

25.10.2025

Mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride direktiivi ülevõtmise seaduse seaduseelnõu väljatöötamise kavatsus

Lühikokkuvõte

Väljatöötamiskavatsus on koostatud Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi (EL) 2024/2810, 23. oktoober 2024, mis käsitleb mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure äriühingutes, kes taotlevad oma aktsiate kauplemisele võtmist mitmepoolses kauplemissüsteemis, kohta. Eestil on kohustus direktiiv üle võtta hiljemalt 5.12.2026.

Direktiiv teeb võimalikuks suurema hääleõigusega aktsiate kasutuselevõtmise aktsiaseltsides, mis soovivad kaasata investeringuid mitmepoolsetes kauplemissüsteemides (sh väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate kasvuturul), kuid mille algsed aktsionärid soovivad seejuures säilitada kontrolli aktsiaseltsi üle. Kui seda tehakse, siis näeb direktiiv ülejäänud aktsionäride huvide kaitseks ette kaitsemeetmed, et suurema häältearvuga aktsiate omanikud ei saaks sellest isiklikku kasu.

Väljatöötamiskavatsuse eesmärgiks on teavitada huvirühmi ja teisi seotud osapooli ülevõtmist vajavast direktiivist ja selles sisalduvatest õiguslikest lahendustest ning selgitada välja nende seisukoht järgmiste valikuvõimaluste kohta:

1) kas direktiivi ülevõtva eelnõu väljatöötamisel tuleks lähtuda kitsalt direktiivis ette nähtud kohustuslikust rakendusala (aktsiaseltsid, kes soovivad kaasata investeringuid mitmepoolsetes kauplemissüsteemides), või laiendada seda ka reguleeritud turul osalevatele aktsiaseltsidele või isegi kõikidele aktsiaseltsidele, sõltumata investeringute kaasamise plaanist;

2) millised kaitsemeetmed kehtestada väiksema häältearvuga aktsionäride kaitseks.

Huvirühmade tagasisidet oodatakse 1. detsembriks 2025.

Tegemist on huvirühmade kaasamise teise etapiga. Huvirühmad kaasati esimest korda direktiivi eelnõu menetlemisel EL nõukogus 2023. aastal.

Väljatöötamiskavatsus on valminud Justiits- ja Digiministeeriumi (Külliki Feldman, õiguspoliitika osakonna tsiviilõiguse talituse nõunik) ning Rahandusministeeriumi (Valner Lille, finantsteenuste poliitika osakonna nõunik) koostöös.

Sisukord

1. Probleem ja eesmärk
2. Sihtrühm
3. Hetkeolukord
4. Uuringud ja kaasatud osapooled
5. Võimalikud lahendused
 - 5.1. Direktiivi rakendusala
 - 5.1.1. Direktiivi kohustuslik rakendusala
 - 5.1.2. Suurema hääleõiguse kasutamise algus
 - 5.1.3. Direktiivi rakendusala laiendamine
 - 5.2. Kaitsemeetmed
 - 5.3. Läbipaistvus
 - 5.3.1. Info avalikustamine prospektis või kauplemisele lubamise dokumendis ja majandusaasta aruandes
 - 5.3.2. Aktsiate identifitseerimine ning investeerimisühingute ja turukorraldajate teavitamine mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride olemasolust vastavalt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ESMA) standarditele
 - 5.4. Direktiivi läbivaatamiseks vajaliku info esitamine Euroopa Komisjonile
 - 5.5. Seos põhiõigustega
6. Mõju
7. Kavandatav regulatsioon ja edasine tegevuskava

1. Probleem ja eesmärk

Käesolev eelnõu väljatöötamise kavatsus (edaspidi *VTK*) on seotud Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiviga (EL) 2024/2810, 23. oktoober 2024, mis käsitleb mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure äriühingutes, kes taotleavad oma aktsiate kauplemisele võtmist mitmepoolses kauplemissüsteemis¹. EL-i liikmesriikidel on kohustus direktiiv üle võtta hiljemalt **5.12.2026**.

Euroopa Komisjon esitas direktiivi eelnõu 7.12.2022.² Direktiiv on osa noteerimist käsitlevast õigusaktide paketist – meetmekogumist, mille eesmärk on suurendada avalike kapitaliturgude atraktiivsust Euroopa Liidu (edaspidi EL) äriühingute jaoks ning hõlbustada väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate (edaspidi VKE) juurdepääsu kapitalile.³

Eesti lähtus EL Nõukogu aruteludes Vabariigi Valitsuse 11.5.2023 istungil heaks kiidetud ning Riigikogu Euroopa Liidu asjade komisjoni 26.5.2023 istungil täiendatud ja heaks kiidetud Eesti seisukohtadest.⁴ Eelnõu arutelude käigus toimunud muudatuste tõttu täiendas Riigikogu Euroopa Liidu asjade komisjon oma seisukohti 5.2.2024. Eesti toetas üldjoontes direktiivi eelnõu.

Direktiiv teeb võimalikuks mitme hääleõigusega aktsiate kasutuselevõtmise aktsiaseltsides, mis soovivad kaasata investeringuid mitmepoolsetes kauplemissüsteemides⁵ (sh VKE-de kasvaturul), kuid mille algsed aktsionärid soovivad seejuures säilitada kontrolli aktsiaseltsi üle. Kui seda tehakse, siis näeb direktiiv ülejäänud aktsionäride huvide kaitseks ette kaitsemeetmed, et suurema häältearvuga aktsiate omanikud ei saaks sellest isiklikku kasu.⁶

Mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri korral⁷ on äriühingus vähemalt kahte eri klassi kuuluvad aktsiad, millel on erinev arv hääli: vähemalt ühel aktsiaklassil on väiksem hääleõigus kui mõnel teisel hääleõigusega aktsiaklassil. Suurema häältearvuga aktsia on mitu häält andev aktsia. Direktiivi kohaldamisalasse ei kuulu aktsiad, millega seotud erinev hääleõigus tuleneb üksnes aktsiate erinevast nimiväärtusest, ning ilma hääleõigusega aktsiad.

Hetkel on EL-s mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri kasutamine reguleeritud erinevalt: mõned liikmesriigid lubavad neid, mõned liikmesriigid (sh Eesti) on aga selliste aktsiate kasutamise keelanud.⁸

Direktiivi põhjenduspunktides 1–3 selgitatakse direktiivi eesmärke järgmiselt: „*Selleks et suurendada noteerimise atraktiivsust kauplemiskohtades, mis on peamiselt suunatud väikestele ja keskmise suurusega ettevõtjatele (VKE), nagu VKEd kasvaturul ja muud mitmepoolsed*

¹ https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ:L_202402810

² https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/et/ip_22_7348

³ Noteerimist käsitleva paketi finantssektori EL õigusaktide muudatuste ülevõtmine toimub eraldi eelnõudega, millest üks (690 SE) on juba Riigikogus ja teine on Rahandusministeeriumis väljatöötamisel.

⁴ <https://www.riigikogu.ee/tegevus/dokumendiregister/toimikud/6f2afea0-2393-4a37-b3e5-c8931ec571d4/>

⁵ Mitmepoolne kauplemissüsteem on väärtpaberituru seaduse § 3 lg 3 kohaselt mitmepoolne süsteem, mis viib ühetaolistel tingimustel kokku eri isikute eri- või üheaegsed väärtpaberite omandamis- ja võõrandamishuvivid, mille tulemuseks on lepingu sõlmimine. Mitmepoolset kauplemissüsteemi võib korraldada reguleeritud turu korraldaja või investeerimisühing.

⁶ Direktiivi põhjenduspunkt 13: „Mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuur võib suurendada riski, et kontrollivad aktsionärid saavad äriühingust isiklikku kasu.“

⁷ Direktiivi art 2 „,mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuur“ – äriühingu aktsiastruktuur, mis sisaldab vähemalt ühte klassi kuuluvaid mitu häält andvaid aktsiaid;“.

⁸ Vt lähemalt direktiivi eelnõu seletuskirja lk 4 ja direktiivi põhjenduspunkt nr 7.

kauplemissüsteemid, suurendades seeläbi nende suutlikkust kaasata mitmepoolsetest kauplemissüsteemidest vahendeid, ning selleks, et vähendada siseturul kauplemisele võtmist taotlevate äriühingute ebavõrdset kohtlemist, tuleb kõrvaldada mitmepoolsetele kauplemissüsteemidele juurdepääsu takistused, mis tulenevad regulatiivsetest tõketest. (2) Hirm kaotada kontroll äriühingu üle on oluline tegur, mille tõttu kontrollivad aktsionärid hoiduvad sisenemisest avalikule turule, näiteks mitmepoolsesse kauplemissüsteemi. Kauplemisele võtmine toob tavaliselt kaasa kontrollivate aktsionäride omandi lahjenemise, mis vähendab nende mõju olulistele investeerimis- ja tegevusotsustele. Kontrolli säilitamine äriühingu üle võib olla eriti oluline suuri algkulutusi nõudvate iduettevõtjate ja pikaajaliste projektidega äriühingute kontrollivate aktsionäride puhul, sest nad võivad soovida järgida oma visiooni, olemata turukõikumiste suhtes liiga kaitsetud. (3) Äriühingutel peaks olema võimalik liidu ja riigisisese õigusega kehtestatud kaitsemeetmeid kohaldades valida kapitali- ja juhtimisstruktuure, mis vastavad kõige paremini nende arenguetapile, sealhulgas võimaldades kontrollivatel aktsionäridel säilitada äriühingu üle kontroll pärast mitmepoolsetesse kauplemissüsteemidesse, sealhulgas VKEd kasvaturgudele sisenemist, saades samal ajal kasu nendes mitmepoolsetes kauplemissüsteemides kauplemisega kaasnevatest hüvedest, tingimusel et väiksema hääleõigusega aktsiaid omavate aktsionäride õigused on kaitstud.“.

Seega on direktiivi eesmärk säilitada algsete aktsionäride võimalus võtta ühingu juhtimisel vastu olulisi otsuseid hoolimata sellest, et nende osalus aktsiakapitalis uute investorite lisandudes väheneb. Kui kehtiva õiguse kohaselt kaotaks nad koos osaluse vähenemisega ka hääleõigust, siis direktiiv võimaldab neile tagada võrreldes nende investeringuga ebaproportsionaalselt suure hääleõiguse ja seda uute investorite arvelt. Sellise eelise andmine on vajalik, et julgustada ühinguid uusi investeringuid kaasama ja seeläbi kasvama. Uued investorid saavad omakorda teha teadliku otsuse, kas nad soovivad investeerida sellisesse ühingusse või ainult ühingutesse, kus kehtib 1 aktsia-üks hääle põhimõte.

VTK eesmärgiks on teavitada huvirühmi ülevõtmist vajavast direktiivist ja selles sisalduvatest lahendustest ning selgitada välja huvirühmade seisukoht järgmistes küsimustes:

1) kas direktiivi ülevõtva eelnõu väljatöötamisel tuleks lähtuda kitsalt direktiivis ette nähtud kohustuslikust rakendusalaist või laiendada seda ka reguleeritud turul osalevatele aktsiaseltsidele või isegi kõikidele aktsiaseltsidele, sõltumata investeringute kaasamise plaanist;

2) millised kaitsemeetmed kehtestada väiksema häälearvuga aktsionäride kaitseks.

Direktiivide ülevõtmisel Eesti õigusesse on üldjuhul eelistatud lahenduseks direktiivi kohustuslikku rakendusala mitte laiendada. Käesoleval juhul tasub siiski kaaluda, kas direktiivi rakendusala võiks laiendada, kuna see võimaldaks rohkematel äriühingutel võtta kasutusele erineva hääleõigusega aktsiad ning vältida ühingute ebavõrdset kohtlemist. Teisalt tuleb sellise võimaluse laiendamisel olla ettevaatlik ja arvestada ka nende aktsionäride huve, kelle aktsiatega seotud hääleõigust ei suurendata. Seetõttu ongi juba enne eelnõu väljatöötamist otstarbekas uurida huvigruppide arvamust, kumb lahendus – kitsam või laiem – sobiks paremini Eesti ettevõtluskeskkonda.

Väljatöötamiskavatsuse eesmärk on leida sobivad õiguslikud lahendused aktsiaseltsidele mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride võimaldamiseks Eesti õiguses.

2. Sihtrühm

Direktiivi sihtrühmaks on Eestis aktsiaseltsid, kes soovivad kaasata täiendavaid investeringuid tavalises mitmepoolses kauplemissüsteemis, ning nende aktsionärid. Eestis on küll mitmepoolne kauplemissüsteem, kuid puudub VKE-de kasvuturg. Samas ei ole välistatud, et Eesti aktsiaseltsid võivad investeringute kaasamiseks minna mõne muu riigi VKE-de kasvuturule.

Kui mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuurid otsustatakse lubada kasutusele võtta ka sellisest aktsiaseltsides, mis ei kuulu direktiivi rakendusalas, on eelnõu sihtrühm laiem.

14.10.2025 seisuga on Eestis 2100 aktsiaseltsi.⁹

3. Hetkeolukord

Eesti kehtiv õigus ei luba aktsiaseltsidel kasutusele võtta investeringuga võrreldes suurema hääleõigusega aktsiaid, vaid aktsiatest tulenev hääle arv peab vastama aktsionäri osaluse suurusle kapitalis.¹⁰

Eestis puudub VKE-de kasvuturg.¹¹ Eestis on olemas mitmepoolne kauplemissüsteem (MTF) nimega Nasdaq First North ning reguleeritud turg.

Eesti mitmepoolses kauplemissüsteemis (Nasdaq First North) on 12 äriühingut. Tallinna börsil (reguleeritud turg) on 19 äriühingut, sh 16 põhinimekirjas ja 3 tk lisanimekirjas (veidi lihtsamad nõuded). Kogu Baltikumi peale kokku (Nasdaq Baltic) on MTF-l (Nasdaq First North) 20 äriühingut ning börsil kokku 50 äriühingut (32 põhinimekirjas ja 18 lisanimekirjas).

Direktiivi kohaselt kehtib õigus võtta kasutusele mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure või neid muuta kauplemisele võtmise taotlemise eesmärgil Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi (EL) 2017/1132 (4) II lisas loetletud igat liiki äriühingute suhtes, kui need äriühingud saavad riigisisese õiguse kohaselt emitteerida aktsiaid ja taotleda aktsiate kauplemisele võtmist mitmepoolses kauplemissüsteemis. Nimetatud direktiivi lisas II on loetletud nii aktsiaselts kui ka osaühing. Eestis on hetkel üksnes aktsiaseltsi õiguslik vorm kujundatud sobivaks, kauplemaks selle aktsiatega reguleeritud turul või mõnes muus kauplemiskohas.

⁹ <https://ariregister.rik.ee/est/statistics>

¹⁰ ÄS: § 236. Hääleõigus (1) Iga aktsia annab eraldi hääleõiguse, kui seaduses ei ole sätestatud teisiti. (2) Võrdse nimiväärtusega aktsiad annavad võrdse häälearvu. Kui aktsiaseltsil on erineva nimiväärtusega aktsiaid, peab nende poolt antavate hääle arvu erinevus vastama nimiväärtuse erinevusele. (3) Nimiväärtuseta aktsiad annavad võrdse häälearvu.

¹¹ VKE-de kasvuturg on reguleeritud väärtpapierituru seaduse (VpTS) §-s 1635. Selle paragrahvi esimene lõige näeb ette järgmise: „Mitmepoolse kauplemissüsteemi korraldaja teatab inspeksioonile soovist registreerida mitmepoolne kauplemissüsteem eriotstarbelise kauplemiskohana äriühingutele, kelle väärtpaberi keskmine turukapitalisatsioon kolme eelneva kalendriaasta jooksul vastavalt komisjoni delegeeritud määruse (EL) nr 2017/565 artiklis 77 sätestatule on aastalõpu sulgemishinna või noteeringu alusel vähem kui 200 000 000 eurot (edaspidi kasvuturg).“

4. Uuringud ja kaasatud osapooled

Aktiatega seotud hääleõigust on analüüsitud 2018. aastal valminud ühinguõiguse revisjoni käigus koostatud analüüs-kontseptsioonis.¹² **Ettepanekut seniste aktsiatega seotud hääleõiguse põhimõtete muutmiseks revisjonis ei tehtud.**

Väljavõte analüüs-kontseptsioonist, lk 497–499, p 6.3.1.2.2.1.: „Kõik võrdlusriigid lubavad eri liiki aktsiate välja laskmist. Reeglina ei piira võrdlusriikide seadused seda, millist liiki ning milliste eriõigustega aktsiaid selts välja lasta võib. Saksamaa ja Leedu õiguse kohaselt piirdub eri liiki aktsiate välja laskmise õigus tavaliste s.t lihtaktsiate kõrval eelisaktsiate välja laskmisega, mis ei anna eelduslikult hääleõigust ning millega on seotud teatud eelisõigust dividendile või seltsi lõpetamisel allesjääva vara jaotamisel (sarnane piirang kaotati hiljuti Luksemburgi õiguses). Muude võrdlusriikide õigus jätab aktsia liikide ja aktsiatega seotud eriõigustega seonduva seltsi enda otsustada (reeglina reguleeritud põhikirjas või aktsionäride otsuses). Võrdlusriikides seadusandluses sisaldub ka regulatsioone spetsiifiliste aktsia liikide kohta. Reeglina on eri liiki aktsiate välja laskmise korral aktsia eri liigina reguleeritud eelisaktsiad, mis tüüpiliselt kujutavad endast hääleõiguseta aktsiaid, millega on seotud teatud eelisõigust dividendile või seltsi lõpetamisel allesjääva vara jaotamisel (Saksamaa, Holland, Luksemburg, Leedu). Luksemburgi õiguse kohaselt omavad eelisaktsiad piiratud hääleõigust s.t seadus loetleb olulisemad otsused, mille vastuvõtmisel omavad hääleõigust ka eelisaktsiad. Spetsiifilisi regulatsioone aktsiate liikide kohta on veelgi. Ühendkuningriigi ja Luksemburgi õiguse kohaselt võib selts välja anda tagasiostetavaid aktsiaid (redeemable shares), mille selts võib tagasi osta (aktsionäril on tagasimüügi kohustus) või mille tagasiostmist ühingu poolt võib aktsionär nõuda (seltsil on tagasiostu kohtustus). Luksemburgi õiguse kohaselt võib selts lisaks aktsiatele (alates 2016 tehtud muudatustest seadusandluses) anda välja aktsiasarnaseid väärtpabereid e. beneficiary units (parts bénéficiaires), mis ei esinda osalust kapitalis ent annavad nende omajale põhikirjas nimetatud õigused, s.h hääleõiguse, õiguse osaleda kasumi jaotamisel jms. varalise õiguse. Sarnase tulemuse saab saavutada Ühendkuningriigi õiguses, mis võimaldab välja anda märkimistunnistusi (share warrants), mida on võimalik vahetada aktsiateks ning mille omajatele võidakse põhikirja kohaselt anda aktsionäriiga samad õigused s.t hääleõigus ning õigus osaleda kasumi jaotamisel. Läti ja Leedu õiguse kohaselt võib selts (töötajate ja juhtorgani liikmete motivatsiooniprogrammi raames või sarnastel eesmärkidel) anda välja töötajate aktsiaid, mis on nimelised väärtpaberid ja võivad moodustada kuni 10% aktsiakapitalist. Töötajate aktsiad ei anna hääleõigust ega õigust varale ühingu likvideerimisel, nende võõrandamine võib olla põhikirja alusel piiratud ning töö- või teenistussuhte lõppemisel on seltsil nende suhtes eelisostuõigus. Eri liiki aktsiate välja laskmise puhul võivad aktsia liigiga seotud õigused reeglina seonduka ka hääleõigusega. Eelisaktsiad on reeglina hääleõiguseta aktsiad ja omandavad hääleõiguse reeglina alles juhul, kui aktsiaga seotud eelisdividend jääb välja maksmata. Luksemburgi õiguses omavad ka eelisaktsiad seaduse kohaselt piiratud hääleõigust teatavate seaduses loetletud otsuste vastu võtmisel. Reeglina ei piira võrdlusriikide seadusandlus eri liiki aktsiatega seotud hääleõigust s.t aktsia võib olla hääleõigusega või hääleõiguseta, hääleõiguseta aktsiate puhul on sageli nõutav aktsionärile teatava eelisõiguse andmine s.t hääleõiguseta aktsia peab reeglina olema eelisaktsia (Luksemburgi õiguses kaotati vastav piirang 2016. a jõustunud muudatustega). Eelisaktsiaga võib paljude võrdlusriikide õiguse kohaselt siduda piiratud hääleõiguse (Ühendkuningriik, Luksemburg, Leedu, Delaware), selline võimalus on sõnaselgelt välistatud üksnes Saksamaal. Võrdlusriikide seadusandlus ei välista reeglina aktsiatega disproportsionaalse hääleõiguse sidumist ning seda peetakse lubatavaks, Ühendkuningriigi, Rootsi, Taani ja Luksemburgi

¹² <https://www.justdigi.ee/oigusloome-arendamine/uhinguoiguse-revisjon-loppenud>

õiguses on disproportsionaalse hääleõiguse kehtestamine sõnaselgelt lubatud. Rootsi ja Taani õiguses on siiski kehtestatud põhimõte, et sama nimiväärtusega aktsiate hääleõigus ei või erineda rohkem kui 10 korda. Disproportsionaalse hääleõiguse kehtestamine on sõnaselgelt keelatud üksnes Saksamaal (lubatud on siiski põhikirjaga hääleõiguse ülempiiri kehtestamine ent see on aktsionäri, mitte aktsiatega seotud piirang ega tekita eri liiki aktsiaid). SAKSAMAAL on eri liiki aktsiaid võimalik välja lasta, aktsia liikidega seotud eriõigused võivad seonduda kasumi ja seltsi lõpetamisel allesjääva vara jaotamisega (§ 11 AktG) s.t lihtaktsiate kõrval võib välja lasta eelisaktsiaid, millel puudub hääleõigus ja mis annavad eelisõiguse kasumile ent millel on muus osas samad õigused, mis lihtaktsiatel (§ 140 (1) AktG). Kõik aktsiad peavad andma hääleõiguse, eelisaktsiate hääleõiguse võib AktG sätestatud viisil välistada (§ 12 (1) AktG). Aktsiaga seotud hääleõigus peab olema proportsionaalne aktsiaga esindatud kapitalile. Sellest on 2 erandit (i) eelisaktsia võib olla hääleõiguseta (§ 12 (1) S. 2 AktG ja (ii) börsil noterimata seltsi põhikiri võib ette näha hääleõiguse ülempiiri ühe aktsionäri jaoks s.t hääleõigus võib olla proportsionaalselt väiksem kui aktsiaga esindatud kapital, tegemist pole aktsiate eriliigi vaid konkreetse aktsionäri seotud piiranguga (§ 134 (1) S. 2 AktG). Vastupidine olukord, kus teatud aktsiate (aktsiate liigi) hääleõigus on proportsionaalselt suurem kui nende poolt esindatud kapital (Mehheitsstimmrechte) on sõnaselgelt keelatud (§ 12 (2) AktG). HOLLANDIS tulenevad üldjuhul aktsiatest ühesugused õigused, mis peavad olema proportsionaalsed aktsia nimiväärtusele (NL BW art 2:92 1, 2). Võib välja lasta eri liiki aktsiaid, kui see on lubatud põhikirjaga s.t põhikiri võib ette näha, et teatud aktsiatega kaasnevad teatud eriõigused, mis võimaldavad kontrolli teostamist seltsi üle (NL BW art 2:92 3). Kõne alla tulevad tavalised aktsiad, eelisaktsiad, kumulatiivsed eelisaktsiad, eelisõigusega aktsiad. Eriõigused võivad eelkõige seonduda eelisõigusega kasumi ning likvideerimisel allesjääva vara jaotamisel, organi liikmete nimetamisel. Aktsiatest tulenev hääleõigus on reeglina proportsionaalne aktsia poolt esindatavale kapitalile, kusjuures kui seltsil on ainult ühesuguse nimiväärtusega aktsiaid, annab iga aktsia ühe hääle (NL BW art 2:118 1-3). Põhikirjaga võib sellest põhimõttest kõrvale kalduda ja näha ette disproportsionaalse hääleõiguse ent seltsis kus on kuni 100 aktsiat, ei või ühele aktsiale anda rohkem kui 3 häält ning seltsis, kus on rohekm kui 100 aktsiat, ei või aktsiale anda rohkem kui 6 häält (NL BW art 2:118 5). Põhikirjaga võib ühele aktsionärile kehtestada häälte ülempiiri s.t põhimõtte, et sõltumata talle kuuluvate aktsiate arvust, ei kuulu aktsionärile rohkem hääli kui põhikirjas märgitud häälte ülemmäär (NL BW art 2:118 4). Ka ÜHENDKUNINGRIIKIDES on eri liiki aktsiate välja laskmine lubatav (CA § 629, 630). Eri liiki aktsiate välja laskmise peab ette nägema põhikiri. Aktsia liikidele tuleks anda tunnus või nimetus, millest tuleb teavitada äriregistrit (CA § 636). Eri liiki aktsiatel võivad olla erinevad hääleõigused. Üldreegli kohaselt on iga aktsia hääleõigus proportsionaalne selle poolt esindatud kapitalile (CA § 284 (1), (3), erand puudutab "vote on a resolution on a show of hands at a meeting", kus igal aktsionäril on üks hää, vt CA § 284 (3)). Põhikirjaga võib siiski kehtestada teistsugused põhimõtted (CA § 284 (4)), s.h näha ette disproportsionaalse hääleõiguse (weighted voting rights) või hääleõiguseta või dividendiõiguseta aktsiate väljalaskmise. Võimalik on välja anda ka tagasiostetavaid aktsiaid (redeemable shares), mille selts võib tagasi osta või mille tagasiostmist seltsi poolt võib aktsionär nõuda (CA § 684). SOOMES on eri liiki aktsiate väljalaskmine lubatud ning põhikirjaga on võimalik ette näha ka piiratud hääleõigusega aktsiaid. Ka ROOTSIS ja TAANIS on põhikirjaga võimalik kokku leppida eri liiki aktsiate olemasolus, kusjuures mõlemal juhul ei tohi hääleõigusele piirangute seadmine tekitada olukorda, kus aktsiatega kaasneva hääleõiguse vahel oleks enam kui 10 kordne vahe. LUKSEMBURGIS lubab seadus lubab välja lasta eri liiki aktsiaid, aktsiate liigid tuleks määrata põhikirjas (LU CC art 27 1)). Võimalik on lasta välja hääleõiguseta aktsiaid. Varasemas õiguses sisaldunud põhimõte, et hääleõiguseta aktsia võib välja anda ainult eelisaktsiatena, mis annab eelisõiguse dividendi jaotamisel eelisdividendi näol (mille suurus on

summaarselt määratav vastava aktsia nimi- või arvestusliku väärtuse alusel) kaotati 2016 tehtud muudatustega (LU CC art 44). Hääleõigusega aktsiatel on piiratud hääleõigus seaduses sätestatud olulisemate seltsiga seotud küsimuste otsustamisel (LU CC art 46 (1)), need omandavad hääleõiguse ka juhul, kui neile jääb eelisdividend välja maksmata (LU CC art 46 (2)). Lisaks aktsiatele saab ühing (alates 2016 tehtud muudatustest seadusandluses) anda välja “beneficiary units” (parts bénéficiaires), mis ei esinda osalust kapitalis ent annavad nende omajale põhikirjas nimetatud õigused, s.h hääleõiguse, õiguse osaleda kasumijaotamisel jms. varalise õiguse. Teatud otsuste vastu võtmiseks on endiselt vajalik ühingu kapitalis osalust esindavate osanike poolthääled. Põhikirjas vastava sätte olemasolul lubab seadus välja anda ka tagasiostetavaid aktsiaid (redeemable shares), mille ühing võib kokkulepitud tingimustel tagasi osta (LU CC art 49-9). Varasema õiguse kohaselt pidid kõik aktsiad olema ühesuguse nimiväärtuse või väärtusega (nimiväärtuseta aktsiate puhul), 2016. aastal jõustunud muudatustega seda nõuet leevendati ning lubatud on välja lasta ka teistsuguse nimiväärtusega aktsiaid, aktsia hääleõigus peab olema proportsionaalne selle poolt esindatud kapitalile ent põhikiri võib ette näha teisiti (s.t põhikirjaga saab kehtestada disproportsionaalse hääleõiguse eri liiki aktsiatele). LÄTIS on lubatud, et aktsialiikidega võivad olla seotud erinevad õigused (nt hääleõigus või õigus dividendidele) (LV KL § 227). Ühesuguste omadustega aktsiad moodustavad ühe aktsialiigi (LV KL § 227(2)). Põhikirjas peab kirjas olema, kas äriühingul on eriliigilised aktsiad (sh mis õiguseid need annavad) ning mis on eri liiki aktsiate väärtus ja kogus (LV KL § 144(2)(1)), kas äriühingul on nimelised või esitajaväärtpaberid (LV KL § 144(2)(2)) ja kas aktsiad on paberkujul või elektroonsed (LV KL § 144(2)(3)). Eelisaktsiaid võib ühing välja lasta siis, kui see on ette nähtud põhikirjaga (LV KL § 231(2)). Eraldi liik on ka töötajate aktsiad (LV KL § 255), mida võivad omandada töötajad ja juhatuse liikmed. Ainult nimelised aktsiad, mis võivad moodustada max 10% aktsiakapitalist. Töötajate aktsiad ei anna hääleõigust ega õigust varale ühingu likvideerimisel. Neid aktsiaid võib võõrandada, kui põhikiri seda ei piira. Töösuhte lõpetamisel on ühingul eelisostuõigus töötajate aktsiate omandamisele. LEEDUS on üheliigiliste aktsiate omanikel on võrdsed õigused ja kohustused. (LT AB § 3(2)). Aktsiad jagunevad erinevateks liikideks vastavalt sellele, milliseid õiguseid vastavad aktsiad selle omanikule annavad (LT AB § 40(3)). See peab olema sätestatud ühingu põhikirjas (LT AB § 40(4)). AB aktsiad võivad jaguneda tavalisteks aktsiateks (kaasnevad aktsionäri varalised ja mittevaralised õigused; kaasneb kindlasti hääleõigus - LT AB § 42(2)), eelisaktsiateks (võivad moodustada max 1/3 aktsiakapitalist (LT AB § 42(1)), saab dividende eelisjärjekorras vrd teiste aktsionäridega, puudub hääleõigus, kui põhikiri seda just ette ei näe) ja töötaja aktsiateks (neid aktsiaid ei saa omada juh liikmed, NK liikmed, tegevjuhid) (LT AB § 43(2)), (LT AB § 42-43). Samaliigilistel aktsiatel on sama nominaalväärtus, samad varalised ja mittevaralised õigused (LT AB § 40(4); LT AB § 42(1)). Eriliigiliste aktsialiikidega võivad kaasneda erinevad õigused (nt hääleõiguse suurus, õigus saada dividende või mitte jms). Sõltuvalt sellest, mille arvelt/kuidas toimub aktsiakapitali suurendamine ja uute aktsiate väljalaskmine, võivad uusi aktsiaid omandada kas ainult tavaliste aktsiate omanikud või ka eeliaktsiate omanikud (LT AB § 42(3)). Ka DELAWARE’S on lubatud nii hääleõigusega kui hääleõigusega osad, seadus ei piira osa liigiga seotud eriõiguste sisu ning need sõltuvad põhikirjast (certificate of incorporation / bylaws), lubatud on ka disproportsionaalne hääleõigus (DE CO, 8. jaotis, § 151 (a)). “.

Ühinguõiguse analüüs-kontseptsiooni (2018) lk 519, p 6.4.1.2.2 “Komisjon ei pea vajalikuks aktsiaseltsi poolt emiteeritavate eri liiki aktsiate regulatsiooni olulist muutmist. Võrdlusriikide regulatsioone arvestades võiks eelkõige kaaluda piirangu kaotamist, mille kohaselt on eri liiki aktsiate välja laskmise võimalus aktsiaseltsi puhul piiratud üksnes eelisaktsiate välja laskmise õigusega (võrdlusriikidest sarnane põhimõte lisaks Eesti õigusele veel üksnes Saksamaa ja Leedu õiguses). Aktsiaseltsi üldist olemust arvestades (kaubeldavate väärtpaberitega avatud

kapitaliühing) oleks piiranguteta eri liiki ja individuaalsete õigustega aktsiate välja laskmine siiski pigem ebasoovitav ning seadusandja ei peaks selles osas juba praegu eksisteerivaid võimalusi (eelisaktsiate välja laskmise näol) enam laiendama. Kui seltsil eksisteerib vajadus selliste eriõigustega aktsiate välja laskmise järgi, on võimalik selle ümberkujundamine osatühinguks, kus vastavad piirangud puuduvad.“.

Huvigruppide kaasamine ja nende arvamuse teadasaamine, analüüsimine ja sellega võimalusel arvestamine toimub käesoleva VTK kooskõlastamise ajal ning eelnõu väljatöötamise ajal.

Direktiivi eelnõu kohta Vabariigi Valitsuse Eesti seisukoha ning selle täiendamise ettepaneku tulenevalt eelnõu menetluse ajal EL nõukogus tehtud muudatusest valmistasid 2023. ja 2024. aastal ette Justiitsministeerium (nüüd Justiits- ja Digiministeerium) ja Rahandusministeerium.¹³

Direktiivi eelnõu esitati arvamuse andmiseks Rahandusministeeriumile ning Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumile, kes olid kaasvastutavad direktiivi menetluses. Lisaks esitati eelnõu arvamuse avaldamiseks Eesti Kaubandus-Tööstuskojale, Riigikohtule, Õiguskantsleri Kantsleile, Notarite Kojale, Finantsinspeksioonile, Eesti Pangale, Eesti Advokatuurile, Eesti Advokatuuri äriõiguse komisjonile, Audiitorkogule, Eesti Pangaliidule, Tartu Ülikooli õigusteaduskonnale, Tallinna Tehnikaülikooli õiguse instituudile, MTÜ Eesti Kohtunike Ühingule, Eesti Juristide Liidule, Kohtutäiturite ja Pankrotihaldurite Kojale, Eesti Ametiühingute Keskliidule, Ettevõtluse ja Innovatsiooni Sihtasutusele, Teenusmajanduse Kojale, SA Harju Ettevõtlus- ja Arenduskeskusele, Arenguseire Keskusele, Eesti Suurettevõtjate Assotsiatsioonile, Eesti Väike- ja Keskliste Ettevõtjate Assotsiatsioonile, Nasdaq CSD filiaalile Eestis, Maksu- ja Tolliametile, Eesti Äriinglite Assotsiatsioonile, Eesti Era- ja Riskikapitali Assotsiatsioonile, Eesti Võlausaldajate Liidule, Startup Estoniale, Eesti Pereettevõtjate Liidule, Eesti Väikeaktsionäride Liidule ning Tööandjate Keskliidule. Eelnõu kohta esitasid Rahandusministeerium, Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium, Finantsinspeksioon, Eesti Kaubandus-Tööstuskoda, Eesti Advokatuuri äriõiguse komisjon, Eesti Pank, Riigikohus, Maksu- ja Tolliamet.

Nendest esitasid sisulise seisukoha Rahandusministeerium, Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium, Finantsinspeksioon, Eesti Kaubandus-Tööstuskoda ning Eesti Advokatuuri äriõiguse komisjon. Rahandusministeerium, Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium ning Eesti Kaubandus-Tööstuskoda avaldasid direktiivi eelnõule toetust. Sisulisi märkuseid ja ettepanekuid esitasid Eesti Kaubandus-Tööstuskoda,

¹³ <https://www.riigikogu.ee/tegevus/dokumendiregister/toimikud/6f2afea0-2393-4a37-b3e5-c8931ec571d4/>

Eesti Advokatuuri äriõiguse komisjon ning Finantsinspeksioon.¹⁴ Finantsinspeksioon esitas sisulise arvamuse ka Vabariigi Valitsuse seisukoha täiendamise ettepaneku kohta.¹⁵

¹⁴ **Rahandusministeerium** toetas põhimõtteliselt antud miinimumharmoneerimisele tuginevat algatust ja selle eesmärgi, mis aitavad VKE-del kasvamiseks kapitali kaasata ning muuta EL kapitaliturgu ettevõtjatele atraktiivsemaks. Erinevates kolmandates riikides on juba mitu häält andvate aktsiatega kauplemine võimalik ja ka mitmed EL liikmesriigid võimaldavad seda. EL tasandil miinimumregulatsiooniga väljatulemist võib pidada põhjendatuks ja kapitaliturgude arengule positiivseks. Eestis hetkel VKE-de kasvuturgu ei ole, kuid ei saa välistada selle tekkimist tulevikus. Ühtlasi võivad ettevõtjad oma väärtpabereid noteerida ka teiste EL liikmesriikide VKE-de kasvuturgudel. Rahandusministeerium pidas põhjendatuks ka Eesti ettevõtjatele sellise võimaluse lubamist. **Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium** leidis, et eelnõuga luuakse äriühingutele võimalus (mitte kohustus) võtta teatud juhtudel kasutusele aktsiastruktuur, kus aktsiatel on erinev häälte arv. See võib tõsta huvi äriühingu börsil noteerimise vastu ja suurendada VKE-de rahastamisvõimalusi, ilma et investori tulekuga väheneks kontroll äriühingu üle. **Eesti Kaubandus-Tööstuskoda** ei näinud otsest vajadust luua ühtlustatud lähenemisviisi mitme hääleõigusega aktsiastruktuuride suhtes, kuna Kaubanduskoja liikmeks olevad ettevõtjad ei ole nende poole sellise ettepanekuga pöördunud. Siiski rõhutas Kaubanduskoda, et Kaubanduskoda ei ole plaanitavale muudatusele vastu, sest tegemist oleks aktsiaseltside jaoks täiendava võimaluse, mitte kohustusega. Muudatus võib suurendada ka huvi äriühingu börsil noteerimise vastu. Praktikast on üks peamisi probleeme, mille tõttu VKE-d hoiduvad börsile minemast, hirm kaotada äriühingu noteerimise korral selle üle kontroll. Liikmesriikide vahel ühtlustatud mitme hääleõigusega aktsiastruktuuri lähenemisviis aitaks aga suurendada ettevõtjate võimalust kaasata rahalisi vahendeid, säilitades samal ajal äriühingus otsustusõiguse. Oma vastuskirjas toetas Kaubanduskoda direktiivi eelnõu artiklis 6 sisalduvat avalikustamiskorda. Nimelt peab Kaubanduskoja hinnangul, kui luuakse võimalus mitu häält andvate aktsiastruktuuride kasutamiseks, majandusaasta aruandes olema üldsusele kättesaadav teatav teave. Üldsusele peab olema kättesaadav kindlasti järgmine info: a. teave kapitali struktuuri kohta, sealhulgas väärtpaberite kohta, mis ei ole võetud kauplemisele liikmesriigi VKE-de kasvuturul; b. teave mis tahes piirangute kohta seoses väärtpaberite võõrandamisega, sealhulgas aktsionäridevahelised kokkulepped, mis on äriühingule teada ja mille tulemuseks võivad olla väärtpaberite võõrandamise piirangud; c. Erikontrolliõigusega väärtpaberite omanike andmed ja õiguste kirjeldus; d. mis tahes piirangud hääleõigusele, sealhulgas aktsionäridevahelised kokkulepped, mis on äriühingule teada ja mille tulemuseks võivad olla hääleõiguse piirangud; e. mitu häält andvaid aktsiaid omavate aktsionäride ja asjakohasel juhul selliste aktsionäride nimel hääleõigust kasutada võivate füüsilise või juriidilise isiku andmed. **Eesti Advokatuuri äriõiguse komisjon** nõustus oma vastuskirjas direktiivi algse eelnõuga osas, mis sätestab, et iga liikmesriik valib ise konkreetsed meetmed, tagamaks aktsionäride õiglane ja mittediskrimineeriv kohtlemine. Siiski vajas nende hinnangul direktiivi eelnõu algteksti artikli 5 lg 1 punkti b sõnastus täpsustamist, kuna antud juhul ei ole võimalik selle regulatsiooni esimest üheselt aru saada. Äriõiguse komisjoni hinnangul oli ebaselge, kas hääleõiguse piiramisega soovitakse tagada, et mitu häält andvad aktsiad ei moodustaks kvalifitseeritud häälteenamust ning liikmesriikidele antakse õigus kehtestada mitu häält andvate aktsiate vetoõiguse keeld. Teiseks olid äriõiguse komisjonil sisulised märkused direktiivi eelnõus sisalduva avalikustamise korra kohta. Direktiivi algne eelnõu nägi ette, et mitu häält andvate aktsiate aktsiastruktuure kasutav ettevõtja peab avalikustama artiklis 6 märgitud info kasvuemissioonidokumendis, loos või prospektis ja majandusaasta aruandes. Avaldatavaks infoks on kapitali struktuur, võõrandamispiirangud, hääleõigusepiirangud, erikontrolliõigusega väärtpaberiomanike andmed ning mitu häält andvaid aktsiaid omavate ja nende nimel hääleõigust kasutada võivate füüsilise ja juriidilise isiku andmed. Äriõiguse komisjon leidis, et aktsionäride nimel hääleõigust kasutada võivate isikute andmete avaldamise nõue vajab täpsustamist. Nimelt antud sõnastusest ei olnud üheselt võimalik aru saada, mida konkreetselt silmas on peetud, kas aktsionäride seaduslike esindajate nimesid või ka volitatud esindajaid. Tundub ebamõistlik koguda ja avaldada mingi konkreetse ajahetke seisuga aktsionäride nimel hääleõigust kasutada võivate füüsiliste ja juriidiliste isikute andmeid. Juriidilistest isikutest aktsionäridel võib olla palju esindajaid, nende esindus võib olla piiratud isikuliselt või teatud tehingute suhtes, seetõttu kõikide hääleõigust teostada võivate isikute info kogumine ja avaldamine võib osutuda keeruliseks. Lisaks oli äriõiguse komisjoni hinnangul direktiivi eelnõus märgitud mahus info avaldamine majandusaasta aruandes ebamõistlik. Esiteks esitatakse reeglina majandusaasta aruanne registrile alles 6 kuud pärast majandusaasta lõppu, seega on info avaldamise hetkeks tegemist juba ajaliselt vana informatsiooniga ning teiseks tekib küsimus, mis on regulatsiooni eesmärk, kui vastav info on avaldatud juba kasvuemissioonidokumendis, loos või prospektis. Eestis registreeritud ühingute kapitali struktuuri, hääletamispiirangute ja hääleõiguspiirangute info on sätestatud põhikirjas ning aktsionäride info ning esindajate info kättesaadav börsi kodulehel, EVK-s ja äriregistris. See info on lihtsasti leitav ja avalikkusele tasuta kättesaadav. Äriõiguse komisjon leidis, et kõige otstarbekam koht direktiivi eelnõu kohaselt avalikustamist vajava info avaldamiseks on börsi koduleht ja põhikiri. Äriõiguse komisjon leidis, et mõistlik oleks loobuda mitu häält andvate aktsiate omanike esindajate info avaldamise nõudest ning võimaldada liikmesriigil ise valida, kuidas artikli 6 lõike kohane info avalikustatakse, tingimusel, et see on avalikkusele lihtsasti ning võimalusel tasuta kättesaadav. **Justiits- ja Digiministeerium** märgib, et arvamustega arvestati üldiselt seisukohtade koostamisel.

5. Võimalikud lahendused

5.1. Direktiivi rakendusala

5.1.1. Direktiivi kohustuslik rakendusala

- a) Direktiivi kohaselt peavad liikmesriigid tagama, et äriühingul, kelle **aktsiaid ei ole** reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis **veel kauplemisele võetud**, on õigus võtta kasutusele mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuur, et taotleda oma aktsiate mitmepoolses kauplemissüsteemis (sh VKE-de kasvuturul) kauplemisele võtmist (direktiivi art 3 lg 1 esimene lause).
- b) **Sama õigus** on ka äriühingutel, kelle aktsiaid ei ole reguleeritud turul või mitmepoolses kauplemissüsteemis veel kauplemisele võetud, kui see äriühing **otsustab muuta** olemasolevat mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri, et taotleda oma aktsiate kauplemisele võtmist mitmepoolses kauplemissüsteemis (direktiivi art 3 lg 5).

Direktiivi eelnõu algne eesmärk oli hõlbustada väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate juurdepääsu kapitalile – direktiiv pidi kohalduma üksnes VKE-de kasvuturule pürgivatele ühingutele. Sellest lähtuvalt koostati ka õigusakti mõjuhinnaang. Direktiivi eelnõu arutelude käigus otsustati selle rakendusalaselle hõlmata ka tavaline mitmepoolne kauplemissüsteem (MTF). Sarnaselt VKE-de kasvuturule on ka MTF mõeldud eelkõige väiksematele ühingutele, samas kui suuremad ühinged eelistavad reeglina rohkem tuntud ja potentsiaalselt suurema investorite hulgaga reguleeritud turgu. Arvestades MTF-i sarnasust VKE-de kasvuturule, nõustus Eesti direktiivi eelnõu menetlemise käigus direktiivi laiendamisega MTF-le.¹⁶

Tegemist on kohustusliku sättega, valikuvõimalus puudub.

5.1.2. Suurema hääleõiguse kasutamise algus

Direktiivi artikli 3 lg 3 kohaselt võivad liikmesriigid seada mitu häält andvate aktsiatega seotud suurema hääleõiguse kasutamise tingimuseks äriühingu aktsiate kauplemisele võtmise mitmepoolses kauplemissüsteemis (art 3 lg 3). Liikmesriigi sellist õigust põhjendatakse direktiivis järgmiselt: „*Liikmesriigid peaksid siiski saama nõuda, et suurema hääleõiguse – st mitu häält andvate aktsiatega seotud täiendavad hääled võrreldes muudesse klassidesse kuuluvate aktsiate häältega – kasutamise tingimuseks oleks äriühingu aktsiate kauplemisele võtmine mitmepoolses kauplemissüsteemis. Sellisel juhul ja kuni aktsiate kauplemisele*

Arvesse ei võetud Eesti Advokatuuri äriõiguse komisjoni ettepanekut avalikustamiskorra kohta, mis oli ühtlasi vastupidine Eesti Kaubandus-Tööstuskoja seisukohale. Arvestada tuleb ka, et direktiivi eelnõu menetlemise käigus EL nõukogus tehti selle sõnastuses mitmeid muudatusi.

¹⁵ „*Finantsinspeksioon toetab Justiitsministeeriumi seisukohta osas, et direktiivi mitte laiendada reguleeritud turule. Mis aga puudutab kompromissina direktiivi rakendusala laiendamist ka MTF-le, siis selles osas oleksime pigem ettevaatlikud ja hoiaks konservatiivset joont. Direktiivi kohaldatakse VKE-dele. Seega peaks esmalt jälgima ja hindama direktiivi rakendamise mõju VKE-dele ning seejärel alles saaks otsustada direktiivi kohaldamisala laiendamise üle. Kui soodustada MTF-il aktsiate emiteerimist läbi mitme hääleõigusega aktsiastruktuuri, siis võib juhtuda, et turule tuleb emitente, kes veel tegelikkuses ei ole valmis sinna sisenema, mistõttu tuleb kohaldamisala laiendamist hinnata ka investorite kaitse ja finantsstabiilsuse tagamise vaatest /.../“.*

¹⁶ Riigikogu täiendatud seisukoht direktiivi eelnõu kohta, mis võimaldab kasutada mitme hääleõigusega aktsiaid äriühingutes seoses sisenemisega väikese ja keskmise suurusega ettevõtjate kasvuturule - COM(2022) 761, 5.2.2024: <https://www.riigikogu.ee/tegevus/dokumendiregister/dokument/1b7fe1f4-1bc9-49a9-8365-d3d5ed79c1fb/>

võtmiseni peaks mitu häält andvatel aktsiatel olema sama suur hääleõigus kui äriühingu teistel aktsiaklassidel. See tagaks, et mitu häält andvad aktsiad edendaksid konkreetselt kauplemisele võtmist mitmepoolses kauplemissüsteemis.“ (direktiivi põhjenduspunkt 12).

Tegemist on valikulise sättega: **otsustada tuleb, millisel hetkel võib suurem hääleõigus kehtima hakata** – kas juba siis, kui ühing valmistab ette sisenemist mitmepoolsesse kauplemissüsteemi või alles siis, kui aktsiad ka tegelikult mitmepoolses kauplemissüsteemis kasutusele võetakse.

5.1.3. Direktiivi rakendusala laiendamine

Direktiiv ei piira võimalust lubada direktiivis sisalduva hääleõiguse struktuuri ka väljaspool direktiivi rakendusala olevatele aktsiaseltsidele.

Direktiivi põhjenduspunkt 10: *„Liikmesriikidel peaks olema võimalik kehtestada või säilitada riigisiseseid sätteid, mis võimaldavad äriühingutel võtta mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure kasutusele või neid muuta muul eesmärgil kui aktsiate kauplemisele võtmise taotlemine mitmepoolses kauplemissüsteemis. See hõlmab muu hulgas seda, et äriühingud saavad võtta mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure kasutusele või neid muuta, kui nad taotlevad kauplemisele võtmist reguleeritud turul, või et eraettevõtjad saavad võtta mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure kasutusele või neid muuta, ilma et nad kavatseksid taotleda oma aktsiate kauplemisele võtmist. Samuti hõlmab see juhtumeid, kus äriühingud lähevad mitmepoolsest kauplemissüsteemist üle reguleeritud turule, säilitades samal ajal mitu häält andvad aktsiad. Liikmesriikidel peaks olema ka võimalik keelata või piirata mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride kasutuselevõttu muul eesmärgil kui aktsiate kauplemisele võtmise taotlemine mitmepoolses kauplemissüsteemis.“*

Laiendades direktiivis sisalduvat õigust mitme häälega aktsiate kasutuselevõtuks aktsiaseltsidele, mis soovivad pürgida reguleeritud turule või juba osalevad seal, hõlmataks ka suured äriühingud, sest just suured äriühingud on reeglina reguleeritud turu osalisteks. Sellistel äriühingutel on aga juba praegu mitmeid võimalusi ja ressursi kapitali kaasamiseks. Nende jaoks võib suurema hääleõigusega aktsiate sisseviimine hoopis raskendada kapitali kaasamist, kuna võib põhimõttest **üks aktsia-üks hääl** kõrvale kaldudes investorites/väikeaktsionärides kõhklust tekitada. Sellistel äriühingutel on tihti väga palju (sh mitteprofessionaalseid) väikeaktsionäre, kelle kaitsmiseks võib olla vajalik märksa rangemate kaitsemeetmete kehtestamine kui väiksema aktsionäride arvuga väiksemate ühingute jaoks (vt kaitsemeetmete kohta allpool). On oluline, et nii ettevõtjatel kui ka investoritel oleks kapitali kaasamiseks/investeerimiseks valikus erinevad keskkonnad, kus kehtivad erinevad reeglid – vabamas vormis VKE-de kasvuturg ja MTF ning rangete reeglitega reguleeritud turg.

Direktiivi eelnõu menetluse käigus lähtus Eesti põhimõttest, et direktiivi ei laiendataks kohustuslikus korras reguleeritud turule pürgivatele aktsiaseltsidele, vaid et saaksime direktiivi ülevõtmise käigus teha Eesti tasandil ja Eesti ettevõtjate ja aktsionäride esindajatega konsulteerides otsuse selle kohta, kas ettevõtluskeskkond vajab ka reguleeritud turul osalevate ühingute jaoks võimalust kehtestada mitme häälega aktsiate süsteem ning milline peaks sellisel juhul olema väikeaktsionäride kaitsemeetmete süsteem. Samuti võimaldab reguleeritud turu väljajäämine direktiivi kohaldamisalast luua mitme häälega aktsiate süsteem alguses üksnes VKE-de kasvuturul ja MTF-l osalevatele ühingutele ning sellest saadud kogemustele tuginedes tulevikus kaaluda, kas regulatsiooni tuleks laiendada ka reguleeritud turule.

Tegemist on direktiivi rakendusala vabatahtliku laiendamisega: **otsustamist vajab, kas võimaldame suurema hääleõigusega aktsiate struktuure suuremale hulgale või isegi kõigile aktsiaseltsidele.**

5.2. Kaitsemeetmed

Direktiivi artiklis 4 on reguleeritud kaitsemeetmed nende aktsionäride kaitseks, kellel ei ole suuremat hääleõigust. Direktiivis ette nähtud kaitsemeetmed jagunevad kohustuslikeks (direktiivi art 4 lg 1 p a), valikulisteks (direktiivi art 4 lg 1 p b) ja vabatahtlikeks kaitsemeetmeteks (direktiivi art 4 lg 2).

Direktiivi artikkel 4: „1. Liikmesriigid tagavad, et äriühingud, kellel on mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuur ning kelle aktsiatega hakatakse kauplema või kaubeldakse mitmepoolses kauplemissüsteemis pärast nende artikli 3 kohase õiguse kasutamist, on kehtestanud asjakohased kaitsemeetmed nende aktsionäride huvide piisavaks kaitseks, kellel ei ole mitu häält andvaid aktsiaid. Sel eesmärgil liikmesriigid a) tagavad, et äriühingu otsus muuta mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri viisil, mis mõjutab aktsiatega seotud hääleõigust, tehakse üldkoosolekul vähemalt kvalifitseeritud häälteenamusega, nagu on sätestatud riigisisises õiguses, ning tagavad, et sellise otsuse üle hääletatakse eraldi iga aktsiaklassi puhul, mille aktsionäride õigusi see otsus mõjutab; b) piiravad mitu häält andvate aktsiate mõju üldkoosolekul otsuste tegemise protsessile, kehtestades vähemalt ühe järgmise: i) mitu häält andvate aktsiatega seotud häälte arvu ja väikseima hääleõigusega aktsiatega seotud häälte arvu maksimaalne suhe; ii) nõue, et üldkoosolekul tehtavad otsused, mis võetakse vastu kvalifitseeritud häälteenamusega, nagu on sätestatud riigisisises õiguses, välja arvatud otsused, mis käsitlevad äriühingu haldus-, juht- ja järelevalveorgani liikmete ametisse nimetamist ja ametist vabastamist, ning välja arvatud selliste organite vastu võetavad ja üldkoosolekule heakskiitmiseks esitatavad tegevusotsused, tuleb vastu võtta: 1) kvalifitseeritud enamusega, nagu on sätestatud riigisisises õiguses, nii antud häälest kui ka kas üldkoosolekul esindatud aktsiakapitalist või üldkoosolekul esindatud aktsiate arvust, või 2) antud häälte kvalifitseeritud enamusega, nagu on sätestatud riigisisises õiguses, kusjuures eraldi hääletus toimub igas aktsiaklassis, mille aktsionäride õigusi see otsus mõjutab¹⁷. 2. Liikmesriigid võivad ette näha täiendavad kaitsemeetmed, et tagada nende aktsionäride huvide piisav kaitse, kellel ei ole mitu häält andvaid aktsiaid. Sellised kaitsemeetmed võivad eelkõige hõlmata sätteid, millega takistatakse, et mitu häält andvate aktsiatega seotud suurem hääleõigus jääb kehtima pärast a) nende aktsiate üleandmist kolmandatele isikutele või nende algse omaniku surma, töövõimetuse või pensionile jäämise korral (üleandmispõhine aegumisklausel); b) kindlaksmääratud ajavahemikku (ajapõhine aegumisklausel); c) konkreetse sündmuse toimumist (sündmuspõhine aegumisklausel).“.

Kaitsemeetmed tuleb ette näha selleks, et kohelda aktsionäre võrdselt ja takistada suurema hääleõiguse abil ühingut kontrollivatel aktsionäridel saamast äriühingust isiklikku kasu (direktiivi põhjenduspunktid 13 ja 14). Vabatahtlike kaitsemeetmete kehtestamiseks nähakse direktiivi põhjenduspunktis 15 ette järgmine põhimõte: „Liikmesriigid peaksid hindama selliste kaitsemeetmete asjakohasust, pidades silmas nende tulemuslikkust kõnealuste aktsionäride huvide kaitsmisel, tagades samal ajal, et kaitsemeetmed ei lähe vastuollu mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride eesmärgiga, muu hulgas neid aktsiaid omavate aktsionäride

¹⁷ Otsus mõjutab aktsiaklassi, kui otsusel on negatiivne mõju aktsionäride õigustele selles konkreetses aktsiaklassis (direktiivi põhjenduspunkt 14).

võimalusega mõjutada äriühingu haldus-, juht- ja järelevalveorgani liikmete ametisse nimetamist ja ametist vabastamist ning seeläbi äriühingu tegevusotsuseid.“.

Direktiivi ülevõtmise käigus tuleb otsustada, milliseid valikulisi ja vabatahtlikke kaitsemeetmeid rakendada.

5.3. Läbipaistvus

5.3.1. Info avalikustamine prospektis või kauplemisele lubamise dokumendis ja majandusaasta aruandes

Direktiivi artiklis 5 nähakse ette kohustuslikud reeglid läbipaistvuse tagamiseks ühingutes, mis kasutavad direktiivis ette nähtud suuremat hääleõigust võimaldavaid aktsiastruktuure. Direktiivi põhjenduspunktis 16 põhjendatakse info avaldamise vajalikkust järgmiselt: „*Täpse ja põhjaliku teabe avalikustamine äriühingute kohta on investorite usalduse alus ja vajalik teadlike investeerimisotsuste tegemiseks. Teadlike investeerimisotsuste tegemist on vaja nii investorite kaitse kui ka turu tõhususe tagamiseks.*“.

Läbipaistvuse tagamiseks näeb direktiiv ette teabe avaldamist nii aktsiastruktuuride kasutuselevõtmise kui ka muutmise korral. Info tuleb avaldada väärtpaberite avaliku pakkumise **prospektis või teabedokumendis**, kui äriühing sellise prospekti või dokumendi avaldama peab¹⁸; samuti tuleb info avaldada **majandusaasta aruandes**, kui teavet ei ole varem avaldatud või see on pärast viimast avaldamist muutunud. Avalikustada tuleb järgmine info (direktiivi art 5 lg 3): „*a) äriühingu aktsiastruktuur, näidates ära erinevad aktsiaklassid, sealhulgas aktsiad, mis ei ole kauplemisele võetud, ning iga aktsiaklassi puhul i) asjaomase klassi aktsiatega seotud õigused ja kohustused; ii) asjaomase klassi aktsiate protsentuaalne osakaal kogu aktsiakapitalis või aktsiate koguarvus ja iii) asjaomase klassi aktsiatega seotud hääle koguarv; b) aktsiate üleandmise piirangud, sealhulgas aktsionäridevahelised kokkulepped, mis on äriühingule teada ja mille tulemuseks võivad olla sellised piirangud; c) aktsiatega seotud hääleõiguse piirangud, sealhulgas aktsionäridevahelised kokkulepped, mis on äriühingule teada ja mille tulemuseks võivad olla sellised piirangud; d) kui see on äriühingule teada, siis selliseid mitu häält andvaid aktsiaid omavate aktsionäride andmed, mis esindavad rohkem kui 5 % äriühingu kõigi aktsiate hääleõigustest, ning kohaldataval juhul nende füüsiliste või juriidiliste isikute andmed, kes võivad kasutada hääleõigust kõnealuste aktsionäride nimel. Punkti d kohaldamisel, kui kõnealused aktsionärid või nende nimel hääleõigust kasutada võivad isikud on füüsilised isikud, tuleb nende isiku avalikustamiseks avalikustada üksnes nende nimed.*“.

5.3.2. Aktsiate identifitseerimine ning investeerimisühingute ja turukorraldajate teavitamine mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride olemasolust vastavalt Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ESMA) standarditele

Direktiivi artikli 5 lõiked 4 ja 5 näevad läbipaistvuse eesmärgil ette, et mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuure kasutavate ühingute aktsiad peavad kauplemissüsteemis olema

¹⁸ Väärtpaberite avaliku pakkumise korral avaldatava prospekti avalikustamise tingimused on kehtestatud EL prospektimääruses (EL) 2017/1129 ning Eestis sätestatud väärtpaberituruseaduse §-s 15. Üle 8 mlj eur (alates 05.06.2026 12 mlj eur) suuruste emissioonide korral tuleb avalikustada väärtpaberite prospekt. Alla selle jäävate emissioonide korral võib prospekti asemel avalikustada teabedokumendi.

selgelt identifitseeritud. Selleks tuleb ühingtel investeerimisühinguid ja turukorraldajaid vastavate aktsiastruktuuride olemasolust teavitada. Täpsed reeglid identifitseerimiseks ja teavitamiseks töötab välja Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Asutus (ESMA), esitades vastava regulatiivsete tehniliste standardite eelnõu Euroopa Komisjonile hiljemalt 5. detsembriks 2025.

5.4. Direktiivi läbivaatamiseks vajaliku info esitamine Euroopa Komisjonile

Direktiivi artikkel 6 näeb Euroopa Komisjonile ette kohustuse analüüsida 5. detsembriks 2028 direktiivi rakendamist ja tulemuslikkust, sealhulgas selle kohaldamisala laiendamise asjakohasust. Selleks peab iga liikmesriik komisjonile hiljemalt 5. detsembriks 2027 esitama teabe eelkõige järgmise kohta: „a) mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri kasutusele võtnud selliste äriühingute arv, kelle aktsiad on liikmesriigi igas mitmepoolses kauplemissüsteemis ja reguleeritud turul kauplemisele võetud 4. detsembril 2026 või enne seda, ning nende äriühingute arv, kelle aktsiad on liikmesriigi igas mitmepoolses kauplemissüsteemis ja reguleeritud turul kauplemisele võetud pärast nimetatud kuupäeva; b) sektor, kus punktis a osutatud äriühingud tegutsevad, ja nende vastav kapitalisatsioon kauplemisele võtmise ajal; c) kui see teave on liikmesriikidele kättesaadav, investorikaitse meetmed, mida punktis a osutatud äriühingud kohaldavad mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride suhtes.“.

Direktiivi ülevõtmise käigus tuleb määrata info esitamiseks kohustatud asutus.

5.5. Seos põhiõigustega

VTK on seotud Eesti Vabariigi põhiseaduses (PS) sätestatud põhiõigustega nagu ettevõtlusvabadus (PS § 31) ja omandipõhiõigus (PS § 32, hõlmab ka aktsiate ja osade kaitset). Direktiivi eelnõul on nimetatud õigustele eelduslikult positiivne mõju. Direktiivi eelnõu soodustab äriühingute sisenemist VKE-de kasvuturule täiendava kapitali kaasamiseks. Samas näeb direktiivi eelnõu ette suurema hääleõigusega aktsionäride jaoks ette kaitsemeetmed.

VTK on tugevas puutumuses EL õigusega, kuna puudutab direktiivi ülevõtmist riigisisesele õigusesse.

6. Mõju

Kavandatava muudatusega ei kaasne esialgsel hinnangul olulist mõju.

Direktiivi sihtrühmaks on Eestis aktsiaseltsid, kes soovivad kaasata täiendavaid investeringuid tavalises mitmepoolses kauplemissüsteemis (MTF), ning nende aktsionärid. Eestis on lisaks reguleeritud turule olemas mitmepoolne kauplemissüsteem, kuid puudub VKE-de kasvuturg.

Eesti mitmepoolses kauplemissüsteemis (Nasdaq First North) on 12 äriühingut. Tallinna börsil (reguleeritud turg) on 19 äriühingut, sh 16 põhinimekirjas ja 3 tk lisanimekirjas (veidi lihtsamad nõuded). Kogu Baltikumi peale kokku (Nasdaq Baltic) on MTF-l (Nasdaq First North) 20 äriühingut ning börsil kokku 50 äriühingut (32 põhinimekirjas ja 18 lisanimekirjas).

14.10.2025 seisuga on Eestis 2100 aktsiaseltsi. Kokku on Eestis 283577 äriühingut, sh 275158 osaühingut.

Seega on puudutatud äriühingute arv väga väike võrreldes äriühingute üldarvuga. Samas ei ole välistatud, et Eesti aktsiaseltsid võivad investeringute kaasamiseks minna mõne muu riigi VKE-de kasvuturule. Kui mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuurid otsustatakse lubada kasutusele võtta ka sellistest aktsiaseltsides, mis ei kuulu direktiivi rakendusalasasse, on eelnõu sihtrühm laiem.

Direktiivi ülevõtmine toob kaasa vajaduse kohandada majandusaasta aruande esitamisega seotud infosüsteeme, kuna majandusaasta aruandes tuleb hakata esitama täiendavat infot.

Finantsjärelevalvega seoses Eestis mõjusid VKE-de kasvuturule sisenemisel ja tegutsemisel ei kaasne, kuna Eestis VKE-de kasvuturg puudub. Küll kaasnevad mõjud finantsjärelevalvega seoses mitmepoolse kauplemissüsteemiga.

Direktiivi artikkel 6 näeb Euroopa Komisjonile ette kohustuse analüüsida 5. detsembriks 2028 direktiivi rakendamist. Selleks peab iga liikmesriik komisjonile hiljemalt 5. detsembriks 2027 esitama teatud teabe. Selleks tuleb direktiivi ülevõtmise käigus määrata info esitamiseks kohustatud asutus.

Direktiivist tulenevate muudatustega ei suurene ettevõtjate ega inimeste halduskoormus. Seaduseelnõu koostamisel hinnatakse mõjusid seletuskirja osas „Seaduse mõjud“ vastavalt HÕNTE §-le 46.

7. Kavandatav regulatsioon ja edasine tegevuskava

Valitav lahendus				
Valitavaks lahenduseks on muudatuste tegemine seniste seaduste tekstidesse.				
Töötatakse välja uus tervikseadus			Muudatused tehakse senise seaduse struktuuris	X
Selgitus	Direktiivi ülevõtmine puudutab valdkondi, mis on juba olemasolevates seadustes reguleeritud.			
Puudutatud ja muudetavad õigusaktid				
Eelkõige on vaja muuta äriseadustikku ja väärtipaberiturust seadust. Seoses majandusaasta aruandes avaldatava teabega võib vajalikuks osutuda ka raamatupidamise seaduse muutmine.				
Edasine kaasamise plaan – keda, millal ja kuidas kaasatakse				
Kaasatakse kõik ministeeriumid ja punktis 4. nimetatud huvirühmad. Huvirühmadele tuleb jätta piisav aeg eelnõu ja seletuskirjaga sisuliseks tutvumiseks.				
Põhjaliku mõjuanalüüsi toimumise aeg				
Põhjalikumad mõjuanalüüsi ei koostata.				
Eeldatav kontseptsiooni (HÕNTE § 1 lg 3) valmimise ja kooskõlastamisele saatmise aeg (kui järgmise sammuna koostatakse eelnõu kontseptsioon)			Kontseptsiooni ei koostata.	
Eeldatav eelnõu avaliku konsultatsiooni ja kooskõlastamise aeg			Kevad 2026	

Õigusakti eeldatav jõustumise aeg	Detsember 2026
Vastutavate ametnike nimed ja kontaktandmed	Külliki Feldman (kylliki.feldman@justdigi.ee) Valner Lille valner.lille@fin.ee