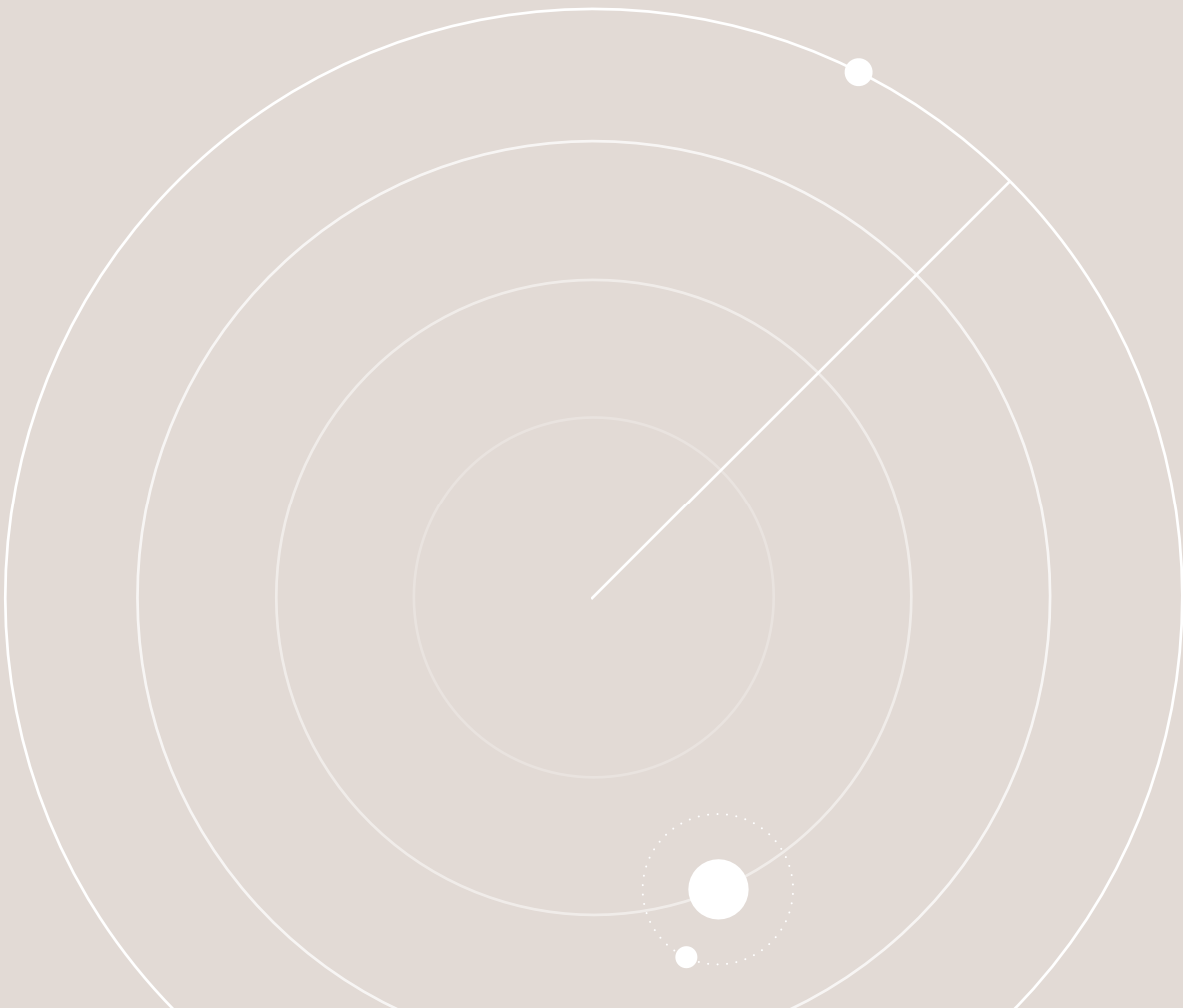




# Tehinguradar

2025 I poolaasta kokkuvõte



# Ellex Raidla tehinguradar 2025 I poolaasta kokkuvõte

Kõik oli valmis suureks tehingumõlluks...

Kommenteerivad:

Risto Vahimets, Gerli Kivisoo,  
Merlin Liis-Toomela, Dmitri Rozenblat,  
Martin Mäesalu, Sven Papp

## Sisukord

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Olukord Eestis ja mujal maailmas<br>Mida ennustada edasiseks?                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 03-05<br>06 |
| Joonised & suurimad tehingud nii Eestis kui mujal maailmas                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 06-08       |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 2025 I poolaasta M&amp;A ja riskikapitali tehingud</li><li>• Märgilised M&amp;A tehingud 2025 1. poolaastal</li><li>• Maailma TOP tehingud 2025 1. poolaastal</li><li>• Tehingute koguarv 2023-2025</li><li>• I poolaasta tehingute koguarv 2023-2025</li><li>• Viimase 4 kvartali tehingute koguarv</li><li>• Märkimisväärsed riskikapitali tehingud Eestis</li><li>• 2025. poolaasta riskikapitali tehingud</li></ul> |             |
| Tehingute varjatud riskid: IT, andmekaitse ja<br>tehisintellekti mõju                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 07          |
| <b>Merlin Liis-Toomela</b> , andmekaitse ja IT-õiguse valdkonnajuht                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |             |
| Eesti maksuhaldur jätkab maksukontrolli karmistamist                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 08-09       |
| <b>Dmitri Rozenblat</b> , nõunik                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |             |
| Esimene poolaasta avalikul väärtpaberiturul:<br>rahvaaktsia lahkumine börsilt, ootus kindla tootluse järele                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 09-10       |
| <b>Gerli Kivisoo</b> , partner                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |             |
| 2025. aasta esimene pool koondumise kontrollis: raputusi<br>ja sõjalugusid raporteerida ei ole                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 10-11       |
| <b>Martin Mäesalu</b> , partner                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |             |
| Eesti tehinguturg 2025. aasta esimesel poolel                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 11-12       |
| <b>Sven Papp</b> , partner                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |             |
| Kontaktid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 13          |

# Ellex Raidla Tehinguradar võtab kokku 2025. I poolaasta olulisemad trendid tehinguturul

Kokkuvõttes tehti 2025. esimesel poolaastal kaks tehingut rohkem kui eelneval poolaastal (96 vs 94). Viimase nelja kvartali suurim tehingute koguarv oli viimases kvartalis (52), kuid tehingute arv on püsinud sama madalal tasemel nagu see oli 2024. aasta lõpus.

Tehinguradari kohaselt on nii Euroopa kui kogu maailma tehinguturge halvanud üleüldine geopoliitiline ebastabiilsus. Kindlasti oli olulisi mõjureid veel, kuid peamine mõjutegur oli President Trumpi tollitsirkus, mis mõjutas tehinguturgu lõppenud poolaastal. Eestis annavad endiselt negatiivset tooni inflatsioon ja majanduslangus.

Risto Vahimets, Ellex Raidla partner ja tehingute valdkonna juht

2025. esimesel poolaastal registreeriti Eestis kokku 96 tehingut, mis jagunesid järgmiselt:

|                                                 |                                                          |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 39                                              | 43                                                       |
| riskikapitali ja tehnoloogia valdkonna tehingut | traditsioonilist ülevõtmise ja omandamise (M&A) tehingut |
| 8                                               | 6                                                        |
| emissiooni (sh börsivälised)                    | suuremahulist kinnisvaratehingut                         |

Tähtsaim märksõna seoses lõppenud poolaasta tehinguturu trendidega on kindlasti President Trumpi tollitsirkus. Tollid peale, tollid maha, uuesti peale, suuremaks, väiksemaks, vastutollid... Mõistlik inimene ütleks, oota – vaatame, mis sellest asjast saab ja alles seejärel teeme suuri otsuseid. Väikese osaga portfelist võib ju oponentlikke liigutusi teha ja nii ongi maailm suures plaanis käitunud. Tsiteerides Datasite Deal Drivers EMEA Q1 raportit: „M&A koges esimeses kvartalis teravat langust. Tehingute maht kukkus 3092 tehinguni — see on võrreldes eelmise aasta esimese kvartaliga 34,2% väiksem.“

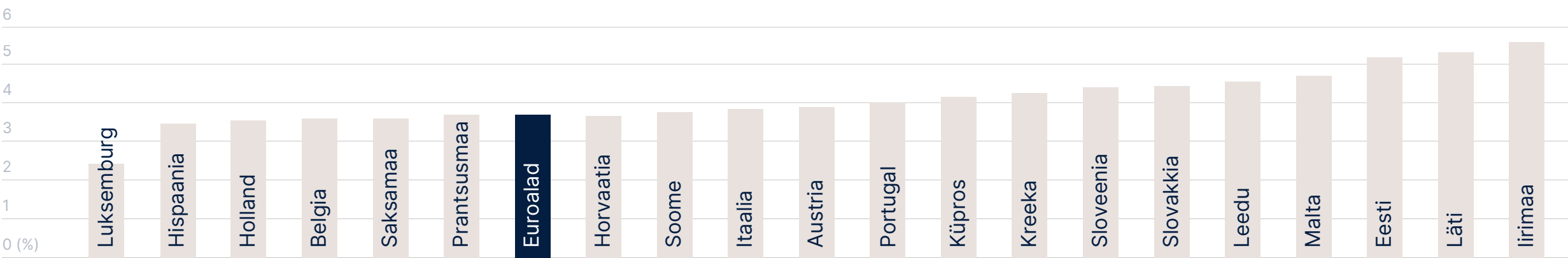
Miks ma pealkirjas tõden, et kõik oli suureks tehingumõlluks valmis? Makronäitajatest langesid intressid tasemele, mis või(nu)ks olla uue stabiilsuse looja. Inflatsiooniga on probleemid globaalsel areenil vähenenud. Majandus on kerges kasvutrendis läänemaailmas. Kuna antud näitajate osas oli nähtavus hea, ja veelgi tähtsam – stabiilne - siis oli ka tehingute üle otsustajatel silmapiir selgesti näha ning ostjatel ja müüjatel sarnased vaated ettevõtete väärtustele.

Ja siis tuli Trump oma „*Liberation Day*“ jamaga.

Vaatame lähemalt viimase aja intresside dünaamikat. ECB vaade Euroala ettevõtluslaenude kulukus on välja toodud järgmises tabelis. Eesti jaoks tõi periood mõningast leevendust 2024 aastalõpu liidrirollist kolmandaks langemine. Aga ega ka praegune poodiumikoht siin tehingute tegemist just lihtsamaks ei tee kui meie ettevõtete konkurendid (ja tõenäoliselt ka nende M&A tehingud) saavad võõrfinantseeringut 1-1,5% odavamalt.

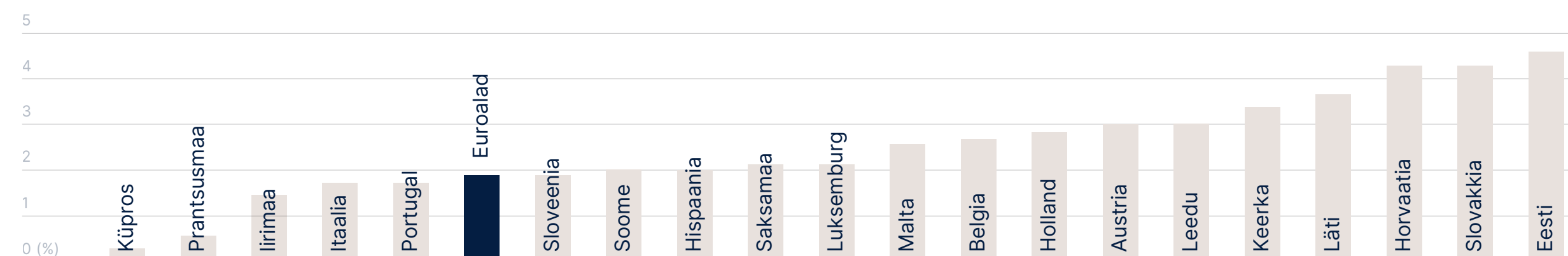
ECB langetas juunis veelkord baasintressi, mida turud ootasid ja olid juba sisse arvestanud kommertsalaenude intresside tasemetesse.

Ärilaenude intressimäärad



Tabel, kus Eesti on tugeval liidripositsioonil, on Euroala inflatsiooni pingerida. 4,6% on selgelt üle ideaal-taseme. Globaalselt on inflatsioon stabiliseerunud ja kui vahepeal siin ja seal ongi see kohati üle ideaal-taseme, pole see enam suur mure nagu aasta-paar tagasi.

Inflatsioon



Ukraina sõda, kui oluline negatiivse mõjuga tegur tehinguaktiivsusele meie regioonis on endiselt käimas ja ei näita mingeid vaibumise märke. Trumpi „tegevus“ selles vallas võimendab probleeme isegi regiooni-üleseks. Samas järjest olulisema kõrvalmõjuna võrsub sõjast välja uut tehnoloogiat, mis toodab täna kaitsetööstuse ja „*dual-use*“ vallas tehinguid. Samas võib paljut sõjaga seotud tehnoloogilisest innovatsioonist peagi rindelt ka tsiviilkasutusse oodata. Sõja intensiivsus motiveerib avalikku rahastamist nii R&D, tootmise kui ka uute tehnoloogiate katsetamise faasides ning kiirendab sellega omakorda ka vastava tehnoloogia arendamist. See lugu võib AI-lt peatselt kuuma tehnoloogiasektori loo trooni haarata. Viimaste nädalatega on globaalsete pingete osas lisandunud eskalatsioon Iraani ja Iisraeli vahel, millesse sekkus ka USA. See on maailmamajandusele aga veelgi suurem probleem kui Venemaa ja Ukraina sõda. Järeldused tehinguturule hakkavad saabuma 2025. aasta teises pooles ning midagi head see kindlasti ei ennusta.

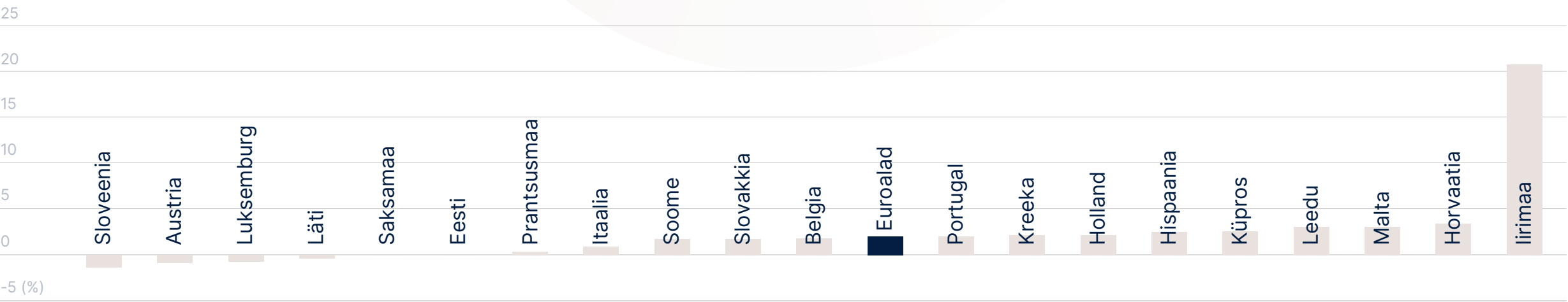
Bain & Co raporteerib erakapitali fondide osas eelmise aasta alguse 3,9 triljoni dollari tasemelt mõningast akumuliseerunud kapitali vähenemist. 2024 suudeti PE fondide poolt võimsalt investeerida, kuid samas vähenes kapitali tõstmine turgudel. Suures plaanis on olukord aga sama – palju raha ootab investeerimist

ning paljud ettevõtted on fondide omandis olnud selgelt üle fondi tähtaja. Investorid ootavad raha tagasi ja fondid pole selleks võimelised, pikendades tähtaegu. See tähendab, et surve tehinguteks on olemas, oleks vaid edasine kergemini prognoositav ja seeläbi ettevõtete hinnatõus ootustel ja müüjatel sarnasemad!

2025. esimesel poolaastal lugesime Eestis kokku 39 riskikapitali/tehnoloogia valdkonna tehingut, 6 suurt kinnisvaratehingut, 8 emissiooni (sh börsi-välised) ja 43 traditsioonilist ülevõtmise ja omandamise (M&A) tehingut (kokku siis 96).

Eesti majandus, mis veel 2024. aasta neljandas kvartalis kasvas, tegi tänavu esimeses kvartalis ootamatu tagasilanguse. Viimastel andmetel on aeglus-tunud Eestis ka kaubavahetuse kasv. Üle-Euroopaline vaade on samuti pinev. Iirimaa 20+ protsendiline majanduskasv paneb kukalt kratsima olukorras, kus euroala keskmine majanduskasv on 1,5% ja hõbedasel positsioonil asuv Horvaatia näitab 3,1% kasvu. Endiselt võib öelda, et lisaks Iirimaa veavad Euroopat lõunapoolsed riigid nagu Kreeka, Hispaania, Küpros, Malta ja Horvaatia. Väljaspool euroala on Taani teinud 3,7% kasvu ja olnud ka väga huvitav M&A turg, kus Novo Nordiski tuules ostsid ettevõtteid aasta alguses nii Roche, AbbVie kui Gilead.

Sisemajanduse kogutoodang



Maailma suurimatest tehingutest sattus esimesel poolaastal Euroopasse seekord kaks.

OMV (Austria) ja ADNOC panid kokku naftakeemia äri ning ostsid samas juurde Nova Chemicalsi (tehingu väärtus 13,4 miljardit dollarit). Kaubamärgina on sellest tehingust tuttav Borealis. Teise megatehinguna on Itaalias käimas (hetkeseisuga on pakkumine küll tagasi lükatud) suhteliselt haruldane vaenuliku ülevõtmise protsess, kus Banca Monte dei Paschi di Siena üritab omandada Mediobanca ´t (tehinguväärtus 13,2 miljardit eurot).

Mergermarketi EMEA tehingute „heat chart“ näitab tehingute arvukuse osas endiselt ainult kahte kuumu piirkonda – UK ja Iirimaa tehnoloogiatehinguid ning saksakeelsete riikide tööstuse- ja keemiavaldkonna tehinguid. Ülejäänud kaart on kahjuks leigevõitu.

Ülejäänud suured, üle 10 miljardi dollari suurused tehingud on USA-kesksed. Poolaasta suurimad tehingud olid Charter Communications ja Cox Communications ühinemine (tehingu väärtus 34,5 miljardit dollarit) – mobiil- ja lairibaühenduse ning digitaalse meelelahutuse teenuse sektorist. Suuruselt teine tehing oli Google poolt küberturbeettevõtte WIX omandamine 32 miljardi dollari eest. Nende megatehingute suurused on sarnased eelmise aasta tehingutele nagu Mars & Kellanova, või ConocoPhilipsi omandamised.

Valdkondadest on endiselt kuum energia. Kümne miljardi dollari piiri ületavast tehingust lausa neli toimusid energiasektoris. Eestis on heaks näiteks NRG Energy 12-miljardiline omandamis- tehing (LS Power Assets).

Eesti ja Baltikumi möödunud poolaasta kuumim tehing oli kahtlemata RIMI keti omandamine Salling Group poolt. Lisaks tehingu suurusele oli tegemist märgilise tehinguga ajal, mil spekulatsioonid välisinvestorite julguse või selle puudumise üle siia regiooni investeerida on olnud meedias ja ühiskonnas palju jutuks.

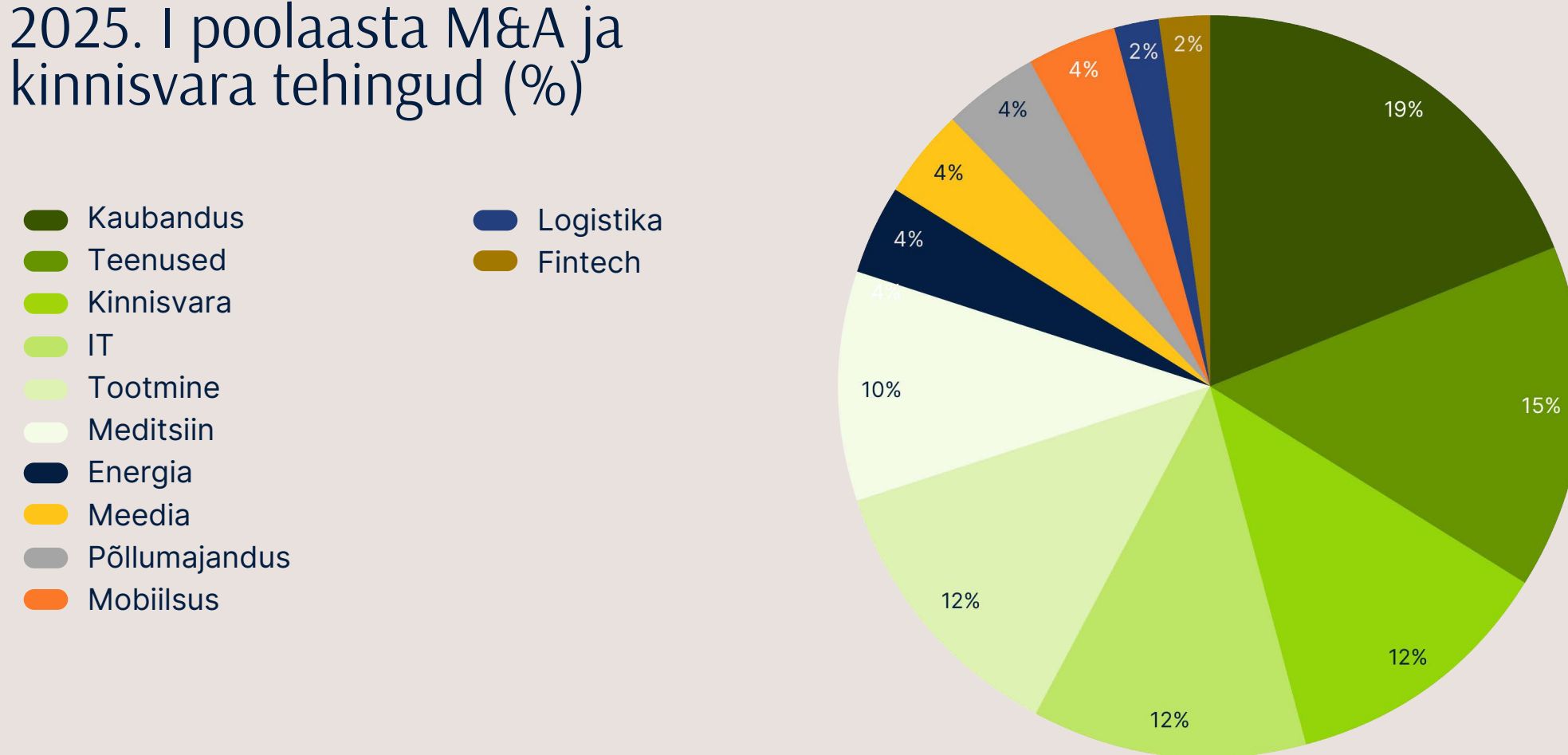
Tehnoloogiasektori rahakaasamistest olid 2025. aasta esimesel poolaastal märkimisväärsed Pactum AI (47 miljonit eurot), Blackwall (45 miljonit eurot), Stargate Hydrogen (11 miljonit eurot) ja Ultra (10,8 miljonit eurot). Valdkondadest olid aktiivsemad energiatehnoloogia, küberturbe- ja kaitsetööstusevaldkonnad. Samas kaasati raha põllumajandusest kuni meelelahutustehnoloogiani. Võrreldes eelmiste aastatega ei olnud turg siiski ülemäära aktiivne.

## Mida ennustada edasiseks?

Lisaks mu eelnevatele prognoosidele on väga keeruline midagi kardinaalselt uut öelda. Paar nädalat tagasi oleks öelnud, et kui tollide torm vaibub, siis kõik muud näitajad on kas tehingute tegemisele neutraalsed (inflatsioon, intressid) või soodsad (palju vaba raha, üle fondi tähtaegade hoitud ettevõtete osalused, kuhjunud naturaalsed põhjused tehinguteks nagu muutunud fookused, vanus, tervis). Nüüd kahjuks peab tõdema, et Iraani ja Iisraeli konflikt koos USA sekkumisega on loonud täiesti uuel tasemel ebakindluse. Tehingute jaoks on see halb. Seega ei saa praegu kuidagi ette näha aktiivset tehinguturgu 2025. aasta teisel poolaastal. Ja seda vaatamata sellele, et maailma PE ja VC fondid on endiselt rahas ning peavad hakkama investeerima, samal ajal liiga kaua portfellis hoitud ettevõtteid müües.

Optimism on tore asi aga reaalsus on see, et meie ees on maailm, mis on teadmatust täis ja see toob veelkord kaasa massiivse (teingu) otsuste edasilükkamise.

## 2025. I poolaasta M&A ja kinnisvara tehingud (%)



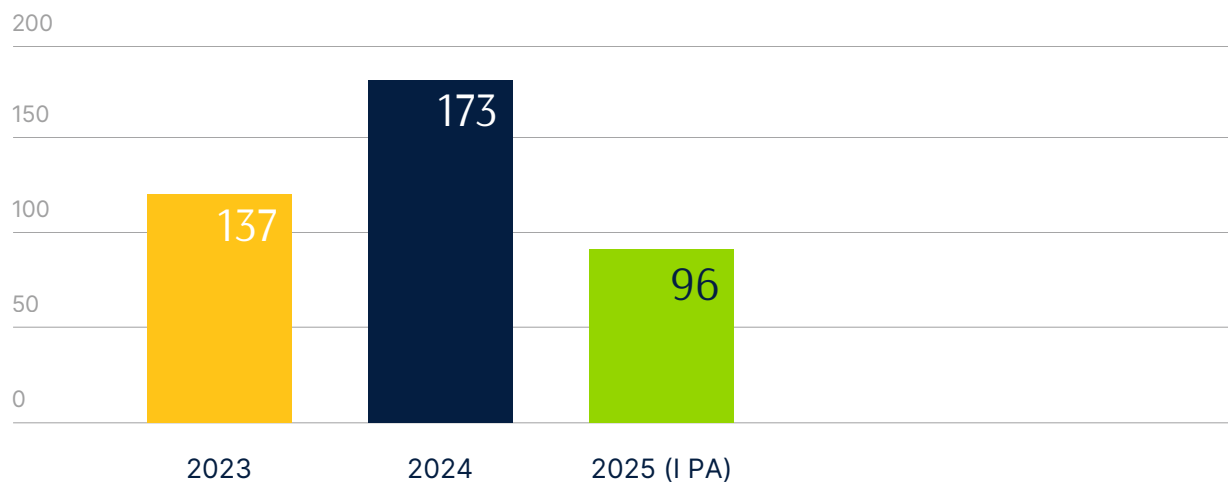
## Märgilised M&A tehingud Eestis 2025 1. poolaastal:

- Rimi & Salling Group – suurim tehing, märgiline välisinvesteeringute julguse poolest
- Enefit Greeni väljaost börsilt – oluline paljudele Eesti inimestele, kes olid aktsionärid
- Viggo ost Taanis Bolti poolt – Eesti ettevõtte teeb tegusid välismaal
- Medicumi ja BCS Itera ost Livonia poolt – *private equity* on aktiivne
- Toftan müüb tootmise Combiwoodile ja metsaportfelli Metsavennaskonnale – väliskapital lahkub, Eesti kapital ostab
- Infortar ostis Estonia Farmid
- Bregal Milestone ostab Ridango – Eesti tehnoloogiasektori *exit* (tegelikult oli neid veel Parcellsea, Fiizy, Adact, Clevon)

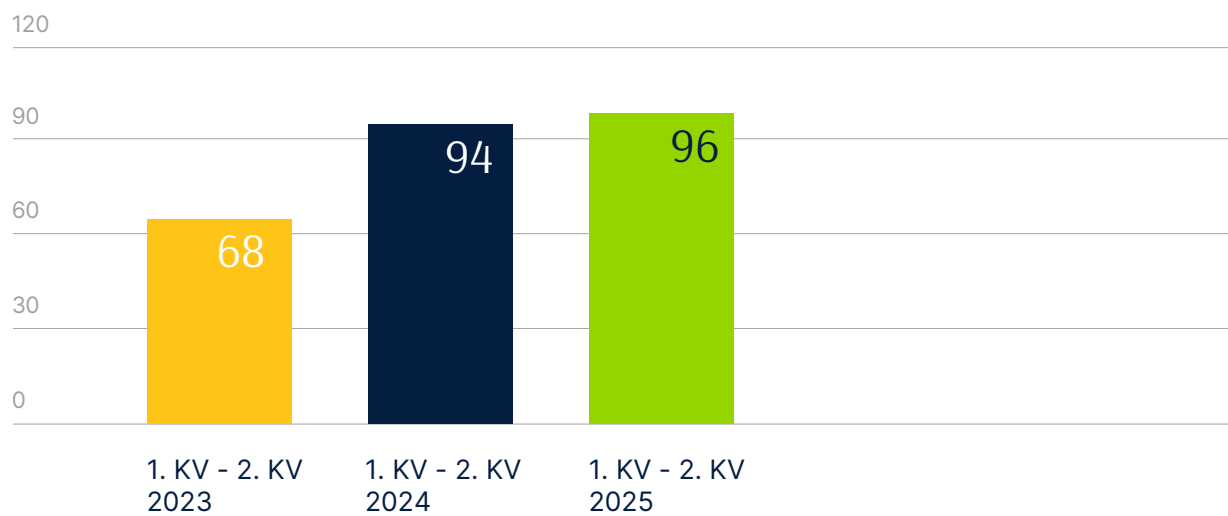
## Maailma TOP tehingud 2025 1. poolaastal:

- Charter Communications ja Cox Communications ühinemine – 34,5 miljardit dollarit (side ja meelelahutus)
- Pilveturbeplatvormi Wiz omandamine Google poolt – 32 miljardit dollarit (küberturvalisus)
- Jaemüügiapteekide globaalne innovaator Walgreens Boots Alliance omandamine Sycamore Partners poolt – 23,7 miljardit dollarit (jaemüük, meditsiin)
- Rahvusvahelise sadama operaatori Hutchison Ports Holdings omandamine BlackRock-TiL Consortium poolt – 22,8 miljardit dollarit (logistika)
- Charter Industries ja Flowserve Corporation ühinemine – 19,5 miljardit dollarit (inseneeria)
- Calpine omandamine Constellation Energy poolt – 16,4 miljardit dollarit (energia)
- Intra-Cellular omandamine J&J poolt – 14,6 miljardit dollarit (meditsiinitööstus)
- Global Payments Issuer Solutions äri omandamine FIS poolt – 13,5 miljardit dollarit (finants)
- Nova Chemicals omandamine OMV ja ADNOC poolt – 13,4 miljardit dollarit (keemiatööstus)
- Mediobanca ülevõtmispakkumine Banca Monte dei Paschi di Siena poolt\* – 13,2 miljardit eurot (pangandus) \*2025 juuni seisuga on tehing pooleli (*allikas*)
- LS Power varade omandamine NRG ENERGY poolt – 12 miljardit dollarit (energia)
- TNXM Energy omandamine Blackstone Infrastructure poolt – 11,5 miljardit dollarit (energia)
- Äri- ja elamukinnisvara katusematerjalide turustaja Beacon Roofing Supply omandamine QXO poolt – 11 miljardit dollarit (ehitusmaterjalid)
- Boeing´u digitaalsete lennulahenduste omandamine Thoma Bravo poolt – 10,55 miljardit dollarit (IT)
- Whitecap Resources ja Veren ühinemine – 10,43 miljardit dollarit (energia)

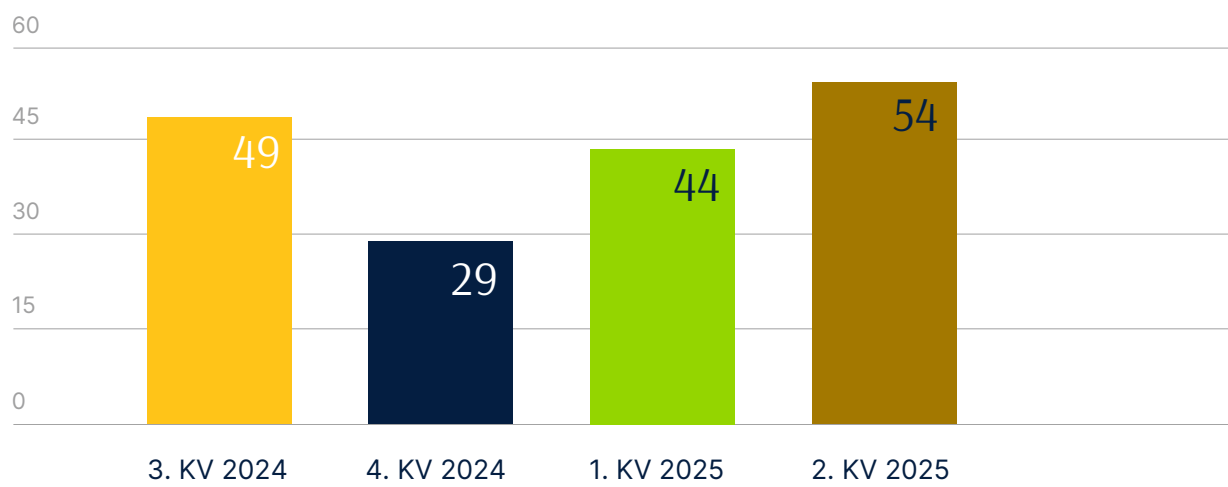
Tehingute koguarv (2023-2025)



I poolaasta tehingute koguarv (2023-2025)



Viimase 4 kvartali tehingute koguarv



Tehingute varjatud riskid: IT, andmekaitse ja tehisintellekti mõju

Merlin Liis-Toomela, Ellex Raidla andmekaitse ja IT-õiguse valdkonnajuht

Tänapäeva tehingumaastikul ei saa enam mööda vaadata IT-süsteemide, andmekaitse ja küberturvalisuse rollist tehingute õnnestumisel. Need valdkonnad ei ole ammu enam üksnes IT-juhtide või juristide mure, vaid kujutavad endast ärikriitilisi tegureid, millel on otsene mõju tehingu väärtusele ja selle edukusele.

Ostjad ja investorid analüüsivad üha põhjalikumalt, millises seisus on tehingu objektiks oleva ettevõtte IT-arhitektuur, kas isikuandmete töötlemine vastab kehtivatele õigusaktidele ning millised on võimalikud küberturberiskid. Kui selgub, et andmekaitse lonkab, puuduvad riskihindamised või kasutatakse vananenud IT-süsteeme, kajastub see sageli tehinguhinnas. Seega on tehingu edukuse eelduseks, et juhtkond pöörab digitaalsetele alustele tähelepanu juba enne tehinguplaanide tekkimist. Hästi dokumenteeritud IT-süsteemid, ajakohased andmekaitse- ja infoturbeprotseduurid ning läbimõeldud riskihinnangud on osa professionaalsest juhtimiskultuurist, mis annab investorile kindlustunde.

Tulevikku vaadates muutub järjest olulisemaks ka see, kuidas ettevõtte on valmis vastama uutele regulatsioonidele (nt ELi tehisintellekti määrus, NIS2, DORA jt). Need nõuavad läbipaistvust, riskide maandamist ja süsteemset lähenemist tehnoloogiate kasutusele. Samuti ei saa alahinnata turva-entsidentide mõju – nii varasemate kui ka tegelike entsidentide olemasolu või puudumine võib mõjutada tehingutingimusi või

tuua kaasa isegi tehingust loobumise.

Kuigi tehnoloogia areng lubab tulevikus automatiseerida mitmeid tehinguprotsessi osi, ei ole tehisintellektil Eestis tänaseks õiguslikus auditis veel praktilist rakendust. Põhjuseks on meie turu väiksus, keelebarjäär ja Eesti õigusruumi spetsiifilisus, mis piiravad olemasolevate AI-lahenduste kohaldatavust ja kasulikkust selles valdkonnas.

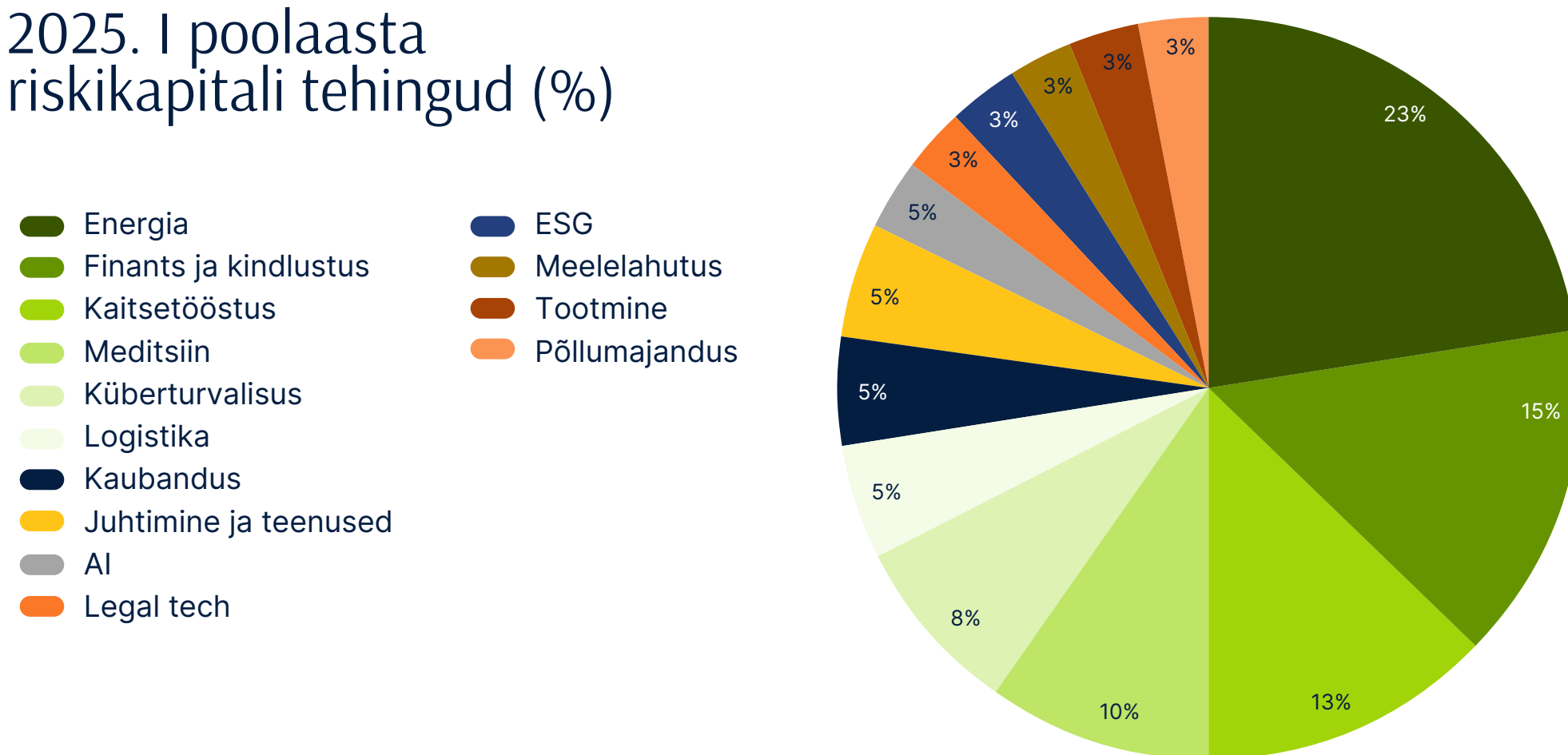
Kokkuvõte

Näeme selgelt, et tehingu edukus ei sõltu ainult finantsnäitajatest või turupositsioonist, vaid üha enam ka sellest, kuidas on hallatud IT-riskid ja tagatud vastavus andmekaitse-regulatsioonidega. Tehnoloogiliselt korras ja õiguslikult läbipaistev ettevõtte on alati atraktiivsem tehinguobjekt.

## Märkimisväärsed riskikapitali tehingud Eestis:

- Tehisintellektipõhine autonoomne läbirääkimiste platvorm Pactum AI kaasas 47,34 miljonit eurot
- Blackwall kaasas 45 miljonit eurot, et kaitsta ettevõtteid pahatahtliku veebiliikluse eest
- Stargate Hydrogen kaasas 11 miljonit eurot A-seeria rahastuses, et laiendada väärismetallivabade elektrolüsaatorite tootmist
- Ultra kaasas 10,85 miljonit eurot, et viia mängutööstus järgmisele tasemele
- Eesti finantstehnoloogia ettevõtte Hoovi kaasas 8 miljonit eurot
- Eesti kaitsetööstuseidu Wayren kaasas 7,8 miljonit eurot, et töötada välja uue põlvkonna lahinguvälja süsteeme

## 2025. I poolaasta riskikapitali tehingud (%)



## Eesti maksuhaldur jätkab maksukontrolli karmistamist

Dmitri Rozenblat, Ellex Raidla nõunik

Eestis välja kujunenud eelarvepuudujäägi olukorras on valitsus lisaks laialdastele maksutõusudele (mille ekspluateerimisel on ilmsed poliitilised piirid) üha selgemalt panustamas ka maksukontrolli meetmete karmistamisele.

Nii on Maksu- ja Tolliameti poliitika maksukontrollide läbiviimisel viimastel kuudel tuntavalt karmistunud ning seda mitte ainult maksukontrollide läbiviimise käigus kasutatavate menetlustoimingute või menetlustaktika mõttes. Maksuhaldur üritab üha jõulisemalt sekkuda nii nn „hallis alas“ olevatesse olukordadesse, nagu näiteks varjatud töötamise olukorrad („OÜ-tamine“), kui ka laiendada haaret situatsioonides, mida on seni aktsepteeritud maksuneutraalsetena nii haldus- kui kohtupraktikas.

Niinimetatud varjatud töösuhete maksustamise vallas on meediasse jõudnud info mitme suure tööandja suhtes kriminaalmenetluse alustamise kohta seoses väidetava OÜ-tamisega, s.o olukorraga, kus tööjõumaksude optimeerimiseks asendatakse töölepingud töötajate äriühingutega sõlmitavate teenuslepingutega. Kuna OÜ-tamise puhul sõltub tööjõumaksudega maksustamine konkreetsetest asjaoludest ning igat juhtumit tuleb hinnata eraldi, siis maksukohustust ei pruugi alati tekkida (nt võib teatud juhtudel ollagi tegemist äriühingu ettevõtluse käigus teenuse osutamisega). Kui varasemalt saatis maksuhaldur potentsiaalse OÜ-tamise olukorra märkamisel maksumaksjatele laiali märgukirjad palvega olukord üle vaadata ja vajadusel maksukäitumist muuta, siis nüüdseks on sarnases olukorras peetud õigustatuks lausa kriminaalmenetluse algatamist – selge märk maksumenetluse karmistamisest, mis on suure tõenäosusega tingitud vajadusest tõhustada maksumenetlust ja lõppkokkuvõttes tuua riigieelarvesse lisavahendeid.

Kuid kui OÜ-tamise vastaste sammude astumisel saab Maksu- ja Tolliamet tugineda Riigikohtu lahenditele, siis oluliselt murettekitavam on maksuhalduri püüd muuta maksukäsitlust küsimustes, mis on kohtutes varasemalt põhjalikult läbi vaieldud ja mille osas on juba varsti kakskümmend aastat eksisteerinud üldine konsensus nende

maksuneutraalsusest. Jutt käib olukordadest, kus vahetult enne müügitehingut toimub eraisikule kuuluvate varade üleandmine ühingule, eesmärgiga edasi lükata varade realiseerimisest tekkivat eraisiku tulumaksukohustust.

Varasemas kohtupraktikas on Riigikohus korduvalt kinnitanud (Sylvesteri, Hansapanga jt kaasused), et tulenevalt Eesti äriühingu tulumaksusüsteemi omapärasest tuleb selliseid varade üleandmistehinguid pidada lubatud ja maksuneutraalseteks maksude optimeerimise viisideks. Nimelt võimaldab Eesti maksuseadus maksuneutraalset varade üleandmist äriühingule ning müügitehingust tekkinud tulude reinvesteerimist selliselt, et tulumaksukohustus tekib alles ühingu poolt kasumi jaotamisel. Pärast viidatud Riigikohtu lahendite tegemist ei ole seadus selles osas muutunud.

Seda kummastavam on maksuhalduri üha selgemini välja joonistuv püüdlus muuta senist väljakujunenud praktikat, maksustades eelkirjeldatud olukorrad kui eraisiku poolt maksueelise saamise eesmärgil teostatud tehingud. Maksuhalduri seisukoht, justkui annaks selliseks praktikamuutuseks alust viimastel aastatel veidi laiema sõnastusega kehtestatud maksudest kõrvalehoidumise vastased sätted, ei kannata kriitikat.

Vaatamata tugevale vastuseisule, millega turuosalisel on maksuhalduri välja kuulutatud kursimuutuse vastu võtnud, jätkab Maksu- ja Tolliamet nähtavasti praktika muutmise püüdlustega. Väidetavalt on maksuhalduri töölaual juba praegu mitmed kinnisvara müügieelse

ühingusse liigutamise juhtumid. Ilmselt võib mõni neist testkaasusena ka kohtusse jõuda.

Eelkirjeldatud tendentsid murendavad oluliselt Eesti maksusüsteemi usaldusvärsust ning on selgelt murettekitavad. Igal juhul tuleb turuosalistel olla tehingute planeerimisel ettevaatlik ning arvestada Eesti maksuhalduri üha enam karmistuva halduspraktikaga.

## Esimene poolaasta avalikul väärtpaberiturul: rahvaaktsia lahkumine börsilt, ootus kindla tootluse järele

Gerli Kivisoo, Ellex Raidla partner

Märgiline areng 2025. aasta esimesel poolaastal oli Eesti Energia AS-i vabatahtlik ülevõtmispakkumine kõigile Enefit Green AS-i aktsionäridele. Pakkumine tehti kõigile Enefit Green AS-i aktsionäridele aktsiate müümiseks, makstes aktsiate eest võrreldes börsihinnaga ligikaudu 27%-list preemiat.

Pakkumine oli edukas, kuivõrd tehingu tulemusena omandas ülevõtja täiendava 20%-lise osaluse Enefit Green AS-is, mis suurendas Eesti Energia AS-i osaluse Enefit Green AS-is 97,2%-ni kõikidest aktsiatest. Paraku tähendab see aga Enefit Green AS-i lahkumist Nasdaq Tallinna Börsilt. Peale jaanipäeva toimub Enefit Green AS-i üldkoosolek, mille päevakorras on muuhulgas vähemusaktsiate ülevõtmine rahalise hüvitise eest ja kauplemisele võtmise lõpetamine ehk

maakeeli börsilt lahkumine. Meedias on seda tehingut nimetatud Eesti suurima investeerimispeo tagasipööramiseks, mida see teatud mõttes ongi. 2021. aastal toimunud IPO-s osales rekordiline arv investoreid – ligikaudu 60 000 investorit ostis esmase avaliku pakkumise käigus aktsiaid. Selles vaates ja sealjuures mõistes, et Eesti Energia AS-il on täna tehtavaks lükkeks kaalukad põhjused, on Enefit Green AS-i lahkumine börsilt kurb, kuna börs jääb oluliselt õhemaks. Samas andis Enefit Green AS börsile tulekuga Eesti investorkonnale olulise õppetunni – paljud jaeinvestorid õppisid ära, mis on väärtpaberikonto, kuidas seda avada ja kasutada, kuidas investeringult tulu teenida, aga ka seda, mida tähendab kontrolliva aktsionäri võim avaliku emitendi üle. See vagu sai sisse küntud ja loodetavasti ei jää need väärtpaberikontod tühjana seisma ka pärast Enefit Green AS-i börsiareenilt lahkumist.

Paralleelselt Enefit Green AS-i börsilt lahkumise ettevalmistamisega korraldas Eesti Energia AS-i avaliku võlakirjade pakkumise, mille baasmahuks oli 10 miljonit eurot ja mis märgiti ligikaudu 9-kordselt üle. Pakkumises osales kokku 4715 investorit. Lõplikuks mahuks kujunes 50 miljonit eurot. Samasse ajaaknasse jäi veel kaks avalikku võlakirjapakkumist – Everaus Kinnisvara AS-i 5 miljoni euro suuruse mahuga võlakirjapakkumises osales 1601 investorit ja Invego Latvia OÜ 4 miljoni euro suuruse baasmahuga pakkumine märgiti 2038 investori poolt 4-kordselt üle. Kõikide nimetatud võlakirjapakkumiste nõudlus ületas märkimisväärselt pakkumist ehk huvi ja valmidus võlakirjadesse investeerida oli esimesel poolaastal suur.

Samas jäi huvi alternatiivturule First North emitendi Primostar

Group AS-i aktsiate vastu pigem tagasihoidlikuks. Primostar Group AS on maa-aluse betoonkonstruktsiooni valge vanni hüdroisolatsioonilahendust pakkuv ettevõte, millel on ennast juba tõestanud ärimudel ja soliidne ajalugu. Võime siinkohal arutleda selle üle, kas asi oli selles, et jaeinvestor ei saanud ikkagi lõpuks aru, miks juhitud betoonipraod on paremad kui juhuslikud, või selles, et jaeinvestor pelgab omakapitali instrumente ja alternatiivturu emitente. Lõplikku tõde teada saada polegi võimalik. Küll aga julgeksin ma ise kahtlustada viimast – turutrendid näitavad seda, et jaeinvestor otsib täna kindlat ja turvalist tootlust, mida arvab võlakirja pakkuvat. Võlakiri instrumendina peaks tõepoolest tagama selle, et investor saab oma algse investeeringu koos kindla tootlusega tagasi. Seda muidugi ideaalses maailmas, kus äri õitseb ja emitendiga seotud riskid ei realiseeru. Teine teema on alternatiivturg First North kui selline – jaeinvestor paistab seda pisut pelgavat, kuna nii mõnigi emitent on sealt põhjusel või teisel ilma investorile tulu sisse toomata lahkunud. Tegelikuses ei ole turg ju milleski süüdi, turg on pelgalt kauplemiskoht, millele rakendatakse konkreetseid reegleid. Investeermise edukust või tulemuslikkust mõjutab konkreetne kauplemiskoht pigem siiski vähe.

Eelnev viib mõtte investori teadlikkusele. Eelmise aasta lõpus tehti Euroopa Liidu tasandil väärtpaberituruõiguses mitmeid muudatusi, mille peamiseks eesmärgiks oli avalikule väärtpaberiturule juurdepääsu lihtsustamine. Praktikas tähendab see peamiselt koostatava dokumentatsiooni lihtsustamist. Tulemuseks peaks olema väiksem koormus emitentide jaoks osas, mis puudutab avalike pakkumiste dokumentatsiooni koostamist ehk pakkumise dokumentide maht võiks tulevikus kõigi eelduste kohaselt väheneda. Minu hinnangul on see õige suund – fakt on see, et jaeinvestor ei loe sadadesse

lehekülgedesse ulatuvat materjali läbigi, rääkimata selle põhjalikust analüüsist ja võrdlusest muude turul pakutavate instrumentidega. See on ka inimlikult arusaadav – kellel ikka seda ressursi ja aega nii lahkelt käes on. Selles tuules oleks aga suurepärane, kui dokumentatsioon muutuks kontsentreeritult sisukamaks – mahukad hoiatused ja riskikirjeldused on küll asjakohased ja õiged, aga mõjuvad sageli tapeedina. Nende vahele võib aga asja tuum kaduma minna – keskendumaks peaks ju eelkõige sellele, mis konkreetset investeeringut puudutab – mis on konkreetse instrumendi tingimused, kust tekib tootlus ja mis seda ohustada võib. Geopoliitilisest ja maksudega seotud riskidest on olulisem emitent ise, selle äri ja juhid. Kui dokumentatsiooni lihtsustamise tulemusena saaksime fookuse päriselt olulistele küsimustele tagasi, oleks ehk ka hirm konkreetse instrumendi või turu ees väiksem. Ja investeerimisotsus päriselt ka teadlikum. Ja selle tulemusena elavneks ka turg ning täidaks ära Enefit Green AS-ist jääva tühimiku.

## 2025. aasta esimene pool koondumise kontrollis: raputusi ja sõjalugusid raporteerida ei ole

**Martin Mäesalu**, Ellex Raidla partner

Aasta esimeses pooles on koondumise teemal näha eelmise aastaga võrreldes suuremat arvu teavitusi, kuid erinevalt mõnest varasemast aastast märkimisväärsed arenguid ega murrangulisi juhtumeid veel näha pole olnud. Ilmselt võib tõdeda, et no news is good news. Koondumiste järelevalve kulgeb üldreeglina arusaadavat menetlust järgides, kuigi loomulikult ei ole välistatud kohatised üllatused. Samas, erinevalt näiteks Leedust ei tõsta Eestis koondumisteate esitamise kohustus tavapäraselt asjaosaliste vererõhku.

## Statistika: koondumiste teated ja otsused 2025

Konkurentsiameti andmetel on 2025. aastal kuni juuni keskpaigani esitatud ligikaudu 20 koondumise teatist ning tehtud 21 koondumisotsust. See näitab mõneti kõrgemat aktiivsust kui eelmisel aastal. Senised kaasused on pigem olnud tavapärased ning probleemseid teateid märgata ei ole. Ka ei ole konkreetset välja tuua kõrge profiiliga juhtumeid. Senini on algatatud kolm täiendavat menetlust ehk nn II faasi uurimist, mis võivad kesta tavapärase 30 päeva asemel täiendavalt neli ning kohustuste pakkumisel veel kuni kaks kuud. On küsitav, kas nende kolme kaasuse juures eksisteerib ka reaalne konkurentsi kahjustamise mõju. Pikemad menetlused on ilmselt alustatud pelgalt täiendava teabe kogumiseks, mida ei olnud võimalik tavapärase 30 päeva jooksul teha.

## Menetluste kestus: ennustatav, kuid täheldatavad on viivitused teatud perioodidel

Koondumiste menetluse kestus on endiselt üldjoontes hästi prognoositav – lihtsamad juhtumid lahendatakse jätkuvalt esmases 30-päevases läbivaatamisetapis. Kui varasemalt olid enam levinud ka kiiremad lahendused, kus luba saadi teate esitamisest isegi 2-3 nädala jooksul, siis hetkel seda pigem enam näha ei ole.

Konkurentsiametil võivad teatud perioodidel olla menetlused senisest aeglasemad vähenenud ressursi tulemina. Siiski pole need viivitused seni olnud kriitilised ning pigem on ajagraafik püsinud mõistlikuna ja lahendini jõudmise periood on jäänud ennustatavaks.

## Lävendid alla turu tegelikkuse?

Eestis kehtivad koondumise kontrolli käibe piirmäärad – 6 miljoni euro suurune ühiskäibe künnis ja 2 miljoni eurone käive vähemalt kahel osalisel – on püsinud sisuliselt muutumatusena juba 2006. aastast. THL on selle aja jooksul kasvanud 115%. Eesti SKP omakorda on kasvanud üle kolme korra. Majanduse kasvuga on need numbrid suhtelises mõõtmes järjest väiksemad ning praktikas jäävad turureaalsusele alla. Selliselt tuleb valdavat enamust tehingutest Konkurentsiametile teavitada samas kui need ei saa kuidagi oluliselt konkurentsi mõjutada. Ka teiste Balti riikide teavitamise määrad on oluliselt kõrgemad, seda just ühiskäibe künnise osas.

Ühe uue võimalusena on Konkurentsiamet viidanud võimaliku tehingute nn call-in-õiguse andmisele. See tähendaks, et amet saaks teatud juhtudel sekkuda ka sellistesse koondumistesse, mis käibekünniseid ei ületa, kuid võivad siiski konkurentsiolukorda märgatavalt mõjutada. Lätis ja Leedus on analoogne call-in mehhanism hetkel kasutusel. Ka mujal Euroopas on sarnaseid volitusi ligi kümnel ELi riigil ning mitmed riigid, sh Belgia, Holland, Tšehhi, Kreeka ja Soome, seda parajasti kaaluvad. Eriti agaralt on antud osas sõna võtnud Soome konkurentsiamet teostamaks järelevalvet “radari alt läbi lendavate” tehingute osas, näiteks tehnoloogia- ja farmaatsiasektoris. Samal ajal on Leedu regulatsioon on siin mõneti hoiatavaks näiteks, kus call-in õigus on praktikas seadnud tehingu kindluse. olulise kahtluse alla Eelnev omakorda võib negatiivselt mõjutada majanduse aktiivsust laiemalt. Antud debatti Eestis senini sisuliselt aset leidnud ei ole. Ilmselt sellest arutelust tulevikus pääsu ei ole.

## Välisinvesteeringute kontroll regiooni tehingute juures olulist rolli ei mängi

Eestis on nüüd peaaegu kaks aastat toiminud välisinvesteeringute taustakontrolli süsteem, mille raames hindab Tarbijakaitse ja Tehnilise Järelevalve Amet (TTJA) teatud tundlikesse sektoritesse tehtavaid EL-i väliste investorite investeeringuid. Võrreldes paljude teiste EL-i riikidega on Eestis selle mehhanismi rakendamine seni kulgenud sujuvalt ja suurema kära ning probleemideta. Nii andis TTJA 2024. aastal kokku välja vaid 5 välisinvesteeringu luba, kusjuures ühegi puhul ei leitud, et investeering ohustaks riigi julgeolekut või avalikku korda (kontrastina oli Rootsist 2024. aasta novembriks esitatud ligi 1 200 teadet). Loomulikult on küsimusi reeglite osas olulisel määral enam.

Suures osas on FDI režiimiga kokku puutuvad ettevõtjad USA päritolu erakapitali investorid. Peamiselt on küsimused seotud kaitsetööstusega seotud ettevõtjatega ning eriti nn dual use tehnoloogiate/ kaupadega seonduvalt. Vähem plahvatusohtlikest sektoritest on küsimused tulnud eelkõige energia ja eriti kaugküttega seotud ettevõtjatelt.

FDI režiimi kohaldumisala on hiljuti laiendatud, hõlmates laiemat ringi elutähtsa teenuse osutajaid. Seda muudatuse mõju on hetkel vara hinnata, kuna 2025. aasta globaalmajanduslikud mõjud on tõenäoliselt vähendanud tehingute arvu, mille raames antud küsimus võiks tekkida.

## Eesti tehinguturg 2025. aasta esimesel poolel

Sven Papp, Ellex Raidla partner

Andmed Eesti tehinguturu kohta 2025.aasta esimeses pooles on mõneti vastukäivad nagu ka andmed Eesti majanduse kohta üldiselt.

Eesti Pank prognoosib selle aasta majanduskasvuks 1,5% ning kahel järgmisel aastal 2–3%. 2025 esimese kvartali seisuga oli aga majanduskasv võrdluses 2024 esimese kvartaliga paraku negatiivne -0,3%. Palgakulu ja muud tootmiskulud jätkavad kasvamist ning koos maksutõusudega prognoositakse Eestis 2025. aastal hinnatõusuks 5,4%. Arvestades hiljutisi uudiseid nafta hinna prognoositavast tõusust kuni 130 dollarini barrel, võib karta tootmiskulude ja hinnatõusu edasist kasvamist. Vabariigi Valitsuse hiljutine otsus loobuda eesmärgist katta 2030. aastaks kogu riigi elektritarbimine taastuvenergiast, lubab oodata taastuvenergeetika turul omajagu segadust. Kuna energiahinnad mõjutavad pea kõikide sektorite konkurentsivõimet, siis oleks keeruline oodata, et Eesti majanduse seis aastal 2025 oluliselt paraneks ning tehinguturg elavneks. USA tollidel ei ole Eesti majandusele just ülemäära suurt mõju, aga koosmõjus keerulise geopoliitilise olukorraga maailmas omab globaalne ebakindlus üsna olulist negatiivset mõju ka Eesti ettevõtluskeskkonnale ja seeläbi ka tehinguturule.

Seega midagi väga head ei julgeks Eesti majandusele ja tehinguturule 2025. aastaks prognoosida, aga samas ei ennustaks ka midagi halba – ilmselt jätkavad mõlemad enam-vähem samal tasemel kui 2024. aastal ning majanduse ja tehinguturu elavnemist peame paraku ootama aastateni 2026 või isegi 2027.

## Mõned märksõnad Eesti 2025. aasta tehinguturu seniseks iseloomustamiseks:

**1. Hinnakäärid.** Keerulises ja ebakindlas keskkonnas on keeruline ka ettevõtteid hinnata ning seetõttu kipuvad ettevõtete hindamised olema pigem hinnaskaala madalamas kui kõrgemas astmes. See on tekitanud olukorra, kus müüjad ei soovi oma ettevõtteid „odavalt müüa“ ning ostjad ei näe põhjust hetkel maksta ettevõtete eest kõrgemat hinda. Praegu tundub, et „hinnakääride“ tõttu näeme turul vähem tehinguid, kui sooviks. Sama trend on täheldatav ka Euroopas laiemalt.

**2. Tehinguid „pannakse pausile“.** Tehingute ettevalmistamise ja läbirääkimiste aeg on praegu varasemaga võrreldes pikem. On selge, et alati ei jõuta tehingutingimustes kokkuleppele ning tehingut ei sünnigi. Uue fenomenina oleme viimasel ajal näinud, et nii mõnedki tehingud „jäävad pausile“, s.t. tehingu läbirääkimised jäävad mingil põhjusel toppama, aga pooled ei kiirusta ka läbirääkimisi lõppenuks kuulutama. Nii jäävadki nii mõnedki tehingud mingisse ebamäärasesse seisu, ehk „pausile“. Mõned „pausil olevad“ tehingud viiakse pärast „pausi“ lõpuni, mõned aga jäävadki sõlmimata.

**3. Investeerimisalternatiivide vähesus.** Ettevõtete omanikud on kurtnud, et nad ehk isegi müüksid oma ettevõtteid, aga neil pole saadud raha samaväärselt kasulikku ärisse investeerida. Valikuvõimalused uute ettevõtete ostuks oleksid kindlasti suuremad kui ei eksisteeriks juba eelnimetatud probleeme.

**4. Võimalus kohalikule kapitalile jätkub.** Segastel aegadel on kohalikel investoritel teatud eelis investeringute tegemisel, sest nemad tunnevad ennast kohalikus „segaduses“ veidi kindlamini ja on valmis võtma ka suuremaid riske kui välisinvestor. Kindlasti näeme ka aastal 2025 sarnaseid tehinguid nagu Kristiine keskuse müük Efteni poolt juhitud kohalike investorite konsortsiumile või Port Arturi, Ülemiste Keskuse müügid, ka Flexa müük Lemeksile või osaluste müüke juhtkonnale nagu osaluse müük TREV2s.

**5. Väliskapital ei lahku Eestist.** Kuigi eespool tööme näiteid, kus väliskapital on müünud oma osalusi Eesti äriühingutes Eesti investoritele, siis Eesti Panga statistika kohaselt ei ole märgata välisosalusega ettevõtete vähenemist Eestist. 2023 ulatus Eesti mittefinantsettevõtetele tehtud välismaiste otseinvesteeringute maht 69%ni SKPst. Euroopa Liidu keskmine on 38%.

**6. Eesti on jätkuvalt atraktiivne väliskapitalile.** Eestisse tehtud uute otseinvesteeringute maht omakapitali on olnud viimastel aastatel stabiilne: 384 miljonit eurot aastal 2022; 424 miljonit eurot aastal 2023 ja 323 miljonit eurot aastal 2024. Prognoosime, et sama trend jätkub ka aastal 2025.

**7. „Kuumad valdkonnad“ investeringuteks.** Kuumad valdkonnad investeringuteks on AI ja küberturvalisus, IoT ja tehnoloogiavaldkond üldiselt. Mõned fondijuhid on juba jõudnud deklareerida, et nad ei investeeri ettevõtetele, kus tehisaru ei kasutata. Huvitav on märkida, et tehisintellekti võimalusi on hakatud väga laialdaselt kasutama ka äriühingute seisu analüüsimisel ja hindamisel.

**8. Kaitsetööstus.** See valdkond väärib eraldi väljatoomist, kuna käimasolevad sõjad ja ümberrelvastumine on tõstnud selle igapäevasesse fookusesse. Ka Eestis on sellest palju räägitud ja meil on oma näited – Milrem Robotics, Defendec, Frankenburg, Threod systems, Marduk, Rantelon, jne. Samas tuleb märkida, et see on keeruline valdkond, kus konkurents on väga tihe ja ka mõnesaja miljoni euro suurune investering on vaid pisku. Oma äri skaleerimisel selles sektoris tuleb eriti süvitsi arvestada, kes on selle valdkonna toodangu ostjad ja milline on hankeprotsess toodangu müügiks. Kui su toodang ei ole just „analooge mitteomav“, siis võib kergesti juhtuda, et relvastuse ostjad valivad konkurendi toodangu ja sinu turg sellega praktiliselt sulgubki.

Vanasõna küll ütleb, et sogases vees on lihtsam suurt kala püüda, aga majanduses ja äris paraku see nii ei ole. Segastel aegadel on raske määrata ettevõtete „õiget hinda“, mis sobiks nii ostjale kui müüjale ning samuti on raske ennustada tulevikuperspektiive. Selleks, et tehinguturg elavneks, on vaja ettenähtavust ja stabiilsust. Paraku 2025 seda vajalikust mahu veel ei paku ning seega peame lootma aastate 2026/2027 peale.

# Anname nõu avaliku ja erasektori ühinemisi ning omandamisi puudutavates küsimustes.



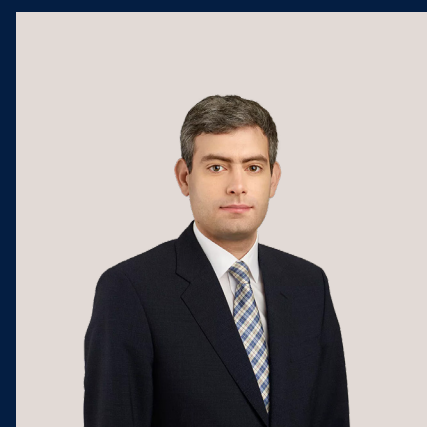
**Risto Vahimets**  
Partner  
Tehingute valdkonna juht



**Sven Papp**  
Partner  
Tehingute valdkonna kaasjuht



**Martin Mäesalu**  
Partner



**Dmitri Rozenblat**  
Nõunik



**Gerli Kivisoo**  
Partner



**Merlin Liis-Toomela**  
Andmekaitse ja  
IT-õiguse valdkonnajuht

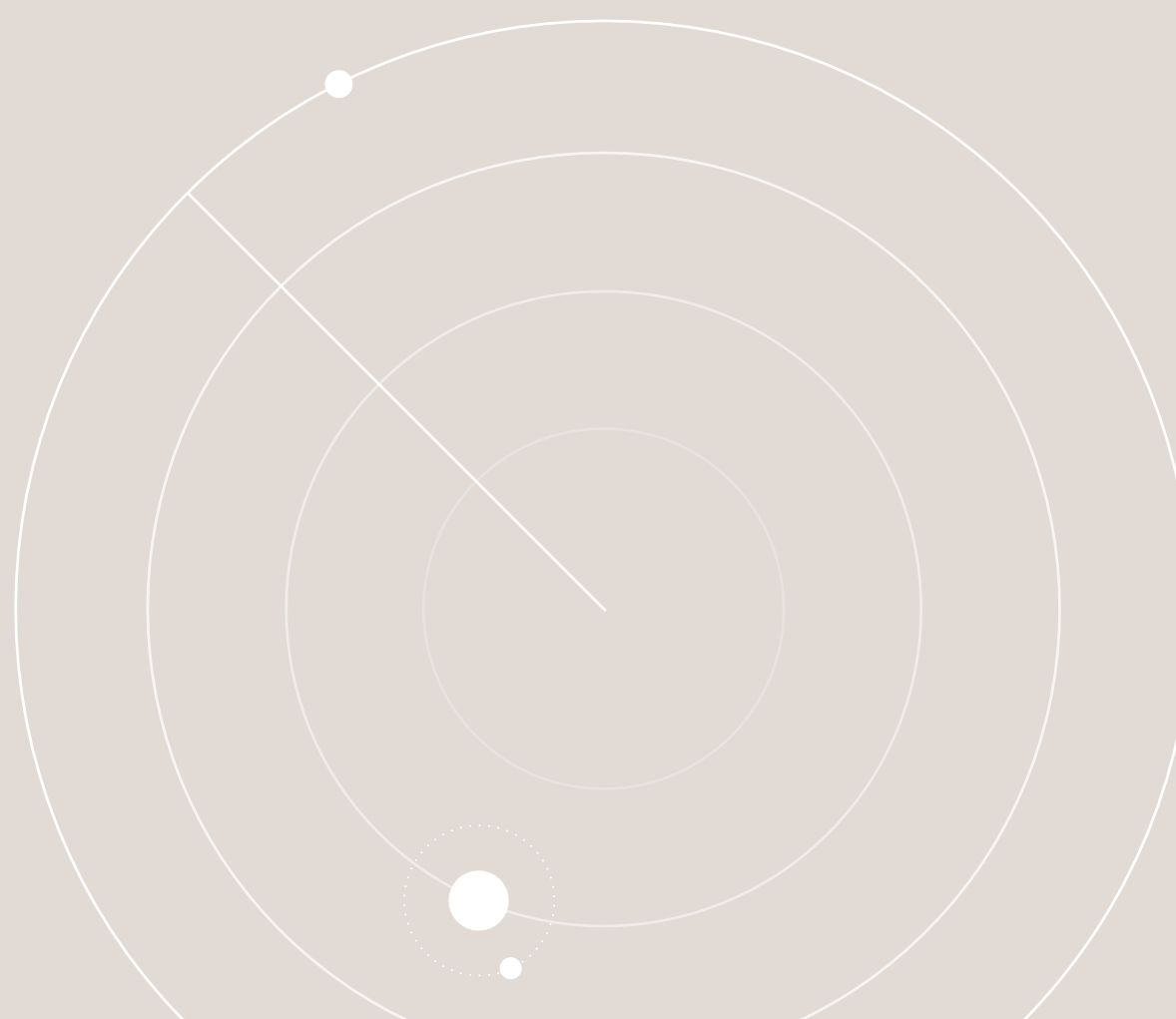
Tutvu [teenuse ja meeskonnaga kodulehel](#) ning võta huvi korral ühendust [risto.vahimets@ellex.legal](mailto:risto.vahimets@ellex.legal), +372 515 0949.

Juba 30 aastat nõustame Eesti ja rahvusvahelisi ettevõtteid kõigis majandussektorites. Mõistame sügavuti kliendi äri ning lubame õiguslikku täpsust ja inimlikku pühendumust, seistes üheskoos klientide huvide eest.



[ellex.legal](#)  
Õigus eduks

Ellex Raidla Advokaadibüroo OÜ  
Reg. kood 10344152  
VAT EE100101799  
Ahtri 4, Tallinn



**Ellex<sup>®</sup> Raidla**

[ellex.legal](https://ellex.legal)