

**Finantsinspeksioon**  
Sakala 4, 15030, Tallinn  
[info@fi.ee](mailto:info@fi.ee)

Tallinn, 29.06.2025

**Rahandusministeerium**  
Suur-Ameerika 1, 10122, Tallinn  
[info@fin.ee](mailto:info@fin.ee)

## SELGITUSTAOTLUS

Seoses õigusteenuse osutamisega pöördume Teie poole järgneva taotlusega.

Palun vastavalt märgukirjale ja selgitustaotlusele vastamise ning kollektiivse pöördumise esitamise seaduse §-le 3 Rahandusministeeriumi ja Finantsinspeksiooni seisukohta ja õigusosalast selgitust seoses väärtpaberituruseaduses (edaspidi **VPTS**) ja VPTS § 183 lg 2 alusel vastu võetud rahandusministri määrusega kehtestatud ülevõtmispakkumisreeglites (edaspidi **Reeglid**) toodud sätete kohaldamisega Eesti emitendi aktsiate suhtes ülevõtmispakkumise tegemise kohta turul kaubeldavate väärtpaberite eest.

### 1. Selgitamist vajavad küsimused

VPTS § 165 lg 1 kohaselt on ülevõtmispakkumine avalik pakkumine sihtemitendi aktsionäridele (sihtisikud) nendelt aktsiate omandamiseks raha või turul kaubeldavate väärtpaberite eest. Vabatahtliku ülevõtmispakkumise osas ei täpsusta VPTS, mis tingimustele peavad turul kaubeldavad väärtpaberid vastama.

VPTS § 165 lg 1 sõnastusest ei ole üheselt selge, kas vabatahtliku ülevõtmispakkumise raames on võimalik pakkuda tasuna mis tahes turul kaubeldavaid väärtpabereid ja kas nimetatud sättes sõna „turg“ all on mõeldud „reguleeritud väärtpaberiturgu“ tulenevalt VPTS § 120 lg-st 1 ja VPTS § 3 lg-st 2 või ükskõik millises kauplemiskohas kaubeldavaid väärtpabereid (sealhulgas mitmepoolses kauplemissüsteemis kaubeldavaid väärtpabereid, näiteks First North'il). Sama ebaselgus on ka VPTS § 182<sup>1</sup> lg 3 alusel VPTS § 182<sup>1</sup> lg-s 1 sätestatud ülejäänud aktsiate ülevõtmise korral (nn *squeeze-out*).

Lisaks ei ole selge, kas Reeglite § 3 lg-des 1-5 sätestatud reeglid ostuhinna tasumise kohta aktsiates kohalduvad vabatahtlikule ülevõtmispakkumisele, sealhulgas kohustus tasuda reguleeritud väärtpaberiturul kaubeldavate likviidsete aktsiatega (Reeglite § 3 lg 1).

Meie tõlgenduste kohaselt vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral VPTS § 165 lg 1 mõttes:

- võib vabatahtliku ülevõtmispakkumise teha aktsiate omandamiseks mis tahes kauplemiskohas (VPTS § 3 lg 1) kaubeldavate väärtpaberite eest, sh VPTS § 3 lg 3 mõttes Eestis või muus Euroopa Majanduspiirkonna lepinguriigis korraldatavas ja juhitavas mitmepoolses kauplemissüsteemis (nt First North) kaubeldavate väärtpaberite eest;
- võib tasuna pakkuda väärtpabereid, mitte üksnes aktsiaid;
- tasuna pakutavad väärtpaberid ei pea olema likviidsed;
- Reeglite § 3 lg-d 1-5 ei kohaldu, sh ei kohaldu seal sisalduvad reeglid ja likviidsuse nõuded, mis puudutavad ostuhinna tasumist aktsiates;
- üksnes VPTS § 182<sup>1</sup> lg-s 1 sätestatud ülejäänud aktsiate ülevõtmise korral (nn *squeeze-out*) on VPTS § 182<sup>1</sup> lg-st 3 tulenevalt kohustus tasuda likviidsetes väärtpaberites, aga seejuures võib tasuda mis tahes kauplemiskohas (VPTS § 3 lg 1) kaubeldavate väärtpaberitega

tuginedes järgnevale:

- 1) VPTS § 165 lg-s 1 toodud viide, et tuleb tasuda turul kaubeldavate väärtpaberitega, peaks hõlmama ka igasugustes kauplemissüsteemides kaubeldavate aktsiatega tasumist vabatahtliku ülevõtmispakkumise tegemise korral, kuivõrd vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral ei tohiks sätestada finantsturu toimimist piiravaid reegleid. Vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral on investoritel täielik vabadus otsustada, kas aktsepteerida pakkumine või mitte. Seega ei ole emitendi ega investorite õiguste piiramine vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral põhjendatud ega vajalik.
- 2) Arvestades Eesti reguleeritud väärtpaberiturust vähest likviidsust ja mitmepoolses kauplemissüsteemis kohalduvaid aktsionäride kaitse ja turu läbipaistvuse reegleid, ei peaks olema vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral välistatud õigus pakkuda ostuhinnana ka mitmepoolses kauplemissüsteemis kaubeldavaid väärtpabereid. Teisisõnu, arvestades Eesti reguleeritud väärtpaberiturust vähest likviidsust, ei muutuks investorite positsioon määravalt, kui nad saavad vastu mitmepoolses kauplemissüsteemis kaubeldavad väärtpaberid.
- 3) Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ, 21. aprill 2004, ülevõtmispakkumiste kohta (edaspidi **Direktiiv**) sätestab artiklis 5 punktis 5 üksnes kohustuslike pakkumiste korral, et pakkumise tegija võib tasuks pakkuda väärtpabereid, raha või mõlemaid ning kui pakkumise tegija pakutud tasu ei hõlma siiski likviidseid väärtpabereid, millega on lubatud kaubelda reguleeritud turul, peab see alternatiivina hõlmama rahalist tasu. Kuna sama nõuet ei ole vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhuks sätestatud, peab vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral olema õigus pakkuda mis tahes väärtpabereid sõltumata sellest, kas ja millisel turul nendega kaubeldakse.
- 4) Reeglite § 3 lg-d 1-5, mis muuhulgas sätestavad aktsiates ostuhinna tasumise reeglid, kehtivad üksnes kohustusliku ülevõtmispakkumise korral ja mitte vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral alltoodud põhjustel:
  - o vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral ei pea hind olema õiglane vastavalt VPTS § 174 lg-le 2, samas Reeglite § 3 lg-d 1-5 puudutavad just üksnes õiglase hinna tasumist tulenevalt nende olemusest ja Reeglite § 2 lg-st 2, mille kohaselt „ostuhind“ tähendab Reeglites edaspidi, sh ka §-s 3, „õiglast ostuhinda“;
  - o Reeglite kui määruse alusel ei ole võimalik kitsendada VPTS § 165 lg-st 1 tulenevat väärtpaberites tasumise õigust ega sätestada kohustust tasuda likviidsete aktsiatega (Reeglite § 3 lg 1), seejuures välistades mis tahes muudes väärtpaberites tasumise õiguse;
  - o VPTS § 182<sup>1</sup> lg 3 sätestab erandina VPTS § 165 lg 1 suhtes kohustuse tasuda likviidsetes väärtpaberites üksnes VPTS § 182<sup>1</sup> lg-s 1 sätestatud ülejäänud aktsiate ülevõtmise korral (nn *squeeze-out*) ja Reeglitega kui määrusega ei saa laiendada sellist kohustust ka vabatahtlikele ülevõtmispakkumistele ega kitsendada *squeeze-out*i korral õigust tasuda väärtpaberites vastavalt VPTS § 182<sup>1</sup> lg-le 3 ja mitte üksnes aktsiates vastavalt Reeglite § 3 lg-le 1;
  - o Reeglitega sätestatakse vastavalt VPTS § 183 lg-le 2 p-le 1 õiglase ostuhinna määramise ja tasumise kriteeriumid ehk asjaolud, mis puudutavad kohustuslikku ülevõtmispakkumist VPTS § 174 lg 2 mõttes, kuid mitte vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral ostuhinna tasumist.
- 5) Kuivõrd vastavalt ülaltoodule Reeglite § 3 lg-d 1-5 ei kohaldu, ei pea vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral ostuhinda tasuma likviidsete aktsiatega.
- 6) Reeglite § 3 lg-d 1-5 ei kohaldu ülaltoodud põhjustel ka VPTS § 182<sup>1</sup> lg-s 1 sätestatud ülejäänud aktsiate ülevõtmise korral (nn *squeeze-out*) ja sellisel juhul võib tasuda VPTS § 182<sup>1</sup> lg 3 kohaselt mis tahes kauplemissüsteemis kaubeldavates likviidsetes väärtpaberites.

## 2. Selgitustaotlus

Palun Finantsinspeksioonilt ja Rahandusministeeriumilt selgitust:

- 1) kas vabatahtlikku ülevõtmispakkumist, mis tehakse hääleõiguse omandamiseks Eesti sihtemitendis (mille kõikide aktsiatega kaubeldakse Eesti reguleeritud turul), võib teha VPTS § 165 lg 1 kohaselt

sellisel viisil, et Eesti sihtemitendi kõikidele aktsionäridele pakutakse kõigi aktsiate omandamiseks raha asemel tasuna ainult (omakapitali)väärtpabereid, millega kaubeldakse Eestis või muus Euroopa Majanduspiirkonna lepinguriigis korraldatavas ja juhitavas mitmepoolses kauplemissüsteemis (nt First North ja muud mitmepoolsed kauplemissüsteemid Euroopa Majanduspiirkonnas), mitte reguleeritud väärtpaberiturul?

- 2) kui Reeglite § 3 lg-d 1-5 (sh ükski neist) ja § 2 lg 2 kohalduvad vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral, palume vastata alljärgnevatele küsimustele (kui nõustute, et Reeglite § 3 lg-d 1-5 ega § 2 lg 2 ei kohaldu vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral, palume seda kinnitada ning allolevad küsimused ei ole sel juhul asjakohased):
  - a) kas Reeglite § 3 lg-st 1 tulenev kohustus, et ostuhinna võib tasuda reguleeritud väärtpaberiturul kaubeldavate likviidsete aktsiatega, kohaldub vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral, mille puhul pakutakse kõigi aktsiate omandamiseks raha asemel tasuna ainult omakapitaliväärtpabereid, nt aktsiaid?
  - b) kui vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul kohaldub kohustus pakkuda tasuna likviidseid aktsiaid või muid omakapitaliväärtpabereid, mis tingimustele peab omakapitaliväärtpaber vastama Reeglite § 3 lg 1 mõttes, et see loetakse likviidseks?
  - c) kas Reeglite § 3 lg-st 4 tulenev nõue, et kui ostuhind tasutakse väärtpaberiturul kaubeldavate likviidsete aktsiatega, tuleb ostuhinna määratlemisel lähtuda Reeglite § 2 lg-s 2 sätestatust, kohaldub vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral?
  - d) juhul kui vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral kohaldub Reeglite § 2 lg 2, kuidas tuleb määratleda ostuhinna tasumiseks pakutavate väärtpaberite hind selleks, et hinnata pakutavate väärtpaberite hinna vastavust Reeglite § 2 lg 2 sätestatule?
  - e) kas Reeglite § 3 lg 2, mille kohaselt võib ostuhinna tasuda aktsiatega üksnes juhul, kui Finantsinspektsiooni hinnangul sellega ei rikuta VPTS § 170 lg 1 ja § 174, kohaldub vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral?
  - f) kas Reeglite § 3 lg 5, mille kohaselt tuleb selles lõikes sätestatud juhtudel ostuhind tasuda rahas, kohaldub vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral?
- 3) kuidas tuleb kohaldada järgnevaid sätteid, kui VPTS § 182<sup>1</sup> alusel ülevõtja on omandanud vähemalt 9/10 sihtemitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ülevõtmispakkumise tulemusena tasudes ostuhinna aktsiates ja tema taotlusel sihtemitendi aktsionäride üldkoosolek soovib otsustada ülejäänud sihtisikutele kuuluvate aktsiate ülevõtmise õiglase hüvitise eest:
  - a) kas aktsiate ülevõtmisel võib VPTS § 182<sup>1</sup> lg 3 kohaselt pakkuda hüvitiseks raha asemel tasuna ainult aktsiaid (või muid omakapitaliväärtpabereid), millega kaubeldakse Eestis või välisriigis korraldatavas ja juhitavas mitmepoolses kauplemissüsteemis (nt First North ja muud mitmepoolsed kauplemissüsteemid Euroopa Majanduspiirkonnas), mitte reguleeritud väärtpaberiturul?
  - b) mis tingimustele peab väärtpaber vastama VPTS § 182<sup>1</sup> lg 3 mõttes, et väärtpaberit loetakse likviidseks?
  - c) kas tuleb kohaldada Reeglite § 3 lg-t 2, mille kohaselt võib ostuhinna tasuda aktsiatega üksnes juhul, kui Finantsinspektsiooni hinnangul sellega ei rikuta VPTS § 170 lg 1 ja § 174?
  - d) kas tuleb kohaldada Reeglite § 3 lg-st 4 tulenevat nõuet, et kui ostuhind tasutakse väärtpaberiturul kaubeldavate likviidsete aktsiatega, tuleb ostuhinna määratlemisel lähtuda

Reeglite § 2 lg-s 2 sätestatust, kuigi VPTS § 182<sup>1</sup> lg 3 sätestab üksnes, et hüvitis ei või olla väiksem ülevõtmispakkumise ostuhinnast?

- e) kas tuleb kohaldada Reeglite § 3 lg-t 5, mille kohaselt tuleb selles lõikes sätestatud juhtudel ostuhind tasuda rahas, kui ülevõtja omandas vähemalt 9/10 sihtemitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ülevõtmispakkumise tulemusena tasudes aktsiates?
- 4) kas Finantsinspeksioonil on igakordselt diskretsioon otsustada, missuguses kauplemiskohas kaubeldavaid väärtpabereid võib vabatahtliku ülevõtmispakkumise korral ostuhinnana pakkuda?

Kui soovite mõnda küsimust täpsustada, palun võtke ühendust e-posti aadressil [kirsti.pent@tegos.legal](mailto:kirsti.pent@tegos.legal) või telefoni (5341 1175) teel.

Lugupidamisega

/digitaalselt allkirjastatud/

Kirsti Pent  
Vandeadvokaat