

Informatsioon AS Eesti Telekom sundülevõetud aktsiate omanikele (edaspidi : Memo)

Tsiviilasja number 2-10-2551

06. juulil 2010. a.

AS Kawe Kapital (edaspidi: avaldaja) on Harju Maakohtule teinud avalduse täiendava hüvitise määramiseks AS Eesti Telekom aktsiate eest (edaspidi: avaldus). AS-i Eesti Telekom aktsiate sundülevõtmine puudutab ca 1400 AS-i Eesti Telekom väikeaktsionäri, kes olid tõenäoliselt valdavalt Eesti residendid ja kes on samuti õigustatud esitama avaldust hüvitise määramiseks. Sundülevõtmisele kuulus kokku 1 487 242 aktsiat. Avalduse esitaja tegevusalaks on fondivalitsemine ja väärtpaberiportfellide haldamine ja avaldaja tegevus ei ole seotud juriidilise nõustamisega. Avaldaja taotles seetõttu, et kohus võiks TsMS § 609 lg 2. kohaselt määrata menetluses õiguste kaitsmiseks ühise esindaja või mitu esindajat ka neile osanikele või aktsionäridele, kes avaldust hüvitise määramiseks ei esitanud. 30. juunil Harju Maakohus rahuldab taotluse.

Avaldaja: AS Kawe Kapital
Registrikood 10179365
Tallinn, 10141,
Pärnu mnt 15, Eesti
Telefon 6651 704, faks 6651 701

Esindajad: SORAINEN vandeadvokaadi vanemabi Reimo Hammerberg,
vandeadvokaat Carri Ginter
jurist Urmas Volens
Pärnu mnt 15 10141 Tallinn, Eesti
tel +372 640 0900
faks +372 640 0901
estonia@sorainen.com

AS Eesti Telekom ainuaktsionär ja hüvitise maksmiseks kohustatud isik:

TeliaSonera AB, Rootsi seaduste kohaselt asutatud äriühing, registrinumbriga 556103-4249 ning registreeritud aadressiga TeliaSonera AB, Stureplan 8, SE-106 63 Stockholm, Rootsi.

TeliaSonera AB esindaja on:

Hr. Sven Papp
RAIDLA LEJINS & NORCOUS
Roosikrantsi 2, 10119 Tallinn, Eesti
Tel. +372 640 7170, fax. +372 640 7171

Kõik joonealused viited on avalikult kättesaadavatele allikatele, mis avaldaja hinnangul ei sisalda viidatud osas muutuvaid osi. Võõrkeelsetele allikatele tehtud viited on Memo seisukohast olulises osas tõlgitud. Memos on viidatud Swedbank Markets'i 25.09.2009 ilmunud AS Eesti Telekomis ülevõtmispakkumise analüüsile (edaspidi: SMER). Selles analüüsis sisalduv informatsioon on konfidentsiaalne ja selle kasutajaskonnaks on määratud ainult Swedbank Grupi kliendid. Tutvudes selle raportiga peab aktsepteerima seal toodud deklareeritud piiranguid. Swedbank Grupi kliendid saavad selle raportiga tutvuda oma internetipanka sisselogides. Teistel soovijatel on võimalik analüüsiga tutvumiseks esitada vastav soov Swedbank Markets'ile. Kuna nõudlus eestikeelse müügipoole (*sell-side*) analüüsi järgi on väike, pole seda raportit ette valmistatud eestikeelsena. Avaldaja on Swedbank Markets'iga kooskõlastanud sellele viitamise.

Taustainformatsioon	3
2007-2009 globaalne finantskriis.....	3
Baltikum on kriisis üks enim kannatanud regioon.....	4
AS Eesti Telekomis turuhind.....	6
TeliaSonera pikaajaline eesmärk: kontrollida 100% AS Eesti Telekomist.....	6
Mõju ettevõtte juhtimisele tulenevalt eesmärgist omandada ettevõttest 100%.....	7
Ettevõtte hoidmine võimalavana.....	10
Aktsiate tagasiostu vältimine.....	10
Faktilised asjaolud, kuidas põhiaktsionär saavutas 9/10 hääleõigusest	13
Eesti Vabariik müüs 24% (+3% Arengufond) osaluse lisatingimustel.....	14
Finantsinspektsiooni arvamus tehingustruktuurist.....	15
AS Eesti Telekomis puudus eelnevalt dividendipoliitika.....	16
Riigi poolt aktsiate müügingimustega lisaks saadavad maksutulud.....	16
ÜVP perioodil toimus aktsiahinna erakorraline mõjutamine.....	17
Finantsinspektsiooni sekkumisvõimalustest pakkumisprotsessi.....	18
Vastuväited hüvitise maksmiseks kohustatud isiku arvestusele	19
93 EEK hinna määramine ülevõtmisprospektis.....	19
Võrdleva hindamise probleemid.....	20
Diskonteeritud rahavoogude meetodi probleemid.....	22
Sõltumatu audiitori arvamus ülevõtmisaruandele	25
Õiglane hüvitis on Euroopa õigusruumis sellises olukorras reeglina vaieldav	26
Kokkuvõte	27
Kohaldatav seadus.....	30
Võimalik Nõue	32

Ülevõtmispakkumises (ÜVP) prospektis võrreldi ostuhinda prospekti esitamisele eelneva kuue kuu jooksul (22. veebruar 2009 kuni 21. august 2009) Tallinna Börsil tehtud tehingute käigus Eesti Telekomis aktsiate eest makstud hindade kaalutud keskmisega ja pakuti sellega võrreldes 25% kõrgemat hinda 93 EEK. Kuna ÜVP tulemusena ületati 90% osaluse piir, loeti sama hind õiglaseks hüvitiseks sundülevõtmisel ja väikeaktsionäridelt võeti nende aktsiad 12.01.10 üle.

Taustainformatsioon

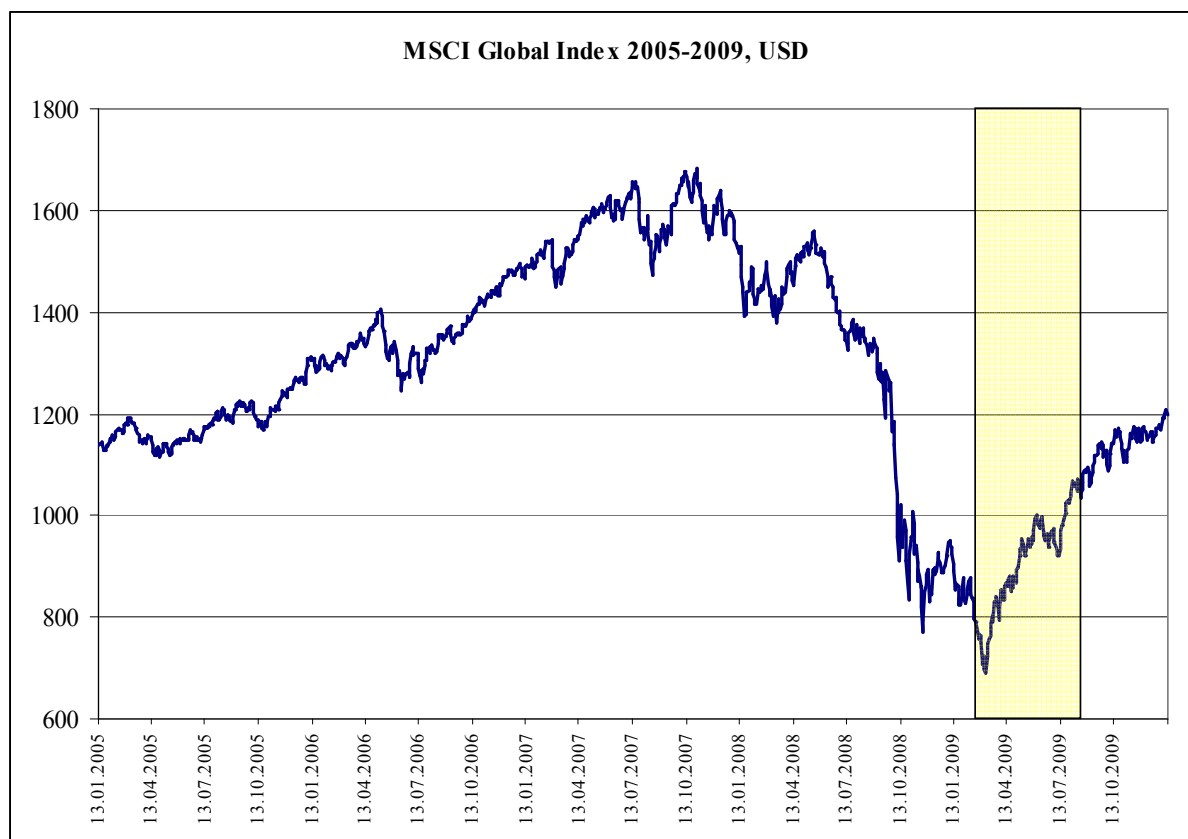
2007-2009 globaalne finantskriis

13. juulil 2009 leidis Stockholmi arbitraažikohus, mille koosseisu kuulus ka Hr. S. Papp, et Oliver Kruuda juhitud Kalev (AS Luterma) peab AS Alta Foods ärajäänud ostu tõttu ettemaksu tagastama, mis koos viivisega kokku ulatub ligi 103 miljoni kroonini.

AS Alta Foods leidis, et „tempoolne aktsiate müügilepingu täitmata jätmise 2008 aasta kevadel oli põhjustatud üldisest finantskriisist, mille tõttu ostja ei saanud oma lepinguliste kohustuste täitmiseks krediitiasutustest raha“. Vahekohtus oma otsusega sisuliselt nõustus, et juba kuni 3. juunini 2008 a. toimus finantsturgudel turuvapustus, millele AS Alta Foods viitas oma lepinguliste kohustuste täitmata jätmise põhjusena.

Vahekohtus andis turuvapustuse kohta ütlusi majandusekspert Hardo Pajula, kelle hinnangul võis turuvapustus aset leida alles 2008 a. septembri keskel.

Graafikul on MSCI Global Index, millele on kollasega markeeritud AS Eesti Telekomis aktsiate ülevõtmisprospekti esitamisele eelnenud kuus kuud:



Tõenäoliselt pidas Hardo Pajula oma hinnangus silmas Lehman Brothers'i poolt finantsturgudel põhjustatud vapustust. 15. septembril 2008 esitas pank taotluse *Chapter 11* pankrotikaitseks, mis oli paratamatu jätk massilisele klientide väljavoolule, tema aktsia turuhinna kukkumisele ja krediidireitingute alandamisele. Pankrotiavaldus oli mahult suurim selletaoline USA ajaloos. Sellest sai alguse pankadevahelise usalduse kollaps ja nendevahelise normaalse rahaturu toimimise lõpp. Üldine usalduskriis ja likviidsuslõks sundis globaalselt praktiliselt kõikides varaklassides võimenduse vähendamisele ja varade sundmüügile. Turuvapustuse mõju aktsiaturule kulmineerus alles 2009 aasta esimese kvartali lõpus, kus enamjälgitavad aktsiaindeksid tegid oma viimaste aastate kõige madalamad tasemed.

Prospekti esitamisele eelnenud kuue kuu jooksul tegemist ajaga, kus turuvapustuse mõju aktsiaturgul alles kulmineerus ja mille jooksul selle mõju alustas taandumist. Globaalse aktsiaindeksite edasine tõus pärast ülevõtmispakkumist indikeerib, et pakkumise tegemise hetkeks ei olnud see negatiivne mõju veel täielikult kadunud ja efektiivne turg taastunud.

Baltikum on kriisis üks enim kannatanud regioon

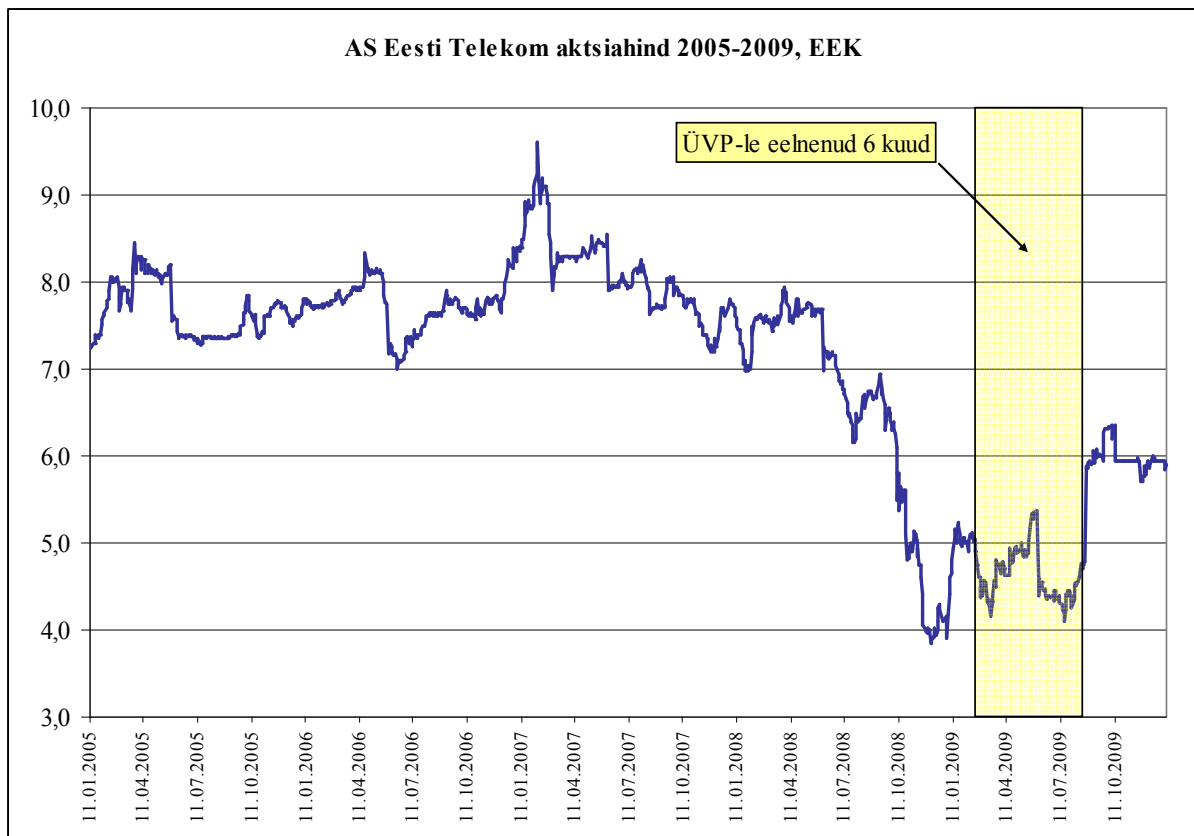
Teravalt tabas finantskriis Baltikumi majandust (ühed suurimad GDP langusprotsendid maailmas 2009) ja väärtpaberiturgu. Aktsiaindeksid tegid läbi globaalsetest turgudest märksa suurema languse.



Baltikumi olukorda komplitseeris Läti pangakriis, mille tulemusena kardeti negatiivset mõju läbi Läti lati devalveerimise, mis sundinuks välisanalüütikute arvates devalveerima ka Eestit ja Leedut. Graafikul on näidatud erinevate Balti riikide CDS hinnad.

Nagu näha, teeb ka CDS *spreadina* väljendatud turuosaliste kartus Eesti võla suhtes kaasa järsu tõusu finantskriisi eskaleerudes, jäädes reeglina madalamaks Leedu ja Läti vastavatest hindadest. Veel praegugi maksab Balti riikide krediidi kindlustamine oluliselt rohkem, kui enne finantskriisi. Seega ei olnud ÜVP ajal turuvapustuse mõju möödunud. Pan-Baltic fondide ja Baltikumile regionaalse vaate domineerimine survestas siinseid varahindasid. Laiema investorite ringi jaoks oleme me osa ühtselt Baltikumist, kuhu raha investeerida oli sellel perioodil ja praegugi veel riskantne. Oluliseks võimaluseks siia investeerida on just läbi Baltikumi investeerivate fondide ja siinsest regioonist eemalhoidmine tähendab kokkuvõttes seda, et osad investeeringud jäid Eestisse ainult seetõttu tegemata. Eesti väärtpaberiturug olis seega suhteliselt veelgi ebaefektiivsem, kui globaalsed turud.

AS Eesti Telekom turuhind



AS Eesti Telekom aktsia turuhind oli ÜVP-le eelnenud kuuel kuul (graafikul ajavahemik tähistatud kollase alana) praktiliselt viimase viie aasta madalaim, kui välja arvata 2008 aasta viimane kvartal. Põhiaktsionär tegi ÜVP kasutades erakorralisi turuolusid ja sellele vastava hinnaga.

Finantsinspeksioon on oma vastuses¹ avaldajale leidnud: „Viitate korrektselt, et teoreetiliselt on võimalik vabatahtliku ülevõtmispakkumise toimumine õiglasest hinnast madalama (VPTS § 174 lg 3), hinnaga. Nõustun, et majandussurutises, volatiilsete turgude või vähekaubeldava aktsia korral võib taoline olukord tekkida“.

Antud juhul olid meil olemas nii majandussurutis, tavatu turuvolatiivsus kui ka suhteliselt vähekaubeldav aktsia (keskmiselt 27 tehingut päevas ÜVP-le eelnenud kuuel kuul, TeliaSonera enda aktsial näiteks on ca 40 korda suurem tehinguaktiivsus).

Seega võis 2009 aasta ÜVP toimuda õiglasest hinnast madalama hinnaga.

TeliaSonera pikaajaline eesmärk: kontrollida 100% AS Eesti Telekomist

30. aprillil 2004. a tegi 48,91% AS Eesti Telekom aktsiatest omanud Baltic Tele AB (kuulub AB TeliaSonerale) AS Eesti Telekom aktsionäridele vabatahtliku ÜVP² kõigi Baltic Tele AB-le sel hetkel mittekuulunud Eesti Telekom aktsiate omandamiseks hinnaga 111,3 krooni e. 7,11 EUR. ÜVP

¹ Finantsinspeksiooni vastus 02.12.2009, Lisa 1

² <http://194.204.23.194/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/teadeBalticTele20040428.pdf>

aktseptimise tähtaeg möödus 10. juunil 2004. a. ÜVP jõustumise üheks tingimuseks oli Eesti Telekomis aktsionäride poolt ülevõtmispakkumise aktseptimine sellises ulatuses, mille tulemusel oleks Baltic Tele AB-le kuulunud vähemalt 85% kõigist Eesti Telekomis aktsiatest. Kuna nimetatud tingimus ei täitunud, siis ülevõtmispakkumises määratletud õigusi ega kohustusi ei tekkinud ning ÜVP tulemusel Baltic Tele AB osalus Eesti Telekomis ei muutunud.

28. detsembril 2004. a omandas Baltic Tele AB 50,0004% Eesti Telekomis aktsiatest ning seega omandas ka valitseva mõju Eesti Telekomis üle. Vastavalt väärtpaperituruseadusele tegi Baltic Tele AB 13. jaanuaril 2005. a Eesti Telekomis aktsionäridele ÜVP³ kõigi Eesti Telekomis aktsiate omandamiseks, mis ei olnud selleks ajaks juba Baltic Tele AB omanduses, hinnaga 109,84 krooni e. 7,02 EUR. TeliaSonera juhtkonna liikme sõnul⁴ oli nende eesmärk omandada ettevõttest 100%.

Kohustusliku ÜVP vastuvõtmise tähtaeg lõppes 23. veebruaril 2005. ÜVP tulemusena suurendas Baltic Tele AB oma osalust 50,26%-ni.

2008. a esimeses kvartalis suurendas TeliaSonera AS oma osalust Eesti Telekomis (läbi Baltic Tele AB) 60,12%-ni.

2009 aasta ÜVP⁵ toimus hinnaga 93 krooni. AB TeliaSonera eesmärk pole muutunud, mida näitas ka 2009 aastal tehtud ÜVP.

Mõju ettevõtte juhtimisele tulenevalt eesmärgist omandada ettevõttest 100%

Eesmärgist tulenevalt on AS Eesti Telekom olnud oma tegevuses üsna eripärane börsiettevõtte. Ettevõtte aktsiad on noteeritud mitte ettevõtte tuumikinvestori enda soovil, vaid tulenevalt erastamistingimustest. Ettevõtte pole kunagi börsi kaudu täiendavat kapitali kaasanud. Kui tuumikinvestori sooviks on vähemusaktsionäride võimalikult odavalt väljaostmine, loob see võimaluse konfliktiks tema ja teiste aktsionäride huvide vahel. Börsiettevõttesse investeerides eeldab iga väikeaktsionär seda, et ettevõtte juhtkond üritab käituda ettevõtte kõigi aktsionäride parimates huvides ja häid äritavasid järgides. Seda nõuab juhtkonnalt nii äriseadustik kui ka Hea Ühingujuhtimise Tava. Kui põhiaktsionäri kontrollitava nõukogu otsustega on võimalik ettevõtet mõjutada käituma nii, et

³ <http://194.204.23.194/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/teadeBalticTele20050112.pdf>

⁴ „TeliaSonera Norra, Taani ja Baltimaade kommunikatsioonijuhi Kjell Lindströmi sõnul pole TeliaSonera plaanid Eesti Telekomiga võrreldes poole aasta taguse ajaga muutunud. Endiselt ollakse huvitatud kogu Eesti Telekomis aktsiapaki omandamisest ning nad ei soovi aktsiate eest maksta rohkem kui kevadel pakutud 111,3 krooni aktsia eest.“, <http://ap3.ee/?PublicationId=266802a4-debe-4c8c-8602-9620108d2e4e> ja veel: „TeliaSonera Norra, Taani ja Balti riikide kommunikatsioonijuht Kjell Lindström ütles Äripäevale, et on pikas perspektiivis huvitatud Eesti Telekomis 100 protsendiliseks omanikuks saamisest. See tähendaks muidugi seda, et firma viiakse Tallinna börsilt minema. Pikaajaliselt oleme huvitatud osaluse suurendamisest 100 protsendini“, http://www.ap3.ee/?PublicationId=31503ED6-39D4-4163-9D98-74AA1E3959CE&code=2775/rt_ly_277501

⁵ <https://newsclient.omxgroup.com/cds/DisclosureAttachmentServlet?messageAttachmentId=275459>

ettevõtte ei käitu parimal võimalikul moel, on küsitav, kas on põhjust pidada aktsia turuhinda objektiivseks ettevõtte väärtuse kajastajaks. Antud juhul on mitmeid märke sellisest käitumisest.

AS Eesti Telekom on tegutsenud, kui täielikult TeliaSonera AB-le kuuluv tütarfirma, mitte aga börsil noteeritud ettevõtte, kes peab tegutsema oma kõigi aktsionäride parimates huvides. Sellele viitavad järgmised asjaolud:

- 1) Ettevõtte on hoitud pikka aega võlavabana, samas kasutades tütarfirma bilansi tugevust emafirma konsolideeritud suhtarvude parandamiseks ja võimenduse kasutamiseks;
- 2) Ettevõtte tegutses telekommunikatsiooniteenuseid pakkudes geograafiliselt kindlaksmääratud alal ja ei kasutanud märkimisväärselt võimalusi äritegevuse piiriüleseks laiendamiseks, kuna emafirmal oli teistes riikides omad tütarfirmad;
- 3) Hoolimata aktsionäride üldkoosoleku korduvatest otsusest aktsiate tagasiostu võimaldamisest pole ettevõtte seda kunagi kasutanud;
- 4) Tegevjuhtkonna motiveerimiseks aktsia hinnatõusuga pole pärast 2004 (sellel aastal lõppes aktsionäride lepinguga võtud AB TeliaSonera kohustus mitte ületada 50% osaluse piiri ja tehti kohe TeliaSonera poolt esimest korda ÜVP väikeaktsionäridele) aastat enam tehtud ühtegi optiooniprogrammi.
- 5) Ettevõtte on viimastel aastatel maksnud dividendidena välja praktiliselt kogu puhaskasumi. Rahvusvahelises praktikas tavapärane on ligikaudu 30%. Kogu kasumi väljamaksmine dividendideks viitab sellele, et ettevõtte on tõenäoliselt olnud pikka aega ülekapitaliseeritud. Kuna dividendide väljamaksmine on Eestis maksustatud tulumaksuga ja kasumi reinvesteeringuline ettevõttesse on tulumaksuvaba, pole selline tegevus olnud majanduslikult parimal moel talitamine. Kõrget dividendimakse suhet kasumist käsitletakse rahvusvaheliselt tavaliselt paremuselt teise võimalusena väikeaktsionäride huvide arvestamisel ja sellist praktikat esineb tavaliselt vähese väikeaktsionäride kaitse tingimustes. Esikohal on alati võimalus, kus ettevõtte kasutab oma kasumit ka investeringuteks, mis toob kaasa kumulatiivse väärtuse kasvu efekti.

Aasta	2005	2006	2007	2008
Dividendide väljamakse % puhaskasumist	114,2%	100,1%	96,1%	101,0%

Allikas: ettevõtte majandusaruanded

Seni on väikeaktsionärid sellega erinevatel põhjustel leppinud. Suurim väikeaktsionär – Eesti Vabariik – võis sellist dividendide väljamaksmise määra pidada enda seisukohast optimaalseks, kuna ta sai väljamakstavatelt dividendidelt lisaks tulumaksu. Teised aktsionärid leppisid sellise praktikaga kõrge dividenditootluse ja selle jätkumise lootuse tõttu. Aktsiate sundülevõtmine lõpetab selle dividendivoo ja väikeaktsionäridel on täiesti põhjendatud nõuda oma omandi kaotamisel täielikku majanduslikku kompensatsiooni vastavalt vara väärtusele. Nüüd juba eeldusel, et ainuaktsionäriks saamise eesmärgi

täitumisega kaob AB TeliaSoneral motivatsioon ettevõtte väärtuse suurenemist piirata ja edaspidi on finantsprojektsioonides võimalik eeldada majanduslikult parimal moel käitumist. **See eeldab avaldaja arvates muuhulgas ettevõtte kapitalistruktuuri optimeerimist, mida peab ettevõtte väärtusanalüüsil seetõttu arvestama.**

Avaldaja hinnangul on ettevõtte käitumine erinenud rahvusvaheliselt aktsepteeritud parimatest tavadest. Esmane, mida tavaliselt aktsionärid börsifirma juhtkonnalt ootavad, on ettevõtte väärtuse kasvatamine. Börsifirma tavapärasest erineva käitumise korral on küsitav, kas sellisest käitumisest mõjutatud aktsiate turuhind peegeldab objektiivselt ettevõtte väärtust. Avaldaja leiab, et AS-i Eesti Telekom juhtkonna käitumine võis erineda rahvusvaheliselt aktsepteeritud tavadest seetõttu, et ettevõtte põhiaktsionäri eesmärgiks oli 100% ettevõtte üle kontrolli saavutamine ja ta kasutas oma mõjujõudu selle eesmärgi täitmiseks läbi ettevõtte nõukogu. Vastavalt AS Eesti Telekom põhikirjale on nõukogu pädevuses:

“5.3.3. Nõukogu nõusolek on juhatusele vajalik tehinguteks ja toiminguteks kõikides Seltsi tegevuse suhtes olulist tähendust omavates valdkondades ja küsimustes, mis ei ole Üldkoosoleku ainupädevuses seaduse või Põhikirja kohaselt ning mis väljuvad Seltsi igapäevase majandustegevuse raamest, sealhulgas:

...

(4) Seltsi eelarve ja äriplaani kinnitamine ja neisse muudatuste tegemine;

...

(5) investeringute tegemine ja muud tehingud, mis ületavad Seltsi eelarves vastavaks majandusaastaks ettenähtud kulutuste summa;

(6) laenude ja võlakohustuste võtmine, mis ületavad Seltsi eelarves selleks majandusaastaks ettenähtud summa;

(7) Seltsi tehingud, mis ületavad Nõukogu poolt kehtestatud limiite kas ühe tehinguna või seotud tehingute seeriana;

...

(9) laenude andmine ja võlakohustuste tagamine, kui see väljub Seltsi igapäevase majandustegevuse raamest;“

Ettevõtte hoidmine võlavabana

Eesti Telekom on hoitud aastaid praktiliselt võlavabana, mis vähendab ettevõtte teoreetilist väärtust ja mõjutab negatiivselt mitmeid aktsiate turuhinda tavaliselt toetavaid suhtarve. Kapitali struktuuri optimeerimine on rahvusvahelises äripraktikas tavaline ettevõtte tegevjuhtkonna kohustus.

Finantseksperit V. Zirnask on kirjutanud⁶:

„Miks kasutada?

Kapitali struktuuri optimeerimine aitab ettevõttel kasutada oma tegevuse rahastamiseks odavamalt kapitali. Mida odavamalt ettevõtte kapitali saab, seda suurem on tema väärtus, sest finantseerimiskulud on siis väiksemad ja ka arenguvõimalused on paremad (kapitali odavalt saaval ettevõttel on valida suurema hulga investeerimisprojektide vahel kui kallist kapitali kasutaval ettevõttel).

Kuidas kasutada?

Oma- ja võõrkapitali eespool nimetatud omadustest tulenevalt on võõrkapital (laenukapital) tavaliselt odavam kui omakapital. Võõrkapitali andjatel on ju palju rohkem kindlust, et nad soovitud ja kokku lepitud tulu saavad; omakapitali omanikele jääb see, mis pärast kõigi muude kohustuste täitmist järele jääb“.

Aktsiate tagasiostu vältimine

Avaldaja saatis omapoolse nõudmise selle programmi käivitamiseks ettevõtte nõukogu liikmele 2008.a sügisel. 16.10.2008 kirjutas AS Eesti Telekom Nõukogu liikmele Hr. T. Porgandile ja küsisin selle kohta küsimuse erakorralisel üldkoosolekul⁷ (väljavõtte protokollist): „Enne koosolekut oli aktsionärit laekunud järgmine küsimus: “Kas Eesti Telekomis nõukogu on pärast aktsionär Kristjan Hänni pöördumist nõukogu liikme Tarmo Porgandi poole 2008. aasta oktoobris arutanud aktsiate tagasiostu võimaldamist juhatusel ja kuidas jagunesid koosolekul osalenute hääled selles küsimuses?” Küsija viitab oma 16. oktoobri 2008. a kirjale hr Porgandile, milles ta teeb ettepaneku, et nõukogu annaks juhatusel rohelise tee aktsiate tagasiostuks, kuna tagasiostmine oleks majanduslikult parem talitusviis kui dividendide maksmine. Valdo Kalm vastas, et AS-i Eesti Telekom nõukogu koguneb regulaarselt ja arutab erinevaid teemasid, ka küsimuses nimetatut, sest see on seondunud mõnede AS-i Eesti Telekom varasemate korraliste üldkoosolekute päevakavadega. Nõukogu otsused, mis tulevad avaldada, on börsiteadetena ka avaldatud. Eesti Telekomis juhatus ei saa paraku rohkem kommenteerida nõukogus arutatud või

⁶ <http://www.eaq.ee/files/c521/08.pdf>, 8.4.1

⁷ <http://www.telekom.ee/up/files/2009/Erakorralise%20uldkoosoleku%20protokoll.pdf>

mittearutatud küsimusi. Valdo Kalm märkis lisaks, et dividendid on põhiline ja kõige õiglasem kasumi jaotamise viis ning AS Eesti Telekom on olnud väga stabiilne ja järjekindel dividendimaksja. Aktsiate tagasiostmise puhul peab ajastus olema väga täpne, mistõttu peab AS Eesti Telekom just dividendide maksmist kõige õiglasemaks kasumi jaotamise viisiks““.

Esitasin üldkoosolekul täpsustava küsimuse (väljavõtte protokollist): „Enne hääletamist laekus aktsionärielt järgmine küsimus: “Kas otsusega mitte osta tagasi oma ettevõtte aktsiaid siis, kui see oli majanduslikult põhjendatud, manipuleeris TeliaSonera sisuliselt passiivselt turuhinnaga?” Küsija viitab sellele, et 2008 lõpus oli AS Eesti Telekom aktsia hind alla 4 euro. TeliaSonera esindaja vandeadvokaat Sven Papp vastas, et oma aktsiaid ei saa tagasi osta TeliaSonera, vaid seda saab teha ainult AS Eesti Telekom ise, mistõttu TeliaSonera ei saa sel viisil turuga manipuleerida. Küsija täpsustas oma küsimust, viidates, et üldkoosolek on andnud AS-ile Eesti Telekom õiguse oma aktsiaid tagasi osta, kuid tagasiostmise otsus on alati seisnud nõukogu taga, mis aga on TeliaSonera poolt kontrollitud. Valdo Kalm vastas, et aktsiate tagasiostu võimalus on tõepoolest olnud antud, ent tagasiost tähendab eelkõige aktsiahinna toetamist““.

Aktsiate tagasiostu ainuke mõte ei ole ainult aktsiahinna toetamine. Rahvusvahelises praktikas on see üks tavaline äriplane otsus, mida kompetentne ettevõtte juhtkond peab olema valmis langetama, kui aktsia turuhind on langenud allapoole aktsia põhjendatud väärtust ja selle tagasiostmisega saab parandada ettevõtte kapitalstruktuuri ja fundamentaalnäitajaid. 2008. aasta esimeses kvartalis, kui aktsiahind oli üle 7 EUR ostis TeliaSonera ise turult Eesti Telekom aktsiaid. Hoolimata aktsionäride otsusest aktsiate tagasiostmise kohta 2008. aasta üldkoosolekul ja mitmetel varasematel üldkoosolekutel ei asunud TeliaSonera poolt kontrollitud ettevõtte nõukogu seda otsust täitma isegi siis, kui 2008. aasta teisel poolel oli ettevõtte aktsia hind langenud alla 4 EUR taseme.

AS Eesti Telekom aktsia kauples avaldaja pöördumisele järgnenud kuudel alla 4 EUR taseme, mistõttu majanduslikult kõige parem talitusviis AS Eesti Telekom seisukohast oleks olnud neid just siis tagasi osta, kuna aktsia hind oli suurel määral langenud alla põhjendatud väärtuse. Ettevõtte tegevjuhi vastuses, miks aktsiaid tagasi pole ostetud, puudus igasugune majanduslik põhjendus aktsiate tagasiostmise vältimisele ja selline tegevusetus võib avaldaja hinnangul olla passivse turumanipulatsiooni tunnustega⁸. Võimalik, et ettevõtte ei ostnud omi aktsiaid turult, kuna põhiaktsionär kasutas enda poolt kontrollitava nõukogu kaudu oma mõju. Vastavalt AS Eesti Telekom 22.05.2008 börsiteatele⁹ pidi igakordse aktsiate tagasiostutehingu otsuse langetama AS-i Eesti

⁸ Veel kehtestamata määruse eelnõu § 3. **Turumanipulatsiooni üldised tunnused punkt 4.** , http://www.fi.ee/failid/RM_maarus_Turumanipulatsiooni_Eelnou_20061006.pdf

⁹ „2. AS-i Eesti Telekom aktsiate tagasiostu optsoon

Lubada AS-il Eesti Telekom viie aasta jooksul käesoleva otsuse vastuvõtmisest(s.o. kuni 22. maini 2013.a.) omandada AS-i Eesti Telekom aktsiaid selliselt, et AS-ile Eesti Telekom kuuluvate oma aktsiate nimiväärtuste summa ei ületa seadusega lubatud piiri ning aktsia eest tasutav summa ei ole väiksem kui aktsia nimiväärtus ega suurem kui aktsia omandamise päeval Tallinna Börsil aktsiaga tehtud viimase iseseisva tehingu hind või

Telekom nõukogu, mille seitsmest liikmest¹⁰ 4 olid sellel ajal AB TeliaSonera grupi töötajad ja üks AS-i Eesti Telekom nõustava advokaadibüroo omanik. See rikub Hea Ühingujuhtimise Tava¹¹ punkti 3.2.2., mille kohaselt vähemalt pooled emitendi nõukogu liikmetest peavad olema sõltumatud.

Põhiaktsionär tegi hoopis ise rasket turuolukorda ja madalat aktsiahinda kasutades 2009 aastal ÜVP, pakkudes aktsia turuhinnale 25% preemiat. Pakkumist parandati hiljem veel 6,99 EEK suuruste erakorraliste dividendidega. Selle põhjal võib oletada, et turuhinnast märksa kõrgema hinnaga aktsiate tagasiost võinuks tõenäoliselt olla majanduslikult põhjendatud samm ka tegevjuhtkonna poolt.

Aktsionäride üldkoosoleku otsuse aktsiate tagasiostmisest põhjal oli avaldajal aktsionärina õigustatud ootus, et ettevõtte juhtkond seda juhul, kui see on majanduslikult põhjendatud, ka teeb. Kuna ettevõtte tegevjuhtkond seda ei teinud, võis turuosalistel kujuneda ekslik arvamus, et otsust ei peetud majanduslikult otstarbekaks. Sellel olid omakorda negatiivsed järelmid ettevõtte aktsiate turuhinnale.

Antud asjaoludel pole põhjust pidada aktsia turuhinda objektiivse pakkumise ja nõudluse põhjal kujunenuks. Selliselt kujunenud turuhind ei kajasta ettevõtte väärtust ja seega ei saa turuhinnast lähtudes kujundada arvamust hinna õiglusest ülevõtmispakkumises ja sundülevõtmises. Vastavalt EC ülevõtmisdirektiivi¹² üldprintsipiidele (Artikkel 3. 1. (d)) „pakkumise objektiks oleva äriühingu, pakkuja äriühingu ega ühegi muu pakkumisega seotud äriühingu väärtpaberitega kauplemisel ei tohi tekitada turumoonutusi sellisel moel, et väärtpaberite hinnatõus või langus on kunstlik ja turu normaalne funktsioneerimine on häiritud“ (avaldaja tõlge).

Avaldaja leiab, et turu normaalne funktsioneerimine olukorras, kus börsiettevõtte ei käitu oma väärtuse suurendamiseks vastavalt rahvusvaheliselt tunnustatud tavadele, on olnud häiritud. Ülevõtmisdirektiivi üldprintsipi vaieldava täidetuse tõttu on vaieldava iseloomuga sellest lähtumine ÜVP-I ja seoses 90% osaluse saavutamise sama hinna sundülevõtmisel õiglaseks hinnaks määramine.

väljendatud kõrgeim kehtiv sõltumatu ostupakkumine. AS-il Eesti Telekom tasuda nimetatud aktsiate eest seltsi varast, mis ületab aktsiakapitali, reservkapitali ja ülekursi. Käesoleva otsuse täitmiseks igakordselt omandatavate aktsiate maksimaalne arv määratakse enne igakordset ostutehingut AS-i Eesti Telekom nõukogu otsusega“. http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=223732.

¹⁰ Nõukogu liikmed olid alates 26.06.08: Björn Lidgren (TeliaSonera lairibateenuste valdkonna vanem juriidiline nõunik), Lars Gunnar Klasson (TeliaSonera AB Business Mobility valdkonna juht), Jörgen Latte (TeliaSonera Rootsi finantsdirektor), Tarmo Porgand, Jüri Raatma, Mats Salomonsson (TeliaSonera Norra, Taani ja Baltikumi piirkonna finantsdirektor) ja Aare Tark (tema advokaadibüroo on olnud pikka aega AS Eesti Telekom nõustaja).

¹¹ <http://www.fi.ee/failid/20050922HYT.pdf>

¹² Directive of the European Parliament and the Council on takeover bids, *Official Journal L 142*, 30/04/2004 P. 0012 - 0023

Faktilised asjaolud, kuidas põhiaktsionär saavutas 9/10 hääleõigusest

Enne ülevõtmispakkumist omas AB TeliaSonera 60,1% ja Eesti Vabariik 27,2% AS Eesti Telekom aktsiatest. Riigi nõusolekuta polnud põhiaktsionäriil mingit võimalust 90% hääleõigusest omandada. Järgnevas tabelis on toodud ostuhind eelnenud ülevõtmispakkumistes ja pakkumise resultaat

Aasta	2004	2005	2009
Pakkumishind	111,3 krooni	109,84 krooni	93 krooni
Põhiaktsionäri osaluse suurenemine pakkumise tulemusel	0 %	0,26%	37,46%, sellest 72% riigi ja Arengufondi osaluse müük

2004 ja 2005 pakkumiste korral Eesti riik oma aktsiaid ei müünud, nõudes TS-lt erapooletu hindaja McKinsey poolt määratud ettevõtte väärtusele vastavat 133,5 EEK hinda. Peamiselt seetõttu ei müünud aktsiaid pakkumisse ka teised väikeaktsionärid. 2009 ÜVP korral teatas riik 23.09.2009 pakkumise vastuvõtmisest¹³ ja see mõjutas mitmeid väikeaktsionäre pakkumist vastu võtma. Vastavalt AS Eesti Telekom börsiteatele¹⁴ 08.10.2009 ületati ÜVP käigus 90% osaluse piir ja oli väga tõenäoline, et põhiaktsionär kasutab oma võimalust aktsiate sundülevõtmiseks ja börsilt lahkumiseks. Kokkuvõttes suurendas põhiaktsionär selle tulemusena oma osaluse ÜVP-ga 97,58%-ni.

Mitmed väikeaktsionärid lähtusid antud juhul oma müügiotsuses mitte ainult pakutud ostuhinna vastavusest ettevõtte väärtusele¹⁵, vaid reast praktilistest kaalutlustest:

- 1) pärast 90% osaluse saavutamist oli väga tõenäoline, et põhiaktsionär kasutab võimalust ülejäänud aktsiate sundülevõtmiseks järgnevatel kuudel ja ettevõtte viiakse börsilt ära.
- 2) osaluse müümine ajaliselt varem ÜVP käigus on ratsionaalne raha ajaväärtuse kontseptsioonist lähtudes, kuna sundülevõtmisel saadakse sama rahasumma mitmeid kuid hiljem;
- 3) väärtpaberiturud olid kõikjal madalatel hinnatasemetel ja oli seetõttu võimalik leida häid alternatiivseid investeerimisvõimalusi;

¹³ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=236879

¹⁴ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=237168

¹⁵ „„Meile tundub, et TeliaSonera kasutab lihtsalt ära viimase aja viletsat turusentimenti Eestis ja Leedus ja pakub ebapiisavat kompensatsiooni vähemusaktsionäridele“ ütles kommentaariks Jaakko Salmelin, Danske Capital'i fondijuht”, <http://swedishwire.com/business/798-swedens-telia-sonera-to-buy-out-baltic-units>

- 4) institutsionaalse investori portfellis väga väikese osakaaluga aktsiapositsioonist loobumise pärast ei ole ratsionaalne sellele täiendavalt aja- ja rahalisi kulutusi teha, mida nõuaks õiglase hüvitise nõudmine kohtus;
- 5) Eesti riik suurima väikeaktsionärina ja ühtlasi ka tururegulaatorina müüs oma osaluse ja teiste väikeaktsionäride enda huvide eest seismise võimalused oleks ettevõtte aktsionäriks jäädes jäänud marginaalseks. Kui seni olid aktsionärid saanud loota paremuselt teise väikeaktsionäride huvides tegutsemismeetodiga (kogu puhaskasumi maksmine dividendideks), siis lisaks oma 27% osalusprotsendile kapitalis ka regulaatorina mõjujõudu omanud Eesti Vabariigita aktsionäride hulgas võisid osad väikeaktsionärid karta tulevikus paremuselt neile ebasoodsamat käitumist;
- 6) Riigi poolt müügil saavutatud lisatingimuste täitmine tähendas AS Eesti Telekom väärtuse vähendamist väljamakstavate erakorraliste dividendide ja nendelt makstava tulumaksu tõttu;
- 7) Likviidsuspigistuse tõttu olid osad aktsionärid sunnitud antud turuolukorras oma muude kohustuste katmiseks pakkumist vastu võtma;

Asjaolu, mis kaudselt kinnitab antud juhul riigi otsuse mõju kogu protsessi lõpptulemusele, on paralleelselt Eestis toimunud ÜVP-ga Leedus toimunud ja samuti AB TeliaSonera kontrollitava TEO AB ÜVP. Leedus pakuti väikeaktsionäridele 30% preemiat võrreldes turuhinnaga (Eestis 25%) ja selle pakkumise võtsid vastu aktsionärid, kes esindasid **2,88%** kõigist emiteeritud aktsiatest¹⁶. Leedus leidis pakkumine madalat aktsepteerimist eelkõige seetõttu, et sealne aktsionäride struktuur oli teistsugune. Erinevalt Eestist puudus seal suur väikeaktsionär, kelle otsusest tulenevalt teised väikeaktsionärid oleks oma osaluse müüki kaalunud. Leedu TEO AB kauples 2010 esimeses kvartalis võrreldes ÜVP ostuhinnaga juba 25% kõrgemal hinnatasemel. See näitab avaldaja hinnangul, et põhiaktsionär tegi oma pakkumise ka Leedus turuvapustuse kestva mõju tingimustes ja sellest tulenevalt ebaloomulikult madala hinnaga.

Eesti riigi müügiotsuseta poleks põhiaktsionär 90% osaluse piiri ületanud.

Eesti Vabariik müüs 24% (+3% Arengufond) osaluse lisatingimustel

Vastavalt börsiteate nõustus Eesti Vabariik oma aktsiaid müüma mitmel lisatingimustel¹⁷:

„Riik on põhimõtteliselt otsustanud müüa oma osaluse AS-is Eesti Telekom. Rahandusminister teeb neljapäevasel valitsuse istungil ettepaneku nõustuda TeliaSonera ülevõtmispakkumisega Eesti Telekom aktsiate osas hinnaga 93 krooni aktsia kohta. Seda eeldusel, et sel aastal makstakse veel

¹⁶

http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=details&instrument=LT0000123911&list=2&tab=news&news_id=237259

¹⁷ AS Eesti Telekom 23.09.2009 börsiteade,

http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=details&instrument=EE3100007220&list=2&tab=news&news_id=236879

täiendavalt dividende ligi 7 krooni aktsia kohta ning järgneval kolmel aastal makstakse dividendidena aktsionäridele välja 100 protsenti eelneva perioodi puhaskasumist.

Rahandusminister Jürgen Ligi sõnul kaaluti tehingu mõttekust väga põhjalikult. "Me kasutasime rahvusvahelist nõustajat, kes eri meetodeid kasutades hindas pakkumise vastavust aktsiate õiglasele väärtusele. **Teine kaalutus on mõju eelarvetasakaalule, mistõttu on meile väga oluline saavutatud kokkulepe täiendavateks dividendideks sel ning maksimaalseteks dividendideks järgmisel kolmel aastal,**" ütles rahandusminister Jürgen Ligi“.

SMER, lk 2. kommenteeritakse tehingut järgnevalt:

„Suurepärane tehing riigi poolt

Kuna Eesti Vabariik kontrollib efektiivselt 27% Eesti Telekomist, mis annab talle olulise kauplemisvõimaluse, polnuks TeliaSoneral isegi mitte teoreetilist võimalust ettevõtte noteerimise lõpetamiseks. Meie arvates kasutas riik oma positsiooni maksimumilähedaselt ära, kuna erakorraliste dividendide maksimisest võidab ta enim. Lisaks €16.7m dividenditulule saab riik €16.4m tulumaksu dividendidelt, mis toetab tema eelarvet 2009 aastal. Liites dividendi maksutulule on riigi jaoks efektiivne hinnatõus €0.88 (EEK13.83) aktsia kohta“.

LHV analüütik Kristo Oidermaa kommenteeris tehingut¹⁸ järgnevalt:

„Oidermaa nõustus Hänniga, et riigi jaoks oli tehtud pakkumine parem. Nimelt saavutas Eesti riik TeliaSoneraga aktsia hinna üle peetud läbirääkimistel Soome-Rootsi telekomi lubaduse maksta järgmisel kolmel aastal sada protsenti kasumist dividendidena välja. Riik teenib sealt aga tulumaksu“.

Finantsinspeksiooni arvamus tehingustruktuurist

Olen küsinud Finantsinspeksiooni (FI) arvamust riigi müügitingimustega loodud tehingustruktuuri vastavusest ülevõtmispakkumise sihtisikute võrdse kohtlemise põhimõttega. Seoses küsimuse keerulise õigusliku iseloomuga pikendas FI vastamisaega tavapärasest 30 päevast pikemaks, kuid vastas lõpuks (Lisa 1):

„Teie arutluskäik riigi ETL võõrandamisest ja ETL-i poolt järgmisel 3 aastal puhaskasumi dividendide väljamaksmise kohustuse võtmisest ning selle arvelt kehtiva õiguse järgi riigile tulumaksu tasumisest on huvitav. Arutluskäik tuleneb ilmselt ETL dividendipoliitikast aastateks 2009-2011, mille tagajärjel Eesti riik saab järgmisel kolmel aastal AS Eesti Telekomis aktsionäridele väljamakstavatelt dividendidelt tulu tulumaksu näol, kuigi müüis oma aktsiad ülevõtmispakkumise raames. Nagu juba eelnevast tuleneb, ei ole tegemist intressidega, vaid riigieelarvesse laekuva tuluga dividendidelt seaduse alusel tasutavast tulumaksust.

¹⁸ http://www.ap3.ee/?PublicationId=31503ED6-39D4-4163-9D98-74AA1E3959CE&code=4490/uud_uudid_x_449004

Finantsinspektsiooni hinnangul ei ole TeliaSonera AB rikkunud eelviidatud aktsionäride võrdse kohtlemise nõuet, kuna antud juhul kasutab riik oma õigust saada tulu läbi isikutele kehtestatud maksukohustuse. Riiki ei ole tema õiguslikust eripärast - maksude kehtestamise ja kogumise õigusest, riigi muudest õigustest ja kohustustest tulenevalt võimalik käesolevas olukorras maksutulu osas võrdsustada füüsiliste ja juriidiliste isikutega“.

AS Eesti Telekom puudus eelnevalt dividendipoliitika

Põhiaktsionär pidi võrreldes teistega riigile midagi aktsiate kättesaamiseks veel lisaks lubama. Sellel lubatul (erakorralise dividendiga kaasnev tulumaks ja kolme aasta maksutulu, mille tekkimist on võimalik prognoosida vastavalt müügitingimuseks aktsionäride vahel kokkulepitud dividendipoliitikale) on rahaline väärtus.

AS Eesti Telekom puudus dividendipoliitika¹⁹. Eesti riigi poolt AB TeliaSoneraga müügitingimuseks kolmeks aastaks kokku lepitud dividendipoliitika sarnaneb viimastel aastatel eksisteerinud praktikaga dividendide maksmisel.

Dividendipoliitika oli põhiaktsionäri otsustada ja selle fikseerimine kolmeks järgneva aastaks oli vastutulek Eesti riigi, kui ühe aktsionäri aktsiate müügiks nõutud tingimustele. Tehingus puudub teiste väikeaktsionäride jaoks igasugune rahaline komponent, mis selle müügitingimuse rahalist tulemust nende jaoks riigi poolt saadavaga võrdsustaks. See on avaldaja hinnangul vastuolus EC ülevõtmisdirektiivi üldprintsüübiga (Artikkel 3.1.(a)), mille kohaselt kõiki pakkumise objektiks oleva äriühingu väärtpaberite omanikke, kes omavad samaliigilisi väärtpabereid, koheldakse võrdselt.

Riigi poolt aktsiate müügitingimustega lisaks saadavad maksutulud

2009 aastal saab riik müügihinna 93 krooni lisaks aktsia kohta 6,99 krooni dividende, mida saavad ka kõik teised aktsionärid. Lisaks saab riik 2009.a. makstud erakorralistelt dividendidelt tulumaksu. Iga riigi poolt omatud aktsia kohta on see ligikaudu 6,84 krooni e 0,44 EUR.

¹⁹ 2006 majandusaasta aruanne, http://www.telekom.ee/up/files/2007/telekom_ar06_est.pdf lk 84: „Eesti Telekomil ei ole ametlikku dividendipoliitikat“, täpselt sama sõnastus 2008 aastaaruandes lk. 5 (http://www.telekom.ee/up/files/2009/Eesti_Telekom_2008_annual_report_EUR_est.pdf) ja 27.03.2009 avaldatud 2009 aasta esimese kvartali majandustulemuste kommentaar (http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=details&instrument=EE3100007220&list=2&tab=news&news_id=232187)

Swedbank prognoosib (SMER, lk 3), et kokkulepitud dividendipoliitikaga aastatel on dividendimaksud järgnevad (tabelis Swedbank Markets'i prognoos reas „Dividend, EUR ja avaldaja sellest tuletatud numbrid „Ettevõtte tulumaks“ ja „Ühe riigile kuulunud aktsia kohta“):

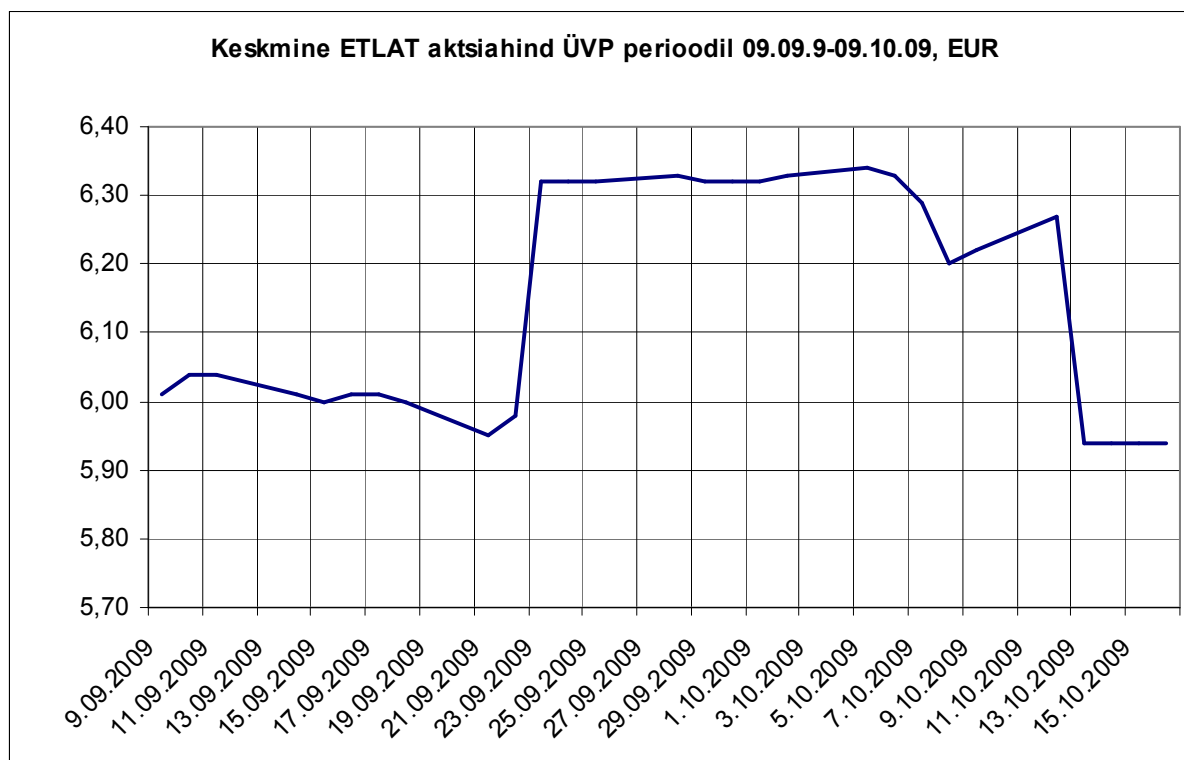
Aasta	2010	2011	2012
Dividend, EUR	0,36	0,52	0,55
Ettevõtte tulumaks, EUR	13201724	19069157	20169301
Ühe riigile kuulunud aktsia kohta, EUR	0,40	0,57	0,60

Ettevõtte tulumaksu ja ühe riigile kuulunud aktsia kohta lisanduva summa kalkuleerimise eeldused:

- AS Eesti Telekomil on 137 954 528 aktsiat
- Eesti riigile kuulus enne pakkumise vastuvõtmist 33 346 464 aktsiat.
- Aastatel 2010 kuni 2012 on Eestis dividendide tasumisel vaja kinni pidada tulumaks 21/79 osalt väljamakstavatelt dividendidelt

Riik saab lähtuvalt SMER'i prognoosidest ühe ÜVP-s müüdud aktsia kohta teistest aktsionäridest läbi tulumaksu aastatel 2009-2012 juurde $0,44+0,40+0,57+0,60= 2,01$ EUR.

ÜVP perioodil toimus aktsiahinna erakorraline mõjutamine



22.09.2010 anti aktsionäridele teada²⁰ erakorralise üldkoosoleku toimumisest ja plaanist kinnitada erakorraline dividend. 01.10.2009 toimunud erakorralisel üldkoosolekul otsustati välja maksta²¹ AS

²⁰ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=236853

Eesti Telekomist erakorralise dividendi 6,99 krooni. Dividendide saamiseks õigustatud aktsionäride nimekiri määrati kindlaks seisuga 15. oktoober 2009 kell 23:59. Dividendid maksti välja 30. oktoobril 2009. a.

Vastavalt VPTS § 172 on ülevõtja, sihtemitent ja nendega kooskõlastatult tegutsevad isikud kohustatud ülevõtmistähtajal hoiduma tegudest, mis põhjustavad sihtemitendi aktsiate ebahariliku hinnakõikumise.

AS Eesti Telekom arvelt dividendide väljamaksmisel pluss dividendide väljamaksmisel rakenduva tulumaksu tõttu langeb ettevõtte väärtus sedavõrd, et 93-kroonine aktsiahind muutus selle tõttu vähemusaktsionäridele atraktiivsemaks.

On vaieldav, kas sellisel sihtisikuid rahaliselt ebavõrdselt kohtlev (riik sai lisaks dividendide väljamaksmisele selle pealt ka tulumaksu) ja aktsia väärtust negatiivselt mõjutaval moel pakkumise parandamine vastab sihtisikute võrdse kohtlemise printsiibile ja VPTS § 172-le.

Finantsinspeksiooni sekkumisvõimalustest pakkumisprotsessi

Euroopa Liidu ülevõtmisdirektiiv²² annab erijuhtudel võimaluse kohalikul regulaatoril ostuhinna kujunemisse sekkuda ka siis, kui selle üldprintsiipe on järgitud:

„Eeldades, et Artikli 3(1) üldprintsiipe on järgitud, võivad Liikmesriigid autoriseerida esimeses alamparagrahvis viidatud hinna muutmise olukordades ja vastavalt kriteeriumitele, mis on eelnevalt selgelt määratletud. Selleks võivad nad määrata olukorrad, millal kõrgeim hind võib olla korrigeeritud kas üles- või allapoole näiteks juhtudel, kui kõrgeim hind on määratud lepinguga ostja ja müüja vahel, kui vastavate väärtpaperite hinda on manipuleeritud, kui aktsiate turuhind üldiselt või eriti konkreetset turuhinnad on olnud mõjustatud erakorralistest oludest või võimaldamaks keerulises olukorras ettevõtte päästmist. Nad võivad määrata kriteeriumi, mida sellistes olukordades tuleks rakendada, näiteks keskmine turuhind üle kindlaksmääratud perioodi, ettevõtte likvideerimisväärtus või mõni muu objektiivne väärtuskriteerium mida üldiselt kasutatakse finantsanalüüsis“ (avaldaja tõlge).

Eesti Telekomil on võimalus, et suur osa näitena toodud võimalikest erakorralistest olukordadest, mis võimaldanuks hinna kujunemisse sekkumist, olid täidetud:

1. Riik ühe aktsionärina leppis põhiaktsionäriaga kokku aktsiate müügi tingimustel, mis läbi maksutulude tähendasid võrreldes teistega lisatulu.

²¹ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=237038

²² Directive of the European Parliament and the Council on takeover bids, *Official Journal L 142*, 30/04/2004 P. 0012 - 0023.

2. Börsiettevõtte oli juhitud nii, et rida ettevõtte väärtust suurendavaid võimalusi olid põhjendamatult ignoreeritud ja tema turuhind sellega negatiivselt mõjutatud.
3. Paljude juhtivate majandusanalüütikutega hinnangul on 2008/2009 finantskriisi läbi ajaloo absoluutnumbrina väljendatud rahalise kaotusena suurim. Sellel oli globaalselt aktsiaturgudele pakkumisele eelnenud ja pakkumise ajal kestnud mõju.
4. Baltikumi aktsiaturud on kriisis üks enim kukkunud turgudest. Eesti aktsiaturg on osalt kannatanud Läti erakorralise olukorra tõttu ja seetõttu põhjendamatult odavalt hinnatud.

FI rõhutas avalikkusele: „Finantsinspeksioon peab vajalikuks juhtida tähelepanu, et kuna tegemist on vabatahtliku ülevõtmispakkumisega, ei kuulunud kooskõlastamisele ülevõtmispakkumise hind²³. Avaldaja peab võimalikuks, et antud juhul võis FI AS Eesti Telekomiga teiste väikeaktsionäride huvidele eelistada avalikke huvisid, mis just praegusel ajahetkel ja sellistel lisatingimustel tehingu erakorraliselt lubatavaks tegid. Eurosooniga ühinemiseks on vaja eelarvetasakaalu hoida Maastrichti kriteeriumites nõutavates piirides ja riigi poolt tehingust saadav dividenditulu ja maksutulud (2009 aastal üle poole miljardi krooni) aitasid sellele kaasa. Muudel juhtudel oleks objektiivselt olukorda hindav turegulaator antud turuolukorras ja vastava võimlause olemasolul seadustes pidanud tõenäoliselt ülevõtjalt nõudma pakkumishinna määramisel lähtumist peamiselt muudest objektiivsetest väärtuskriteeriumitest, mida üldiselt kasutatakse finantsanalüüsis ja olema märksa nõudlikum ÜVP prospektis sisalduva informatsiooni suhtes.

Vastuväited hüvitise maksmiseks kohustatud isiku arvestusele

Kuna aktsia hind sundülevõtmisel oli määratud samaks, kui eelnenud ÜVP-s ja mingit muud sisulist väärtusanalüüsi põhiaktsionär väikeaktsionäridele ei ole esitanud, saab analüüsida ainult ÜVP-s kasutatud hindamismeetodeid.

93 EEK hinna määramine ülevõtmisprospektis²⁴

ÜVP prospektis on lühidalt viidatud ka teistele põhiaktsionäri poolt kasutatud hindamismeetoditele:

„Ülevõtja on Pakkumise Ostuhinna määramisel tuginenud peamiselt üldiselt kasutatavatele hindamismeetoditele, milleks olid diskonteeritud rahavoogude meetod ja võrdlev hindamine. Mõlemad hindamised viidi läbi avaliku informatsiooni ning Ülevõtja poolt koostatud finantsprognooside alusel, ilma ühegi sihtemitendi töötaja, juhatuse või nõukogu liikme toeta.

Ostuhinna arvutamisel kasutati sarnaste, avalikult kaubeldavate telekommunikatsiooniettevõtete kauplemiskordajaid. Tuginedes kauplemiskordajatele seisuga 21. august 2009, oli Ostuhind 2009.

²³ <http://www.e24.ee/?id=173404>

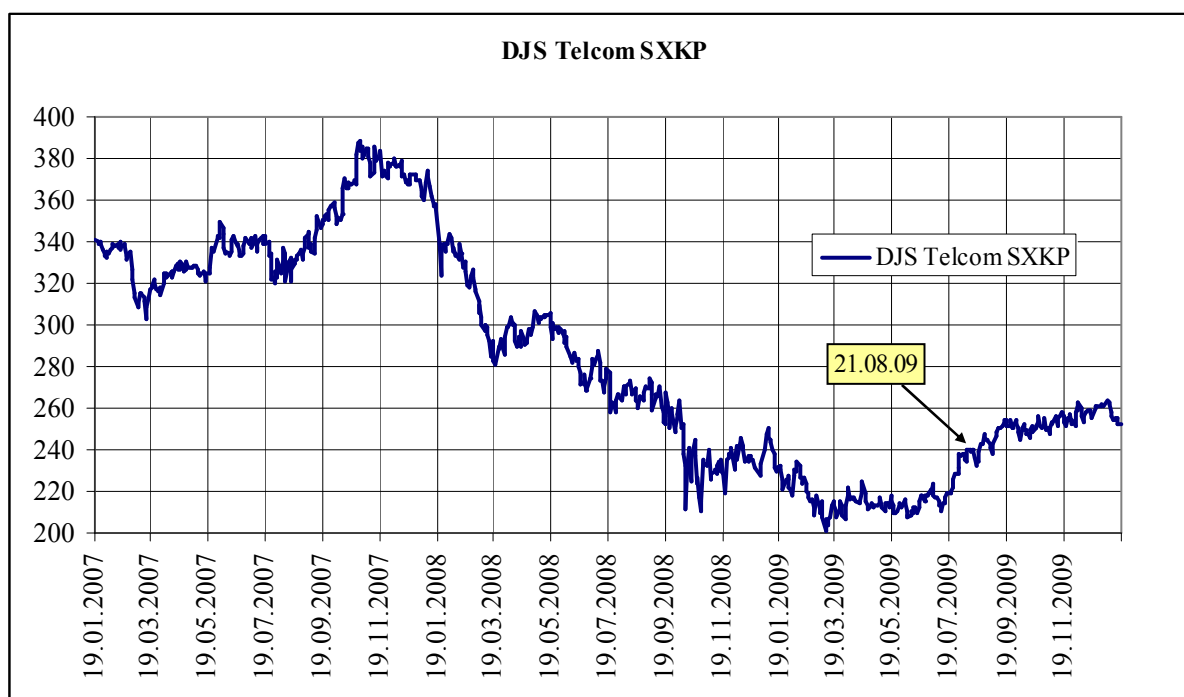
²⁴ <http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/etl/etl090909.pdf>, lk 8.

aasta kordajate suhtes samal tasemel Põhjamaade võrdlusettevõtete ja sisaldab olulist preemiat Kesk- ja Ida-Euroopa võrreldavate ettevõtete suhtes.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi alusel kalkuleeritud hind toetas võrdleva analüüsi tulemusena saadud Ostuhinda“.

Võrdleva hindamise probleemid

Võrdleval hindamisel 21. august 2009 seisuga olid ka võrdlusettevõtete hinnatasemed turuvapustuse tõttu tavatult madalad. Graafikul on näidatud Dow Jones STOXX® 600 Telecommunications Indeksi²⁵ liikumine viimastel aastatel ja pärast ÜVP hinnavõrdlust:



Allikas: Reuters

Prospektis pole tähelepanu pööratud sellele, et kapitalstruktuurilt sarnase börsil noteeritud ettevõtte leiame me lähiregioonist praktiliselt ainult samuti AB TeliaSonera kuuluva ja samadest äripraktikatest mõjutatud Leedu TEO näitel.

	Võlg/omakapital II kv	Netovõlg/EBITDA TTM (viimased 12 kuud)	Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, LFI
Eesti Telekom	0%	negatiivne	1,5
Võrdlusgrupi mediaan	52%	1,7	0,8
CEE võrdlusgrupi mediaan	24%	0,9	0,8
Telefonica O2 Czech Republic AS	5%	-	0,7
Magyar Telekom Nyrt,	79%	1,1	0,9
Telekomunikacja Polska SA	42%	0,6	0,7
TEO LT AB	1%	-	4,9
Elisa Oyj	93%	1,6	0,8
TeliaSonera AB	52%	1,7	1,1
Tele2 AB	24%	0,7	0,9

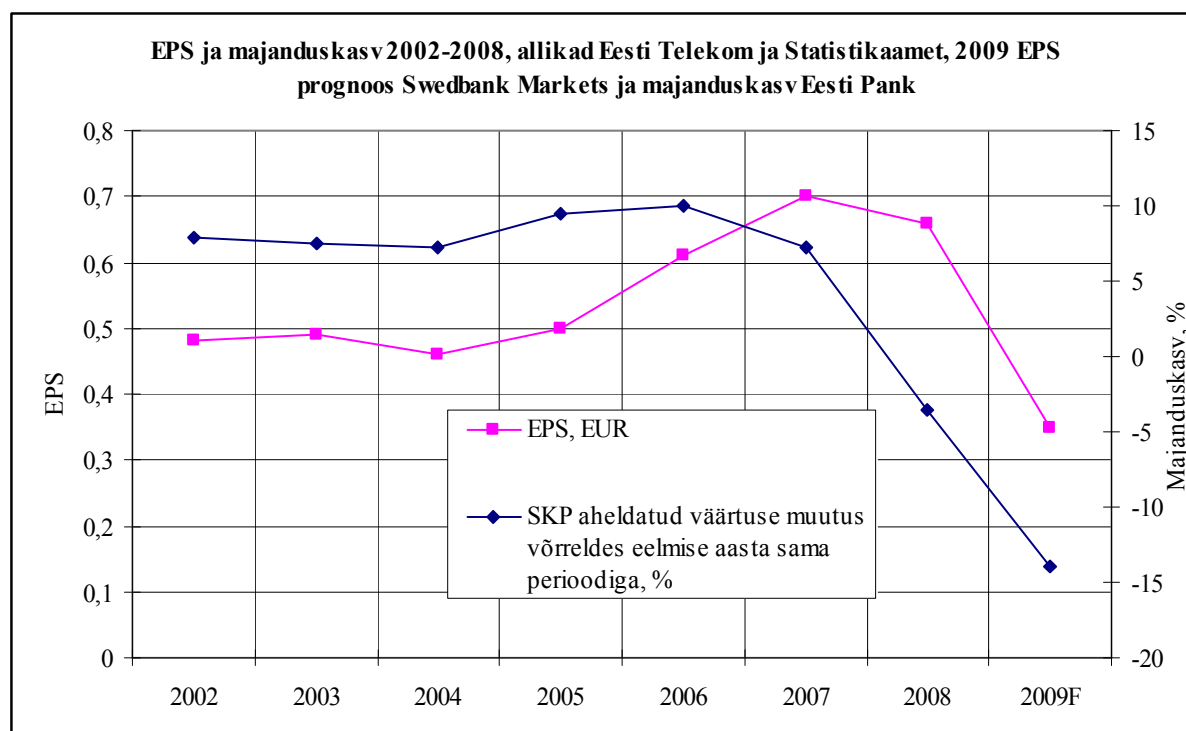
²⁵ <http://www.stoxx.com/indices/components.html?symbol=SXXP>

Telecom Italia SpA	174%	3,2	0,9
Vodafone Group Plc	48%	4,3	0,5
Telefonica SA	335%	2	0,8
Deutsche Telekom AG	158%	3	0,7

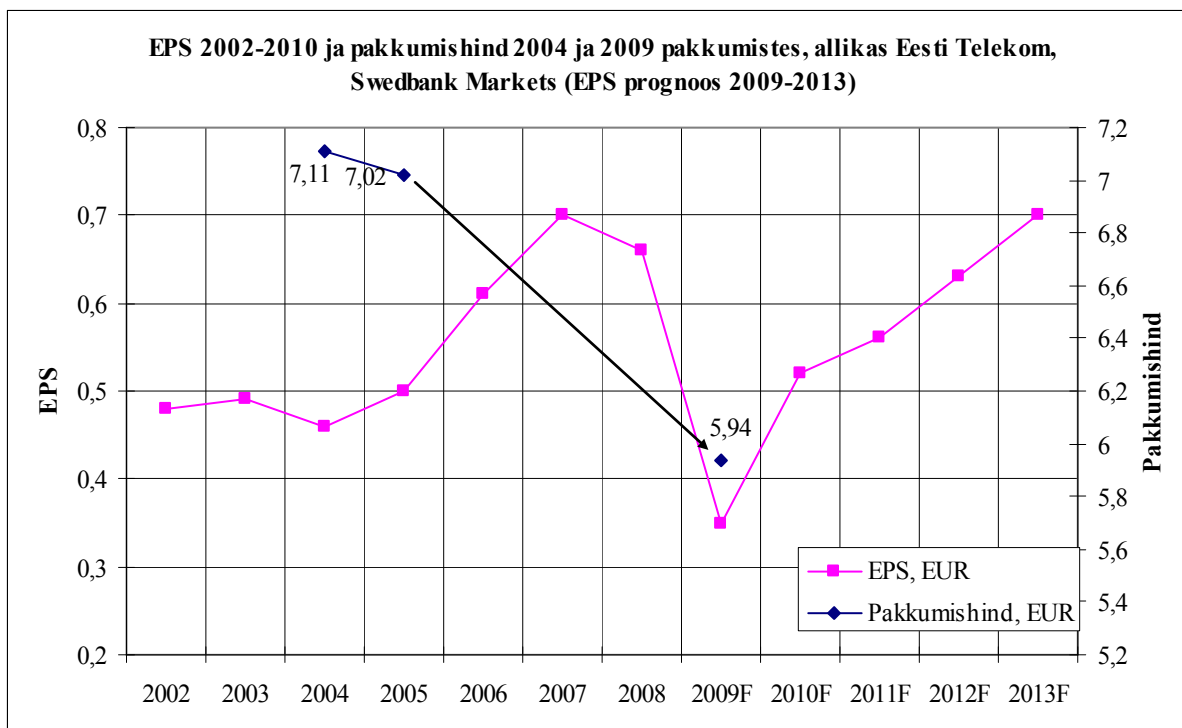
Allikas: SMER

Ka seal pole ettevõtetel praktiliselt võlakapitali, mis eristab neid kahte ettevõtet teistest. Objektivne võrdlus eeldab võrreldavate viimist ühele võrdlusbaasile. Seega tuleks analüüsis Eesti Telekomile bilansi struktuuri modifitseerida nii, et ka seal oleks võrdlusettevõtetega sarnanev kapitalistruktuur. Alles siis kujunevad kauplemisskordajad, mis annaks meile otsese võrdlusvõimaluse.

Küsitav on prospektis viidatud kauplemisskordajate määramine ainult 2009. aasta majandustulemuste põhjal, kuna Eestis on sellel aastal majanduslangus olnud märksa järsem kui Skandinaavias ja see moonutab lühiajalises plaanis ettevõtte jooksva aasta tulemuste põhjal kalkuleeritud suhtarve rohkem. Antud juhul oleks kõige mõistlikum kasutada suhtarvude normaliseerimist üle terve majandustsükli.



Ettevõtte majandustulemused sõltuvad Eesti majanduse käekäigust ja tulevastel perioodidel leiab koos majanduskasvu taastumisega suure tõenäosusega aset AS Eesti Telekom majandustulemuste paranemine. Lähtumine ainult ühe majandusaasta majandustulemustest pole korrektne meetod ostuhinna arvutamisel.



Graafikult on näha, et põhiaktsionär kasutab prospektis võrdlemist teiste sarnaste ettevõtetele just sellel hetkel, kus ettevõtte majandustulemused on negatiivse majandustsükli mõjust kõige rohkem mõjutatud. 2004 aastal tehtud pakkumise ajal viimane teadaolev auditeeritud aktsiakasum oli 2003 aasta 0,49 EUR aktsia kohta ja pakkumishind 7,11 EUR. 2009 aasta pakkumise ajal viimane teadaolev auditeeritud aktsiakasum oli 2008 aasta 0,66 EUR ja pakkumishind 5,94 EUR. Hoolimata aktsiakasumi kasvust 34,7% võrra 2003-2008 aastatel oli pakkumishind 2009 aastal 16,5% madalam, kui 2004 aasta pakkumises. Kui erapooletu hindaja McKinsey hindas aastal 2004 AS Eesti Telekom aktsia põhjendatud väärtuseks 133,5 EEK siis on väga keeruline leida põhjust, et üle selle perioodi paranenud normaliseeritud majandustulemustega oleks kooskõlas sellest madalam põhjendatud väärtus 2009 aastal.

Olemuslikult on võrdlus teiste ettevõtete aktsiate turuhinna põhjal kujunevate kauplemiskordajatega väärtusetu, et tavaliselt pakutakse ülevõtmispakkumistes turuhinnale märkimisväärset (tavaline suurusjärg +30%) preemiat. Antud juhul võrreldakse ühele ettevõttele tehtud ÜVP hinda teiste turuhinnaga ehk sisuliselt võrreldamatuid asju.

Diskonteeritud rahavoogude meetodi probleemid

Riigikohtu Tsiviilkolleegiumi seisukoht toetab õiglase hüvitise määramist diskonteeritud rahavoogude (DCF) meetodil²⁶ : “34. Kolleegiumi arvates tuleb üldjuhul arvestada õiglase hüvitise määramisel ülevõetud aktsiate eest ka aktsiaseltsi tulevikuväljavaateid ehk aktsionäride võimalust oma aktsiatest kasu saada – dividendi või aktsia väärtuse suurenemise näol ettenähtavas tulevikus. Seega tuleb

²⁶ <http://www.riigiteataja.ee/ert/act.jsp?id=830592>

aktsiaseltsi ja ka aktsiate väärtuse hindamisel reeglina rakendada meetodikat, mis võimaldab tulevikuväljavaateid arvestada. Äriühingu väärtus koosneb eelkõige tulevikus tekkivast kasust, mida äriühing suudab saavutada oma olemasoleva vara, innovatsioonivõime, tootmise kujundatuse, turupositsiooni, sisemise ülesehituse ja juhtimiskorralduse baasil. Kolleegiumi käsutuses olevatest materjalidest tuleneb selgelt, et selliseks raamatupidamise aruandluses kui ka hindamispraktikas tunnustatud meetodikaks äriühingute väärtuse hindamisel on nii Eestis kui rahvusvaheliselt hetkel DCF-meetod või selle modifikatsioonid. Kui see on üldiselt aktsepteeritud, tuleb seda tunnustada ka kohtul, kui ei ole olulisi põhjuseid või paremaid meetodeid aktsiaseltsi väärtuse teistsuguseks hindamiseks“.

Objektiivne DCF mudel peaks sundülevõtmisel kajastama mitte enam 21.08.2009 (väärtushinnang ÜVP prospektis) vaid 24.10.2009 (või 09.10.2009) seisuga²⁷ teadaolevat informatsiooni ettevõtte börsiteadetest, muutustest aktsiaturul (tõus aktsiaturul alandas teoreetilist aktsiate riskipremiat) ja eurotsooniga ühinemise tõenäosust. Muuhulgas peab arvestama järgmisi asjaolusid:

- 1) **Eesti riigi poolt TeliaSonera poolse AS Eesti Telekom aktsiate müügipakkumise vastuvõtmine koos lisatingimustega suurendas eurotsooni pääsemise tõenäosust võrreldes ÜVP prospekti kinnitamise ajaga**, kuna veelgi tõenäolisemaks muutus Maastrichti kriteeriumites nõutava eelarvedefitsiidi täitmine. Näiteks SMER seda tõenäosust ja ettevõtte kapitalistruktuuri muutmise võimalust ei arvestanud²⁸. See ei ole akadeemilises²⁹ ja objektiivse väärtusanalüüsi mõttes³⁰ korrektne lähenemine. Kui ettevõtte tulud on eurodes või suure tõenäosusega üleminek eurole kajastub juba EEK intressides saame analüüsi riskivaba tootluse määramisel kasutada lähendina näiteks vastava perioodi Saksamaa valitsuse võlakirjade tootlust. Praegu peab sobiva alusvara puudumisel leppima oletusega, missugune see võiks EEK-ides olla. Odavamaks muutuks võlakapitali hind. Erakorraliste dividendide väljamaksmiseks võttis ettevõtte laenu veel EEK-ides³¹, ignoreerides avaldaja arvates põhjendamatuult EEK seotust EUR-iga ja siis juba väga tõenäolist eurole üleminekut. Sellega maksab ettevõtte aastaga mõnikümmend miljonit EEK lisaks kõrgema intressimäära tõttu. Sama intressikulu DCF analüüsis järgnevate aastate arvestuses kasutamine muudaks ettevõtte

²⁷ AS §-s 363² kohaselt hüvitise suurus määratakse ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva. AS Eesti Telekom erakorralise üldkoosoleku kokkukutsumise teade on välja saadetud 19.10.2009 ja teade selle edasilükkamisest 03.11.2009.

²⁸ Hinnangu sensitiivsust parameetrite muutmisele on võimalik näha Lisa 1, lk. 7.

²⁹ „efekt praegusele väärtusele kasutades aastaspetsiifilisi riskivabu tootlusi“ (avaldaja tõlge), „What is the riskfree rate?“ Lk 8, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³⁰ Rootsi telekommunikatsioonisektori näitel: „mudeli parameetrid peavad olema tulevikku vaatavad, peegeldades ajahetkel kehtivaid ootusi vastava tulevikuperioodi osas. Lisaks sellele peab riskivaba tootluse ajastamisega olema ajastatud ka vastavat aktsiate riskipremiat ja võla riskipremiat“ (avaldaja tõlge) . <http://www.pts.se/upload/Ovrigt/Tele/Prisreglering/mobil-wacc-rapport-080318.pdf>, lk 11.

³¹ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=237567

väärtust oluliselt madalamaks. Selline eeldus oleks olemuselt väär, kui pole enam EEK-i, pole olemas ka "EEK prime" + marginaal laenamist vaid laenamine EUR-is.

- 2) Ettevõtte väärtust tuleb sundülevõtmisel hinnata nii, et on eeldatud optimaalsest kapitalistruktuuri. Harju Maakohus on tsiviilasjas 2-07-13415 leidnud: „*Riigikohtu seisukoha järgi äriühingu väärtus koosnebki eelkõige tulevikus tekkivast kasust, mida äriühing suudab saavutada oma olemasoleva vara, innovatsioonivõime, tootmise kujundatuse, turupositsiooni, sisemise ülesehituse ja juhtimiskorralduse baasil. Seetõttu tulebki ettevõtte väärtust hinnata tulevikuväljavaateid arvestades. Samuti tuleb tulevikuprojektsioonide tegemisel eeldada õiglast ja parimas usus juhtimist ettevõtte väärtuse suurendamisel*“. AB TeliaSonera on aastaid hoidnud siinse tütarfirma võlavabana, kasutades selle bilansi tugevust samas ära konsolideeritult grupi tasemel võimenduse võtmisel ja selle puhul jälgitavate suhtarvude parandamiseks. DCF-i modifikatsioon, mida saab võlavaba ettevõtte teoreetiliselt muutmisel võlaga ettevõtteks kasutada, on korrigeeritud nüüdisväärtuse (*Adjusted Present Value*) meetod. Selle abil saab leida, milline oleks ettevõtte väärtus optimaalse kapitalistruktuuri korral. Seni kasutatud vaid aktsiakapitali vormis kapital on tavaliselt selle kõige kallim vorm ja selle odavam ja intresside osas kuludesse kandmisvõimalusega võlakapitali vastu vahetamisega on võimalik oluliselt ettevõtte väärtust suurenda. Alles pärast kapitalistruktuuri optimeerimist on võimalik leida, milliseks kujuneksid siis Eesti Telekomis muud suhtarvud. Pärast seda pluss optimaalse kapitalistruktuuriga ettevõtte majandustulemuste normaliseerimist saaks neid teiste sama sektori ettevõtetega otseselt võrrelda. Lihtsustusena võiks analüüsis kasutada kasvõi Skandinaavia integreeritud telekomiopeaatorite sihtvõimendust (*target gearing*) või mõne piisavalt suure sarnaseid ettevõtteid sisaldava kogumi keskmist.
- 3) Erakorraliste dividendide ja kolmeks aastaks kahe aktsionäri kokkuleppena kinnitatud dividendipoliitika ühekordse iseloomuga mõju arvestamine. Mõlema juhuga kaasneb erakorralisest kokkuleppes tulenev maksutulu riigile, selline käitumine ei ole ettevõtte seisukohast optimaalne ja seda ettevõtte jaoks seega erakorralise kulu iseloomu tuleb arvestada ka analüüsis. Vaevast oleks riik 93 EEK pakkumist vastu võtnud ilma nende lisatingimustega. Alternatiivselt TeliaSonera Eesti Telekomis ülevõtmispakkumise korraldamist pakkunud ühe teise panga poolt pakutud tehingustruktuur oleks tähendanud kõigile aktsionäridele kõrgemat ostuhinda. Ainult väga pinnapealne analüüs ei nendiks, et sisuliselt maksab TeliaSonera riigile aktsionärina saavutatud müügitingimustena olulise osa müügituludest läbi maksutulude. Maksutulud laekuvad riigile mitte põhiaktsionärit, vaid Eesti Telekomis väärtuse arvelt.

Sõltumatu audiitori arvamus ülevõtmisaruandele³²

Ülevõtmisaruanne kontrollima pidanud audiitor pidi vastavalt ÄS § 363⁴. lg 2. eelkõige näitama, kas põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab ÄS §-s 363² sätestatule, mille kohaselt hüvitise suurus määratakse ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva. AS Eesti Telekom erakorralise üldkoosoleku kokkukutsumise esimene teade oli välja saadetud 19.10.2009. Seega peaks hüvitise suuruse määramisel olema lähtutud ülevõetavate aktsiate väärtusest **09.10.2009** seisuga. Ettevõtte aktsia sulgemishind börsil oli vastaval päeval 6,25 EUR e. ca 97,79 EEK. Seega ei vasta 93 EEK hind ülevõetavate aktsiate turuväärtusele 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva. FI nõudmisel täiendas audiitor oma arvamust ülevõtmisaruandele ja sellega väikeinvestoritele tutvumisaja andmiseks lükkas põhiaktsionär 03.11.2009 üldkoosoleku toimumist edasi³³. Mõnevõrra on vaieldav, kas üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päevaks lugeda 19.10.2009 või 03.11.2009 avaldatud üldkoosoleku edasilükkamise teadet, mis sisuliselt oli samuti üldkoosoleku kokkukutsumise teade. Sellisel juhul tuleks ülevõetavate aktsiate väärtust hinnata 24.10.2009 seisuga. Kuna 15.10.2009 fikseeriti erakorralisi dividende saavate aktsionäride nimekiri, mida sai ka avaldaja, on antud juhul sellest ja raha ajaväärtuse kontseptsioonist lähtuvalt avaldaja hinnangul korrektsem lähtuda ÄS § 363² tuleneva ülevõetavate aktsiate väärtusest **24.10.2009** seisuga arvestades kogu selleks kuupäevaks, kuid mitte hiljem teadaolevat informatsiooni.

Audiitor leiab oma arvamusel, et tal ei ole võimalik avaldada oma arvamust selle kohta, kas Põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab täielikult äriseadustikus nõutule, kuna EC ülevõtmisdirektiivist ja väärtapaberituruse seadusest lähtumine on olemuslikult ÄS-s nõutuga vastuolus. Riigikohtu Tsiviilkolleegiumi seisukoht 3-2-1-145-04 tsiviilasjas on: „siiski ei ole turuhind aktsiate eest õiglase hüvitise määramisel ainuke kriteerium. Üldjuhul saab seda pidada minimaalseks, mis aktsionäridele tuleks maksta, s.t aktsionärid ei tohi saada hüvitist vähem, kui nad teeniksid aktsiaid vabalt võõrandades. Võimalik on aga ka, et tehingute alusel määratav hind ei kajasta aktsiate tegelikku väärtust ega taga aktsionäridele täielikku hüvitist nende kaotatud aktsiate eest. Turuhinna arvesse võtmine eeldab üldjuhul aktsiate reaalselt likviidsust, s.t nende võõrandamise võimalikkust arvessevõetaval perioodil ning võimalike spekulatsioonide puudumist turuhinnaga. Kui aktsiate turuhind on võimalik kauplemise alusel määrata, tuleb seda näidata ja võrrelda teiste meetoditega ÄS § 363⁴ lg 1 kohaselt ülevõtmisaruande ja sama sätte lõike 2¹ järgi audiitori aruandes“. Hoolimata sellise hea praktika väljatoomisest riigikohtus pole audiitor sellest lähtunud.

³²http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=details&instrument=EE3100007220&list=2&tab=news&news_id=237680

³³ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=237683

Riigikohtu tsiviilkolleegium on õiglast hüvitist puudutavas tsiviilasjas 3-2-1-145-04 asunud seisukohale: „[...]audiitorkontrolli eesmärk on mh audiitori kutseoskustele tuginedes võimaldada väikeaktsionäri leida vastust küsimusele, kas ülevõetavate aktsiate eest makstav hüvitis on õiglane, ja sellest tulenevalt otsustada nõude esitamise üle põhiaktsionäri vastu õiglase hüvitise saamiseks. Auditeerimiseeskirja § 44 lg 3 p 1 kohustas ka audiitorit endale selgeks tegema, mis eesmärgil ja kellele kasutamiseks ta finantsinformatsiooni annab. Kolleegium on arusaamisel, et AS § 363⁴ lg-s 2 sätestatu, mille kohaselt tuleb audiitori kirjalikus aruandes eelkõige näidata, kas põhiaktsionäri määratud hüvitise suurus vastab AS §-s 363² sätestatule, ei tähenda, et audiitor nimetatu kontrollimisega võibki piirduda. Ainuüksi AS §-s 363² sätestatut kontrollides ei ole võimalik saavutada audiitorkontrolli eelnimetatud eesmärki“.

Audiitorkontroll pole avaldaja hinnangul oma eesmärki saavutanud ja väikeaktsionäridel puudub erapooletu arvamus neile makstava hüvitise vastavusest AS §-s 363² nõutule.

Õiglane hüvitis on Euroopa õigusruumis sellises olukorras reeglina vaieldav

Austria näitel³⁴ on väikeaktsionäridele sundülevõtmises pakutav hind pärast sama hinnaga ülevõtmispakkumist vaidlustatav.

Saksamaa, Ühendkuningriigi, Prantsusmaa, Belgia ja Hollandi kohtupraktikas on õiglane hüvitis pärast ülevõtmispakkumist vaieldav³⁵. „Jätkuna vabatahtlikule ülevõtmispakkumisele loetakse pakutud hind õiglaseks hinnaks isegi siis, kui seda pakkumist on aktsepteerinud alla 90% aktsiakapitalist, mille suhtes pakkumine on tehtud, kuna juba vabatahtlikus pakkumises on nõutud, et hind oleks õiglane. Ka siin on pakutav hind vaidlustatav“ (avaldaja tõlge).

³⁴ <http://www.iflr.com/Article/1984366/Squeeze-out-options-defined.html>

³⁵ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933609, lk 32

Kokkuvõte

2009 ÜVP toimus turuvapustuse mõju kestel ja võis toimuda õiglasest hinnast madalama hinnaga.

Aktiaturu funktsioneerimine olukorras, kus börsiettevõtte ei käitu oma väärtuse suurendamiseks vastavalt rahvusvaheliselt tunnustatud parimatele tavadele, on olnud häritud. Ülevõtmisdirektiivi üldprintsipiide 3.1.(d) vaieldava täidetuse tõttu on vaieldava iseloomuga sellest lähtumine ÜVP-I ja seoses 90% osaluse saavutamise sama hinna sundülevõtmisel õiglaseks hinnaks määramine.

Seni puudunud dividendipoliitika oli põhiaktsionäri otsustada ja selle fikseerimine kolmeks järgneva aastaks oli vastutulek Eesti riigi, kui ühe aktsionäri aktsiate müügiks nõutud lisatingimustele. Tehingus puudub teiste väikeaktsionäride jaoks igasugune rahaline komponent, mis selle müügingimuse rahalist tulemust nende jaoks riigi poolt saadavaga võrdsustaks. See on avaldaja hinnangul vastuolus EC ülevõtmisdirektiivi üldprintsibiiga (Artikkel 3.1.(a)), mille kohaselt kõiki pakkumise objektiks oleva äriühingu väärtpaperite omanikke, kes omavad samaliigilisi aktsiaid, koheldakse võrdselt.

Eesti riigi müügiotsuseta poleks põhiaktsionär 90% osaluse piiri ületanud. Riik saab lähtuvalt SMER prognoosidest ühe ÜVP-s müüdud aktsia kohta teistest aktsionäridest läbi tulumaksu aastatel 2009-2012 juurde $0,44+0,40+0,57+0,60= 2,01$ EUR.

Tänu selliste lisatingimuste pakkumisele ületas põhiaktsionär ÜVP-ga 90% osaluse ja sai formaalselt nimetada ÜVP pakkumishinna õiglaseks hinnaks sundülevõtmisel.

Avaldaja ei saanud põhiaktsionärielt vastust, millistel eeldustel on koostatud 93 kroonist hinda toetanud DCF analüüs ja seega pole väikeaktsionäridel võimalust võimalik hinnata selle hinna leidmisel kasutatud eelduste tõepärasust.

Audiitorkontroll pole oma eesmärki saavutanud ja väikeaktsionäridel puudub erapooletu arvamus neile makstava hüvitise vastavusest ÄS §-s 363² sätestatule.

Avaldaja loodab õiglase hüvitise määramisel kaasata kohtu abil erapooletu eksperdi, kes rakendab ettevõtte väärtuse analüüsimisel objektiivseid väärtusanalüüsi kriteeriumeid, mida üldiselt finantsanalüüsis kasutatakse. Kõige sobivam selleks on avaldaja hinnangul pädevalt koostatud DCF

analüüs mis arvestab ettevõtte väärtuse kujunemisel seda, et Eesti on peatselt eurotsoonis, võimaldab arvestada ettevõtte kapitalstruktuuri muutmise mõju ja elimineerida erakorraliselt väärtust mõjutavaid komponente.

Juba 2004 ÜVP prospektis³⁶ kirjutas põhiaktsionär: *“Teliasonera on arvamusel, et AS-i Eesti Telekom tulevikuväljavaated paranevad, kui AS-st Eesti Telekom saab Teliasonerale täielikult kuuluv tütarettevõtja. Osana suuremast kontsernist võivad AS Eesti Telekom ja selle tütarettevõtjad mastaabisäästust. AS Eesti Telekom ja selle tütarettevõtjad saavad juurdepääsu Teliasonera uurimistööle ja tehnoloogiale, mis võimaldab neil arendada ja pakkuda klientidele uusi ning täiustatud teenuseid madalamate kuludega“.*

2009 ÜVP prospektis³⁷ kirjutas põhiaktsionär: *„Teliasonera on arvamusel, et Teliasonera osaluse suurenemine parandab Eesti Telekom tulevikuväljavaateid. Eesti Telekom ning tema tütarühingud saavad parema juurdepääsu Teliasonera oskusteabele ning innovatiivsetele lahendustele, mis võimaldab neil arendada ning pakkuda uusi teenuseid oma klientidele odavamalt. Lisaks usub Teliasonera, et Teliasonera tugev finantspositsioon tuleb Eesti Telekomile edasise arengu ning investeringute osas kasuks“.*

Sellest ja avaldaja esitatud asjaoludest tulenevalt ei saa AS Eesti Telekom hinnata mitte ainult sellest lähtuvalt, nagu see ettevõtte on seni toiminud vaid lähtuvalt ainuaktsionäri staatuse saavutamisel tekkivatest võimalustest.

Meedias ilmunud väidete kohaselt hindas sõltumatu hindaja McKinsey 2004 aastal ettevõtte aktsia õiglaseks väärtuseks **133,5 krooni**³⁸. Selle ajaga võrreldes on ettevõtte üle majandustsükli normaliseeritud majandusnäitajad paranenud ja meil on võrreldes 2004 aastaga praegu põhjust ettevaatavalt oluliselt madalamaks hinnata diskonteeritud rahavoogude analüüsis kasutatavat riskivaba tootlust. Avaldaja ei leia, et oleks sisulist põhjust praegu sama ettevõtet hinnata odavamaks, kui hindas erapooletu hindaja aastal 2004. Erinevalt teistest praegu avalikult kättesaadavatest hindamisraportitest arvestas McKinsey tõenäoliselt ettevõtte väärtust suurendavana ka sünergiaid, mida võis loota AB Teliasonera saamisel ainuaktsionäriks.

Kuna põhiaktsionär pakkus Eesti Vabariigile tema osaluse müügiks 93 krooni pluss ligikaudu 31,45 krooni põhiaktsionäri ühte gruppi kuuluva ettevõtte arvelt makstavate maksutuludena, pidi see põhiaktsionäri jaoks järelikult olema vastavuses aktsiate väärtusega. Analoogia põhjal oleks ilma

³⁶ <http://194.204.23.194/files/tallinn/bors/prospekt/takeover/prospektBalticTele20040428.pdf>, lk 10

³⁷ <http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/etl/etl090909.pdf>, lk 7

³⁸ http://www.ap3.ee/?PublicationId=31503ED6-39D4-4163-9D98-74AA1E3959CE&code=2651/rt_ly_265101

avalik-õigusliku staatusega antud juhul tehing teiste aktsionäride jaoks võrdsetel tingimustel toimunud siis, kui ka neile oleks pakutud sarnast rahavoogu andvat kindlate kriteeriumitega tulevikutulust (*earn-out*) sõltuvaid müügingimusi ehk ligikaudu **124,45** kroonist koguhinda. Sellist teoreetiliselt leitavat hinda mõjutab asjaolu, et osa maksutuludest laekub tulevikus ja seetõttu on korrektne selles osas rakendada tulevikus saadava rahasumma diskonteerimist praeguseks väärtuseks. Nõude suuruse määramisel saaks lähtuda sihtisikute võrdse kohtlemise üldprintsibist ja sellest, et kui Eesti Vabariik poleks olnud avalik-õiguslik isik, poleks põhiaktsionär sellist tehingustruktuuri saanud kokku leppida. Põhiaktsionär oleks sellisel juhul pidanud aktsionäri osalusest loobumiseks tõenäoliselt kõrgema ostuhinna vormis suuremat kompensatsiooni praegu riigi poolt maksutuludena saadavaga võrreldavas suurusjärgus.

AS Kawe Kapital poolt teostatud analüüsi tulemusena on avaldaja veendunud, et 124,45 kroonine hind ei ole piisav kompensatsioon oma kaotatud aktsiate eest ja see hind võib viidata Eesti Vabariigi sundseisule oma osaluse võõrandamisel ainukesele potentsiaalsele ostjale, kes sai vastutasuks pakkuda osa tehinguga saadavatest tuludest mitte ainult eelarve seisukohast ühekordse tuluna kajastuva ostuhinnana, vaid pakkudes lisaks eelarvetasakaalu parandavaid dividende ja maksutulusid. Maastrichti kriteeriumites nõutud eelarvedefitsiidi kriteeriumi kindlaks täitmiseks müüs Eesti Vabariik oma osaluse AS-s Eesti Telekom põhiaktsionäri nõutud eritingimustega jooksvate eelarvetulude arvestusse minevate erakorraliste dividendide ja tulumaksu osas ja avaldaja hinnangul seetõttu mitte nõudes endale 93 kroonist paremat müügihinda. Eelarvekriteeriumi kindel täitmine tähendab muude Maastrichti kriteeriumite ülisuure tõenäosusega täitumist näitavate prognooside juures seda, et **riigi müügitheingu üks oluline võimalik ajend sellel ajahetkel ja tulemus oli kõigi Maastrichti kriteeriumite täitmine**. Seega on riigi müügiotsuse teadaandmise hetkest võimalik hinnata eurosooni kuulumise tõenäosust väga kõrgeks ja viitaajaga on samasugustele järeldustele jõudnud paljude erinevate pankade analüütikud. Avaldaja hinnangul oleks 24.10.2009 seisuga ettevõtte väärtuse hindamisel põhjendatud kasutada **80-90% tõenäosust**, et Eesti on alates 2011 aastast eurosoonist ja alates 2012 on see **tõenäosus 100%**. Juba 02.10.2009 ütles avaldaja hinnangul kompetentne riigiametnik³⁹: „*Partsi sõnul annab Eesti avaliku rahanduse olukord Eesti ettevõtjatele peagi konkurentsieelse nende riikide ees, kus olukord nii hea ei ole. Ühinemine eurosooniga tõstaks aga meie usaldusväärset veelgi. Praegu on selle tõenäosus, et me kõiki selleks vajalikke kriteeriume täidame, ministri hinnangul 70 protsenti*“. Eurokriteeriumite täitmist prognoosis ka Eesti Pank oma 21.10.2009 avaldatud kvartaalses majanduskommentaaris⁴⁰, mille sisendina kasutati 02.10.2009 teadaolevaid lähteandmeid.

³⁹ <http://www.e24.ee/?id=170712>

⁴⁰ http://www.eestipank.info/pub/et/press/Press/kommentaariid/Arhiiv/_2009/_235.html

Kohaldatav seadus

Avaldaja rõhutab, et antud juhul on tegemist keerulise õigusliku ja majandusliku vaidlusega. Seetõttu puudub avaldajal endal pädevus täielikult hinnata, milliste argumentidega on antud juhul võimalik Eesti Vabariigi kohtutes parimat võimalikku tulemust saavutada. Olemasolevate võimaluste hulgest tema kogemuste baasil sobivaimad valib aktsionäridele määratud Esindaja.

Järgnev on minupoolne arvamus õiguslikust olukorrast. Äriseadustiku § 363⁸ lg. 3 kohaselt võib kohus vähemusaktsionäri nõudel määrata õiglase hüvitise aktsiate ülevõtmisel põhiaktsionäri poolt. Äriseadustiku § 363⁴ lg. 1 ja lg. 2 ning § 363⁵ lg. 1 p. 3 ja p. 4 kohaselt peab üldkoosolekule esitama ülevõtmisaruaande ja audiitori arvamuse, mis peavad vastama seaduses toodud nõuetele. 04. detsembril 2009. a. toimunud erakorralisele üldkoosolekule ei esitatud seaduse nõuetele vastavat ülevõtmisaruanne ja audiitori aruanne.

Ülevõtmisaruaande kinnitanud audiitori kirjalikus aruandes on otsesõnu öeldud, et *“ei ole meil võimalik avaldada arvamust selle kohta, kas Põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab Äriseadustiku §-le 363² selles osas, mis puudutab nimetatud paragrahvis sätestatud ajalisi kriteeriumit”*⁴¹. Vastavalt ÄS § 363⁴ lg 2. oli eelkõige audiitoril kohustus näidata, kas põhiaktsionäri poolt määratud hüvitise suurus vastab just selle ajalise kriteeriumiga seonduva ÄS § 363² sätestatule. ÄS § 363² lg 2 kohaselt määratakse hüvitise suurus ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva (24.10.2009). 93 kroonine hind ÜVP prospektis⁴² määrati põhiaktsionäri poolt 21.08.2009.a. seisuga turuvapustusest mõjutatud turuolukorras ettevõtte väärtust analüüsides. Finantsinspeksioon on oma vastuses⁴³ avaldajale leidnud: *„Viitate korrektselt, et teoreetiliselt on võimalik vabatahtliku ülevõtmispakkumise toimumine õiglasest hinnast madalama (VPTS § 174 lg 3), hinnaga. Nõustun, et majandussurutises, volatiilsete turgude või vähekaubeldava aktsia korral võib taoline olukord tekkida“*.

Põhiaktsionär ei vastanud sisuliselt avaldaja küsimusele, millistel eeldustel on koostatud ÜVP prospektis 93 kroonist hinda toetanud diskonteeritud rahavoogude mudel. Väljavõte erakorralise üldkoosoleku protokollist⁴⁴: *„Enne koosolekut oli aktsionärilt laekunud järgmine küsimus: “Millistel eeldustel oli ülevõtmispakkumises viidatud diskonteeritud rahavoogude (DCF) analüüs koostatud ja millist konkreetset modifikatsiooni sellest analüüsimeetodist kasutati?”* Küsija viitab väitele ülevõtmispakkumise prospektis, et DCF meetodi alusel kalkuleeritud hind toetas võrdleva analüüsi tulemusena saadud ostuhinda. Per-Arne Blomquist vastas, et seadus ei kohusta kohaldama DCF

⁴¹ http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=news&news_id=237680, lk 3.

⁴² <http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/bors/prospekt/etl/etl090909.pdf>, lk. 8

⁴³ Finantsinspeksiooni vastus 02.12.2009, Lisa 1

⁴⁴ <http://www.telekom.ee/up/files/2009/Erakorralise%20uldkoosoleku%20protokoll.pdf>, lk 3.

meetodit ülevõtmishüvitise suuruse arvutamisel ja TeliaSonera ei ole seda ka kasutanud. Ülevõtmishüvitise suuruse arvutamisel kasutatud meetodeid kirjeldatakse TeliaSonera poolt esitatud ülevõtmisaruanDES ja sõltumatud audiitorid on oma aruanDES kinnitanud nende meetodite sobivust“.

ÄS § 363⁴ lg-tes 1 ja 2 on põhiaktsionärile ette nähtud kohustus selgitada ja põhjendada hüvitise määramise aluseid ja seega Riigikohtu Tsiviilkolleegiumi arvates⁴⁵ ka hüvitise suurust ja õiglust. Põhiaktsionär ei põhjendanud oma vastuses seega hüvitise suurust (millistel eeldustel leiti, et ettevõtte aktsia väärtuseks on 93 krooni), vaid ainult hüvitise määramise formaalset alust.

90% osalus saavutati põhiaktsionäri poolt ühele aktsionärile võrreldes teistega ligikaudu 31,45 krooni maksumulu lubades. See viitab tõenäoliselt sellele, et põhiaktsionär hindas nende tingimustega nõustudes aktsia väärtust 93 kroonist kõrgemaks. Ajavahemikul 21.08.09 kuni 24.10.09 lisandus oluliselt avalikult teadaolevat ettevõtte väärtust mõjutavat informatsiooni (riigi osaluse müügiotsus, eurotooniga ühinemise suur tõenäosus, turuvapustus leevenes), mida 24.10.2009 seisuga pidanuks objektiivsetel alustel toimunud ettevõtte hindamisel arvestama.

ÜVP prospektis võttis põhiaktsionär endale kohustuse lähtuda 90% saavutamisel aktsiate sundülevõtmisel nii väärtipaberituruseadusest kui ka äriseadustiku (ÄS) peatüki, mis käsitleb aktsiate ülevõtmist, sätetest. ÜVP prospekt⁴⁶, lk 7: „*Juhul, kui Ülevõtja osalus ületab Pakkumise tulemusena 9/10 aktsiate koguarvust, võib Ülevõtja kaaluda vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmist õiglase rahalise hüvitise eest vastavalt väärtipaberituruseaduse §-le 182¹ ja äriseadustiku peatüki 29¹ sätetele“.*

VPTS § 182¹ lg 1 kohaselt võib ülevõtja taotlusel sihtemitendi aktsionäride üldkoosolek otsustada ülejäänud sihtisikutele kuuluvate aktsiate ülevõtmise õiglase hüvitise eest ja lg 3. kohaselt ei või hüvitis olla väiksem ülevõtmispakkumise ostuhinnast.

ÄS peatüki 29¹ § 363² kohaselt määratakse hüvitise suurus ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva.

Seega pidi aktsiate ülevõtmisel hüvitise määramine toimuma vastavalt kõigile järgnevatele tingimustele:

- 1) õiglase hüvitise eest;
- 2) ülevõetavate aktsiate sellise väärtuse alusel, mis aktsiatel oli 10 päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmise päeva;

⁴⁵ <http://www.riigiteataja.ee/ert/act.jsp?id=830592>, otsuse punkt 28.

⁴⁶ <http://194.204.23.194/files/tallinn/bors/prospekt/etl/etl090909.pdf>

3) see ei tohi olla väiksem, kui ülevõtmispakkumise ostuhind (93 krooni).

Kui aktsia väärtus kümme päeva enne üldkoosoleku kokkukutsumise teate väljasaatmist on suurem, kui ülevõtmispakkumise ostuhind, vastab täielikule majanduslikule kompensatsioonile järelikult see väärtus, mitte ülevõtmispakkumise ostuhind.

16. oktoobril 2009 aktsionäridele esitatud ülevõtmisaruanandes on ülevõtja otsustanud viia läbi vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise kooskõlas ainult VPTS § 182¹ sealjuures järgimata ÄS peatüki 29¹ sätteid.

Seega ei olnud täidetud seadusega ettenähtud nõuded aktsiate ülevõtmisega seotud õiglase hüvitise määramiseks.

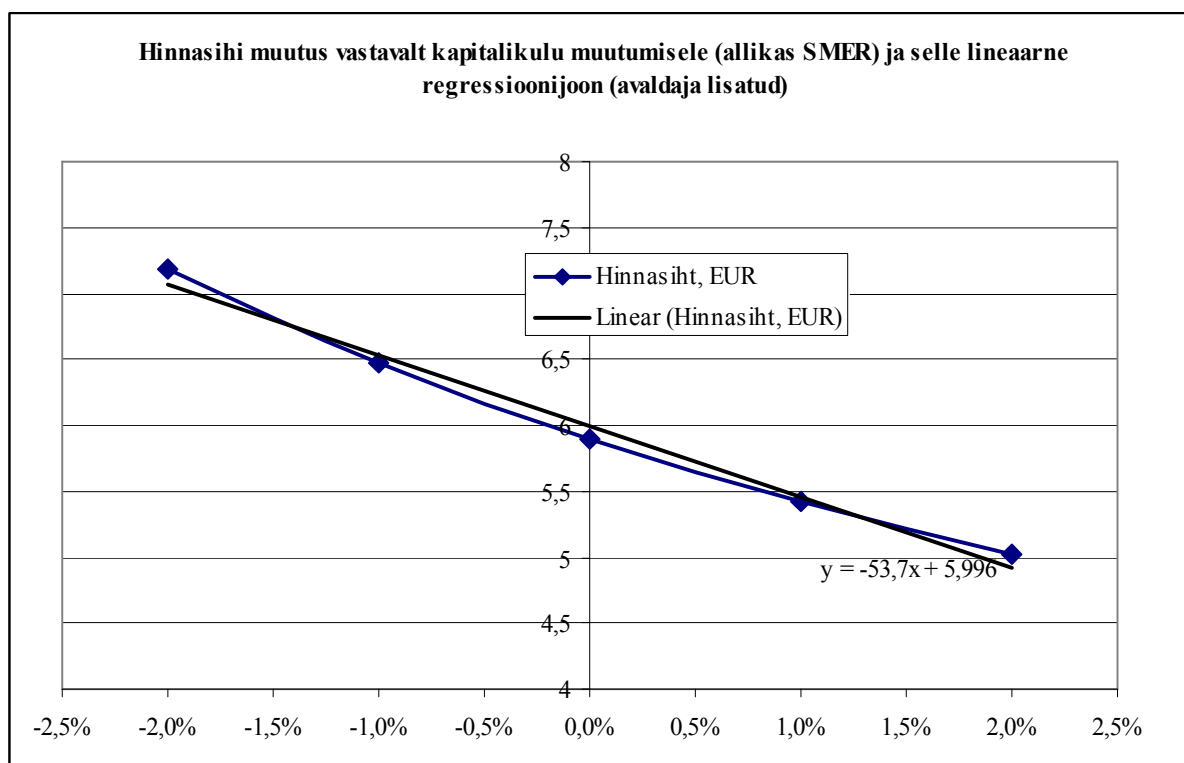
Võimalik Nõue

Avaldaja nõuab põhiaktsionärielt täiendavat hüvitist 21,82 krooni aktsia kohta. Nõude suuruse määramisel on kasutatud SMER lk. 7 toodud analüüsi sensitiivsustabelit korrigeerides mudeli parameetreid vastavaks ÄS §-s 363² kohasel ajahetkel (24.10.2009) teadaolevate andmetega. SMER hindas ettevõtet 24.09.09 seisuga, ex-dividend. Avaldaja eeldab ettevaatavalt riskivabaks tootluseks 3,5%, mis on kõrgem, kui näiteks Saksa Valitsuse 10 aastaste võlakirjade tootlus sellel ajahetkel ja mis olemuselt on kõrgem, kui oleks teoreetiline riskivaba tulumäär, kuna Saksa Valitsusel ei ole endal õigust eurosid emiteerida vaid seda õigust omab vaid Euroopa Keskpank. Faktiliselt on näiteks juba 19.02.2010, mitte aga alles 2011 aasta 1. jaanuarist, krooni ja eurohoiuste intressierinevus kadumas. Mudelis toob see kaasa senise 5,5% riskivaba määra (Risk Free rate) langetamise 2% võrra.

Avaldaja elimineerib täielikult ettevõttespetsiifilise likviidsusriski (0,5%), kuna ainuaktsionär plaanis teadaolevalt väikeaktsionäridelt aktsiad juba kindlaksmääratud hinnaga sundülevõtta ja lõpetada ettevõtte noteerimise börsil ja tema seisukohast pole oluline ettevõtte aktsiate kauplemislikviidsus.

Kokku alaneb ettevõtte kapitalikulu seega 2%+0,5% ehk 2,5%.

Kuna SMER sensitiivsustabelis suurim võimalik etteantud muutus on -2%, kasutab avaldaja lineaarset regressiooni määramaks hinnasihti vastavalt kapitalikulu -2,5% langusele.



Võttes regressioonivõrrandis $y = -53,7x + 5,996$ parameetri x väärtuseks $-2,5\%$ saame hinnasihiks (y):

$$\text{Hinnasiht} = -53,7 * -0,025 + 5,996 = 7,3385 \text{ EUR}$$

Võttes aluseks $1 \text{ EUR} = 15,6466 \text{ EEK}$ on hinnasiht **114,82 EEK**. Graafikult nähtub, et regressioonijoon tõenäoliselt pigem alahindab teoreetilist mudelist tulenevat hinnasihti kapitalikulu $-2,5\%$ muutuse korral.

Avaldaja juhib tähelepanu, et antud mudeli sensitiivsustabeli parameetrite korrigeerimisega ei saa objektiivsel väärtusanalüüsil piirduda. Aluseks võetud mudel ei arvesta avaldaja hinnangul piisavalt lisaks juba 24.09.2009 eksisteerinud eurotsooniga ühinemise suure tõenäosusega mudeli kestusel näiteks järgmisi olulisi asjaolusid (see loetelu pole ammendav):

- 1) Lähtuma peab parimas usus juhtimisest ettevõtte väärtuse suurendamisel;
- 2) Kapitalistruktuuri optimeerimise vajadus;
- 3) AB TeliaSonera ainuaktsionäriks saamisest tulenev sünergia;
- 4) Kiirema Eesti majanduskasvu taastumise võimalus lähiaastatel ja vastavalt AS-i Eesti Telekom paremaid majandusnäitajaid⁴⁷;
- 5) Majandustsüklilist sõltuvuse vähendamisel väärtuse hindamisel tuleb majandustulemusi normaliseerida;

⁴⁷ SMER lk 2.: „me oleme alandanud eesti Telekom'i 2010 käibe ja kasumi prognoosi kuna 2010 Eesti GDP aastakasvu prognoosi on alandatud -2% -le“ (avaldaja tõlge)

- 6) Erakorralised korporatiivsündmused (erakorraline dividend ja sellelt makstav tulumaks, dividendipoliitika lähiaastateks) tuleb mudelis kajastada erakorralisena;

Avaldaja on seetõttu veendunud, et tema poolt esitatud nõue alahindab ettevõtte väärtust. Kui erapooletu ekspert hindab ettevõtte õiglase väärtuse kõrgemaks, soovib avaldaja täiendavat hüvitist vastavalt eksperthinnangule.

Lisatud:

- 1) Lisa 1. Finantsinspektsiooni vastus;

Lugupidamisega,
Kristjan Hänni
AS Kawe Kapital partner

Lisa 1

Lugupeetud hr Hänni,

Tänan Teid 19.11.2009 saadetud infopäringu eest. Infopäringu puhul oli tegemist keeruka õiguslase selgitustaotlusega, vastavalt märgukirja ja selgitustaotluse vastamise seaduse § 2 lg 3 p-le 2 ja §-le 3 seoses sellega pikendas Finantsinspeksioon vastamise tähtaega.

Vastan küsimustele nende esitamise järjekorras.

1. Viitate korrektset äriseadustiku aktsiate ülevõtmise rahalise hüvitise eest reguleerivatele paragrahvidele. Juhin Teie tähelepanu asjaolule, et antud äriseadustiku sätted reguleerivad aktsiate ülevõtmist üldsätetena. Äriseadustikus sätestatud põhiaktsionäri õigus vähemusaktsionär välja osta ning see kehtib kõikide aktsiaseltside suhtes. Reguleeritud turul kaubeldavate aktsia emitentide suhtes on kehtestatud aktsiate ülevõtmise suhtes pärast ülevõtmispakkumist kehtestatud erisätted väärtpaberituru seaduse (VPTS) §-des 182-1 ja 182-2, st nende sätete ulatuses tuleb lähtuda VPTS-ist.

VPTS §-st 182-1 lg 3 tulenevalt võib ülevõtja taotlusel, kui ta on omandanud vähemalt 9/10 sihtemitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ülevõtmispakkumise tulemusena, aktsionäride üldkoosolek otsustada ülejäänud sihtisikutele kuuluvate aktsiate ülevõtmise õiglase hüvitise eest, kusjuures õiglane hüvitis ei või olla väiksem ülevõtmispakkumise ostuhinnast.

Õiglase hüvitise suuruse avab VPTS § 174 lg 3, mille kohaselt kohustusliku ülevõtmispakkumise raames ülevõtmispakkumise esemeks oleva aktsia eest tasutavaks õiglaseks hinnaks peetakse kõrgeimat hinda, mida ülevõtja või temaga kooskõlastatult tegutsevad isikud on pakkumisele eelnud kuue kuu jooksul selle aktsia eest maksnud.

Seega on tulenevalt VPTS regulatsioonist on TeliaSonera AB poolt ETL aktsia eest makstav ülevõtmise õiglane hüvitis on kõrgeim hind, mida TeliaSonera AB on viimase kuue kuu jooksul aktsia eest maksnud, s.o ülevõtmispakkumise hind.

Teie poolt viidatud hind on seotud erakorralise korporatiivsündmusega lisadividendide maksmisega mille tõttu aktsia hind kauples ajavahemikul 13.09.2009 kuni 23.10.2009 ülevõtmispakkumise hinna tasemelt kõrgema hinnaga (dividendi määra võrra).

2. Viitate korrektset, et teoreetiliselt on võimalik vabatahtliku ülevõtmispakkumise toimumine õiglasest hinnast madalama (VPTS § 174 lg 3), hinnaga. Nõustun, et majandussurutises, volatiilsete turgude või vähekaubeldava aktsia korral võib taoline olukord tekkida. Samas on äärmiselt ebatõenäoline, et pakkuja saavutab 9/10 sihtemitendi hääleõigust esindavast aktsiakapitalist ülevõtmispakkumise tulemusena, mille hind on ei vasta VPTS § 174 lg 3 testile ja ei ole kõrgeim tema poolt makstud aktsia hind.

Ülevõtmispakkumise tegija ei tohiks aktsiate ülevõtmispakkumise käigus maksta madalamat hinda võrreldes hilisema VPTS alusel toimuva aktsiate ülevõtmisega.

Teie arutluskäik riigi ETL võõrandamisest ja ETL-i poolt järgmisel 3 aastal puhaskasumi dividendide väljamaksmise kohustuse võtmisest ning selle arvelt kehtiva õiguse järgi riigile tulumaksu tasumisest on huvitav. Arutluskäik tuleneb ilmselt ETL dividendipoliitikast aastateks 2009-2011, mille tagajärjel Eesti riik saab järgmisel kolmel aastal AS Eesti Telekom aktsionäridele väljamakstavatelt dividendidelt tulu tulumaksu näol, kuigi müüs oma aktsiad ülevõtmispakkumise raames. Nagu juba eelnevalt tuleneb, ei ole tegemist intressidega, vaid riigieelarvesse laekuva tuluga dividendidelt seaduse alusel tasutavast tulumaksust.

Finantsinspektsiooni hinnangul ei ole TeliaSonera AB rikkunud eelviidatud aktsionäride võrdse kohtlemise nõuet, kuna antud juhul kasutab riik oma õigust saada tulu läbi isikutele kehtestatud maksukohustuse. Riiki ei ole tema õiguslikust eripärast - maksude kehtestamise ja kogumise õigusest, riigi muudest õigustest ja kohustustest tulenevalt võimalik käesolevas olukorras maksutulu osas võrdsustada füüsiliste ja juriidiliste isikutega.

3. Nõustun Teie arutluskäik audiitori kohustustest ülevõtmisaruande hindamisel on korrektne. Audiitor peab täitma ülevõtmisaruande audiitori aruandes äriseadustiku § 363-4 lg 2-1 nimetatud. Samuti tuleks selgitada audiitori poolt audiitorkontrollis ülevõtmise hinnaga seonduvaid asjaolusid, mis võivad väikeinvestorile arusaamatuks jääda, nt Teie kirja punktis 1 toodu. Oleme selles küsimuses pöördunud ülevõtja, börsiaktiaseltsi poole ja audiitor on meie arusaamise kohaselt meie osundatud minetused kõrvaldanud.

Lugupidamisega,

Kristjan-Erik Suurväli

Divisjoni juht | Head of Division
Turujärelvalve | Markets & Enforcement
Finantsinspektsioon | Financial Supervision Authority
Otsetelefon: +372 6 680 525 | Direct Phone: +372 6 680 525
mailto:suurvali@fi.ee