peab autor siinkohal vajalikuks peatuda äriühingu juhatuse liikmete kohustuste erinevatel mõõtmetel Euroopas (eeskätt germaani õiguses) ja Ameerika Ühendriikides.

¹⁷² Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 97, 99-101.

¹⁷³ Olgu siinkohal mainitud, et tegemist oli viimase korraga, mil QVC-d suhetes Paramountiga edu saatis. Pärast kohtuvaidlust jätkus QVC ja Viacom'i vaheline järjestikune ülepakkumine. Veebruaris 1994 otsustasid Paramounti aktsionärid lõplikult Viacom'i ülevõtmispakkumise kasuks, mis lubas aktsionäridele 80,61 dollarit aktsia kohta. Paramount Pictures on tänaseni Viacom Inc.-i tütarettevõtte. – G. Fabrikant. Executives Say That Viacom Has Won Paramount Battle. The New York Times, 15. veebruar 1994.

Ameerika Ühendriikides on äriühingu juhatuse liikmete hoolsus- ja lojaalsuskohustused koondatud mõiste *fiduciary duties* alla. Termin „*fiduciary*“ on omadussõna, mis viitab usaldussuhtele käsundiandja ja usaldusisiku (*fiduciary* kui nimisõna, põhimõtteliselt käsundisaaja) vahel. Termin ise tuleneb ladinakeelsest sõnast *fiducia*, mis tähendab usaldust ning oli rooma õiguses kasutusel eeskätt vahendina, millega teatud varaeseme valdajale anti juhiseid või seati piiranguid varaesemega lubatud toimingute tegemiseks. Sellest tulenevad ka paralleelid selle termini modernse kasutusega, kus see hõlmab äriühingu juhatuse tegevusele seatavaid piiranguid ning kohustusi¹⁷⁴.

Üldiselt hõlmavad nn. usalduskohustused kolme liiki alakohustusi: 1) kohustus vältida huvide konflikti; 2) kohustus vältida käsundiandja nõusolekuta usaldussuhte arvel rikastumist; 3) kohustus tegutseda käsundiandja parimates huvides; 4) kohustus täita oma kohustusi heas usus.¹⁷⁵ Sisuliselt saab siinkohal paralleeli tõmmata Eesti õiguses tuntud käsundussuhtele omaste elementidega: 1) VÕS § 623 kohustab käsundisaajat hoiduma huvide konfliktist; 2) rikastumise keeld on põhimõtteliselt sisustatav VÕS §-ga 626, mille kohaselt peab käsundisaaja välja andma selle, mis ta seoses käsundi täitmisega on saanud või loonud, samuti selle, mis ta käsundi täitmiseks sai ja mida ta käsundi täitmiseks ei kasutanud; 3) käsundiandja peab VÕS § 620 lõike 1 alusel tegutsema käsundiandjale lojaalselt ja käsundi laadist tuleneva vajaliku hoolsusega; 4) VÕS § 6 lõike 1 alusel laieneb ka käsundussuhtele hea usu põhimõte. Eelnevast tuleneb seega, et esmapilgul ei ole Ameerika Ühendriikidele omased usalduskohustused sedavõrd erinevad Euroopas levinud juhatuse liikme (kui käsundisaaja) kohustustest, mistõttu esimeste pinnalt tehtud järeldused peaksid vähemalt olema kasulikuks suuniseks viimaste tõlgendamisel. Samas tekib siinkohal siiski oluline probleem usalduskohustustega õigustatud isikute määratlemisel.

Ameerika Ühendriikides levinud usalduskohustustel on ühtne, küllaltki lai vundament: juhatuse liikmed on kohustatud tegutsema äriühingu ja selle aktsionäride parimates huvides¹⁷⁶. Sellelt vundamendilt on arenenud kaks spetsiifilist haru: usaldusisiku kohustus olla lojaalne ning

¹⁷⁴ Ajaloolises perspektiivis olid äriühingute juhtorganite liikmed usaldusisikute instituudi loogiliseks edasiarenduseks, kuivõrd nende kätte usaldati äriühingu vara. Vt usaldusisiku instituudi ja kaasnevate kohustuste kujunemise kohta ka: J. Edelman. When Do Fiduciary Duties Arise? Oxford Legal Studies Research Paper No. 65/2010 (01.10.2010). – Law Quarterly Review 2010/126, lk 3. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1697656> (26.04.2017).

¹⁷⁵ Samas, lk 15-21.

¹⁷⁶ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum, 493 A.2d 946 (Delaware 1985), p. 955. – Arvutivõrgus: <https://h2o.law.harvard.edu/cases/2974> (28.04.2017).

usaldusisiku kohustus täita oma kohustusi hoolsalt¹⁷⁷. Seevastu germaani õiguses on äriühingu juhatus (ja mõnevõrra strateegilisemas plaanis ka nõukogu) äriühingu juhtorgan (*Leitungsorgan*), kelle ülesandeks on äriühingu taktikaline (või strateegiline) juhtimine ning äriühingu esindamine. Samuti ei tulene näiteks Eesti äriseadustikust, et äriühingu juhtorganid oleksid otseselt vastutavad äriühingu osanike või aktsionäride ees. Selline vastutus saab üksnes olla kaudne, leides oma väljundi nõukogu liikmete valimises ja tagasikutsumises (ÄS § 298 lõige 1 punkt 4, millega saab luua mõttelise seose nõukogu õigusega valida ja kutsuda tagasi juhatuse liikmeid ÄS § 309 lõike 1 alusel) ning õigusvaidluse pidamise otsustamine (ÄS § 298 lõige 1 punkt 9). Samuti nähtub ÄS §-dest 315 ja 327, et juhatuse ja nõukogu liikmete vastutuse aluseks on kahju tekitamine aktsiaseltsile. Selline lähenemine on vastuolus Revloni ja Paramounti juhtumites kohtu poolt väljendatud seisukohaga, mille kohaselt juhatuse liikmetel oli nendes olukordades otsesed kohustused vastavate äriühingute aktsionäride ees.

Erinevused üldise õiguse maades levinud usalduskohustuste ja germaani õiguskorras levinud hoolsus- ja lojaalsuskohustuste vahel äriühingu ees ajendasid näiteks Šveitsi ülemkohut märkima, et üksnes äriühingu ees kohustusi omaval juhatusel ei ole aktiivset kohustust otsida võistlevaid ülevõtmispakkumisi. Konkreetne seisukoht öeldi välja 6. juunil 2007 kohtuasjas, mis puudutas ülevõtmispakkumiste tegijate võrdset kohtlemist, täpsemalt auditite raames sihtemitendi teabele ligipääsu tagamisel¹⁷⁸. Šveitsi ülemkohus leidis, et võistlevad pakkumised on põhimõtteliselt tervitatavad, kuivõrd nende tulemusena suureneb konkurents sihtemitendi aktsiate suhtes ning tõenäoliselt paraneb ka pakkumiste kvaliteet (ostuhindade suurenemise läbi). Küll aga leidis kohus, et valitseva doktriini kohaselt ei ole sihtemitendi juhatusel aktiivset kohustust otsida teist (rohkem huvipakkuvat) potentsiaalset pakkujat. Selline seisukoht toetus põhiliselt vaatenurgal, mille kohaselt Revloni stiilis oksjonikohustust ei saa tekkida äriühingu

¹⁷⁷ Lojaalsuskohustus hõlmab usalduskohustuste komponendina nõuet tegutseda viisil, mis usaldusisiku subjektiivse hinnangu kohaselt on õigustatud isiku parimates huvides. Sel põhjusel hinnatakse lojaalsuskohustuse täitmist selliselt, et õiguse rakendaja asetab sisuliselt ennast õigustatud isiku rolli ning hindab, kas õigustatud isiku jaoks oli langetatud otsus või tehtud toiming vajalikus mõõtnes kasulik. Vt lähemalt: L. Smith. Fiduciary Relationships: Ensuring the Loyal Exercise of Judgement on Behalf of Another. – 130 Law Quarterly Review 2014/7.

¹⁷⁸ BGer. 2A.25/2007, 06.06.2007. – Arvutivõrgus: http://relevancy.bger.ch/php/clir/http/index.php?lang=de&zoom=&type=show_document&highlight_doid=atf%3A%2F%2F133-II-232%3Ade (11.04.2017).

juhtorganil¹⁷⁹, mille põhiliseks funktsiooniks on ja jääb äriühingu juhtimine ning esindamine, kusjuures otseseid usaldusel põhinevaid suhteid aktsionäridega ei teki¹⁸⁰.

Autor leiab siinkohal, et kuigi formaalselt on Revloni ja Paramounti kohtuasjades käsitletud juhatuse ja aktsionäride vahelisi suhteid oluliselt lähedastemana, kui seda lubaks germaani (sh Eesti) äriühingute ülesehitus, ei ole see piisavaks põhjenduseks, miks heita kõrvale aktsionäride huvide eest seismise kriteerium ning seda eriti ülevõtmispakkumistes.

ÄS § 306 lõike 1 kohaselt on aktsiaseltsi juhatuse ülesandeks aktsiaseltsi juhtida ja esindada, samas kui nõukogu ülesandeks on ÄS § 316 alusel aktsiaseltsi tegevust planeerida, korraldada selle juhtimist ning teostada järelevalvet juhatuse tegevuse üle. Seetõttu on seaduse tasandil selge, et Eestis on aktsiaseltsi juhtorganite kohustused seotud äriühingu huvide kaitsmisega, tulenevalt lisaks ka asjaolust, et juhtorganite liikmete suhtes on nõudeõigust omavaks isikuks eeskätt aktsiaselts ise. Samas, unustada ei tohiks seda, et aktsionärid on siiski isikud, kes teinud panuseid äriühingusse, mis aitavad alustada ja/või jätkata majandustegevust, s.t aktsionär ei osale küll aktsiaseltsi juhtimises, kuid ta on sisuliselt investor¹⁸¹. Seetõttu, aktsiaselts ning selle aktsionärid on eraldiseisvad isikud ning seadusest tuleneb juhtorganite otsene seos üksnes aktsiaseltsi endaga. Samas leiab autor, et elukauge on arutlusjoon, mille kohaselt äriühingut oluliselt mõjutav sündmus, nagu seda on äriühingu ülevõtmine, on miski, mis jätab sisuliselt „külmaks“ selle äriühingu aktsionärid ja kelle huvide kaitsmine peaks äriühingu juhatusele olema teisejärguline äriühingu enda huvide kaitsmise suhtes. Selline lähenemine on otseses vastuolus aktsionäride panuste seotusega äriühinguga.

Ka Ameerika Ühendriikide õiguskirjanduses on leitud, et traditsioonilised usalduskohustused on äriühingu juhatusel üksnes äriühingu enda ees. Peale olulistes küsimustes pädevuse olemise ja juhatuse liikmete valimisõiguse ei ole aktsionäridel täiendavaid õigussuhteid juhatusega¹⁸². Aktsionäride panuste seotust äriühingu käekäiguga (mis autori hinnangul on teguriks, mis

¹⁷⁹ Selguse huvides tuleks siinkohal märkida, et Šveitsi aktsiaseltside korporatiivne struktuur ei ole dualistlik, nagu seda on Saksamaa, Austria ja ka Eesti aktsiaseltsidel, vaid monistlik. Šveitsi *Verwaltungsrat* kätkeb endas nii juhatuse esindus- ja äritegevuse funktsioone kui ka nõukogu planeerimis- ja järelevalvefunktsioone. – Art. 716(a), Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht). Systematische Sammlung des Bundesrechts.

¹⁸⁰ R. Tschäni. H.-J. Diem. Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten. Mergers & Acquisitions VII. Zürich: Schulthess Juristische Medien, lk 73-75. – Arvutivõrgus: http://www.lenzstaehelin.com/uploads/tx_netvslsdb/2004_MA-Tagung_VII_Die_Pflichten_des_Verwaltungsrates_der_Zielgesellschaft_bei_Uebernahmeangeboten.pdf (26.04.2017).

¹⁸¹ K. Saare jt (viide 6), lk 409.

¹⁸² R. Flannigan. Fiduciary Duties of Shareholders and Directors. Journal of Business Law 2004/12, lk 293.

vähemalt teatud määral lubab äriühingu ning selle aktsionäride huve lugeda paralleelseteks) iseloomustab tõsiasi, et aktsionärid on äriühingu lõplikud kasusaajad. Aktsiakapitali sissemaksete tegemisel omandab aktsionär hääleõiguse aktsiaseltsi käekäigu suhtes ning ka õiguse osaleda aktsiaseltsi kasumi jaotamises. Tegemist on aktsiaga kaasnevate põhiliste õigustega¹⁸³. Sellise kasumi olemasolu sõltub otseselt aktsiaseltsi majandustegevusest, mille juhtimine on juhatuse ülesanne. Äriühingu juhatuse peab teadupärast rakendama oma tegevuses korraliku ettevõtja hoolsust, olles seejuures otsuste tegemisel piisavalt informeeritud ning vältima põhjendamatute riskide võtmist. Ka lojaalsuskohustus äriühingu ees on põhiliselt kantud soovist vältida äriühingule kahjulike tehingute tegemist olukorras, kus potentsiaal vastandlikeks majanduslikeks huvideks on enam kui tõenäoline. See tähendab, et äriühingu huvi toimiva ja kasumliku majandustegevuse järele on põhimõtteliselt aktsionäride dividendiõiguse loogiliseks eellaseks. Seetõttu on aktsiaseltsi ja tema aktsionäri eristamine küll vajalik, ent nende täielik juriidiline ja majanduslik teineteisest isoleerimine on vastuolus kummagi poole kattuvate huvidega.

Eeltoodu ei tähenda, et aktsionäride huvide kaitsmine peaks muutuma aktsiaseltsi juhatuse liikmete kõikehõlmavaks kohustuseks. Nagu ka Ameerika õiguskirjanduses on märgitud, on kõige loogilisem tulemus selline, kus juhatuse liikmete usaldus- (ehk hoolsus- ja lojaalsus-) kohustusi käsitletakse selliselt, et neid järgides langetatud otsustest on kasu nii äriühingule tema majandustegevuse mõttes ning ka aktsionäridele selle majandustegevuse lõplike kasusaajate mõttes¹⁸⁴. On ebamõistlik viia pendel kummagi võimaluse ekstreemsusteni selliselt, et olematuseni vähendada aktsionäride huvide kaitset äriühingu huvide kaitsmise kasuks või vastupidi. Seega on aktsionärid isikud, kes on juhatuse liikmete hoolsus- ja lojaalsuskohustustega (seega usalduskohustustega) vähemalt derivatiivselt õigustatud subjektid. Põhimõtteliselt sama lähenemist toetab börsiaktsiaseltside puhul ka Tallinna Börsi ja Finantsinspektsiooni koostatud Hea Ühingujuhtimise Tava – tegemist pole küll siduva dokumendiga, ent näeb punktides 2.1.1 ja 3.1.1 vastavalt nii juhatusele kui ka nõukogule ette kohustuse tegutseda ühelt poolt nii emitendi kui ka teiselt poolt selle kõigi aktsionäride huvides.¹⁸⁵

¹⁸³ K. Saare jt (viide 6), lk 335.

¹⁸⁴ P. Dalley. Shareholder (and Director) Fiduciary Duties and Shareholder Activism. Houston Business and Tax Journal, 2006/7, lk 309.

¹⁸⁵ Hea Ühingujuhtimise Tava. Finantsinspektsioon, september 2005. – Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/failid/20050922HYT.pdf> (29.04.2017).

Ühtlasi ei tohi tähelepanuta jätta konkreetset olukorda, milles nii äriühing kui ka selle aktsionärid ning juhtorganid tegutsevad ja mis oma olemusest tulenevalt võib üht eelnimetatud sihtgruppidest eriliselt tähtsustada. Antud juhul on selleks olukorraks ülevõtmispakkumise kaalumise. Käesolevas magistritöös on ulatuslikult kirjeldatud nii sihtemitendi juhtorganite kui ka ülevõtmispakkumise tegija(te) kohustusi ülevõtmispakkumise perioodil – neutraalsuskohustus, arvamuse avaldamise kohustus, ülevõtmispakkumisprospekti avalikustamine, kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemine jne. Kõik eelnimetatud kohustused on otseselt mõeldud teenima sihtemitendi aktsionäride huve – ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 3 lõike 1 punktid a ja b asetavad selgelt suurema rõhu aktsionäride õigustele. Tõsi, artikkel 3 lõige 1 punkt c nõuab sihtemitendi juhtorganitelt terve ettevõtte huvidega arvestamist, ent tegemist ei ole aktsionäride õiguste arvestamist välistava kohustusega. Samuti on tähelepanuväärne, et kuigi äriseadustikust ei tulene aktsiaseltsi aktsionäridele otsest nõudeõigust aktsiaseltsi juhtorganite vastu, viitab sellisele võimalusele erinormina VPTS § 176 lõige 2, mille kohaselt on sihtisikul (VPTS § 165 lõike 1 kohaselt sihtemitendi aktsionäri) õigus nõuda ülevõtmispakkumise tekitatud kahju hüvitamist. Sellisel õiguskaitsevahendil puuduks mõte, kui sihtemitendi juhtorganid ei oleks kohustatud keskmisest enam arvestama sihtemitendi huvide kõrval ka aktsionäride õigustega. Seega, autori hinnangul on ülevõtmispakkumiste näol tegemist olukorraga, kus aktsionäride õigused on sisuliselt nende omandile suunatud ofertide tõttu keskmisest rohkem mõjutatud.

Ja sellises olukorras väidab autor, et Revloni ja Paramounti juhtumitest tuletatud kõrgendatud hoolsuskohustus võistleva pakkumise otsimise näol kohaldub ka Euroopa õigusruumis. Nimelt, kui on saanud olukord, kus valitseva mõju üleminek on tõenäoline, on sihtemitendi juhtorganitel kohustus hoolitseda selle eest, et otsust langetavatel aktsionäridel oleks reaalne võimalus valida endale kõige kasulikuma tehingu kasuks (milline võimalus neil olemuslikult puuduks, kui pakkumiste osas puuduks konkurents). Samuti, nagu ka Revloni ja Paramounti juhtumites on rõhutatud, ei ole sihtemitendi juhatus võistlevate pakkumiste otsimisel piiratud üksnes parema ostuhinna kindlustamise kriteeriumiga, vaid võib arvestada muid tegureid (nt ülevõtmispakkumise tegija kavatsused sihtemitendi suhtes)¹⁸⁶. See võimaldab ühtlasi kaitsta paralleelselt ka sihtemitendi kui ettevõtte huve, eriti olukorras, kus võistlev pakkumine võib ära hoida soovimatu ettevõtte tükeldamise.

¹⁸⁶ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 56.

Kokkuvõttes vastab tõele, et Ameerika Ühendriikide õigusruumis kasutatav usalduskohustuste mõiste (*fiduciary duties*) on mõnevõrra laiem, kui seda on germaani õiguses (ja seega Eestis) kasutatavad n-ö traditsioonilised hoolsus- ja lojaalsuskohustused. Usalduskohustused ei hõlma vaikumisi aktsionäride parimate huvide eest seismise kohustust, ent nagu näitab Ameerika Ühendriikide kohtupraktika nii Revlonis kui ka Paramountis, on äriühingu ja selle aktsionäride huvide vahelise lünga täitmine ja seeläbi nende huvide ühiste nimetajate leidmine oluliselt lihtsakoelisem. Germaani õiguses ei pruugi see nii olla, mida iseloomustab ka eelviidatud Šveitsi ülemkohtu seisukoht¹⁸⁷. See tähendab, et äriühingu juhtorganid täidavad peamiselt äriühingu juhtimisfunktsiooni ning ei ole seetõttu otseselt vastutavad äriühingu aktsionäride ees. Ent siinkohal tuleb ka märkida, et kuigi Ameerika Ühendriikide kohtupraktika on teatud olukordades rõhutanud aktsionäride huvidega arvestamise erilist olulisust, on ka sealne õiguskirjandus seisukohal, et aktsionäride ning äriühingu juhtorganite suhe on eeskätt kaudne¹⁸⁸. Seega ei ole ainuüksi usaldus- ning lojaalsus- ja hoolsuskohustuste formaalne erinevus autori hinnangul põhjuseks, miks Ameerika Ühendriikide kohtupraktikas väljendatud seisukohti sihtemitendi juhatuse kohustuste kohta siinpool Atlandi ookeani mitte kohaldada (või vähemalt millest lähtuda siinse regulatsiooni rakendamisel). Ühelt poolt ei saa üle ega ümber tõsiasjast, et äriühing ning selle aktsionärid on eraldiseisvad isikud, ent argument, mille kohaselt nende huvifäärid on alati isoleeritud ja teineteist välistavad, ei ole kooskõlas reaalsusega. Aktsionäride huvides on äriühingu majandustegevuse edukus, mis omakorda väljendub nendele makstavas kasumis ja nende investeeringute väärtuse kasvus. Seega käivad nii äriühingute kui ka aktsionäride huvid tihti peale käsikäes, mistõttu on ebamõistlik väita, et peamiselt äriühingu huve teeniv juhtorgan ei peaks pöörama tähelepanu aktsionäride huvidele – äriühingu huve kaitstes seda sisuliselt ju tehakse. Samuti peab autor vajalikuks rõhutada, et sarnaselt Ameerika Ühendriikide kohtupraktikaga, kus aktsionäride huvide proportsionaalselt suurem tähtsustamine on erialakirjanduses toimunud juhtumipõhiselt¹⁸⁹, on ka ülevõtmised Euroopa Liidu õiguses olukorraks, kus aktsionäride huvid ja õigused on keskmisest suuremal määral mõjutatud. Sellest tulenevalt on regulatsioon selgelt kaldus aktsionäride kasuks, kellele peavad erinevad osapooled andma piisavat informatsiooni ja aega parima otsuse langetamiseks. Lisaks on nende osapoolte kohustused jõustatud VPTS § 176 lõikes 2 sätestatud aktsionäride kahju hüvitamise nõudeõigusega, mis erineb tüüpiliselt äriühing-juhtorgani liige vastutuse skeemist. Eeltoodud põhjustel on autor veendunud, et olukorras, kus Euroopa ülevõtmiste

¹⁸⁷ BGer. 2A.25/2007, 06.06.2007 (viide 178).

¹⁸⁸ P. Dalley (viide 184), lk 309.

¹⁸⁹ F. Rossi. Making Sense of the Delaware Supreme Court's Triad of Fiduciary Duties. 22.06.2005. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=755784> (11.04.2017).

regulatsiooni põhiohk on selgelt asetatud aktsionäride huvide kaitsele¹⁹⁰, tuleb sihtemiteni juhtorganite liikmete kohustuste sisustamisel mõõtu võtta ka teise õiguskorra allikatest, mis annavad kasulikke juhiseid juhtorganite toimimisele ning mis ei põhine radikaalselt erinevatel lojaalsus- ja hoolsuskohustustel.

¹⁹⁰ Põhimõtteliselt samasugust seisukohta on väljendatud ka siin, leides, et Euroopa Liidu ülevõtmiste regulatsioon on vähemalt osaliselt inspireeritud aktsionäridele väärtuse maksimeerimise põhimõttest: G. Hertig, J. McCahery. *Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?* ECGI Law Working Paper No 12/2003, lk 4.

3. VÕISTLEVA PAKKUMISE HINDAMISE KRITEERIUMID JA SIHTEMITENDI JUHTORGANITE KOHUSTUSED NENDE AVALIKUSTAMISE JÄREL

3.1 Lähtekohad võistleva pakkumise hindamiseks

Käesoleva magistritöö eelnevad peatükid keskendusid esmalt Euroopa Liidus kehtivas ülevõtmispakkumiste regulatsioonis sõnastatud kohustuste analüüsile, eesmärgiga anda lugejale ülevaade regulatiivsest raamistikust, mis on aluseks käesolevas peatükis tehtavatele järeldustele. Nimelt, autor on esile toonud, miks on sihtemitendi juhtorganite poolsed üleskutsed võistlevate pakkumiste tegemiseks teatud juhtudel käsitletavad kohustustena. Järgnevalt soovib autor aga analüüsida, millised kriteeriumid on olulised võistlevate pakkumiste otsinguil ning millised on sihtemitendi juhtorganite kohustused pärast võistlevate pakkumiste saabumist (ehk ülevõtmispakkumiste paljususe olukorras).

Euroopa Liidu ülevõtmispakkumiste regulatsioon sätestab vaid põhilised kriteeriumid, millele peavad ülevõtmispakkumised vastama, kuid ei sätesta, millised tingimused peaksid aktsionäride kui lõplike otsustajate jaoks olema kõige olulisemad. Loomulikult on üheks peamiseks ülevõtmispakkumise tingimuseks ostuhind. VPTS § 165 lõike 1 alusel peab ostuhind koosnema rahast või turul kaubeldavatest väärtpaberitest¹⁹¹, samuti peab ülevõtmispakkumise tegija VPTS § 170 lõike 3 alusel kindlustama, et tal on realselt olemas vahendid, millega ülevõtmispakkumine eduka lõpuni viia.

Samas nimetab ülevõtmispakkumiste direktiiv täiendavalt kriteeriume, mida Euroopa Liidu seadusandja on ilmselgelt olulisteks pidanud. Need kriteeriumid avalduvad ülevõtmispakkumis-prospekti ja sihtemitendi juhtorganite (Eesti puhul nõukogu) avaldatava arvamuse tingimustes. Nimelt, ülevõtmispakkumisprospekt peab direktiivi artikli 6 lõike 3 punkti i alusel sisaldama informatsiooni pakkuja kavatsuste kohta seoses sihtemitendi tegevuse ja tema enda tegevuse jätkamisega, samuti teavet nende ettevõtete töötajate ja juhtkonna

¹⁹¹ Kuigi nimetatud sätte grammatiline tõlgendus lubab väita, et ostuhind peaks eksklusiivselt koosnema ühest või teisest tegurist, ei ole selline lähenemine kooskõlas ülevõtmispakkumiste direktiivi ega ka praktiliste vajadustega. Esmalt, ülevõtmispakkumiste direktiivi art. 5 lõige 5 näeb selgelt ette, et pakkumise tegija võib tasuks pakkuda väärtpabereid, raha või mõlemaid. Nagu nähtub ka käesolevas magistritöös viidatud kohtupraktikast, on küllaltki tavaline olukord, kus ülevõtmispakkumise tegija pakub sihtemitendi aktsia eest küll teatud koguväärtuse (nt 70 dollarit/eurot aktsia kohta), ent see koosneb osaliselt rahast ja osaliselt ülevõtmispakkumise tegija enda aktsiatest. Osaliselt võimaldab selline lähenemine „hoida kätt pulsil“ nendel sihtemitendi aktsionäridel, kes soovivad rolli ettevõtte edasises tegevuses ka pärast ülevõtmist. Teiselt poolt oleks üksnes rahaliselt väljendatud ostuhind potentsiaalsetele pakkujatele liigselt piirav, kuna sedavõrd suure likviidse ressursi kogumine ei ole kuigi lihtne, hõlmates lisaks nt pangalaene.

töökohtade säilitamise ning muudatuste kohta töötingimustes, tööhõives ja ettevõtete asukohtades. Erialakirjanduses ei ole ülevõtmisi peetud oma olemuselt töötajate huve vaikumisi kahjustavateks¹⁹²: samavõrd, kui ülevõtmised võivad toimida sihtemitendi juhtorganeid distsiplineerivatena, on ka ülevõtmistel põhimõtteliselt võimalus lisada olemasolevasse tööprotsessi vahendeid ja meetodeid, mis tõstavad selle efektiivsust ja jõudlikkust¹⁹³. Samas tuleb toonitada, et ka töötajatele kahjulikud ülevõtmised on võimalikud – selle heaks näiteks on Hiina riigi- või riigi poolt toetatud ettevõtted, mis on võtnud üle Euroopa ettevõtteid ning seejärel oskusteabe kodumaale tagasi viinud, sulgedes siinsed tehased¹⁹⁴.

Ülevõtmispakkumiste direktiivi artikkel 9 lõige 5 näeb sihtemitendi juhtorganile (nõukogule) ette kohustuse kujundada oma arvamus ülevõtmispakkumise kohta ettevõtte kõikidest huvidest lähtuvalt, sealhulgas tööhõive ja ettevõtte tegevuse asukoha perspektiividest. Ühtlasi on juhtorgan (nõukogu) kohustatud esitama oma arvamuse oma töötajatele või nende esindajatele ning võimalusel lisama oma arvamusele nende huvigruppide esitatud arvamuse. Ka Eesti õigusest nähtub selgelt, et sihtemitendi edasine tegevus ning ülevõtmispakkumise mõju töötajatele ning töösuhetele on tegurid, mis ostuhinna kõrval väärivad erilist äramärkimist. See toimub nii ülevõtmispakkumisprospektis kui ka nõukogu avaldatavas arvamus (vastavalt Reeglite § 16 lõige 1 punkt 13 ja § 21 lõige 2 punkt 4).

Ettevõtte sotsiaalse vastutuse põhimõtte järgimise kohustus nähtub seega ülevõtmispakkumiste direktiivis ja Eesti siseriiklikus õiguses konkreetsete huvigruppide nimetamisest, kelle huve peetakse nii Euroopa Liidu kui ka seeläbi Eesti õiguses ülevõtmistest eriliselt mõjutatuks. Lisaks eelnimetatud töötajate huvidele tähtsustatakse Euroopa ülevõtmiste regulatsioonis ka ülevõtmise mõjuanalüüsi kogukonna ja rahvuslikul tasandil. Eesti õiguskorras peab nõukogu avaldatav arvamus Reeglite § 21 lõike 2 punkti 4 alusel sisaldama lisaks otseselt aktsionäride õigusi puudutavale teabele ka informatsiooni ülevõtmispakkumise mõjust sihtemitendile ja töösuhetele. Sellega jääb Eesti õigus võrreldes ülevõtmispakkumiste direktiivis nõutuga piiratuks. Seda põhjusel, et Reeglid, mis peaksid sätestama detailsemad reeglid ülevõtmispakkumiste protsessi jaoks, piirdub eelnimetatud tegurite kohta arvamuse avaldamise kohustusega, samas kui ülevõtmispakkumiste direktiiv nõuab sihtemitendi juhtorgani

¹⁹² Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (viide 46), lk 16-17.

¹⁹³ M.C. Jensen. Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives 1988/2 (1), lk 3. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=173455> (25.04.2017).

¹⁹⁴ A. Kirchfeld. China Goes Shopping for German Factories. – Bloomberg 15.06.2012.

(nõukogu) arvamust tööhõive kohta¹⁹⁵. Tegemist on laiema mõistega kui töösuhted sihtemitendi ja tema töötajate vahel (millest lähtuvad Reeglid) ning hõlmab artikli 9 lõikes 5 ka mõjuanalüüsi sihtemitendi tegevuse asukohtadele. Sellest nähtub omakorda, et Euroopa ülevõtmispakkumiste regulatsioonis tunnustatakse, et ülevõtmised võivad mõjutada ettevõtte lähemat kui ka kaugemat keskkonda, kuivõrd ülevõtmise tulemusena võib muutuda sihtemitendi majandustegevus või selle juhtimiskultuur sotsiaalselt või keskkondlikult negatiivsetes suundades.¹⁹⁶ Autori hinnangul ei takista Reeglite praegune sõnastus sihtemitendi nõukogu hinnangut ka ülevõtmise kaugematele mõjudele kui seda on üksnes suhted töötajatega. Samas, kuivõrd Reeglite praegune sõnastus ei nimeta nõukogu arvamuse vajaliku elemendina hinnangut ülevõtmise mõjule ettevõtte asukohtadele, ei pruugi sihtemitentide nõukogud mõista, et selline tegur on oluline aktsionäride langetatava otsuse jaoks. Seetõttu leiab autor, et Reeglite kehtivat sõnastust tuleks sihtemitendi nõukogu avaldatava arvamuse osas täiendada ülevõtmispakkumiste direktiivis otsesõnu nimetatud ülevõtmise mõjudega ettevõtte asukohtadele (seda nii lokaalsel kui ka vajadusel regionaalsel/riiklikul tasandil). Seda täiendavalt ka põhjusel, et erialakirjanduses on peetud võimalikuks aktsionäride kahjuhüvitise nõudeõiguse tekkimist, kui avaldatud arvamus ei sisalda otsuse tegemiseks vajalikke andmeid.¹⁹⁷

Eeltoodust tuleneb selgelt, et lisaks ostuhinnale, mis on sihtemitendi aktsionäridele ilmselt kõige otsesemat huvi pakkuv ülevõtmispakkumise tingimus, on olulised ka pakkumise mõjud sihtemitendi edasisele tegevusele, nii selle geograafilise asukoha kui ka tööhõive mõttes. Põhimõtteliselt võib väita, et selliste tingimuste tähtsustamisega ostuhinna (ja vajaliku finantseeringu olemasolu) kõrval on Euroopa Liidus soovitud tasakaalustada sihtemitendi aktsionäride ja sihtemitendi kui ettevõtte huve¹⁹⁸ – kui aktsionärid väljuvad sihtemitendist, ei pruugi ülejäänud tingimused lisaks ostuhinnale olla neile kuigi olulised, ent need on seda kahtlemata sihtemitendi ja erinevate huvigruppide jaoks.

¹⁹⁵ Ülevõtmispakkumiste direktiivi art. 9 lg 5, samuti peab samaväärne mõjuanalüüs nähtuma art. 6 lg 3 p. (i) alusel pakkuja avalikustatavast prospektist.

¹⁹⁶ B. Sjäfjell. The Golden Mean or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder versus Stakeholder Perspective. – European Company Law in Accelerated Progress (23.09.2005), Kluwer Law International 2006, lk 32-33. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=866184> (25.04.2017).

¹⁹⁷ K.J. Hopt (viide 19), lk 17-18.

¹⁹⁸ Autori hinnangul võib ka siinkohal näha kinnitust argumendile, mille kohaselt äriühingu juhtorganid on ülevõtmispakkumiste puhul lisaks tüüpilisele ettevõtte huvide kaitsmisele orienteeritud vähemalt samas ulatuses ka aktsionäride huvide kaitsmisele. Sellest tulenevalt on võistlev pakkumine kasulik (ja autori hinnangul nõutav) nii aktsionäridele kui ka sihtemitendile, kui valitseva mõju üleminek on tõenäoline ning tegutsemisvariantidest jääb sõelale üksnes tehingute võimalikult kasulikuks formuleerimine.

Paramounti juhtumise leidis ka Delaware'i ülemkohus, et iseenesest ei eksisteeri ammendavaid suuniseid, millest sihtemitendi juhatus peaks võistleva pakkumise otsinguil lähtuma. Seejuures on oluline täheldada, et sihtemitendi juhatus ei ole piiratud üksnes ostuhinna suuruse hindamisega, vaid võib arvestada ka teisi kriteeriume. Sellisteks teguriteks (mis moodustavad näitliku ja avatud loetelu) võivad olla tulevase partnerluse strateegiline väärtus, võistleva pakkumise finantseerimismeetodid, sh nende erinevus algse ülevõtmispakkumise finantseerimismeetoditest, pakkumise tegijate või pakkumise tegemist kaaluvate isikute identiteet, maine, taustandmed ja eelnevad kogemused ülevõtmiste vallas. Samuti on oluliseks teguriks kavatsused sihtemitendi osas ning see, kuidas sellised kavatsused mõjutavad sihtemitendi aktsionäride huve.¹⁹⁹

Saksa õiguskirjanduses on samuti leitud, et võistlev pakkumine ei pea iseenesest olema „parem“. Väärtpaberite omandamise ja ülevõtmiste seaduse (WpÜG) § 22, mis kehtestab võistlevate pakkumiste instituudi ja olemuse, ei eelda, et võistlevas pakkumises sisalduvad tingimused ületaksid esialgses ülevõtmispakkumise tingimusi²⁰⁰. Otsuse selles osas, milline ülevõtmispakkumine on „parem“, langetavad lõppastmes aktsionärid, kellel lasub lõplik otsustusõigus ülevõtmispakkumise aktsepteerimise ja tagasilükkamise osas. Mõistagi võib ka aktsionäride kui kollektiivi sees esineda erinevusi selle osas, millist ülevõtmispakkumist peetakse oma olemuselt paremaks: üksnes rahalistest huvidest lähtuval investoril on ilmselt teistsugused prioriteedid kui töötajaks oleval aktsionäril²⁰¹.

Autori hinnangul on ülevõtmispakkumiste direktiivis soovitud tervikuna lähtuda nn. ettevõtte sotsiaalse vastutuse (*corporate social responsibility*) põhimõttest, võimaldades ülevõtmispakkumiste kestel arvestada ka teiste huvigruppide (tuntud ka kui *other constituencies/stakeholders*) huvidega. Ettevõtte sotsiaalset vastutust mõistetakse Euroopa Liidus kontseptsioonina, mille raames saavad äriühingud vabatahtlikult otsustada parema ühiskonna ja keskkonna nimel tegutsemise kasuks²⁰². Põhimõtteliselt on tegemist olukorraga, kus seadusandja on tunnistanud, et otsused, mis on langetatud äriühingu majandustegevuse ja

¹⁹⁹ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 55-58.

²⁰⁰ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, viide 113.

²⁰¹ L. Angerer jt. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Kommentar. 3. Auflage. WpÜG § 22, äärenr 3-4. München: C.H. Beck, 2017. Samas on ka leitud, et tulenevalt juhtorganite kohustusest järgida ka äriühingu huve, peaks võistlev pakkumine olema samaväärne (*gleichwertig*), vt lähemalt: V. Emmerich jt. Aktien- und GmbH-Konzernrecht. 8. Auflage. München: C.H. Beck, 2016, äärenr 18.

²⁰² Euroopa Komisjon. ELi uuendatud strateegia aastateks 2011–2014 ettevõtja sotsiaalse vastutuse valdkonnas (25.10.2011), KOM/2011/0681, p. 3.

seega aktsionäride huvides, ei pruugi tingimata olla laiema ühiskonna ja keskkonna huvides, põhjustades näiteks häireid tööhõives, majanduslikku ebavõrdsust või suurenenud saaste hulka. Samas on sellised aatelised eesmärgid silmitsi küllaltki praktiliste probleemidega. Nimelt, äriühingute juhtorganid on nendeks instantsideks, kus toimuvad otsustusprotsessid, mille tulemid mõjutavad huvigruppe äriühingust väljaspool. Äriühingute juhtorganid peavad aga tulenevalt lojaalsus- ja hoolsuskohustusest lähtuma äriühingu huvidest ning vähemalt kaudselt teenima ka aktsionäride huve. Õigusaktidest ei tulene äriühingu juhtorganitele otsust kohustust hoolitseda teiste huvigruppide õiguste eest samaväärselt pühendumusega nagu äriühingu õiguste eest. Seetõttu on seadusandjad nii Euroopa Liidus kui ka väljaspool seda piiratud äriühingu juhtorganitele ettekirjutuste tegemisel. Äriühingu juhtorganite otsuseid iseloomustab põhimõte, et nende hilisemal kontrollimisel ei analüüsita otsuse majanduslikku otstarbekust, vaid üksnes seda, kas mõistlik juhtorgani liige oleks oma kohustusi äriühingu ees täitnud konkreetsetes olukorras samal viisil. Selline kontrollmeetod ei võimalda iseenesest mahutada endasse täiendavaid, äriühinguväliseid kriteeriume.

Et ületada dilemma selles osas, et äriühingute juhtorganitel ei ole üldist seadusest tulenevat kohustust arvestada äriühingu huvide kõrval samas ulatuses ka teiste huvigruppide õigustega, on seadusandjad näinud ette kohustuse arvestada vähemalt teatud huvigruppide huvidega oluliste otsuste langetamisel. Ülevõtmispakkumiste direktiivi mõistes tähendabki see nii pakkuja kui ka sihtemitendi juhtorganite kohustust (vastavalt prospekti ja nõukogu arvamuse tasemel) pöörata tähelepanu ülevõtmisest mõjutatud huvigruppide huvidele, milleks eeskätt saavadki olla äriühingu töötajad.

Samas tekib siinkohal küsimus: kui on selgunud, et valitseva mõju üleminek sihtemitendis on sisuliselt kindlustatud, tekib sihtemitendi juhtorganitel kohustus otsida võistlevat pakkumist, mis annaks sihtemitendi aktsionäridele võimaluse otsustada kahe erineva ülevõtmispakkumise vahel, mis eelduslikult tõhustaks konkurentsi ja teeniks lõppastmes aktsionäride väärtuse maksimeerimise eesmärki. Kuivõrd võimaldab aktsionäride väärtuse maksimeerimise vajadusest tingitud võistleva pakkumise otsimine arvestada ka teiste huvigruppide huvidega, mis ei pruugi kattuda aktsionäride huvidega (tüüpiliselt kõrgem ostuhind)?

Ameerika Ühendriikides on eelkirjeldatud dilemma lahendatud selliselt, et äriühingu juhatuse liikmeid kaitstakse teiste huvigruppide arvestamise võimaluse tagamisega normatiivsel tasandil. Nimelt, mitmetes osariikides on vastu võetud nn. huvigruppide seadused (*constituency*

statutes), mis näevad ette, et majanduslike otsuste langetamisel võivad äriühingu juhatuse liikmed arvestada lisaks aktsionäride huvidele ka töötajate, tarnijate, klientide, võlausaldajate, kogukondade ning äriühingu enda lühi- ja pikaajaliste huvidega²⁰³. Samuti võivad relevantseteks osutada kohalikul ja rahvuslikul majandusel põhinevad kaalutlused ning muud sotsiaalsed väärtused. Selliste väärtuste ning teiste huvigruppidega arvestamise kohustus on iseenesest tänuväärne, ent Ameerika Ühendriikide kohtupraktika on Revloni juhtumist tulenenud aktsionäride väärtuse maksimeerimise kohustuse tõttu asetanud sellised väärtused sekundaarsete kaalutluste alla²⁰⁴. Revloni juhtumist leidis kohus, et sihtemitendi juhatuse (*board*) võib iseenesest arvesse võtta teiste huvigruppide huve. Arvestades aga Revloni lahendi üldist loogikat, mille kohaselt on sihtemitendi juhatuse ülevõtmispakkumistes aktsionäride väärtuse maksimeerimise eest hoolitsejad, leidis kohus siiski, et selliste teiste, aktsionäridega paralleelseid huve omavate sidusrühmade kaitse on õigustatud juhul, kui nende kaitsmisest kaasneb ka aktsionäridele kasu.²⁰⁵ See tähendab, et üldjuhul peavad äriühingu juhatuse liikmed endiselt lähtuma äriühingu ja selle aktsionäride huvidest ning eelnimetatud sekundaarsed kaalutlused ei saa reeglina olla eraldiseisvatena piisavad, et aktsionäride huve üles kaaluda.

Eeltoodu on olemuslikult kooskõlas Ameerika Ühendriikide sihtemitentide juhtorganite kohustuste üldise põhimõttega, mille kohaselt on aktsionärid peamine huvigrupp, kelle suhtes peavad juhtorganite liikmed täitma oma usalduskohustusi (*fiduciary duties*).²⁰⁶ Sellest tulenevalt võivad juhtorganid küll pöörata tähelepanu teiste huvigruppide kaitsele, ent sellised huvigrupid on siiski sekundaarsed aktsionäride kui primaarsete õigustatud isikute kõrval. Euroopa ning täpsemalt germaani õiguse puhul tuleb taaskord toonitada, et äriühingu juhtorganid on eeskätt kohustatud järgima äriühingu huve²⁰⁷ – seda väljendab näiteks ka ÄS § 315 lõige 2, mille kohaselt on korraliku ettevõtja hoolsuse rakendamata jätmise korral just äriühing ise see, kes juhatuse suhtes nõudeid saab esitada. Sellest tulenevalt on Euroopas teiste huvigruppidega arvestamine põhimõtteliselt lihtsam, kuivõrd ülevõtmispakkumiste raames oluliseks peetud tööhõive ja ettevõtte asukoha mõjutatus on olemuslikult seotud pigem äriühingu kui selle aktsionäridega. Samas viitab autor siin ka magistritöö punktis 2.5 käsitletule,

²⁰³ S. Bainbridge. Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes. *Pepperdine Law Review*, 1992/19 (3), lk 986-989.

²⁰⁴ A. Bisconti. The Double Bottom Line: Can Constituency Statutes Protect Socially Responsible Corporations Stuck in Revlon Land. *Loyola of Los Angeles Law Review* 2009/42 (3), lk 778-783.

²⁰⁵ *Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, p. 44.

²⁰⁶ W.M. Lafferty jt. A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law. *Penn State Law Review* 2012/116 (3), lk 841. – Arvutivõrgus: <http://www.pennstatelawreview.org/116/3/116%20Penn%20St.%20L.%20Rev.%20837.pdf> (29.04.2017).

²⁰⁷ RKTko 3-2-1-152-16, p. 14.

mille kohaselt on ülevõtmispakkumine olemuslikult sündmus, milles olenemata äriühingu huvide eest hoolitsemise üldisest primaarsusest on aktsionärid sellegipoolest keskmisest enam mõjutatud. Ülevõtmispakkumisi iseloomustab Euroopas vajadus tagada aktsionäridele vaba ja informeeritud otsustusõigus, kusjuures aktsionäride õigused on VPTS § 176 lõike 2 alusel eraldi jõustatud kahju hüvitamise nõudeõigusega. Sellest tulenevalt on ülevõtmispakkumised autori hinnangul tegelikult käsitletavad tasakaalupunktidena, kus kohtuvad äriühingu ja sellega esmaselt seotud huvigruppide (nt töötajad) ning aktsionäride huvid.

Euroopa tasandil ei ole kehtestatud eraldi teiste huvigruppide huvidega arvestamist võimaldavaid õigusakte. Sellegipoolest on autori hinnangul Euroopa Liit saavutanud ülevõtmiste puhul sisuliselt sarnase tulemuse Ameerika Ühendriikide huvigruppide seadustega. Nimelt, nagu käesolevas magistritöös eelnevalt märgitud, on ülevõtmispakkumiste direktiivi järgi peamisteks mõjutatud ja õigustatud isikuteks sihtemitendi aktsionärid. Nendele võimalikult kvaliteetse pakkumise kindlustamiseks on kehtestatud mitmeid kohustusi nii pakkujatele kui ka sihtemitendi juhtorganitele. Samuti on teiste huvigruppide kaitsmine (nt töötajad ning ettevõtte asukoha võimalikust vahetusest mõjutatud isikud) olemuslikult lähemal äriühingu huvide kaitsmisele, mis ongi juhtorganite peamine kohustus²⁰⁸. Lisaks on autor läbivalt ka argumenteerinud, et võistleva pakkumise otsimise kohustus tuleneb sihtemitendi juhtorganitele samuti eeskätt aktsionäridele väärtuse maksimeerimise vajadusest valitseva mõju ülemineku olukorras. Paralleelsete, ent tähtsuse poolest sekundaarsete kaalutlustena on ülevõtmispakkumiste direktiiv nimetanud sisuliselt identseid huvigruppe, kelle huvidega tuleks ülevõtmispakkumiste raames samuti arvestada. Ülevõtmispakkumiste direktiivi sätetest, põhimõtetest ega olemusest ei tulene, et ükski nimetatud huvigruppidest saaks individuaalselt üles kaaluda sihtemitendi aktsionäride huve, mille tähtsust direktiiv ilmselgelt enam tähtsustab. Seega, kuigi sihtemitendi juhatus (nõukogu) on kohustatud huvigruppe oma arvamuses käsitlema ning ühtlasi esitama oma hinnangu ülevõtmispakkumise mõju kohta sihtemitendile, lasub lõplik otsustusõigus ülevõtmispakkumise aktsepteerimise või tagasilükkamise osas siiski aktsionäride käes. Samas leiab autor, et lisaks aktsionäridele väärtuse maksimeerimisele, millele võistlev pakkumine on eeldatavasti peamiselt suunatud, on igati kooskõlas aktsionäride vaba ja informeeritud otsustuse põhimõttega ka see, kui võistlevana esitatakse pakkumine, mis ei pruugi olla ostuhinna poolest parem, ent on sihtemitendi majandustegevuse või töötingimuste mõttes kasulikum. Sellisel juhul võib võistlev pakkumine muutuda aktsionäridele ostuhinna asemel atraktiivseks just sellega kaasneva potentsiaalselt suurema jaotatava kasumi poolest.

²⁰⁸ Samas.

Siinkohal tuleb märkida siiski seda, et ostuhinna suuruse olulisust ülevõtmispakkumis(t)e aktsepteerimise otsustamisel ei saa alahinnata. Ühelt poolt on eelneva argumentatsiooni puhul võimalik, et sihtemitendi juhtorganid leiavad võistleva pakkumisena sellise ülevõtmispakkumise, mis ei pruugi olla esialgse pakkumise ostuhinna tasemel või seda ületada, ent on sellest parem muude tegurite poolest, nt toob see kaasa vähem kahjulikke mõjutusi sihtemitendi tööhõivele ja/või ettevõtte asukohale. Samas lasub ülevõtmispakkumise aktsepteerimise ainuõigus siiski aktsionäridel, kellel on küll põhimõtteliselt võimalus lähtuda teiste huvigruppide vajadustest, mis on neile teatavaks tehtud läbi Reeglite § 21 alusel avaldatud nõukogu arvamuse, ent kes eeldatavasti on siiski huvitatud endale väärtuse maksimeerimisest. Seetõttu on ebatõenäoline, kuigi mitte alati välistatud, et ülevõtmispakkumiste paljususe korral osutub valituks pakkumine, mille ostuhind on teis(t)est madalam.

3.2 Sihtemitendi juhtorganite kohustused võistleva pakkumise avalikustamise järel

Viimaks tuleb põgusalt peatuda sihtemitendi juhtorganite kohustustel olukorras, kus võistlev pakkumine on kas vastusena sihtemitendi juhtorgani üleskutsele või kolmanda isiku poolt iseseisvalt esitatud ning seetõttu on sihtemitendi aktsionäridel valida mitme ülevõtmispakkumise seast.

Reeglite § 23 lõike 3 kohaselt on sihtemitent teabe andmisel kohustatud kohtlema kõiki ülevõtjaid võrdselt. Ülevõtmispakkumiste direktiiv ega VPTS ei käsitle otsesõnu üldist võrdse kohtlemise põhimõtet, mis kehtiks ülevõtmispakkumiste paljususe korral. Kaudselt on see siiski tuletatav näiteks VPTS § 171 lõikest 1: sihtemitendi tegevjuhtkonna, nõukogu ja juhatuse liikmed ei tohi takistada sihtemitendi aktsionäridel ülevõtmispakkumist kaalumast. Põhimõtteliselt tähendab see, et nimetatud juhtorganid ei tohi ühelt poolt (üldkoosoleku vastava volitusega) rakendada ülevõtmispakkumise suhtes kaitsemeetmeid, ent lisaks ei tohi nad ka pakkumiste kaalumist praktiliselt võimatuks muuta. Just pakkumise kaalumise praktilise võimatuse ohu tõttu on autori hinnangul Reeglite § 23 lõikes 3 sätestatud kitsendav võrdse kohtlemise kohustus.

Ülevõtmispakkumise kaalumise praktilise võimatuse toob selgelt kaasa olukord, kus sihtemitendi juhatuse kohtleb ülevõtmispakkumiste tegijaid ebavõrdselt ning edastab neile ülevõtmispakkumist või sihtemitenti puudutavat teavet selektiivselt. Erialakirjanduse kohaselt

tähendab teabe andmise võrdsus seda, et nii esialgse ülevõtmispakkumise tegijale kui ka järgnevate võistlevate pakkumiste tegijatele tuleb võimaldada võrdne ligipääs sihtemitendi puudutavale teabele auditi (*due diligence*) käigus²⁰⁹. Selle põhjuseks tuleb pidada asjaolu, et auditi läbiviimine on tavapärane tehingueelne toiming, mille eesmärgiks on veenduda kavandatava tehingu majanduslikus otstarbekuses. Selliselt teenib see ka auditi läbiviija juhatuse liikmete hoolsuskohustuse täitmise vajadust. Olukorras, kus sihtemitendi juhtorgan ei avaldaks ühele ülevõtmispakkumiste tegijatest vajalikku teavet, tekitaks sihtemitendi juhtorgan erialakirjanduse kohaselt sisuliselt olukorra, kus ametlikke kaitsemeetmeid rakendamata saabub siiski soovimatu tagajärg²¹⁰ (kuivõrd sihtemitendi juhtorgan jääks formaalselt neutraalseks, ent ahendaks siiski aktsionäride valikuvõimalusi).

Samas soovib autor siinkohal taas toonitada, et Eesti kehtiva õiguse valguses on kaheldav, kuivõrd on võistlevate pakkumiste tegemine praktiliselt võimalik. Seda põhjusel, et valdavalt on ülevõtmispakkumise aktsepteerimise tähtaeg seatud Eestis kõige lühemale võimalikule perioodile, s.t 28 päevale.²¹¹ Nimetatud perioodi sees peab sihtemitendi juhtorgan seega analüüsima esialgset ülevõtmispakkumist ning kujundama selle osas oma arvamuse (ühelt poolt eesmärgiga see nõukogu poolt avalikustada, ent teiselt poolt ka eesmärgiga täita erialakirjanduse kohaselt hoolsuskohustusega hõlmatud piisava informeerituse nõuet²¹²). Kui sihtemitendi juhtorgan peakski leidma, et laekunud pakkumine ei ole aktsionäride väärtuse maksimeerimise huvides piisav, peab ta käesoleva magistr töö argumentatsiooni järgides tegema üleskutseid võistlevate pakkumiste tegemiseks, kusjuures võimalike kandidaatide väljavalimine võtab paratamatult aega. Teiselt poolt on piiratud ajavahemik rõhuv ka võistlevale pakkujale, kuna omapoolse piisava informeerituse nõude täitmiseks peab võistlev pakkuja läbi viima sihtemitendi auditi, et võistleva pakkumise tegemisega mitte võtta endale põhjendamatu riski ja tekitada seeläbi iseendale kahju. Nagu eelnevalt märgitud, on auditite läbiviimine ajamahukas protsess.²¹³ Auditite läbiviimine hõlmab ühelt poolt seda, et sihtemitendi juhtorganid esitavad vajalikud andmed ja dokumendid analüüsi võimaldavas vormis (komplekteeritult) ning teiselt poolt peab võistlev pakkuja suutma esitatud andmed ka nõuetekohase hoolikusega läbi töötada. Samas, nagu nähtub eelnevast analüüsist, peab

²⁰⁹ M. Martin. Der konkurrierende Bieter bei öffentlichen Übernahmeangeboten. Tübingen: Mohr Siebeck, 2015, lk 78-79.

²¹⁰ W. Biesel jt. Der Unternehmenskauf. 7. Auflage. München: C.H. Beck 2016, äärenr 36-43.

²¹¹ Käesoleva magistr töö punktis 2.1 nimetatud Finantsinspektsiooni veebilehel toodud kooskõlastatud ülevõtmispakkumiste kohta autori poolt koostatud statistika. Kooskõlastatud ülevõtmispakkumiste nimistu kohta vt arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=1722> (25.04.2017).

²¹² K. Saare jt (viide 6), lk 141.

²¹³ D. Rankine jt (viide 72), lk 15.

sihtemitendi juhtorgan seega võimaldama andmetega tutvuda ka esialgsele pakkujale, kui seda juba tehtud ei ole (mis on tõenäoline juhul, kui esialgne pakkuja on vaenulik). Samuti tuleb rõhutada seda, et kui võistlev pakkuja suudab auditi enda hoolsuskohustuste rahuldamiseks nõuetekohaselt läbi viia, peab ta endiselt koostama nii ülevõtmispakkumiste kui ka -prospekti, mis on samuti mahukad dokumendid, kuivõrd need peavad Finantsinspektsiooni nõutava kooskõlastuse saamiseks vastama kõigile Reeglite §-des 15 ja 16 nimetatud nõuetele. Kõige tipuks on võistleva pakkuja jaoks pakkumise esitamise ajavahemik juba eos äärmuseni kitsendatud, sest võistleva pakkumise teade ja prospekt tuleb Reeglite § 14 alusel esitada 3 kauplemispäeva enne esialgse pakkumise tähtaja möödumist. Autori hinnangul ei võimalda tavaliselt kasutatav 28-päevane ülevõtmispakkumise periood võistlevat pakkumist nõuetekohaselt ette valmistada ja avalikustada.

Viimaks, ülevõtmispakkumiste paljususe olukorras peab võrdse kohtlemise põhimõte avalduma lisaks positiivsele kohustusele (teabe andmine) ka negatiivsetes (ehk hoidumis-) kohustustes. Nagu Revloni ja Paramounti kaasustes juhtus, ei oleks nende äriühingute juhatused tohtinud end siduda tingimustega (nt leppetrahv lepingu lõpetamise korral ehk *break-up fee*), mis oma koormava sisu tõttu põhimõtteliselt välistasid konkurentsi ülevõtmispakkumiste vahel.²¹⁴ Seega ei tohi sihtemitentide juhtorganid tekitada olukorda, kus näiteks lubatakse ühele pakkujatest kompensatsiooniks sihtemitendi aktsiate või muu vara ostuoptsioone, leppetrahve või muid teise ülevõtmispakkumise kaalumist sisuliselt välistavat tingimust.²¹⁵ Nimetatud hoidumiskohustus ei hõlma üksnes võimalikke leppetrahvikohustusi, vaid ka üldist rahalist toetamist: sihtemitendi juhtorganid peavad kohtlema kõiki pakkujaid võrdselt, mis tähendab ka seda, et ühele pakkujale ei tohi teise arvel anda eelist näiteks auditi läbiviimisega seotud kulude enda kanda võtmises²¹⁶.

Sihtemitendi juhtorganite kohustusi võistlevate pakkumiste puhul teabe andmisel komplitseerib täiendavalt ka asjaolu, et teabe andmisel peab sihtemitent lähtuma siseteabe käsitlemist reguleerivatest reeglitest.²¹⁷ Ülevõtmispakkumiste raames on siseteabe määratlemiseks ilmselt kõige asjakohasem määruse artikli 7 lõike 1 punkt (a), mille kohaselt on siseteave täpset laadi avalikustamata teave, mis on otseselt seotud ühe või mitme emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning mis avaldaks avalikustamise korral tõenäoliselt märkimisväärset

²¹⁴ Paramount Communications Inc. v QVC Network Inc., p. 93.

²¹⁵ MacAndrews & Forbes v Revlon, Inc., p. 1250.

²¹⁶ H. Fleischer (viide 71), äären 128.

²¹⁷ Samas.

mõju nende finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale. See tähendab, et kui sihtemitendi juhtorganid võimaldavad võistleva(te)le pakkuja(te)le auditi läbiviimiseks ligipääsu enda majandustegevust puudutavale teabele, on võistleva(te)l pakkuja(te)l potentsiaalne võimalus saadud teavet enda huvides ära kasutada, olenemata sellest, kas nende pakkumist lõppastmes edu saadab. Selleks otstarbeks näeb Määruse artikkel 14 ette, et isik ei tohi siseteabe alusel kaubelda ega teha vastavat katset, samuti soovitada teisel isikul siseteabe alusel kaubelda ega siseteavet avaldada. Samas näeb Määruse artikkel 9 lõige 4 ka ette, et ainuüksi sihtemitendi siseteabele ligipääsu omamine ja selle põhjal sihtemitendi aktsiatele ülevõtmispakkumise tegemine ei ole käsitletav siseteabe alusel kauplemisena. Ülevõtmispakkumiste puhul on see Eesti siseriiklikus õiguses väljendatud ka läbi VPTS § 172, mille kohaselt peavad ülevõtja, sihtemitent ja nendega kooskõlastatult tegutsevad isikud hoiduma ülevõtmistähtaja jooksul tegudest, mis põhjustavad sihtemitendi aktsiate ebahariliku hinnakõikumise.

Vastamaks eluliste vajadustele siseteavet auditi käigus teisele poolele avaldada, näeb määruse artikkel 11 ette turu sondeerimise korra. Kitsalt ülevõtmispakkumiste puhul on turu sondeerimisega tegemist juhul, kui pakkuja avaldab enda kohta teavet sihtemitendi aktsionäridele, võimaldamaks neil kaaluda ülevõtmispakkumise aktsepteerimist. Sihtemitendi juhtorganite poolt pakkuja(te)le avaldatavat teavet reguleerib siiski artikkel 11 lõige 1 p (a), mille kohaselt emitent avaldab ühele või mitmele potentsiaalsele investorile võimaliku tehingu korral selle tehingu tingimusi. Sihtemitendi juhtorganid peavad seega auditi käigus avaldatavaid andmeid hindama nendes siseteabe sisaldumise osas. Kui andmetes sisaldub siseteavet, tuleb vastav järeldus ning siseteabe avaldamise põhjendused Määruse artikli 11 lõike 3 alusel kirjalikult vormistada ning pädeva asutuse taotluse korral need esitada. Samuti peab sihtemitendi juhtorgan Määruse artikli 11 lõike 5 punktide a-d alusel saama pakkuja(te)lt nõusoleku siseteabe edastamiseks, teavitama neid, et siseteabe alusel on neil keelatud omandada või kasutada sellega seotud väärtpabereid või muuta või tühistada nende väärtpaberitega seotud korraldusi, samuti teavitama neid, et teabe vastuvõtmisel nõustuvad nad sellele hoidma konfidentsiaalsena. Kõik siseteabe turu sondeerimise raames avaldamisega seotud kirjalikud dokumendid tuleb Määruse artikli 11 lõike 8 alusel sihtemitendi juhtorganil säilitada vähemalt 5 aasta jooksul. Eeltoodust tuleneb selgelt, et võistlevate pakkumiste puhul peab sihtemitendi juhtorgan lähtuma lisaks võrdse kohtlemise põhimõttest ka väga rangetest siseteabe käsitlemise reeglitest, mille rikkumine on karistatav väär- või kuriteona KarS § 398 alusel.

Seega, kui sihtemitendi suhtes tehakse mitu ülevõtmispakkumist ehk laekub ka võistlev pakkumine, on sihtemitendi juhtorganitel Reeglite § 23 lõike 3 alusel kohustus kohelda pakkujaid teabe andmisel võrdselt. See tähendab, et võimalike läbiviidavate auditite raames tuleb ühele pakkujale kättesaadavaks tehtud teave teha kättesaadavaks ka teisele pakkujale. Samas tuleb arvestada, et kui esialgse ülevõtmispakkumise ettevalmistamise fakt on käsitletav siseteabena mis takistab oluliselt võistlevate pakkumiste otsimist enne esialgse ülevõtmispakkumise avalikustamist (kuivõrd esialgse ülevõtmispakkumise tüüpiliselt lühike aktsepteerimisperiood eeldaks võistleva pakkumise otsimist juba enne esialgse ülevõtmispakkumise avalikustamist, vt magistritöö punkti 2.1), võib sihtemitendi poolt auditite raames avalikustatud teabe näol olla samuti tegemist siseteabega. Seda põhjusel, et kuivõrd sihtemitendid on VPTS § 164 lõike 1 alusel börsiaktiaseeltsid, võib n-ö asutusesisene avalikustamata teave mõjutada sihtemitendi väärtpaperite hinda. See omakorda tähendab, et sihtemitendi juhtorganid peavad alluma Määrusest tulenevatele küllaltki koormavatele siseteavet reguleerivatele eeskirjadele ning pidama hoolikat arvestust selle üle, millist teavet pakkujatele avaldada ning kuidas kindlustada sellise teabe õiguspärane kasutamine. Ülevõtmispakkumiste paljususe korral tähendab see sihtemitendi juhtorganitele oluliselt suuremat halduskoormust siseteabe avaldamiseks ja protokollimiseks ettenähtud nõuete täitmisel.

KOKKUVÕTE

Euroopa Liidus kehtiv ja Eesti õigusesse läbi VPTS-i § 19. peatüki sätete üle võetud ülevõtmispakkumiste regulatsioon asetab sihtemitendi juhtorganid neutraalsesse rolli. Nende kohustuseks on sihtemitendi üldkoosoleku vastava volitusega hoiduda ülevõtmispakkumist nurjavate ja seeläbi aktsionäride otsustusõigust riivavate kaitsemeetmete kohaldamisest. Samuti ei jää VPTS § 171¹ ja ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 11 lõike 2 alusel pakkuja suhtes kehtima juba enne ülevõtmispakkumist vastu võetud põhikirjalised ja/või aktsionäride lepingutest tulenevad piirangud. Otsustusõigus ülevõtmispakkumise aktsepteerimise või tagasilükkamise osas lasub üksnes ja üheselt sihtemitendi aktsionäridel, juhtorganite ülesandeks on aktsionäre nõustada selle õiguse efektiivsel ja informeeritud kasutamisel.

Kõige selgem aktiivne kohustus tuleneb sihtemitendi juhtorganitele VPTS § 171 lõikest 2 ja Reeglite §-st 21, mille kohaselt sihtemitendi nõukogu peab avalikustama enda põhjendatud arvamuse ülevõtmispakkumise kohta. Nõukogu avalikustatav arvamus peab käsitlema ülevõtmispakkumise mõju sihtemitendile, sealhulgas sihtemitendi ja selle töötajate vahelistele suhetele. Ülevõtmispakkumiste direktiiv on artikli 9 lõike 5 alusel selles osas laiemas käsitlusega, nõudes nõukogult hinnangut pakkuja strateegilistele plaanidele sihtemitendi suhtes ning samuti arvamust mitte üksnes suhetele töötajatega, vaid ülevõtmispakkumise mõjudele sihtemitendi ettevõtte asukohtadele. Seetõttu on Reeglite kehtiv sõnastus hetkel ebapiisav, kuivõrd nõukogu avalikustatav arvamus ei pea Reeglites sätestatu alusel sisaldama mõjuhinnanguid, mis Euroopa Liidu ettevõtte sotsiaalse vastutuse perspektiivist on vajalikud – ülevõtmised võivad mõjutada mitte üksnes sihtemitendi tööhõivet, vaid ka kohaliku kogukonna tööhõivet, elamis- ja keskkonnatingimusi. Sihtemitendi aktsionärid ei saa langetada informeeritud otsust, kui nendele edastatav arvamus ei sisalda hinnanguid teiste huvigruppide mõjutatuse kohta. Selles osas vajavad nõukogu avalikustavat arvamust reguleerivad eeskirjad täiendamist.

VPTS § 171 lõige 3 ja ülevõtmispakkumiste direktiivi artikli 9 lõige 2 seavad sihtemitendi juhtorganitele ulatuslikke piiranguid kaitsemeetmete kasutamise osas, ent otsesõnu on võistlevate pakkumiste otsimine kui sihtemitendi juhtorganite õigus välistatud kaitsemeetmete seast. Võistlevate pakkumiste peamine eesmärk on pakkuda alternatiive esialgsele ülevõtmispakkumisele, andes seega aktsionäridele võimaluse valida enda jaoks kasulikuma tehingu kasuks. Samuti on võistleva pakkumise avalikustamise puhul tõenäoline, et pakkujate

vaheline konkurents tõhustub: pakkumise õnnestumise huvides on esialgsel pakkujal initsiatiiv ostuhinda tõsta, mis samaväärselt on aktsionäridele kasulik.

Eeltoodust tuleneb, et võistlevad pakkumised on põhimõtteliselt sihtemitendi aktsionäridele kasulikud, kuivõrd need aitavad kaasa aktsionäride huvide kaitsmisele, täpsemalt on neil potentsiaal maksimeerida parimat võimalikku väärtust, mida aktsionärid ülevõtmispakkumisest saaksid. Samaväärselt on võistleval pakkumisel potentsiaali formuleerida ülevõtmistingimusi, mis on kasulikud sihtemitendi kui terviku seisukohalt – näiteks kavatseb võistlev pakkuja säilitada sihtemitendi tööhõive määra, jätta muutmata ettevõtte asukohad ning säilitada või arendada edasi sihtemitendi keskkonnasõbralikke ettevõtmisi. Samas on Eesti ja Euroopa ülevõtmispakkumiste regulatsioon seadnud võistlevate pakkumiste avalikustamise (v.a. juhul, kui kolmas isik esitab pakkumise täiesti iseseisvalt ehk *unsolicited white knight*) sõltuvusse sellest, kas sihtemitendi juhtorganid kasutavad enda õigust teha vastavaid üleskutseid.

Autor leiab, et võistlevate pakkumiste otsimine ei saa olla universaalne kohustus. Ühelt poolt on igati võimalik, et võistlevaid pakkumisi ei õnnestukski leida, kuivõrd konkreetsel turul on huvitatud või võimekaid osalisi vähe. See võib olla keskmisest tõenäolisem Eestis, kus börsiaktiivseltse ning nendega seotud avalikke ülevõtmispakkumisi on alati olnud küllaltki vähe. Samuti tuleks meele pidada, et kuivõrd aktsionäride käes on lõplik otsustusõigus ülevõtmispakkumise aktsepteerimise või tagasilükkamise osas, ei pruugi võistleva pakkumise otsimine ka vajalik olla, kui juba eos ilmneb, et ka aktsionärid ei soovi kahjulike või ebapiisavate tingimustega ülevõtmispakkumist aktsepteerida. Samas leiab autor, et sihtemitendi aktsionäride otsustusõigus ei ole täiuslik. Informeeritud arvamuse kujunemine eeldab pakkuja poolt avaldatud mahuka prospekti läbitöötamist ja sellega kaasnevate mõjude tunnetamist, samuti et nõukogu poolt avaldatud arvamus oleks selgelt, lihtsalt ja üheselt mõistetav. Erialateadmiste puudumise korral võivad prospektid jääda lugemata (mis on kahetsusväärne tendents näiteks väärtpaberite avalike pakkumiste raames avaldatud prospektide puhul) ning nõukogu avaldatav arvamus, kui sellega ei kaasne aktsionäridele alternatiivsete võimaluste pakkumist, võib jääda liigselt spekulatiivseks. Kõige tipuks on ülevõtmispakkumistel tõenäoliselt aktsionäride investeringuid valideeriv mõju, sest aktsionärid saavad koheselt tagasi oma investeringu. Seetõttu ei ole autori hinnangul alati garanteeritud, et Eesti ja Euroopa ülevõtmispakkumiste regulatsioon on piisav aktsionäride huvide kaitsmisel ning seetõttu võib võistlevate pakkumiste otsimine olla käsitletav sihtemitendi juhtorganite kohustusena.

Nimelt, aktsiaseltsi juhatusel lasub ÄS § 306 lõike 2 kohustus käituda majanduslikult kõige otstarbekamal viisil. See tähendab omakorda, et nende tegevusest peab nähtuma piisav hoolsus, informeeritus ja põhjendamatute majanduslike riskide vältimine. ÄS § 315 lõike 1 ja § 327 lõige 1 alusel peavad aktsiaseltsi juhtorganid (vastavalt juhatus ja nõukogu) käituma korraliku ettevõtja hoolsusega. Korraliku ettevõtja hoolsuse rakendamise hindamine eeldab mitmete asjaoludega arvestamist, sealhulgas aktsiaseltsi toimimise ja konkreetse majandusvaldkonna tavade, kavandatava tehingu tingimused ja juhtorganite liikmete isikuomadused (nt haridus). See tähendab, et arvestada tuleb ülevõtmispakkumiste üldise aluspõhimõttega Euroopas, milleks on aktsionäride kaitse ning otsustusõiguse reserveerimine neile. Paralleelselt peavad juhtorganid olema piisavalt informeeritud, et hinnata laekunud ülevõtmispakkumise ning sihtemitendi väärtuse vastavust. Nimetatud kahe teguri ühitamisel leiab autor, et sihtemitendi juhtorganitel on kohustus maksimeerida aktsionäridele nende väärtus, kui valitseva mõju üleminek sihtemitendis on kindel. See tähendab, et aktsionärid peaksid ülevõtmispakkumisest väljuma parima võimaliku tulemusega.

Ameerika Ühendriikide kohtupraktika on selles osas võtnud aluseks sama lähenemise. Ühelt poolt on äriühingu juhtorganid vabad langetama otsuseid äriühingu juhtimisel ning hilisematel hindajatel ei ole õigust hinnata, kas langetatud otsus oli majanduslikus mõttes täiuslik, vaid üksnes, kas see oli mõistlik. Selles osas on äriühingu juhtimise põhimõtted küllaltki sarnased Eesti regulatsiooniga. Küll aga on ülevõtmispakkumiste kontekstis leitud, et kui ülevõtmispakkumise tulemusena on valitseva mõju üleminek sihtemitendis tõenäoline, ei ole sihtemitendi juhtorganite peamiseks ülesandeks enam aktsionäride investeringute haldamine ja juhtimine sihtemitendi igapäevases majandustegevuses, vaid neil on aktiivne kohustus kindlustada, et aktsionärid lahkuksid pakkumise aktsepteerimisel parima võimaliku tulemusena. Seda aitab kindlustada alternatiivide ehk võistlevate pakkumiste otsimine.

Autor tunnistab, et Ameerika Ühendriikide kohtupraktika on kahtlemata mõjutatud tõsiasjast, et juhtorgani liikmete usalduskohustused (*fiduciary duties*) on suunatud aktsionäride kasuks, samas kui Eestis jäävad äriühingu juhtorganite liikmete ja aktsionäride vahelised suhted kaudseteks. Samas leiab autor, et aktsionärid on siiski isikud, kes on panustanud aktsiaseltsi investeringuid, mistõttu on juhtorganitel vähemalt derivatiivsed kohustused ka aktsionäride ees. Samuti nähtub Tallinna Börsi ja Finantsinspeksiooni avaldatud Hea Ühingujuhtimise Tavast, et börsiaktsiaseltsi juhtorganid peavad aktsiaseltsi huvide kõrval arvestama ka aktsionäride huvidega. Kõige tipuks tuleb autori hinnangul lähtuda ülevõtmispakkumiste

kontekstist (ehk arvestada olukorraga, milles juhtorganid konkreetsel juhul tegutsevad). Ülevõtmispakkumiste raames on aktsionärid otseselt mõjutatud – nemad on ülevõtmispakkumise adressaadid, kes peavad ka iseseisvalt suutma otsustada selle aktsepteerimise või tagasilükkamise osas. Loomulikult on ülevõtmispakkumisest mõjutatud ka sihtemitent ise, kuna muutuda võivad nii tema majandustegevuse aspektid kui ka tööhõive. Samas nähtub ülevõtmispakkumiste regulatsioonist selgelt, et aktsionäride huve on peetud täiendava kaitse vääriks, kusjuures lõviosa aktsionäride huve kaitsvatest meetmetest on kehtestatud sihtemitendi juhtorganite arvel. Viimaks, kuigi Eesti õiguses on juhtorganite liikmete suhtes nõudeõigust omavaks isikuks primaarselt äriühing ise (olgu, et nõuete esitamine võib toimuda aktsionäride surve), nähtub VPTS § 176 lõikest 2, et ülevõtmispakkumiste regulatsioon on irdunud sellest tavast, kuivõrd aktsionäridel endil on kahju hüvitamise nõudeõigus. Eeltoodu viitab autori hinnangul üheselt sellele, et ülevõtmispakkumised on valdkond, millele on omane aktsionäride õiguste intensiivsem kaitsmine, kusjuures kohustatud isikuteks on seejuures juhtorganid. Seetõttu on võimalik ja vajalik valitseva mõju ülemineku korral sisustada Eestis kehtivaid juhtorganite hoolsuskohustusi selliselt, et need sisaldaksid võistlevate pakkumiste otsimise kohustust aktsionäridele parimate võimalike tehingutingimuste kindlustamiseks.

Seetõttu leiab autor, et korraliku ettevõtja hoolsusega on ülevõtmispakkumiste raames hõlmatud võistlevate pakkumiste otsimine, kui valitseva mõju üleminek ülevõtmispakkumise tulemusena on tõenäoline. Eeltoodu tuleneb Eesti ja Euroopa Liidu ülevõtmispakkumiste regulatsiooniga ette nähtud aktsionäride intensiivse kaitse vajadusest, mis tähendab, et juhtorganitel on tavapärasest otsesem õigussuhe aktsionäridega. Sellise õigussuhte osaks on aktsionäride huvide eest seismine ülevõtmispakkumiste raames, kus need on keskmisest enam mõjutatud ning kus võistlevad pakkumised aitaksid selliseid huve paremate tingimuste läbi efektiivsemalt kaitsta.

Võistlevate pakkumiste puhul ei tulene VPTS-ist, Reeglitest ega ülevõtmispakkumiste direktiivist, et võistlev pakkumine peab olema „parem“, s.t ületama esialgses pakkumises toodud ostuhinda. See tähendab, et võistlev pakkumine on sihtemitendi juhtorganitele ka võimalus, millega kindlustada paremad tingimused muude tegurite, nt tööhõive või muude huvigruppide kaitse näol. Siiski, kuigi aktsionärid võivad otsust tehes lähtuda selliste teiste huvigruppide vajadustest, on tõenäoline, et nende primaarseks kriteeriumiks jääb aktsiate ostuhind. Seetõttu on tõenäoline, et edukaks osutub just parema ostuhinnaga pakkumine. Seni

aga, kuni aktsionärid ei ole oma otsust pakkumiste aktsepteerimise osas langetanud, on sihtemitendi juhtorganitel kohustus kohelda kõiki pakkujaid võrdselt. See tähendab eeskätt sihtemitenti puudutavale teabele võrdse ligipääsu tagamist, järgides samas ka siseteabe käsitlemist puudutavaid reegleid.

Samas leiab autor, et kuigi sihtemitendi juhtorganitel on teatud juhtudel seega kohustus otsida võistlevaid pakkumisi, ei ole alati garanteeritud, et võistlevad pakkumised suudetaks õigeaegselt avalikustada. Nimelt, VPTS § 165 lõike 3 alusel on ülevõtmispakkumisele nõustumuse andmise tähtjaks 28-42 päeva. 77% Eestis Finantsinspektsiooni kooskõlastuse saanud ülevõtmispakkumistest on seadnud nimetatud tähtjaks maksimaalselt 30 päeva. See tähendab, et piiratud ajavahemiku jooksul peavad sihtemitendi juhtorganid analüüsima ülevõtmispakkumist ning kujundama selle osas oma arvamuse. Nõukogu peab seejuures oma arvamuse ka avalikustama. Pärast ülevõtmispakkumise läbitöötamist lasub sihtemitendi juhtorganitel seega kohustus otsida võistlevaid pakkumisi. Samas alluvad võistlevad pakkumised Reeglite § 23 lõike 1 alusel avalikustamise mõttes samadele reeglitele nagu esialgsed ülevõtmispakkumised, mis tähendab vajadust Finantsinspektsiooni kooskõlastuse järele VPTS § 169 mõttes ja mahuka prospekti koostamist. Lisaks tuleb toonitada, et piiratud ajavahemiku sisse peab suure tõenäosusega mahtuma ka sihtemitendi auditi läbiviimine potentsiaalse võistleva pakkuja poolt, mis on samuti aeganõudev ja kulukas protsess. Viimaks tuleb võistlev pakkumine Reeglite § 14 alusel avalikustada hiljemalt 3 kauplemispäeva enne esialgse pakkumise aktsepteerimise tähtaja möödumist.

Seetõttu on tüüpiliselt lühikeste tähtaegadega Eesti ülevõtmispakkumiste puhul kaheldav, et võistlevad pakkujad jõuaksid omapoolsed pakkumised alati esitada. Küsimus sellest, kas võistlevad pakkujad suudavad aga omapoolse pakkumise esitada, ei mõjuta iseenesest seda, et sihtemitendi juhtorganid peaksid tegema endast mõistlikult oleneva, et võistlevaid pakkumisi aktsionäride huvides otsida.

SEARCH FOR A COMPETING BID AS AN OBLIGATION OF THE MANAGEMENT BODIES OF THE TARGET COMPANY. ABSTRACT

This Master's thesis concentrates on the possible obligatory nature of the search for a competing bid (also referred to as a 'white knight') in the course of public takeover bids, to be conducted by the management bodies of the target company.

The Master's thesis is divided into three distinct parts. First, the Estonian (and therefore, European) takeover regulation by default demands strict neutrality on the part of the management bodies of target companies, meaning the independent use of takeover defences by management bodies is prohibited (as opposed to the U.S., where they are within reasonable limits subject to the business judgment rule). Therefore, since the search for competing bids is not considered a takeover defence, which would necessitate a permission of the general meeting of shareholders, it is of special importance to analyse the framework of the Estonian and European takeover bids regulations in order to give meaning to any possible obligations concerning competing bids and how they would fit into the overarching legislation.

The second part analyses the duties of care and loyalty incumbent on members of management bodies in takeover bids under Estonian law, with comparisons drawn between the U.S. system of fiduciary duties. The latter is especially important due to the following part which is reserved for analyses of two landmark cases in U.S. takeover regulation, specifically the duties of management board members in a sale of control context: *Revlon* and *Paramount*. It is prudent to pay attention to developments in U.S. takeover regulation in determining the scope of the duties of care and loyalty of management in Estonian and European law, as takeovers have been a field where legal literature has been prone to refer to practices on both shores of the Atlantic. Finally, attention is given to the possible criteria to be used by management bodies in gauging possible competing bids and their obligations upon the disclosure of competing bids.

A public takeover bid is an offer made to the owners of securities (except in cases concerning share buybacks) with the intention to purchase all or some of the shares either voluntarily or as part of an obligation. It is important to note that the bid may contain the intention to purchase all shares from the start, i.e. it was the offeror's original intention or the obligation may appear upon change of control of the target company. Takeover bids are regulated in Europe with the Takeover Bids Directive (2004/25/EC) which has been transposed into Estonian law via articles

164-183 of the Securities Market Act (“SMA”) and in more detail, the regulation “Takeover Bids Rules” of the Minister of Finance.

One of the core principles of the European takeover bids regulation is, according to art. 3(1)(a) of the Takeover Bids Directive, the equal treatment of persons holding the same types of shares. Art. 170 of the SMA essentially stipulates the same principle but addresses it directly towards the offeror. According to both Art. 5(1) of the Takeover Bids Directive and Art. 166 of the SMA, the offeror is obliged to make a mandatory takeover bid to all shareholders of the target company upon achieving a controlling share (or specifically under Estonian law, a dominant influence) over it. The reason behind requiring potential offerors to take into account the real possibility of having to spend additional resources in order to acquire the shares of minority shareholders is to protect the same minority shareholders. Offerors are more likely to offer a higher purchase price for shares that enable them to achieve control over the target company (“control premium”) and thereafter, likely to discriminate against minority shareholders by offering them a lower price for shares that the offeror does not have a comparable interest in. Therefore, under the European and Estonian takeover regulations, the offeror is obliged to offer to purchase the remaining shares for “an equitable price”, which constitutes the highest purchase price offered by the offeror in the course of the takeover bid’s acceptance period.

The offeror is additionally required under Art. 6(2) of the Takeover Bids Directive to draw up an offer document that contains the information necessary for the target company’s shareholders to reach a properly informed decision on the bid. Under Estonian law, the offer document to be published by the offeror is the takeover bid notice and prospectus. Both must comply with the detailed list of requirements provided under Articles 15 and 16 of the Takeover Bids Rules regulation. In order to ensure that the above documents are useful to the shareholders in making an informed decision, i.e. the information provided therein is important, correct, precise, complete and uniform, the offer documents must undergo a review process conducted by the competent authority. In Estonia, the takeover bid notice and prospectus must be approved by the Financial Supervision Authority that places an added emphasis on the offeror’s actual ability to finance the purchase price.

One can rather safely make the argument that the lion’s share of the more intensive obligations in the European and Estonian takeover regulations are directed towards the management bodies of the target company. While the offeror is obliged to provide the target company’s shareholders

with all the information necessary to make an informed decision on the bid and thereafter, treat holders of the same securities equally, the management bodies of the target company are obliged to refrain from any unilateral actions that may hinder the shareholders' decision process and cause the frustration of the bid. The above principle is known in legal literature as the 'board neutrality rule'. With this principle and its active enforcement, European and Estonian takeover regulations have adopted a different approach compared with the U.S. – although shareholders should be the ultimate arbiters of a takeover bid in both legal systems, management bodies in the U.S. have considerably more leeway in adopting measures directed at the takeover bid (which is likely to be hostile). In Europe and specifically Estonia, adoption of measures designed to frustrate the takeover bid, e.g. traditional poison and people pills, golden parachutes, crown-jewels defences, etc., is not universally prohibited. However, prior to their execution, the management bodies of the target company must convene a general meeting of shareholders and secure the approval for implementation of the above measures. The adoption of the relevant resolution must require at least 2/3 of the votes represented by the target company shares, unless the incorporation documents provide for a higher required majority.

The author finds that the practical possibilities in Estonia for securing the approval of the general meeting are slim. Namely, in the course of the 13 takeover bids approved by the Financial Supervision Authority since 2002, 77% have set the acceptance period of the takeover bid at or lower than 30 days (while the length of the period allowed by SMA Art. 165(3) is 28-42 days). This short time-frame severely constrains the management bodies of the target company in convening the necessary general meeting. While Art. 9(4) of the Takeover Bids Directive allows Member States to set shorter notice periods for general meetings intended for the approval of defensive measures, Estonia has not utilised this option. There is no specific procedure for convening general meetings for that purpose, meaning that general meetings of the specified kind constitute extraordinary general meetings, which under Art. 294(3) of the Commercial Code require the shareholders to be notified at least 3 weeks in advance. Estonia has diligently transposed the so-called shareholder rights directive (2007/36/EC), which requires the notification of shareholders of listed companies at least 21 days prior to a general meeting. However, the Estonian legislator has failed to notice that the same provision of the shareholder rights directive explicitly states that the requirement does not prejudice the Takeover Bids Directive. Therefore, since it is unlikely that management bodies of the target companies are able to analyse the offer documents, reach an informed conclusion, call for the general meeting, prepare the draft resolutions, secure the approval of the shareholders and then

be able to implement the defensive measures, all within the typical 30 days, the board neutrality rule in Estonia is not practically possible to be overcome.

As a logical extension of the exclusive decision-making right of the target company's shareholders and the board neutrality rule which should support it, management bodies of the target company (in Estonia, the supervisory board) are required to publish an opinion concerning the takeover bid. The opinion must contain the management bodies' view of the terms of the takeover bid and involve an assessment of the bid's effects on the company's interests, with special emphasis placed on employment and the offeror's strategic plans for the target company. The opinion must be amended respectively to any amendments made to the bid itself.

As can be seen above, the management bodies of the target company are severely constrained in their efforts at frustrating any takeover bids, as shareholders are designated as having the exclusive decision-making right. The management bodies are required to publish an opinion concerning the takeover bid. However, nothing in Estonian and European takeover regulations implies that shareholders must base their decision on the management bodies' views. Also, members of management bodies are given no additional guidelines in terms of exercising their right to seek for competing bids, i.e. there are no statutory limitations on the exercise of that right as well as no necessary criteria that should form the basis for such searches. Therefore, it is all the more important to analyse one of the few options left to management bodies in Estonia and Europe, which is the right to seek for alternative/competing bids, specifically from the possible viewpoint of that right becoming an obligation. Searches for competing bids do not constitute defensive measures, although if the competing bid succeeds, they naturally bring about the frustration of the original bid.

In order to assess, whether management bodies of Estonian target companies may be obliged to seek for competing bids, it is first necessary to analyse the framework of the duties of care and loyalty incumbent on members of management bodies in Estonia. Under Estonian law, members of management bodies are answerable to the company itself, with the relation towards shareholders being indirect and derivative. Under Art. 306(2) of the Commercial Code, members of management bodies are tasked with acting in the most economically purposeful manner. This principle bears similarities with the business judgement rule common in the U.S., whereby courts do not analyse economic decisions in terms of whether they were perfect but

instead, whether they were economically reasonable. In Estonia specifically, members of the management bodies are tasked with acting with due care and diligence, making decisions on the basis of sufficient information and refraining from taking excess or unreasonable economic risks for the company. Therefore, in order to gauge whether seeking competing bids may constitute an obligation, it is necessary to assess the conduct expected from members of management bodies of target companies, specifically, which criteria characterise their duties of care in that context.

In Estonia, the care exercised by a member of the management body must fulfil the standard of due diligence (directly translated as having acted according to the conduct of a diligent economic operator). The fulfilment of that standard depends on numerous circumstances, including the economic setting within which specific decisions are made, the economic activities of the company, the practices common to the field where the company operates and the sophistication of the member of the management body. The author finds that since public takeover bids can only be launched towards listed companies, conduct of members of management bodies must meet higher standards compared with management bodies of less sophisticated companies. In addition, it is clear from the requirement of publishing an opinion that management bodies must analyse the takeover bid and make an informed decision concerning it, which in turn requires objective data, e.g. on the value of the company's shares at a given time. However, the author opines that publishing an opinion on the takeover bid is not in itself sufficient to deter shareholders from accepting a takeover bid that could be detrimental to them. For example, in the one of the largest takeover bids launched in Estonia, a Swedish telecommunications company Baltic Tele AB made a bid for the purchase of shares in the national telecommunications company, Eesti Telekom. While the bid failed due to the Estonian state (which held 27% of shares) deeming the purchase price too low, this did not stop smaller shareholders from accepting the bid. This view is enforced by the argument that prospectuses are usually encumbered with unhelpful specificity, resulting in situations where they are left unread. Therefore, if it is clear to the management bodies that a sale of control is imminent (i.e. their opinion has clearly not been enough in deterring shareholders), they have an active duty, acting on an informed basis, to seek the best possible deal for its shareholders. A similar principle has been (though not without disputing opinions) voiced in German legal literature, which in turn has made references to landmark U.S. cases.

In the 1986 case *Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes, Inc.*, the Supreme Court of Delaware found that the use of takeover defences such as poison pills, is within the purview of management boards of Delaware companies. However, as the factual circumstances showed, while the takeover defences had originally been adopted to protect Revlon from a takeover which would have resulted in the division of enterprises within Revlon, a competing bid fostered by Revlon's board eventually adopted similar terms. Therefore, the Supreme Court found that a sale of control of Revlon had become imminent and the management board therefore had an active duty to secure the best possible result for its shareholders. Ending an active bidding contest by continuing to enforce takeover defences towards one bidder was a breach of fiduciary duties.

In 1994, the Supreme Court had a chance to elaborate on its findings in the Revlon case. In *Paramount Communications, Inc. v QVC Network, Inc.*, the board of Paramount argued that it was within its rights to continue enforcing takeover defences against QVC and in favour of Viacom (the competing bidder), as Revlon duties had not surfaced, i.e. there was no threat to the corporate structure of Paramount. However, the Supreme Court clarified that Revlon duties shall surface whenever there is a sale of control even if it does not entail divisions to the target company. The board of the target company is then obliged to seek the transaction offering the best value reasonably available to shareholder and courts shall apply enhanced scrutiny in determining whether the board has fulfilled that obligation. While Delaware law does not envision a clear blueprint for the board's conduct in such searches, weighing of alternatives is clearly one of the primary means of securing the best transaction for shareholders, while the exact criteria in determining which alternative is the "best" may vary.

It is the view of the author that in a sale of control context (i.e. the very nature of takeover bids), there is an active obligation to seek competing bids on the part of management bodies of target companies acting on an informed basis. While it is true that the beneficiaries of management bodies differ in Estonia/Europe and the U.S., the author finds that it is not prudent to remain constrained by Estonian legal theory which sees a clear relationship only between a member of the management body and the company as a whole. Takeover bids are by their very nature transactions which affect shareholders the most. While the offeror's plans may affect the employment or strategic plans of the target company, European and Estonian takeover regulations clearly emphasise the all-encompassing importance of shareholders in deciding the acceptance of the bid. In such circumstances, it is detached from reality to argue that

management bodies which usually concern themselves primarily with the interests of the company, should not take special care of the shareholders' interests, as that is exactly what the takeover regulation in Europe and Estonia is based on. As a sale of control is a moment of finality for shareholders in terms of their investments, management bodies should reasonably ensure that shareholders are able to opt for the best possible transaction.

Finally, both the Takeover Bids Directive and the Estonian SMA place an added emphasis on stakeholders other than shareholders in the context of takeovers. Such stakeholders may be employees or other local, regional or national concerns, depending on the size of the target company. Search for a competing bid may be conducted by taking into account the interests of these other stakeholders, as there are no prohibitions therefor and European company policy is directed at fostering the corporate social responsibility of companies. However, shareholders remain the primary subjects of European and Estonian takeover regulations which means that their interests cannot be disregarded in the search for a competing bid. In the end, shareholders may opt for a takeover bid that is not necessarily "better" in terms of the purchase price, however, they are unlikely to do so.

If a competing bid is launched, the Takeover Bids Rules regulation requires the management bodies of the target company to treat all offerors equally when dispensing information. This means that should any of the offerors conduct due diligence audits, information disclosed must be made available to other offerors. Members of management bodies must also keep in mind that information concerning the target company, it being a listed company, may have the capacity to affect the price of its securities. Therefore, such information may be subject to inside information rules of the European Union which require management bodies to keep exact records of disclosed information and to obtain certifications from recipients concerning their duties to keep such information confidential.

In conclusion, the author finds that in a regulatory atmosphere where management bodies of target companies do not enjoy the same freedoms as their American counterparts in frustrating takeover bids, their obligations do not become exhausted at the publication of the opinion on the takeover bid. Instead, if a sale of control situation ensues, i.e. the takeover bid is likely to succeed in spite of terms which could be improved upon, the management bodies are obliged, due to their duty of care, to seek competing bids. The underlying logic emanates from the U.S. but can more easily be transposed in Continental Europe, due to the overarching similarities of

takeover bids and the clear importance which European and Estonian regulations ascribe to shareholders' rights, much as is done in the U.S. The final competing bid does not necessarily have to equal or surpass the original bid in terms of the purchase price and may emphasise the interests of other stakeholders, however, a bid with a higher purchase price is more likely to succeed, given the decision-making right lies with the shareholders. In any event, should there be a situation where numerous takeover bids have been launched, management bodies must treat the offerors equally, keeping in mind the strict (and sanctioned) regulations of inside information.

KASUTATUD MATERJALID

Kasutatud kirjandus

1. Angerer, L. jt. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Kommentar. 3. Auflage. München: C.H. Beck, 2017.
2. Bainbridge, S. Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes. Pepperdine Law Review, 1992/19 (3).
3. Barik, N. Takeover Defenses and Corporate Governance. KIIT School of Law, 15.04.2012. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2039844> (23.04.2017).
4. Bates, T jt. Board Classification and Managerial Retrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control. HKUST Business School Research Paper No. 07-05, 2007/9. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=923408>.
5. Barboutis, G. Takeover Defence Tactics: Part 2 – Specific Defensive Devices. – Company Lawyer 1999/20 (2).
6. Biesel, W. jt. Der Unternehmenskauf. 7. Auflage. München: C.H. Beck 2016.
7. Bisconti, A. The Double Bottom Line: Can Constituency Statutes Protect Socially Responsible Corporations Stuck in Revlon Land. Loyola of Los Angeles Law Review 2009/42 (3).
8. Chapin, A. Takeover Defenses in the United States. International Business Law Journal 1988/3.
9. Dalley, P. Shareholder (and Director) Fiduciary Duties and Shareholder Activism. Houston Business and Tax Journal, 2006/7.
10. Davies, P. jt. The Takeover Directive as a Protectionist Tool? Law Working Paper, No. 141/2010 (17.02.2010). – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1554616> (10.04.2017).
11. Davies, P.L. Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? International and Comparative Law Journal 2001/2.
12. Edelman, J. When Do Fiduciary Duties Arise? Oxford Legal Studies Research Paper No. 65/2010 (01.10.2010). – Law Quarterly Review 2010/126. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1697656> (26.04.2017).
13. Emmerich, V. jt. Aktien- und GmbH-Konzernrecht. 8. Auflage. München: C.H. Beck, 2016.
14. Enriques, L. European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach. University College Dublin Research Paper No 24/2010. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1523307> (10.04.2017).

15. Ferrarini, G. Miller, G. A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. New York University Law and Economics Working Papers, No 197, 01.10.2009.
16. Flannigan, R. Fiduciary Duties of Shareholders and Directors. Journal of Business Law 2004/12.
17. Fleischer, H. Handbuch des Vorstandsrechts. Gebundene Ausgabe – 2. München: C.H. Beck 2006.
18. Gerner-Beuerle, C. jt. Is the Board Neutrality Rule Trivial? Amnesia About Corporate Law in European Takeover Regulation. LSE Law, Society and Economy Working Papers 3/2011. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1799291> (24.04.2017).
19. Goette, W. jt. Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG Band 6: §§ 329 - 410, WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht. 3 Auflage. München: C.H. Beck, 2011.
20. Hansen, J.L. The Directive on Takeover Bids: Unwanted Harmonisation of Corporate Governance. Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-18. – H. Birkmose jt. The European Financial Market in Transition. Kluwer Law International, 2011. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1869891> (23.04.2017).
21. Hertig, G. McCahery, J. Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition? ECGI Law Working Paper No 12/2003.
22. Hill, J. Takeovers, Poison Pills and Protectionism in Comparative Corporate Governance. University of Sydney Law Working Paper No. 168/2010 (07.11.2010).
23. Hopt, K.J. Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis. Columbia Journal of European Law 2014/20.2. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=2540512> (25.04.2017).
24. Jensen, M.C. Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives 1988/2 (1). – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=173455> (25.04.2017).
25. Jesse, P. Ülevõtmispakkumiste direktiiv: kas töövõit või tööõnnetus? – Juridica 2010, nr 3.
26. Kalas, T. Juhatuse liikmete hoolekohustus ja ärilise otsuse reegel üldise õiguse maades. – Juridica 2000, nr 5.
27. Lafferty, W.M. jt. A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law. Penn State Law Review, 2012/116 (3). – Arvutivõrgus: <http://www.pennstatelawreview.org/116/3/116%20Penn%20St.%20L.%20Rev.%20837.pdf> (29.04.2017).
28. Madisson, K. jt. Juhatuse liikme vastutus. AS Äripäev: Tallinn 2014.

29. Martin, M. Der konkurrierende Bieter bei öffentlichen Übernahmeangeboten. Tübingen: Mohr Siebeck, 2015.
30. Martynova, M., Renneboog, L. Mergers and Acquisitions in Europe. ECGI – Finance Working Paper No. 114/2006, January 2006. – Arvutivõrgus: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.880379> (23.04.2017).
31. McCahery, J. Vermeulen, E. Does the Takeover Bids Directive Need Revision? TILEC Discussion Paper No. 2010-006 (04.02.2010). – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1547861> (10.04.2017).
32. Mucciarelli, F. White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of “Target” Companies? European Company and Financial Law Review, 2006/3 (4).
33. Papadopoulos, T. The Mandatory Provisions of the EU Takeover Directive and their Deficiencies. Law and Financial Markets Review, 2007/6 (1).
34. Rankine, D. jt. Due Diligence: Definitive Steps to Successful Business Combinations. Essex: Pearson Education Limited, 2003.
35. Ringe, W.-G. The European Company Statute in the Context of Freedom of Establishment. Journal of Corporate Law Studies 2007/7 (185).
36. Rossi, F. Making Sense of the Delaware Supreme Court’s Triad of Fiduciary Duties. 22.06.2005. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=755784> (11.04.2017).
37. Saare, K jt. Ühinguõigus I. Kapitaliühingud. Tallinn: Juura 2015.
38. Scherer, A.G. Globalization and Corporate Social Responsibility. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. New York: Oxford University Press, 2008 – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=989565> (25.04.2017).
39. Schwark, E. jt. Kapitalmarktrechts-Kommentar. 4. Auflage. München: C.H. Beck, 2010.
40. Schwert, G.W. Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? The Journal of Finance 2000/55 (6).
41. Sjäfjell, B. The Golden Mean or a Dead End? The Takeover Directive in a Shareholder versus Stakeholder Perspective. – European Company Law in Accelerated Progress (23.09.2005), Kluwer Law International 2006. – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=866184> (25.04.2017).
42. Smith, L. Fiduciary Relationships: Ensuring the Loyal Exercise of Judgement on Behalf of Another. – 130 Law Quarterly Review 2014/7.
43. Subramanian, G. Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses. Yale Law Journal 2003/113 (3).

44. Tammiste, H. Mittevõrrelistest kahjust Eesti kohtupraktikas. *Juridica* 2004, nr 2.
45. Tsagas, G. EU Takeover Regulation: One Size Can't Fit All. *International Journal of Private Law* 2010/4 (1).
46. Tschäni, R. Diem, H.-J. Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten. *Mergers & Acquisitions VII*. Zürich: Schulthess Juristische Medien. – Arvutivõrgus: http://www.lenzstaehelin.com/uploads/tx_netvlsldb/2004_MA-Tagung_VII_Die_Pflichten_des_Verwaltungsrates_der_Zielgesellschaft_bei_Uebernahmeangeboten.pdf (28.04.2017).
47. Varul, P. jt (koost). *Võlaõigusseadus III. Kommenteeritud väljaanne*. Tallinn: Juura 2009.
48. Varul, P., jt. *Äriühingu juhtorganid. Äriühingu juhtorganite liikmete õigused, kohustused ja vastutus. Äripäeva kirjastus*: Tallinn 2005.
49. Ventoruzzo, M. The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not So Different (Political and Economic) Ends? *Bocconi Legal Studies Research Paper No. 06-07* (04.10.2005). – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=819764> (28.04.2017).
50. Walkling, R.A., Jindra, J. Speculation Spreads and the Market Pricing of Proposed Acquisitions. *Dice Working Paper No. 2000-18* (05.04.2001). – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=269610> (25.04.2017).
51. Wymeersch, E. The Takeover Bid Directive, Light and Darkness. *Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01* (January 2008). – Arvutivõrgus: <https://ssrn.com/abstract=1086987> (25.04.2017).
52. Zech, A. *Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft in Bezug auf Abwehrmaßnahmen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*. Münster: LIT Verlag, 2003.

Kasutatud normatiivallikad

Eesti õigusaktid

53. *Karistusseadustik*. RT I 2001, 61, 364 ... RT I, 31.12.2016, 14.
54. *Rahandusministri 28. mai 2002 määrus nr 71 „Ülevõtmispakkumisreeglid“*. – RTL 2002, 65, 990 ... RTL 2008, 11, 137.
55. *Tsiviilseadustiku üldosa seadus*. – RT I 2002, 35, 216 ... RT I, 12.03.2015, 106.
56. *Võlaõigusseadus*. – RT I 2001, 81, 487 ... RT I, 31.12.2016, 7.
57. *Väärtpaberituru seadus*. – RT I 2001, 89, 532 ... RT I, 31.12.2016, 30.
58. *Äriseadustik*. – RT I 1995, 26, 355 ... RT I, 22.06.2016, 32.

59. Äriseadustiku ja teiste seaduste muutmise seadus. – RT I 2009, 51, 349.

Euroopa Liidu õigusaktid

60. Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ (21.04.2004) ülevõtmispakkumiste kohta. – ELT L 142/12, lk 12-23.
61. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 11.07.2007 direktiiv 2007/36/EÜ noteeritud äriühingute aktsionäride teatavate õiguste kasutamise kohta. – ELT L 184, 14.07.2007, lk 17-24.
62. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 16.04.2014 määrus nr 596/2014, mis käsitleb turukuritarvitusi (turukuritarvituse määrus) ning millega tunnistatakse kehtetuks Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2003/6/EÜ ja komisjoni direktiivid 2003/124/EÜ, 2003/125/EÜ ja 2004/72/EÜ. – ELT L 173, 12.06.2014, lk 1-61.
63. Euroopa Ühenduse asutamisleping. – ELT C 325, 24.12.2002, lk 33-184.

Muud õigusaktid

64. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht). Systematische Sammlung des Bundesrechts. – Arvutivõrgus: <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/19110009/index.html> (28.04.2017).
65. General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934. Electronic Code of Federal Regulations. – Arvutivõrgus: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114e_62 (10.04.2017).
66. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. – Arvutivõrgus: https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/ (10.04.2017)

Kasutatud kohtulahendid

Kasutatud Eesti kohtulahendid

67. Riigikohtu kriminaalkolleegiumi 10. novembri 2011. a. otsus väärteoasjas 3-1-1-70-11.
68. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 6. mai 2003. a. otsus tsiviilasjas 3-2-1-45-03.
69. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 15. mai 2006. a. otsus tsiviilasjas 3-2-1-36-06.
70. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 29. mai 2013. a. otsus tsiviilasjas 3-2-1-40-13.
71. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 3. märtsi 2014. a. otsus tsiviilasjas 3-2-1-197-13.

72. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 30. aprilli 2014. a. otsus tsiviilasjas 3-2-1-20-14.
73. Riigikohtu tsiviilkolleegiumi 15. märtsi 2017. a. otsus tsiviilasjas 3-2-1-152-16.

Kasutatud Euroopa Liidu Kohtu lahendid

74. EKo 27.09.1988, C-81/87, *The Queen v Treasury and Commissioners of Inland Revenue*.
75. EKo C-101/08, 15.10.2009, *Audiolux SA e.a. v Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) jt.*

Kasutatud välisriikide kohtulahendid

76. Šveits – Bundesgericht. 06.06.2007, 2A.25/2007.
77. USA - Senior Aronson jt v Harry Lewis jt. Supreme Court of Delaware. 01.03.1984, 473 A.2d 805.
78. USA – Unocal Corp. v Mesa Petroleum Co. Supreme Court of Delaware. 10.06.1985, 493 A.2d 946.
79. USA – MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. v Revlon, Inc. Court of Chancery of Delaware. 23.10.1985, 501 A.2d 1239.
80. USA – Revlon, Inc. v MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. Supreme Court of Delaware. 13.03.1986, 506 A.2d 173.
81. USA – Paramount Communications, Inc. v QVC Network, Inc. Supreme Court of Delaware. 04.02.1994, 637 A.2d 34.

Muu kirjandus

82. Baltic Tele AB – AS Eesti Telekom – 28.04.2004. Ülevõtmispakkumisprospekt. – Arvutivõrgus:
<http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/prospektBalticTele20040428.pdf> (23.03.2017).
83. Baltic Tele AB – AS Eesti Telekom – 12.01.2005. Ülevõtmispakkumisprospekt. – Arvutivõrgus:
<http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/prospektBalticTele20050112.pdf> (23.03.2017).
84. Company Overview of Paramount Communications Inc. Bloomberg L.P. – Arvutivõrgus:
<https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=866999> (24.04.2017).

85. Court of Chancery. Delaware Courts. – Arvutivõrgus: <http://courts.delaware.gov/chancery/> (10.04.2017).
86. Euroopa Komisjon. ELi uuendatud strateegia aastateks 2011–2014 ettevõtja sotsiaalse vastutuse valdkonnas (25.10.2011), KOM/2011/0681
87. European Commission. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Application of Directive 2004/25/EC on Takeover Bids. Brüssel, 28.06.2012.
88. European Commission. State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context. Institutional Paper 031. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2016.
89. Fabrikant, G. Executives Say That Viacom Has Won Paramount Battle. The New York Times, 15. veebruar 1994.
90. Finantsinspektsioon. Hea Ühingujuhtimise Tava (september 2005). – Arvutivõrgus: <http://www.fi.ee/failid/20050922HYT.pdf> (29.04.2017).
91. Finantsinspektsioon. Kooskõlastatud ülevõtmispakkumised. – Arvutivõrgus: <https://www.fi.ee/index.php?id=1722> (25.04.2017).
92. Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances. Number & Value of M&A Europe/North America/Asia-Pacific. – Arvutivõrgus: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (09.04.2017).
93. International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation. June 2010. – Arvutivõrgus: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (11.04.2017).
94. Kirchfeld, A. China Goes Shopping for German Factories. – Bloomberg 15.06.2012.
95. Pratley, N. Sky Investors Should Think in the Long Term and Reject Murdoch's Deal. – The Guardian 15.12.2016. – Arvutivõrgus: <https://www.theguardian.com/business/2016/dec/15/sky-investors-long-term-reject-murdochs-deal-nils-pratley> (26.04.2017).
96. Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids (07.02.1996). – ELT C 162, 06.06.1996.
97. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Brussels, 10 January 2002. – Arvutivõrgus: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf (23.04.2017).

98. Revlon, Inc. Form 10-K [majandusaasta aruanne], 31 December 2016. United States Securities and Exchange Commission. – Arvutivõrgus: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/887921/000088792117000004/rev201610-k.htm> (04.04.2017).

KASUTATUD LÜHENDID

AB – aktiebolag

AS – aktsiaselts

BGer – Bundesgericht

EKo – Euroopa Kohtu otsus

ELT – Euroopa Liidu Teataja

EÜ – Euroopa Ühendus

Inc. – incorporated

KarS – karistusseadustik

RKKKo – Riigikohtu kriminaalkolleegiumi otsus

RKTKo – Riigikohtu tsiviilkolleegiumi otsus

SEA – Securities Exchange Act

TsÜS – tsiviilseadustiku üldosa seadus

USA – Ameerika Ühendriigid

VPTS – väärtpaberituru seadus

VÕS – võlaõigusseadus

WpÜG – Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

ÄS – äriseadustik

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Robin Teever (sünnikuupäev: 5. veebruar 1993),

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Võistleva pakkumise otsimine sihtemitendi juhtorganite kohustusena“, mille juhendaja on *dr iur* Andres Vutt ja kaasjuhendaja *LL.M.* Piret Jesse,
 - 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, **2. mai 2017**