

SELETUSKIRI

Eesti täiendatud seisukohad direktiivi eelnõu kohta, mis võimaldab kasutada mitme hääleõigusega aktsiaid äriühingutes seoses sisenemisega väikese ja keskmise suurusega ettevõtjate kasvuturule

Vabariigi Valitsuse otsuse eelnõu ja seletuskirja koostas Justiitsministeeriumi õiguspoliitika osakonna eraõiguse talituse nõunik Külliki Feldman (kylliki.feldman@just.ee). Seisukohtade kujundamises osalesid Justiitsministeeriumi õiguspoliitika osakonna eraõiguse talituse juhataja Vaike Murumets (620 8263, vaike.murumets@just.ee) ja Rahandusministeeriumi finantsteenuste poliitika osakonna nõunik Valner Lille (611 3552, valner.lille@fin.ee). Valdonna eest vastutab Justiitsministeeriumi õiguspoliitika valdkonna asekanstsler Heddi Lutterus (heddi.Lutterus@just.ee).

Sissejuhatus

Euroopa Komisjon esitas direktiivi eelnõu 7.12.22. Direktiivi eelnõu menetlus toimus EL Nõukogus kiiresti ja üldises lähenemisviisis lepidi Rootsi eesistumise ajal kokku juba 19.4.23. Eesti lähtus EL Nõukogu aruteludes Vabariigi Valitsuse 11.5.23 istungil heaks kiidetud ning Riigikogu Euroopa Liidu asjade komisjoni 26.5.23 istungil täiendatud ja heaks kiidetud Eesti seisukohtadest.¹ Euroopa Parlamendi ECON komisjon kinnitas oma positsiooni 24.10.23, mis sai Euroopa Parlamendi täiskogu heakskiidu 8./9.11.23.²

Seisukohtades toetasime direktiivi eesmärki saavutada nende riigisiseste õigusaktide minimaalsel tasemel ühtlustamine, millega võimaldatakse väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate (VKE-de) kasvuturgudele sisenevatel äriühingutel võtta kasutusele mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuurid. Samas pidasime oluliseks jätta liikmesriikidele piisavalt paindlikkust.

Vabariigi Valitsuse seisukohtade muutmise põhjuseks on Euroopa Parlamendi soov laiendada direktiivi kohaldamisala selliselt, et lisaks algsest hõlmatud VKE-de kasvuturule kohalduks direktiiv ka mitmepoolses kauplemissüsteemis (MTF) ja reguleeritud turul (börsil) osalevatele äriühingutele.

Eestis ei ole käesoleval hetkel VKE-de kasvuturgu ja seega oleks direktiivi algse versiooni mõju Eesti ettevõtluskeskkonnale olnud väga väike (Eesti ühingud oleksid võinud minna üksnes mõne muu riigi VKE-de kasvuturule). Kui direktiivi rakendusala hõlmatakse aga ka mitmepoolne kauplemissüsteem või reguleeritud turg, siis oleks direktiivi mõju suurem. Eestis on olemas mitmepoolne kauplemissüsteem Nasdaq First North ning reguleeritud turg.

Me ei poolda direktiivi rakendusala laiendamist selliselt, et direktiiv hakkaks kohalduma **reguleeritud turul (börsil) osalevatele äriühingutele**. Direktiivi kohaldamine suurtele äriühingutele läheb välja direktiivi esialgsest eesmärgist aidata kaasata kapitali just väikese ja keskmise suurusega ettevõtjatel ning teravdab väikeaktsionäride kaitse küsimusi. **Nõustume kompromissi huvides** direktiivi rakendusala laiendamisega selliselt, et lisaks VKE-de kasvuturgudele hakkab direktiiv kohalduma ka **mitmepoolses kauplemissüsteemis kauplevatele äriühingutele**.

¹ <https://www.riigikogu.ee/tegevus/dokumendiregister/toimikud/6f2afea0-2393-4a37-b3e5-c8931ec571d4>

² https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300_EN.html

Taust

Euroopa Komisjon esitas direktiivi eelnõu 7.12.2022. Direktiivi eelnõu on osa noteerimist käsitleva õigusakti paketest – meetmekogumist, mille eesmärk on suurendada avalike kapitaliturgude atraktiivsust Euroopa Liidu äriühingute jaoks ning hõlbustada väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate (edaspidi VKE-de) juurdepääsu kapitalile.² Direktiivi eelnõu algne eesmärk oli saavutada nende siseriiklike õigusaktide minimaalsel tasemel ühtlustamine, milles käsitletakse **VKE-de kasvuturgudel** noteerivate äriühingute mitu häält andvate aktsiatega³ aktsiastruktuure, jättes samas liikmesriikidele nende rakendamisel piisavalt paindlikkust. Direktiivi eelnõu kohaselt peaksid kõik liikmesriigid andma äriühingutele võimaluse võtta kasutusele mitu häält andvad aktsiad (st kõrvale kalduda üks aktsia–üks häält põhimõttest), et seeläbi soodustada selliste äriühingute sisenemist VKE-de kasvuturule täiendava kapitali kaasamiseks.

Eestis ei ole käesoleval hetkel ei VKE-de kasvuturgu ega mitme häälega aktsiaid kasutada lubavat regulatsiooni. Seisukohtade väljatöötamise ajal ei avaldanud ka konsulteeritud huvigrupid märkimisväärset huvi selliste aktsiate kasutamise vastu.

Eesti lähtus EL Nõukogu aruteludes Vabariigi Valitsuse 11.5.23 istungil heaks kiidetud ning Riigikogu Euroopa Liidu asjade komisjoni 26.5.23 istungil täiendatud ja heaks kiidetud Eesti seisukohtadest:

4.1. Toetada kooskõlas õiguskomisjoni arvamusega Vabariigi Valitsuse 11. mai 2023. a esitatud Eesti seisukohti Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuride kohta äriühingutes, kes taotleavad oma aktsiate kauplemisele võtmist VKEde kasvuturul, eelnõu kohta täiendades esimese seisukoha viimast lauset:

4.1.1. Toetame direktiivi eesmärki saavutada nende riigisestse õigusaktide minimaalsel tasemel ühtlustamine, millega võimaldatakse väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate (VKEde) kasvuturgudele sisenevatel äriühingutel võtta kasutusele mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuurid. Peame oluliseks jätta liikmesriikidele piisavalt paindlikkust selliste aktsiastruktuuride kasutusele võtmise reguleerimisel sealhulgas eelistaksime enamat paindlikkust kohustuse kehtestamise osas.

4.1.2. Toetame mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri kasutavate äriühingute aktsionäride jaoks minimaalsete kaitsemeetmete kehtestamist. Eelistame direktiivist viite kustutamist kaitsemeetmete kehtestamise vajalikkusele äriühingu huvide kaitsmiseks.

4.1.3. Eelistame mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri kasutavate äriühingute suhtes avalikustamismõnde, mida kohaldatakse äriühingu aktsiate VKEde kasvuturul kauplemisele võtmisel avalikustatavas teabes ja seejärel regulaarselt majandusaasta aruandes.

4.1.4. Eelistame liikmesriigi jaoks vabatahtlikult kohaldatavate reeglite asukohana direktiivi põhjenduspunkte, mitte direktiivi artikleid, sest selliste reeglite asumine põhitekstis põhjustab segadust ja võib luua eksitava mulje, et täiendavate reeglite kehtestamine on võimalik üksnes küsimustes, kus see on sõnaselgelt lubatud.

4.1.5. Eelistame direktiivist selliste kaitsemeetmete väljajätmist, milles äriühingu otsuste kehtivus seotakse ebaselge sisu ja kohaldamisalaga tingimustega.

Direktiivi eelnõu menetlus toimus EL Nõukogus kiiresti ja üldises lähenemisviisis lepitati Rootsi eesistumise ajal kokku juba 19.4.23. Euroopa Parlamendi ECON komisjon kinnitas oma positsiooni 24.10.23, mis sai Euroopa Parlamendi täiskogu heakskiidu 8./9.11.23. See sisaldab mitut ettepanekut, mis erinevad nii Euroopa Komisjoni algsest ettepanekust kui ka nõukogu positsioonist (peamiselt seoses direktiivi laiema kohaldamisala ja kohustuslike kaitsemeetmetega, aga ka avalikustamisega). Hispaania eesistuja alustas eelmise aasta lõpus

³ Mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuuri korral 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.

trilooge ja nüüd jätkab selle tööga Belgia eesistuja. Siiani ei ole kokkulepet saavutatud. Järgmine triloog on plaanitud jaanuari lõpuks ja on võimalik, et EL Nõukogu ja Euroopa Parlament lepivad direktiivi tekstis üldjoontes kokku. Suure tõenäosusega on heaks kiidetavas tekstis direktiivi rakendusala laiendamine mitmepoolses kauplemissüsteemis (MTF) osalevatele äriühingutele.

Ettepanek kiita heaks järgmised Eesti seisukohad direktiivi heakskiitmisel EL Nõukogus:

1.1. Eesti toetab jätkuvalt direktiivi ja selle eesmärgi saavutada nende riigisiseste õigusaktide minimaalsel asemel ühtlustamine, millega võimaldatakse väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate kasvuturgudele sisenevatel äriühingutel võtta kasutusele mitu häält andvate aktsiatega aktsiastruktuurid.

Selgitus: Lähtuvalt Vabariigi Valitsuses ja Euroopa Liidu asjade komisjonis heaks kiidetud seisukohtadest oli Eestile menetluse käigus oluline, et direktiiv võimaldaks liikmesriigile suurt paindlikkust mitme hääleõigusega aktsiate reguleerimisel ja sisaldaks seetõttu võimalikult vähe kohustuslikke reegleid. Selline lähenemine võimaldab arvestada iga liikmesriigi ettevõtluskeskkonna ja ühingute eripäradega ning kiiresti reageerida ühingute muutuvatele vajadustele või praktikas tõusetunud probleemidele. Ka mitmed liikmesriigid, kus selliseid aktsiaid on pikka aega lubatud, pidasid menetluse käigus oluliseks, et liikmesriikidele jäetaks võimalikult suur otsustusõigus selliste aktsiastruktuuride reguleerimisel. Vabatahtlikult kohaldatavate reeglite asukohana eelistasime direktiivi põhjenduspunkte, mitte direktiivi põhiteksti. Käesoleval hetkel ei ole põhjust eeldada, et EL Nõukogu ja Euroopa Parlamendi poolt kokku lepitud direktiivi tekst hõlmaks suurel määral kohustuslikke tingimusi.

1.2. Nõustume kompromissi huvides direktiivi rakendusala laiendamisega selliselt, et lisaks väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate kasvuturgudele hakkab direktiiv kohalduma ka mitmepoolses kauplemissüsteemis kauplevatele äriühingutele.

1.3. Me ei poolda direktiivi rakendusala laiendamist selliselt, et direktiiv hakkaks kohalduma reguleeritud turul (börsil) osalevatele äriühingutele. Seeläbi oleks võimalik kohaldada mitme hääleõigusega aktsiate süsteemi ka suurtele ettevõtjatele ja see läheb välja direktiivi esialgsest eesmärgist aidata kaasata kapitali just väikese ja keskmise suurusega ettevõtjatel ning teravdab väikeaktsionäride kaitse küsimusi. Juhul, kui lõpptulemusena hõlmatakse direktiivi rakendusalassee reguleeritud turul osalevad ühingud, võib Eesti olla direktiivile vastu või jääda selle osas erapooletuks.

Selgitus: Euroopa Parlament soovib direktiivi kohaldamisalasse hõlmata lisaks VKE-de kasvuturgudele nii mitmepoolses kauplemissüsteemis (MTF - *multilateral trading facility*, nn alternatiivturg ehk mitte reguleeritud turg) kui ka reguleeritud turul (st börsil) kauplevad äriühingud.

Eestis ei ole käesoleval hetkel VKE-de kasvuturgu ja seega oleks direktiivi algse versiooni mõju Eesti ettevõtluskeskkonnale olnud väga väike (ei oleks olnud välistatud, et Eesti ühingud suunduvad mõne muu riigi VKE-de kasvuturule).

Kui direktiivi rakendusalassee hõlmatakse aga ka mitmepoolne kauplemissüsteem (MTF) või ka reguleeritud turg, siis oleks direktiivi mõju suurem. Eestis on olemas mitmepoolne kauplemissüsteem Nasdaq First North. Eestis on olemas ka reguleeritud turg.

Eesti MTF-I (Nasdaq First North) on 12 äriühingut. Tallinna börsil (reguleeritud turg) on 20 äriühingut, sh 18 põhinimekirjas ja 2 tk lisanimekirjas (veidi lihtsamad nõuded). Kogu Baltikumi

peale kokku (Nasdaq Baltic) on MTF-I (Nasdaq First North) 19 äriühingut ning börsil kokku 52 äriühingut (34 põhinimekirjas ja 18 lisanimekirjas).

Direktiivi algne eesmärk oli hõlbustada väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate juurdepääsu kapitalile. Sellest lähtuvalt koostati ka õigusakti mõjuhinnaang. Suure tõenäosusega on heaks kiidetavas direktiivi tekstis selle rakendusala laiendamine MTF-le. Sarnaselt VKE-de kasvuturule on ka MTF mõeldud eelkõige väiksematele ühingutele, samas kui suuremad ühingud eelistavad reeglina rohkem tuntud ja potentsiaalselt suurema investorite hulgaga reguleeritud turgu. Arvestades MTF-i sarnasust VKE-de kasvuturule, võiksime kompromissi huvides nõustuda direktiivi laiendamisega MTF-le.

Laiendades direktiivi kohaldamisala aga reguleeritud turule, 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 hääle 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.

On oluline, et nii ettevõtjatel kui ka investoritel oleks kapitali kaasamiseks/investeermiseks valikus erinevad keskkonnad, kus kehtivad erinevad reeglid – vabamas vormis VKE-de kasvuturg ja MTF ning rangete reeglitega reguleeritud turg.

Soovime, et saaksime direktiivi ülevõtmise käigus teha Eesti tasandil ja meie ettevõtjate ja aktsionäride esindajatega konsulteerides otsuse selle kohta, kas meie ettevõtluskeskkond vajab ka reguleeritud turul osalevate ühingute jaoks võimalust kehtestada mitme häälega aktsiate süsteem ning milline peaks sellisel juhul olema väikeaktsionäride kaitsemeetmete süsteem. Samuti võimaldaks reguleeritud turu väljajätmine direktiivi kohaldamisalast luua mitme häälega aktsiate süsteem alguses üksnes VKE-de kasvuturul ja MTF-I osalevatele ühingutele ning sellest saadud kogemustele tuginedes tulevikus kaaluda, kas regulatsiooni tuleks laiendada ka reguleeritud turule.

Konsulteerimine

Justiitsministeerium ja Rahandusministeerium saatsid algse seisukoha täiendamise ettepaneku arvamuse avaldamiseks Kaubandus-Tööstuskojale, Advokatuurile, Finantsinspeksioonile, FinanceEstonia'le, Pangaliidule, Nasdaq Tallinna börsile ning Eesti Era- ja Riskikapitali Assotsiatsioonile. Vastused saabusid 23. jaanuariks Finantsinspeksioonilt ja Kaubandus-Tööstuskojalt.

Finantsinspeksioon: *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 /.../.*

Kaubandus-Tööstuskoda: *Kaubanduskoda tänab võimaluse eest direktiivi rakendusala laiendamise kohta arvamust avaldada. Annan teada, et Kaubanduskojal ei ole direktiivi rakendusala laiendamise kohta mõtteid ning me ei ole saanud ka tagasisidet liikmetelt.*