

**SUOSITUS JULKISISSA OSTOTARJOUKSISSA
NOUDATETTAVISTA MENETTELYTAVOISTA**

TAKEOVER CODE -TYÖRYHMÄ JA SUOSITUKSEN VALMISTELU

Elinkeinoelämän keskusliitto EK, Keskuskauppakamari ja OMX Exchanges Oy asettivat 23.11.2005 työryhmän ("Takeover Code -työryhmä") valmistelemaan suositusta, jonka on tarkoitus edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa ja ohjata yritys-kauppatilanteissa noudatettavia menettelytapoja.

Työryhmän puheenjohtajaksi kutsuttiin lakiasiaintohtaja Ilona Ervasti-Vaintola.

Työryhmän jäseninä ovat toimineet:
asianajaja Johan Aalto,
Senior Advisor Manne Airaksinen,
asianajaja Tomas Lindholm,
apulaisjohtaja Leena Linnainmaa,
johtaja Jaakko Raulo ja
johtaja Joakim Åberg.

Työryhmän sihteeristöön ovat kuuluneet asianajaja Klaus Ilmonen, asianajaja Paula Linna sekä Keskuskauppakamarista lakimies Anne Horttanainen ja lakimies Jaakko Turunen.

Elinkeinoelämän keskusliitto EK, Keskuskauppakamari ja OMX Exchanges Oy asettivat lisäksi 2.3.2006 seurantaryhmän, jota kuultiin ja informoitiin työryhmän työn aikana. Seurantaryhmään koottiin liikkeeseenlaskijoiden, muiden arvopaperimarkkinoilla toimivien tahojen ja viranomaisten edustajia.

Seurantaryhmän puheenjohtajaksi kutsuttiin laamanni Pekka Merilampi.

Seurantaryhmän jäseninä ovat toimineet:
lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju, valtiovarainministeriö,
asianajaja Mika Ilveskero, Suomen Asianajajaliitto,
päälakimies Timo Kaisanlahti, Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ry ja Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma,
johtaja Erkki Kontkanen, Suomen Pankkiyhdistys ry,
toimitusjohtaja Antti Mäkinen, eQ Pankki Oy,
Authorised Public Accountant, Partner Rabbe Nevalainen, KHT-yhdistys ry,
toimistopäällikkö Jarmo Parkkonen, Rahoitustarkastus,
puheenjohtaja Kari Rytönen, Suomen pääomasijoitusyhdistys ry,
lakiasiaintohtaja Juha Salonen, Huhtamäki Oyj,
toimitusjohtaja Markku Savikko, Arvopaperivälittäjien yhdistys ry,
professori Matti J. Sillanpää, Turun kauppakorkeakoulu,
Vice President, Assistant General Counsel Kaarina Ståhlberg, Nokia Oyj,
neuvotteleva virkamies Pekka Timonen, kauppa- ja teollisuusministeriö ja
johtaja Tapani Varjas, Aventus Partners Oy.

Työnsä aikana työryhmä kokoontui kaksikymmentäneljä kertaa ja seurantaryhmä viisi kertaa. Työryhmä on suosituksen laatimista varten selvittänyt julkisissa ostotarjouksissa noudatettuja käytäntöjä. Työryhmä on lisäksi selvittänyt julkisia ostotarjouksia koskevia itsesääntelyrakenteita Ison-Britanniassa ja Ruotsissa. Työryhmän puheenjohtaja ja sihteerit ovat tutustuneet Ison-Britannian itsesääntelyelimen toimintaan Lontoossa, ja työryhmä on työnsä aikana kuullut Ruotsin julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn valmisteluun osallistunutta Rolf Skogia.

Työryhmä lähetti suosituksen lausuntokierrokselle syyskuussa 2006. Lausuntoa pyydettiin kaikkiaan yli seitsemältäkymmeneltä taholta mukaan lukien keskeiset ministeriöt, yliopistot, Rahoitustarkastus, alan etujärjestöt, asianajotoimistot, tilintarkastusyhteisöt ja investointipankit. Saatujen lausuntojen perusteella suositus viimeisteltiin loka-joulukuussa 2006.

Työryhmä totesi, että julkisissa ostotarjouksissa noudatettavat menettelytavat ja käytännöt kehittyvät jatkuvasti. Kotimaista ja kansainvälistä kehitystä on tämän vuoksi seurattava, ja suositusta on tarvittaessa päivitettävä.

KESKUSKAUPPAKAMARIN YRITYSKAUPPALAUTAKUNTA

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta on Keskuskauppakamarin yhteydessä toimiva itsenäinen lautakunta, jonka tehtävänä on edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa Suomessa. Lautakunnasta on säädetty kauppakamarilaissa ja arvopaperimarkkinalaissa. Lautakunta on aloittanut toimintansa 1.9.2006.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunnan sääntöjen 1 §:n mukaan lautakunnan tehtävänä on antaa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaisesti hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Lautakunta voi lisäksi antaa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaisesti hakemuksesta ratkaisusuosituksia suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä. Lautakunta voi myös muulla tavoin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä.

Lautakunnan puheenjohtajana toimii professori Matti J. Sillanpää. Lautakunnan 1. varapuheenjohtaja on varatuomari Birgitta Kantola ja 2. varapuheenjohtaja oikeustieteen lisensiaatti Juhani Erma.

Lautakunnan muut jäsenet ovat (suluissa on esitetty kunkin jäsenen henkilökohtaiset varajäsenet):
lakiasiainjohtaja Ilona Ervasti-Vaintola (Vice President Marja Hanski),
johtaja Kari Hietanen (Vice President, Assistant General Counsel Kaarina Ståhlberg),
päälakimies Timo Kisanlahti (professori, apulaisjohtaja Matti Turtiainen),
professori Eva Liljebloom (yritysjuridiikan professori Seppo Villa),
partneri Kari Rytkönen (tutkija Sari Lounasmeri),
lakiasiainjohtaja Juha Salonen (lakiasiainjohtaja Harri Pynnä),
KHT Anna-Maija Simola (kehitysjohtaja Eija Kuittinen) ja
Executive Director Tarja Tyni (johtaja Joakim Åberg).

Lautakunnan sihteereinä toimivat lakimies Anne Horttanainen ja lakimies Jaakko Turunen.

SISÄLLYS

JOHDANTO	6
1. SUOSITUKSEN TAVOITTEET.....	6
2. JULKISIA OSTOTARJOUKSIA KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET JA NIIDEN SOVELTAMISALA.....	6
3. SÄÄNNÖSTEN TULKINTAPERIAATTEET.....	7
4. SUOSITUKSEN SITOVUUS.....	8
SUOSITUKSET	9
1. TARJOUKSEN VALMISTELU.....	9
Suositus 1 - Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen.....	9
(a) Rahoituksen varmistaminen.....	9
(b) Viranomaisluvut ja -määräykset.....	9
(c) Muut tarjouksen toteuttamiselle asetettavat ehdot.....	10
2. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET.....	10
Suositus 2 - Hallituksen velvollisuus käsitellä tarjousta koskeva yhteydenotto.....	10
Suositus 3 - Yhtiön vaihtoehtojen arviointi.....	11
Suositus 4 - Keskustelut merkittävien osakkeenomistajien kanssa.....	12
Suositus 5 - Sitoutuminen neuvottelukieltoon.....	12
Suositus 6 - Yhdistymissopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa.....	13
Suositus 7 - Esteellisyyssuositukset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen.....	14
(a) Esteellisyys ja olennaiset sidonnaisuudet.....	15
(b) Kohdeyhtiön hallituksen toimenpiteiden valmistelu ja päätöksenteko.....	15
(c) Olennaisten sidonnaisuuksien julkistaminen.....	15
(d) Esimerkkitalanteita.....	16
Suositus 8 - Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta.....	16
(a) Lausunnon valmistelu.....	16
(b) Asiantuntijan lausunto.....	17
(c) Henkilöstön edustajien mahdollisesti antama lausunto.....	17
(d) Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laatimiseen.....	18
Suositus 9 - Hallituksen mahdolliset toimenpiteet tarjouksen johdosta.....	18
Suositus 10 - Sisäpiiriäsioiden hallinnointi.....	19
Suositus 11 - Tiedonantovelvollisuus.....	20
3. DUE DILIGENCE -TARKASTUS.....	21
Suositus 12 - Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä.....	21
(a) Due diligence -tarkastuksen salliminen.....	21
(b) Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuskysymykset.....	22
(c) Salassapitokohdat.....	22
(d) Annettavan tiedon luonne ja laajuus.....	22
(e) Sisäpiirikysymykset.....	22
(f) Tiedonantovelvollisuus.....	23
Suositus 13 - Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus.....	23

SISÄLLYS

4. KILPAILEVAT TARJOUKSET.....	24
Suositus 14 - Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa.....	24
(a) Kohdeyhtiön hallituksen yleiset velvollisuudet.....	24
(b) Kohdeyhtiön hallituksen lausunto ja sen mahdollinen muuttaminen...25	
(c) Kilpailevan tarjouksen vaikutukset ensimmäiseen tarjoukseen.....	25
(d) Sisäpiirikysymykset.....	26
5. TARJOUKSEEN LIITTYVÄT JÄRJESTELYT.....	26
Suositus 15 - Tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien väliset järjestelyt.....	26
(a) Osakkeenomistajien antama sitoumus hyväksyä tuleva julkinen ostotarjous.....	26
(b) Etukäteiskaupat.....	27
(c) Kohdeyhtiön hallituksen asema osakkeenomistajajärjestelyiden yhteydessä.....	27
(d) Salassapito- ja sisäpiirikysymykset.....	27
Suositus 16 - Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta markkinoilta ennen tarjousajan alkamista.....	27
Suositus 17 - Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta tarjousaikana ja sen jälkeen.....	28
6. TARJOUS JA SEN EHDOT.....	29
Suositus 18 - Tarjouksen julkistaminen.....	29
(a) Julkistamisen ajankohta.....	29
(b) Julkistamisen yhteydessä annettavat tiedot.....	30
Suositus 19 - Tarjouksen sitovuus ja ehdot.....	30
(a) Tarjouksen tasapuolisuus.....	30
(b) Tarjouksen ehdollisuus.....	31
(c) Tarjouksen peruuttaminen.....	31
Suositus 20 - Tarjouksen voimassaoloaika.....	32
Suositus 21 - Tarjoukseen liittyvät yhtiökokouksen päätökset.....	32
(a) Yhtiökokouksen tarve.....	33
(b) Toimenpiteet tarjouksen julkistamisen jälkeen.....	33
(c) Ennakolliset toimenpiteet.....	34
Suositus 22 - Tarjouksen tuloksen julkistaminen.....	34
7. MUITA KYSYMYKSIÄ.....	34
Suositus 23 - Osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely.....	34
(a) Suhde arvopaperimarkkinalain sääntelyyn.....	35
(b) Menettely osakeyhtiöoikeudellisessa lunastuksessa.....	35
Suositus 24 - Haltuunottoimenpiteet.....	36
Suositus 25 - Kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuvat määräykset.....	36
(a) Yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus.....	37
(b) Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan puolustautumistoimenpiteitä koskevat määräykset.....	37
(c) Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan läpimurtolauseke.....	38

SUOSITUS JULKISISSA OSTOTARJOUKSISSA NOUDATETTAVISTA MENETTELYTAVOISTA

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaan Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja.

Lautakunta voi lisäksi antaa hakemuksesta ratkaisusuosituksia myös suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä tai muulla tavoin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä.

Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta on, saatuaan asiasta Rahoitustarkastuksen lausunnon, antanut 15.12.2006 arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n nojalla seuraavan suosituksen:

JOHDANTO

1. SUOSITUKSEN TAVOITTEET

Suosituksen tarkoitus on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja ohjata yrityskauppatilanteissa noudatettavia menettelytapoja.

Suosituksen tavoitteena on yhdenmukaistaa julkisissa ostotarjouksissa noudatettavia menettelytapoja Suomessa ja näin edistää julkisten ostotarjousten osapuolten oikeussuojan toteutumista.

2. JULKISIA OSTOTARJOUKSIJA KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET JA NIIDEN SOVELTAMISALA

Julkisten ostotarjousten sääntely perustuu Suomessa lainsäädäntöön. Tämä suositus on tarkoitettu täydentämään julkisiin ostotarjouksiin sovellettavaa lainsäädäntöä, ja suositusta tulee soveltaa ja tulkita arvopaperimarkkinalain tavoitteiden ja säännösten mukaisesti. Alla on lyhyesti mainittu keskeisimmät julkisissa ostotarjouksissa sovellettaviksi tulevat lainsäädännökset ja niiden perusteella annetut säännökset ja määräykset:

Ostotarjousdirektiivi. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista kohdistuu kansallisiin sääntöihin, jotka koskevat jäsenvaltioiden lainsäädännön piiriin kuuluvan yhtiön arvopapereihin kohdistuvia ostotarjouksia, jos kaikki tai osa tällaisista arvopapereista on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla.

Suomessa ostotarjousdirektiivin voimaansaattaminen on pääosin toteutettu arvopaperimarkkinalain ja Rahoitustar-

kastuksesta annetun lain muutoksin. Ostotarjousdirektiivin voimaansaattamista varten säädetyt lainmuutokset ja niihin liittyvät valtiovarainministeriön asetukset ovat tulleet voimaan 1.7.2006.

Arvopaperimarkkinalaki. Julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset sisältyvät arvopaperimarkkinalain (495/1989, "AML") 6 lukuun, joka sääntelee sekä vapaaehtoisia että pakollisia ostotarjouksia. Säännökset koskevat direktiivin edellyttämällä tavalla tarjousta, joka tehdään sellaisista arvopapereista, jotka ovat Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena tai jotka oikeuttavat sellaisiin arvopapereihin. Arvopaperimarkkinalain säännökset koskevat tietyiltä osin myös tarjouksia muussa valtiossa julkisen kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista, joiden liikkeeseenlaskija on Suomessa rekisteröity yhtiö.

Osakeyhtiölaki. Osakeyhtiölain (624/2006; "OYL") säännökset tulevat sovellettaviksi julkisen ostotarjousprosessin eri vaiheissa erityisesti kohdeyhtiön ja sen johdon toiminnan osalta. Osakeyhtiölaissa säädetään lisäksi vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastuksesta, joka käytännössä yleensä muodostaa ostotarjousmenettelyn viimeisen vaiheen. Osakeyhtiölaissa säädetään vähemmistön oikeudesta saada osakkeensa lunastetuiksi käypään hintaan silloin, kun enemmistöosakkaalla on yli 90 prosenttia yhtiön osakkeista ja niiden tuottamista äänistä. Tällaisessa tilanteessa myös enemmistöosakkaalla on vastavuoroinen oikeus saada vähemmistön osakkeet lunastetuiksi käyvästä hinnasta. Säännökset vastaavat ostotarjousdirektiivin vaatimuksia.

Laki Rahoitustarkastuksesta. Rahoitustarkastus valvoo arvopaperimarkkinalain noudattamista ja sen toimivaltaan kuuluvat myös julkiset ostotarjoukset. Rahoitustarkastuksesta annettuun lakiin (587/2003) sisältyy erityisiä säännöksiä Ra-

hoitustarkastuksen oikeudesta valvoa tiettyjen ostotarjouksiin osallistuvien tahojen toimintaa. Rahoitustarkastuksella on valvontaoikeuteensa liittyen oikeus muun muassa määrätä hallinnollisia seuraamuksia sekä luovuttaa tietoja muulle viranomaiselle tai toimielimelle.

Rahoitustarkastuksen standardit ja tulkinnat. Rahoitustarkastus on antanut julkisia ostotarjouksia koskevan standardin 5.2c ("Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus"). Standardin säännökset perustuvat osin Rahoitustarkastukselle arvopaperimarkkinalain 6 luvussa annettuihin tehtäviin ja osin Rahoitustarkastuksen toimivaltaan rahoitusmarkkinoiden valvojana. Standardissa viitataan myös Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunnan suosituksiin. Rahoitustarkastus on standardissa vahvistanut, että hyvän tavan mukainen menettely julkisissa ostotarjouksissa edellyttää yleensä, että ostotarjouksen tekijä ja ostotarjouksen osapuolten neuvonantajina toimivat arvopaperinvälittäjät noudattavat muun muassa Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunnan antamia suosituksia ja lausuntoja.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunnan suositukset ja lausunnot. Lailla arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (442/2006) arvopaperimarkkinalakiin lisättiin säännökset Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunnasta. Lainmuutoksella ei ollut tarkoitus luoda Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunnalle Rahoitustarkastuksen toimivallan kanssa päällekkäistä toimivaltaa. Arvopaperimarkkinalain 7 luvun 1 §:n mukaan arvopaperimarkkinalain ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten sekä arvopapereilla käytävää julkista kauppaa ja muuta arvopaperimarkkinalain 3 luvun 16 §:ssä tarkoitettua kaupankäyntimenettelyä koskevien sääntöjen ja sopimusehtojen noudattamista valvoo Rahoitustarkastus. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaan Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunta antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvalan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Lautakunnan on pyydettävä suosituksista ennen niiden antamista Rahoitustarkastuksen lausunto. Suositukset voidaan ottaa osaksi arvopaperipörssin sääntöjä. Lautakunta voi lisäksi antaa hakemuksesta ratkaisusuosituksia myös suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä.

3. SÄÄNNÖSTEN TULKINTAPERIAATTEET

Julkisissa ostotarjouksissa voi tulla esiin hyvin erilaisia kysymyksenasetteluja ja ostotarjousprosessit kehittyvät jatkuvasti. Julkisiin ostotarjouksiin liittyviä suosituksia tulee eri tilanteissa tulkita niille asetettujen tavoitteiden valossa. Tällöin on tärkeää, että yksittäisessä tapauksessa valittu menettelytapa on omiaan:

- lisäämään ostotarjousprosessin ennustettavuutta,

- edesauttamaan ostotarjousprosesseissa noudatettavien menettelytapojen yhdenmukaistamista ja

- varmistamaan ostotarjouksen eri osapuolten oikeussuojan toteutumista.

Ostotarjousdirektiivissä on määrätty seuraavista periaatteista, jotka on otettava huomioon saatettaessa direktiiviä voimaan jäsenvaltioissa:

- kaikkia kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti; lisäksi muita arvopapereiden haltijoita on suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä;

- kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on oltava riittävästi aikaa ja tietoja voidakseen tehdä asianmukaisiin tietoihin perustuvan päätöksen tarjouksesta; kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on, kun se neuvoo arvopapereiden haltijoita, esitettävä näkemyksensä tarjouksen toteutumisen vaikutuksista työllisyyteen, työehtoihin ja yhtiön toimipaikkojen sijaintiin;

- kohdeyhtiön hallinto- ja johtoelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä se saa evätä arvopapereiden haltijoilta mahdollisuutta tehdä päätöstään tarjousehtojen arvioinnin perusteella;

- kohdeyhtiön, tarjouksen tekijän tai muun tarjouksen vaikutuspiirissä olevan yhtiön arvopapereiden markkinoille ei saa aiheuttaa vääristymiä siten, että arvopaperikurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy;

- tarjouksen tekijä saa julkistaa tarjouksen vasta varmistuttuaan siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti kaikki mahdollisesti tarjottavat rahavastikkeet, ja toteutettuaan kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen kaikkien muuntyyppisten vastikkeiden suorittamisen; ja

- kohdeyhtiön arvopapereita koskeva tarjous ei saa kohtuuttoman pitkään estää yhtiötä harjoittamasta liiketoimintaansa.

Yllä mainitut periaatteet ovat jäsenvaltioita velvoittavia. Periaatteet kuitenkin tukevat asianmukaisen ostotarjousprosessin toteutumista, ja niitä tulee soveltuvin osin noudattaa myös näiden suositusten tulkinnassa. Periaatteet sisältyvät myös Rahoitustarkastuksen standardiin 5.2c.

Suosituksukset koskevat tilanteita, joissa tarkoituksena on kohdeyhtiön määräysvallan siirtyminen julkisen ostotarjouksen avulla. Suosituksilla otetaan kantaa tällaisissa tilanteissa esiin tuleviin kysymyksiin ja ongelmiin sekä annetaan suosituksia noudatettavista menettelytavoista tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön sekä kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien

toimintaan liittyen. Suositus on laadittu vapaaehtoista julkista ostotarjousta silmälläpitäen. Pakollisissa ostotarjouksissa ilmenee kuitenkin monia kysymyksenasetteluja, jotka ovat samoja kuin vapaaehtoisissa ostotarjouksissa. Suositus tulee noudatettavaksi soveltuvin osin myös näissä tilanteissa. Suositus ei koske muita yritysjärjestelyjä.

4. SUOSITUKSEN SITOVUUS

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n mukaan arvopapereita ei saa markkinoida tai hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Hyvällä tavalla arvopaperikaupassa tarkoitetaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista valistuneen ja puolueettoman arvopaperikauppiaiden ja arvopaperinvälittäjien keskuudessa vallitsevan mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Tähän suositukseen on pyritty, sekä sen laatimisvaiheessa että lausunnotmenettelyssä esille tulleita näkökohtia arvioitaessa, kokoamaan sellaisia menettelytapoja, joita voitaisiin pitää edellä mainitulla tavalla oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Suosituksen mukaisten menettelytapojen noudattamista on pidettävä edellä mainittuna hyvänä tapana arvopaperikaupassa. Suositus koskee kaikkia julkiseen ostotarjoukseen liittyviä tahoja, kuten tarjouksen tekijää, kohdeyhtiötä ja näiden neuvonantajia.

Rahoitustarkastuksen standardin 5.2c ("Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus") mukaan hyvän tavan mukainen menettely ostotarjouksissa edellyttää yleensä muun muassa, että ostotarjouksen tekijä ja ostotarjouksen osapuolten neuvonantajina toimivat arvopaperinvälittäjät noudattavat

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunnan antamia suosituksia ja lausuntoja. Rahoitustarkastus voi toimivaltansa puitteissa ryhtyä toimenpiteisiin, mikäli ostotarjouksen tekijä tai tämän neuvonantajana toimiva arvopaperinvälittäjä yksittäistapauksessa toimisi sen vastaisesti.

Osakeyhtiölaki sääntelee kohdeyhtiön elinten toimintaa myös ostotarjoustilanteissa. Suosituksessa on otettu huomioon osakeyhtiölain määräysten soveltuminen kohdeyhtiön hallituksen ja yhtiökokouksen toimiin ostotarjouksen eri vaiheissa. Suositusten mukaisia menettelytapoja noudattamalla edistetään erityisesti osakeyhtiölain 1 luvussa mainittujen yleisperiaatteiden ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien oikeuksien toteutumista ostotarjoustilanteissa. Suosituksen mukaisia menettelytapoja noudattamalla varmistutaan samalla siitä, että tarjouksentekijäyhtiössä tai kohdeyhtiössä ei ryhdytä osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä tarkoitettuun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella, ja että tarjouksentekijäyhtiön ja kohdeyhtiön johto on osakeyhtiölain 1 luvun 8 §:n edellyttämällä tavalla huolellisesti toimien edistänyt osakkeenomistajien etua ostotarjoustilanteessa.

Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavat menettelytavat ja käytännöt kehittyvät jatkuvasti. Lisäksi julkisten ostotarjousten yhteydessä esiin tulevat tilanteet ja kysymyksenasettelut voivat olla hyvin erilaisia. Tässä suosituksessa ei voida ennakkoivasti tai kattavasti ohjata hyvän tavan mukaista menettelyä kaikissa yksittäisissä tilanteissa. Voi myös esiintyä tilanteita, joissa on perusteltu syy poiketa suosituksen mukaisista menettelytavoista. Tällaisiin tilanteisiin tulee kuitenkin soveltaa yllä kohdassa 3 kuvattuja tulkintaperiaatteita. Tällaisissa tilanteissa voidaan pyytää lausuntoa Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunnalta arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n nojalla.

SUOSITUKSET

1. TARJOUKSEN VALMISTELU

SUOSITUS 1 - TARJOUKSEN TOTEUTTAMIS-MAHDOLLISUUKSIEN VARMISTAMINEN

Johdanto

Julkisella ostotarjouksella ja sen julkistamisella voi olla huomattava vaikutus kohdeyhtiön osakkeen kurssiin. Tieto julkisesta ostotarjouksesta voi myös vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen.

Markkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että julkisen ostotarjouksen ja sen julkistamisen yhteydessä annetaan tarjousta ja sen ehtoja koskevat olennaiset tiedot. Kohdeyhtiön osakkeenomistajien kannalta on tärkeää voida saatavilla olevien tietojen perusteella arvioida edellytyksiä ostotarjouksen toteutumiselle ehtojensa mukaisesti.

Suositus 1

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän on huolellisesti varmistettava siitä, että sillä on tarvittavat edellytykset toteuttaa tarjous. Tarjouksen tekijän on erityisesti varmistettava siitä, että sillä on käytettävissään riittävät käteisvarat tai että se on ennen tarjouksen julkistamista varmistanut tarvittavan rahoituksen saatavuuden. Lisäksi tarjouksen tekijän on pyrittävä selvittämään, onko tarjoukselle erityisiä viranomaisluvista tai muista vastaavista syistä johtuvia esteitä.

Perustelut

(a) Rahoituksen varmistaminen

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän tulee varmistautua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kohtuudella vaadittavat toimenpiteet muuntyyppisen vastikkeen suorittamiseksi (AML 6:3.4).

Arvopaperimarkkinallain perustelujen mukaan varmistautuminen tarkoittaa sitä, että tarjouksen tekijällä on käytettävissään riittävät käteisvarat tai se on ennen tarjouksen julkistamista ryhtynyt tarvittaviin rahoitusjärjestelyihin. Varmistautuminen ei kuitenkaan edellytä, että rahoitusjärjestelyssä sovittu rahamäärä olisi tarjouksen tekijän hallussa tarjousta julkistettaessa.

Ennen tarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän tulee tarvittaessa sopia ostotarjouksen rahoituksesta luottolaitoksen kanssa. Tällöin voidaan pitää riittävänä, että rahoituksen saatavuudesta on päätetty ja rahoituksen määrä ja pääasialliset ehdot on sovittu luottolaitoksen ja tarjouksen tekijän kesken. Rahoituksen saatavuus voidaan sopia ehdolliseksi niin, että luottolaitos asettaa rahoituksen myöntämiselle tavanomaisia ehtoja. Rahoituksen ehtojen tulee olla arvopaperimarkkinallain vaatimusten mukaiset eli niiden tulee olla rahoitusmarkkinoilla tavanomaisesti käytettyjä. Katso Rahoitustarkastuksen standardi 5.2.c, jonka mukaan rahoitus voi esimerkiksi olla ehdollinen sille, ettei rahoitusmarkkinoilla tai kohdeyhtiössä tapahdu olennaisia haitallisia muutoksia, tai että ostotarjous toteutuu ehtojensa mukaisesti.

Rahoitusjärjestelyihin liittyvät tarjouksen arvioimisen kannalta olennaiset ehdot on julkistettava tarjouksen julkistamisen yhteydessä (ks. suositus 18 "Tarjouksen julkistaminen"). Katso tästä myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

Ennen tarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän tulee huolellisesti pyrkiä varmistumaan siitä, että sillä on edellytykset myös muuntyyppisen vastikkeen kuin rahavastikkeen suorittamiseen täysimääräisesti. Tältä osin tarjouksen tekijän on esimerkiksi voitava kutsua koolle yhtiökokous uusien osakkeiden tai muiden vastikkeena tarjottavien arvopapereiden liikkeeseen laskemiseksi. Myös muuntyyppisen vastikkeen kuin rahavastikkeen osalta vastikkeen suorittamiseen liittyvät ja tarjouksen arvioimisen kannalta olennaiset ehdot on julkistettava tarjouksen julkistamisen yhteydessä (ks. suositus 18 "Tarjouksen julkistaminen").

(b) Viranomaisluvat ja -määräykset

Tarjouksen tekijän tulee käytettävissään olevin keinoin pyrkiä selvittämään, mitä viranomaislupia se tarvitsee tarjouksen toteuttamiseksi ja täytäntöön panemiseksi. Kyseeseen voivat tulla kilpailuviranomaisten luvat sekä eri liiketoiminta-alueilla vaadittavat luvat, kuten vakuutus- ja pankkialalla vaadittavat luvat.

Viranomaislupien hakeminen saattaa olla prosessina pitkäkestoinen ja vaikuttaa tarjouksen toteuttamisen aikatauluun. Prosessien kesto voi vaikuttaa kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien asemaan, ja niitä koskevat tiedot ovat osakkeenomistajille tärkeitä. Tarjouksen tekijän tulee mainita tarjousta julkistettaessa (ks. suositus 18 "Tarjouksen julkistaminen") käsityksensä tarvittavista viranomaisluvista ja arvionsa menettelyn kestosta.

Tietyillä liiketoiminta-alueilla edellytetään erilaisten määräysten tai vähimmäisvaatimusten noudattamista (esimerkiksi vähimmäispääomavaatimukset). Tarjouksen tekijän tulee

varmistaa, että se täyttää tai pystyy täyttämään nämä vaatimukset.

Mikäli tarjouksen tekijällä ei ole mahdollisuutta tehdä arviota tarvittavista viranomaisluvista ja -määräyksistä, tämä tulee mainita tarjouksen julkistamisen yhteydessä. Edellä mainittu tilanne voi johtua lähinnä aikataulurajoituksista esimerkiksi kilpailevien tarjousten julkistamisen yhteydessä.

(c) Muut tarjouksen toteuttamiselle asetettavat ehdot

Mikäli tarjouksen toteuttaminen edellyttää tarjouksen tekijältä erityisiä toimia, kuten yhtiökokouspäätöksiä tai arvopapereiden liikkeeseenlaskua, tarjouksen tekijän tulee valmistautua näihin toimenpiteisiin jo ennen tarjouksen julkistamista. Arvopaperimarkkinalain perustelujen mukaan esimerkiksi osakevastikkeen suorittamisen varmistaminen edellyttää, että yhtiökokous kutsutaan tarvittaessa tarjouksen julkistamisen yhteydessä koolle päättämään suunnatusta osakeannista. Tarjouksen tekijän ei kuitenkaan edellytetä selvittävän etukäteen yhtiön osakkeenomistajien kantaa tarvittaviin yhtiökokouksen päätöksiin. Jos tarjouksen tekijällä on kuitenkin erityistä aiheutta olettaa, että ehdotuksen hyväksymistä ei tule yhtiökokouksessa kannattamaan riittävä määrä osakkeenomistajia, tarjouksen tekijän tulisi ennen tarjouksen julkistamista myös selvittää, sisäpiirisääntelyn mahdollistamissa rajoissa, sellaisten osakkeenomistajien kanta tarjoukseen, joiden myötävaikutusta käytännössä tarvitaan yhtiökokouspäätösten aikaansaamiseksi.

Katso tästä myös suositus 18 ”Tarjouksen julkistaminen”.

2. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET

SUOSITUS 2 - HALLITUKSEN VELVOLLISUUS KÄSITELLÄ TARJOUSTA KOSKEVA YHTEYDENOTTO

Johdanto

Tarjouksen tekijä lähestyy usein kohdeyhtiön hallitusta tai toimitusjohtajaa ennen tarjouksen julkistamista. Viimeistään arvopaperimarkkinalain tarkoittama tarjouksen tekijän päätös tehdä julkinen ostotarjous on julkistettava ja annettava tiedoksi kohdeyhtiölle (AML 6:3.1). Arvopaperimarkkinalaki asettaa myös kohdeyhtiön hallitukselle tiettyjä julkiseen ostotarjoukseen liittyviä velvollisuuksia.

Osakeyhtiölakiin ei sisälly nimenomaisesti ostotarjoustilanteeseen liittyviä kohdeyhtiön hallituksen asemaa ja velvollisuuksia koskevia säännöksiä. Hallituksen roolia on arvioita-

va yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa asettaen lähtökohdaksi yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu. Hallituksella on yleisesti katsottu olevan aktiivinen rooli myös yhtiön omistusjärjestelyiden yhteydessä. Käytännössä kohdeyhtiön hallituksen rooliin voi kuitenkin vaikuttaa muun muassa yhtiön omistajarakenne esimerkiksi, jos kohdeyhtiössä on enemmistöomistaja ja tarjouksen tekijä on lähestynyt ensin tällaista omistajaa.

Suositus 2

Jos kohdeyhtiön hallitukseen otetaan yhteyttä ostotarjoustarkoituksessa ja hallitus arvioi yhteydenoton vakavasti otettavaksi, hallituksen on arvioitava, millaisia toimenpiteitä osakkeenomistajien etujen turvaaminen mahdollisesti edellyttää. Hallituksen on hankittava arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot.

Perustelut

Osakeyhtiön hallituksella on yleistä toimivalta yhtiössä (OYL 6:2). Hallituksen on toimittava huolellisesti ja edistettävä yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua (huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus). Yhtiön edun mukaan toimiminen sisältää velvollisuuden toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä, yhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille (OYL 1:5).

Julkinen ostotarjous tehdään yhtiön osakkeenomistajille, ei itse yhtiölle. Ostotarjoustilanteessa yhtiön etu yleensä samastuu osakkeenomistajakollektiivin etuun, jolloin hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden voidaan katsoa kohdistuvan välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon. Hallituksella on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämä voi edellyttää hallitukselta aktiivisia toimenpiteitä.

Jos kohdeyhtiön hallitusta lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, ensimmäisen yhteydenoton saa usein kohdeyhtiön hallituksen puheenjohtaja. Yhteydenotto voi tulla myös suoraan koko hallitukselle tai jollekin sen yksittäisistä jäsenistä tai myös yhtiön toimitusjohtajalle. Jos yhteydenoton saa yksittäinen henkilö, hänen tulee viedä asia viipymättä yhtiön hallituksen käsiteltäväksi, ellei ole perusteltua syytä olettaa, että yhteydenotto ei ole vakavasti otettava tai että asia ei yhteydenoton luonteen tai muun syyn vuoksi vaadi hallituskäsittelyä. Vaikka asia ei yhteydenoton saajan mielestä vaatisi hallituskäsittelyä, koko hallitusta tulee aina informoida siitä, että tällainen yhteydenotto on tapahtunut.

Kun kohdeyhtiön hallitus saa tiedon julkista ostotarjousta koskevasta yhteydenotosta, sen on arvioitava, onko yhteydenotto vakavasti otettava. Arviointiin vaikuttavat muun muassa seuraavat seikat:

- yhteydenoton konkreettisuus ja uskottavuus (esim. yhteydenoton muoto ja tapa, kuka on ottanut yhteyttä, onko yhteydenottoa ja tarjousta valmisteltu),
- tarjottavan vastikkeen määrä ja muoto,
- tarjouksen toteutumismahdollisuudet (esim. tarjouksen rahoittaminen ja tarjouksen toteuttamiselle asetettavat ehdot), ja
- muut kuhunkin yksittäiseen tilanteeseen liittyvät seikat.

Mikäli hallitus pitää yhteydenottoa vakavasti otettavana, hallituksen on ilman aiheetonta viivytystä selvitettävä asiaa, arvioitava ehdotettua tarjousta sekä hankittava arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Hallituksen on pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämä edellyttää paitsi itse tarjouksen, myös yhtiön muiden vaihtoehtojen huolellista arviointia (ks. tästä suositus 3 "Yhtiön vaihtoehtojen arviointi").

Mikäli hallitus päättää ryhtyä asiassa toimenpiteisiin, sen on kohdeltava kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti eikä se saa suosia yksittäistä osakkeenomistajaa tai -omistajaryhmää yhtiön tai muiden osakkeenomistajien kustannuksella (yhdenvertaisuusperiaate, ks. OYL 1:7). Hallituksen on myös huolehdittava siitä, etteivät yksittäisten hallituksen jäsenten mahdolliset intressiristiriidat tai muut sivuvaikutteet vaikuta hallituksen toimintaan (esteellisyystilanteet; ks. OYL 6:4 sekä suositus 7 "Esteellisyyksymykset ja muut hallituksen jäsenen sidokset tarjoukseen").

SUOSITUS 3 - YHTIÖN VAIHTOEHTOJEN ARVIOINTI

Johdanto

Kun kohdeyhtiön hallitus on saanut tiedon vakavasti otettavasta julkista ostotarjousta koskevasta ehdotuksesta, hallituksen tehtäväksi tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Ehdotettu ostotarjous ei välttämättä ole osakkeenomistajien kannalta paras ratkaisu, vaan yhtiöllä voi olla myös muita vaihtoehtoja. Näiden vaihtoehtojen selvittäminen ja arviointi muodostaa osan tarjouksen arviointia. Kohdeyhtiön hallituksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta etsiä kilpailevia tarjouksia.

Suositus 3

Hallituksen on huolellisesti arvioitava ehdotettua julkista ostotarjousta sekä kartoitettava yhtiön muita vaihtoehtoja. Hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämä voi käytännössä tarkoittaa neuvottelujen aloittamista tarjouksen tekijän kanssa, jollei hallitus katso, että jatkaminen itsenäisenä yhtiönä tai jokin muu ratkaisu on osakkeenomistajien kannalta paras vaihtoehto.

Perustelut

Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etu edellyttää, että hallitus arvioi itse tarjousta ja sen seurauksia ja myös vertaa sitä yhtiön muihin vaihtoehtoihin, joita voivat olla esimerkiksi jatkaminen itsenäisenä yhtiönä ennalta määritetyn strategian mukaisesti tai jonkin rakenteellisen ratkaisun toteuttaminen. Kohdeyhtiön hallitus voi myös etsiä kilpailevia tarjouksia. Velvollisuutta kilpailevan tarjouksen etsimiseen ei kuitenkaan ole. Jos hallituksella on tiedossaan mahdollinen muu ostaja, hallituksen on kuitenkin harkittava, edellyttääkö osakkeenomistajien etu tällaisen tahon lähestymistä.

Kohdeyhtiön hallitus voi saada ostotarjousprosessin aikana pyytämättään yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Kilpaileviin tarjouksiin liittyviä kysymyksiä on käsitelty erikseen suosituksessa 14 "Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa".

Hallituksen tulee hankkia arviointinsa pohjaksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Tämä voi edellyttää lisätietojen pyytämistä ja keskustelujen käymistä tarjouksen tekijän kanssa. Osakkeenomistajien kannalta parhaan vaihtoehdon löytäminen voi lisäksi edellyttää, että hallitus käy samanaikaisesti keskusteluja myös muiden tahojen kuin tarjouksen tekijän kanssa.

Arvioidessaan tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja hallituksen tulee harkita, onko hallituksen syytä käyttää arvioinnissa apuna ulkopuolisia asiantuntijoita.

Jos hallitus päätyy arvioinnissaan siihen, että tarjous on osakkeenomistajien kannalta edullisin vaihtoehto, hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaansaamiseksi. Hallituksen tehtävänä on tällöin aikaansaada yhtiön arvopapereille mahdollisimman hyvä hinta, ja sen tulee selvittää, onko tarjouksen tekijällä edellytykset toteuttaa tarjous. Käytännössä tämä voi tarkoittaa neuvottelujen aloittamista tarjouksen tekijän kanssa.

Jos hallitus päättää aloittaa neuvottelut tarjouksen tekijän kanssa, hallituksen tulee päättää myös siitä, kuka edustaa yhtiötä neuvotteluissa. Päätöksenteossa on otettava huomi-

oon hallituksen jäsenten mahdolliset esteellisyysskysymykset (ks. tästä suositus 7 ”Esteellisyysskysymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen”).

Hallituksella ei ole velvollisuutta aloittaa tarjousta koskevia neuvotteluja tarjouksen tekijän kanssa, mikäli tarjousta ei voida hallituksen käsityksen mukaan pitää osakkeenomistajien edun mukaisena. Hallituksen on päätöksenteossaan kiinnitettävä erityistä huomiota siihen, että päätös on osakkeenomistajien eikä esimerkiksi yhtiön toimivan johdon etujen mukainen.

Hallituksen mahdollisia toimenpiteitä tarjouksen torjumiseksi on käsitelty erikseen suosituksessa 9 ”Hallituksen mahdolliset toimenpiteet tarjouksen johdosta”.

SUOSITUS 4 - Keskustelut merkittävien osakkeenomistajien kanssa

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen toteuttamisen ehtona on yleensä tietyn omistusosuuden saavuttaminen. Ostotarjous vaatii onnistuakseen osakkeenomistajien tukea. Mikäli kohdeyhtiöllä on tietty merkittävä osakkeenomistaja tai muutama suurehko omistaja, näiden osakkeenomistajien kielteinen suhtautuminen tarjoukseen voi estää tarjouksen toteutumisen. Tarjouksen tekijä saattaa pyrkiä kartoittamaan tarjouksensa toteutumisedellytyksiä keskustelemalla etukäteen kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa (ks. tästä suositus 15 ”Tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien väliset järjestelyt”). Myös kohdeyhtiön hallituksen tulee arvioida, voiko ja tuleeko hallituksen selvittää tällaisten osakkeenomistajien suhtautumista tarjoukseen jo ennen tarjouksen julkistamista. Hallituksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta keskustella tarjouksesta etukäteen osakkeenomistajien kanssa.

Suositus 4

Tietyissä tilanteissa voi olla perusteltua, että hallitus selvittää julkisen ostotarjouksen toteutumisen kannalta merkittävien osakkeenomistajien kannan tarjoukseen ennen kuin hallitus päättää myötävaikuttaa tarjoukseen.

Perustelut

Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus kohdella kaikkia yhtiön osakkeenomistajia yhdenvertaisesti (ks. OYL 1:7). Hallituksella on myös huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa mukaisesti velvollisuus pyrkiä ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen.

Tarjouksen toteuttamisedellytysten selvittäminen on sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista. Jos esimerkiksi tarjouksen toteuttamisen ehtona on tietyn omistusosuuden saavuttaminen ja jos yhtiössä on yksi tai muutama merkittävä osakkeenomistaja, joka voisi yksin tai yhdessä estää tarjouksen toteutumisen, keskustelu tällaisten osakkeenomistajien kanssa voi olla perusteltua. Keskustelusta ei lähtökohtaisesti voida katsoa aiheutuvan epäoikeutettua etua kyseisille osakkeenomistajille yhtiön muiden osakkeenomistajien tai yhtiön kustannuksella. Jos keskusteluissa käy ilmi, että tarjouksella ei ole toteutumisedellytyksiä, koska kyseiset osakkeenomistajat vastustavat tarjousta eivätkä tule sitä hyväksymään, hallituksen tulee arvioida, onko perusteltua käyttää yhtiön voimavaroja pyrkimällä myötävaikuttamaan tarjoukseen.

Mikäli hallitus päättää ottaa yhteyttä yhtiön merkittäviin osakkeenomistajiin selvittääkseen näiden suhtautumisen tarjoukseen, sen tulee huolehtia siitä, että sisäpiirikysymykset ja salassapitonäkökohdat otetaan keskusteluissa asianmukaisesti huomioon (ks. tästä myös suositus 10 ”Sisäpiiriasioiden hallinnointi”).

Arvopaperimarkkinalain 5:2:n mukaan sisäpiirintietoa ei saa ilmaista toiselle, ellei se tapahdu osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Rahoitustarkastuksen standardin 5.2b mukaan työn, ammatin tai tehtävien tavanomaisena suorittamisena voidaan tietyissä tilanteissa pitää sisäpiirintiedon ilmaisemista yhtiön merkittävillä osakkeenomistajille. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi silloin, kun yhtiön johto harkitsee toimenpidettä, joka myöhemässä vaiheessa vaatisi osakkeenomistajien nimenomaisen hyväksynnän tai jota ei käytännössä muutoin ole tarkoituksenmukaista suunnitella ilman merkittävien osakkeenomistajien etukäteen antamaa suostumusta tai tukea. Julkinen ostotarjous on tyypillinen esimerkki tällaisesta tilanteesta. Sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei siten rajoita kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta keskustella ehdotetusta tarjouksesta yhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa edellyttäen, että tällainen keskustelu on perusteltua ja että hallitus huolehtii sisäpiirintiedon ja salassapitonäkökohtien asianmukaisesta järjestämisestä (ks. tästä suositus 10 ”Sisäpiiri-asioiden hallinnointi”).

Mahdollisten keskustelujen yhteydessä on huomattava, että tarjouksesta tiedon saaneista osakkeenomistajista tulee yleensä sisäpiiriläisiä.

SUOSITUS 5 - SITOUTUMINEN NEUVOTTELUKIELTOON

Johdanto

Tarjouksen tekijä saattaa pyytää tai edellyttää kohdeyhtiön hallitusta sitoutumaan niin sanottuun neuvottelukieltoon eli sii-

hen, ettei hallitus keskustele samanaikaisesti muiden tahojen kanssa yhtiön osakkeita koskevasta kilpailevasta tarjouksesta tai muusta järjestelystä, joka voi estää tarjouksen toteuttamisen. Neuvottelukiellot voidaan yleensä jakaa kahteen eri tyyppiin:

- niin sanottuihin eksklusiviteetti- eli yksinoikeusjärjestelyihin, jossa hallitusta pyydetään sitoutumaan siihen, ettei se missään tilanteissa keskustele mahdollisista kilpailevista järjestelyistä muiden tahojen kanssa, ja

- niin sanottuihin non-solicitation -sitoumuksiin, joissa neuvottelukiello rajoittuu siihen, että hallitus ei itse aktiivisesti etsi kilpailevia tarjouksia tai muita vaihtoehtoisia järjestelyjä.

Kohdeyhtiön hallituksen on huolellisesti arvioitava, voiko se ja missä rajoissa suostua mahdollista neuvottelukielloa koskevaan pyyntöön.

Suositus 5

Hallituksen on huolehdittava siitä, että sillä on kaikissa tilanteissa mahdollisuus täyttää huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa yhtiötä ja sen osakkeenomistajia kohtaan. Hallitus voi rajoittaa toimintamahdollisuuksiin sitoutumalla neuvottelukielloon vain määrääjäksi siinä määrin kuin se on osakkeenomistajien etujen mukaista.

Perustelut

Kohdeyhtiön hallituksen on toimittava huolellisesti ja pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etu edellyttää, että hallitus kartoittaa yhtiön muita vaihtoehtoja ja on lähtökohtaisesti vapaa toimimaan, mikäli hallitus saa yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Hallituksen tulee myös pystyä kaikissa tilanteissa täyttämään huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa sekä noudattamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta. Eksklusiviteettijärjestelyt ovat siten hallituksen velvollisuuksien kannalta ongelmallisia.

Mikäli tarjouksen tekijä asettaa neuvottelukiellon tarjouksen tekemisen ja julkistamisen edellytykseksi, hallituksen tulee arvioida, onko kuitenkin osakkeenomistajien edun mukaista ja siten perusteltua, että hallitus sitoutuu neuvottelukielloon. Ollakseen osakkeenomistajien edun mukainen neuvottelukiello tulee yleensä rajoittua non-solicitation -sitoumukseen eli siihen, että hallitus ei itse aktiivisesti etsi kilpailevia tarjouksia tai muita vaihtoehtoisia järjestelyjä.

Neuvottelukiellon on oltava ajallisesti rajoitettu. Neuvottelukiello ei saa estää hallitusta selvittämästä mahdollista kilpailevaa tarjousta ja siten toimimasta huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa mukaisesti tilanteessa, jossa hallitus on saanut kilpailevan yhteydenoton ilman, että hallitus on

itse ollut asiassa aloitteentekijänä, tai jos olosuhteet muuten olennaisesti muuttuvat (ks. kilpailevista tarjouksista tarkemmin suositus 14 "Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa"). Hallituksen ei tule sitoutua neuvottelukielloon ennen kuin hallitus on kartoittanut yhtiön vaihtoehtoja ja todennut, että ehdotettu tarjous on hallituksen käsityksen mukaan osakkeenomistajien kannalta hyvä vaihtoehto. Käytännössä neuvottelukiellosta on sovittu esimerkiksi ennen due diligence -tarkastuksen aloittamista tai tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välisessä yhdistymissopimuksessa, jonka allekirjoittamisen yhteydessä hallitus yleensä myös päättää suositella tarjousta (ks. tästä suositus 6 "Yhdistymissopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa").

SUOSITUS 6 - YHDISTYMISSOPIMUKSEN TEKEMINEN TARJOUKSEN TEKIJÄN KANSSA

Johdanto

Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat usein allekirjoittaneet niin sanotun yhdistymissopimuksen ennen tarjouksen julkistamista. Yhdistymissopimus on tyypillisesti eräänlainen prosessidokumentti, jossa tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat esimerkiksi osakkeenomistajien hyväksi tulevan tarjouksen ehdoista sekä menettelytavoista tarjouksen yhteydessä. Yhdistymissopimus ei velvoita kohdeyhtiön osakkeenomistajia, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia.

Yhdistymissopimus voi palvella yhtäältä tarjouksen tekijän ja toisaalta kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien etuja. Kohdeyhtiön hallituksen tulee arvioida, onko yhdistymissopimusta tietyssä tilanteessa tarkoituksenmukaista tehdä, ja jos on, niin mikä on sopimuksen tarkoituksenmukainen sisältö. Yhdistymissopimus ei välttämättä ole kaikissa tilanteissa tarkoituksenmukainen eikä tällaisen sopimuksen tekemiseen ole minkäänlaista velvollisuutta.

Suositus 6

Hallitus voi tehdä yhdistymissopimuksen tarjouksen tekijän kanssa, mikäli hallitus katsoo tämän olevan osakkeenomistajien edun mukaista. Yhdistymissopimus ei kuitenkaan saa estää hallitusta toimimasta osakkeenomistajien etujen mukaisesti esimerkiksi silloin, jos kohdeyhtiöstä tehdään kilpaileva tarjous. Kohdeyhtiön on julkistettava tieto yhdistymissopimuksen allekirjoittamisesta ja sopimuksen olennaisista ehdoista yhtiön omalla pörssitiedotteella välittömästi sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen.

Perustelut

Arvioidessaan yhdistymissopimuksen tarkoituksenmukaisuutta hallituksen lähtökohtana tulee olla yhtiön ja sen

osakkeenomistajien etu. Neuvottelemalla yhdistymissopimuksen hallitus voi mahdollisesti vaikuttaa osakkeenomistajille yhtiön arvopapereista tarjottavaan hintaan ja muihin tarjousehtoihin osakkeenomistajien kannalta myönteisellä tavalla. Yhdistymissopimuksella voidaan myös aikaansaada tarjoukselle parempi toteutumisvarmuus. Voi myös olla yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaista sopia etukäteen tarjouksen yhteydessä noudatettavista menettelytavoista.

Hallituksen on huolehdittava siitä, että yhdistymissopimus ei estä hallitusta toimimasta osakkeenomistajien edun mukaisesti esimerkiksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa tai olosuhteiden muuten olennaisesti muuttuessa (ks. tästä myös suositus 5 ”Sitoutuminen neuvottelukieltoon”). Hallituksen tulee muun muassa antaa tarjousta koskeva mahdollinen suosituksensa sillä varauksella, että hallituksella on mahdollisuus selvittää mahdollista kilpailevaa tarjousta sekä tarvittaessa muuttaa tai peruuttaa suosituksensa. Yhdistymissopimus ei myöskään saa kohtuuttomasti rajoittaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamista sopimuksen voimassaoloaikana.

Kohdeyhtiön hallituksen on syytä suhtautua varauksellisesti niin sanotun irtaantumiskorvauksen (”break-up fee”) maksamiseen. Irtantumiskorvaus tarkoittaa järjestelyä, jossa kohdeyhtiö (tai tarjouksen tekijä) sitoutuu maksamaan tarjouksen tekijälle (tai kohdeyhtiölle) tietyn etukäteen sovitun korvauksen siinä tilanteessa, että tarjous ei toteudu tietyistä etukäteen määritellyistä syistä. Irtantumiskorvauksesta voidaan sopia osapuolten välisessä yhdistymissopimuksessa tai muuten.

Kohdeyhtiön hallituksen ei tule tehdä yhtiön puolesta sellaisia sitoumuksia, jotka rajoittavat osakkeenomistajien mahdollisuuksia vapaasti harkita, haluavatko he hyväksyä tarjouksen, tai päättää mahdollisista toimenpiteistä tarjouksen torjumiseksi sitä varten koolle kutsutussa yhtiökokouksessa (ks. tästä suositus 21 ”Tarjoukseen liittyvät yhtiökokouksen päätökset”).

Jos tarjouksen tekijä asettaa osakkeenomistajien kannalta edullisen tarjouksen tekemisen edellytykseksi, että kohdeyhtiö sitoutuu maksamaan irtaantumiskorvauksen tietyissä tilanteissa, järjestely voi olla perusteltavissa joissakin tilanteissa edellyttäen, että

- järjestelyn hyväksyminen ja tarjouksen saaminen on kohdeyhtiön hallituksen käsityksen mukaan osakkeenomistajien edun mukaista ja

- irtaantumiskorvaus on määrältään kohtuullinen ottaen huomioon muun muassa tarjouksen tekijälle tarjouksen valmistelusta syntyneet kulut.

Kohdeyhtiön ei ole perusteltua maksaa irtaantumiskorvausta sellaisessa tilanteessa, jossa tarjous jää toteutumatta tarjouksen tekijästä johtuvasta syystä.

Kohdeyhtiön tulee julkistaa tieto yhdistymissopimuksen allekirjoittamisesta ja sopimuksen olennaisista ehdoista yhtiön omalla pörsstitiedotteella välittömästi sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Sopimuksen olennaisiksi ehdoiksi voidaan katsoa muun muassa tarjousvastiketta, aikataulua, mahdollista irtaantumiskorvausta ja neuvottelukieltoa koskevat ehdot, mahdollisen kilpailevan tarjouksen yhteydessä noudatettavia menettelytapoja koskevat ehdot samoin kuin kaikki itse tarjouksen arviointiin vaikuttavat ehdot. Yhdistymissopimuksen pääasiallinen sisältö tulee kuvata myöhemmin julkistetavassa tarjousasiakirjassa.

SUOSITUS 7 - ESTEELLISYYSKYSYMYKSET JA MUUT HALLITUKSEN JÄSENTEN SIDOKSET TARJOUKSEEN

Johdanto

Hallituksen ja sen yksittäisen jäsenen tulee ostotarjoustilanteessa sivuvaikutteista vapaana edistää osakkeenomistajakollektiivin etua. Mikäli hallituksella tai sen jäsenillä on olennaisia sidonnaisuuksia tarjouksen tekijään tai tarjoukseen liittyvä etujen yhteys tai jos hallituksen jäsen itse suoraan tai välillisesti osallistuu tarjouksen tekemiseen, hallituksen on erityisesti varmistuttava siitä, että hallitus pystyy kaikilta osin toimimaan itsenäisesti ja riippumattomasti yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Suositus 7

Hallituksen jäsenen on noudatettava osakeyhtiölain esteellisyyssäätöjä eikä esteellinen hallituksen jäsen saa osallistua julkista ostotarjousta koskevaan päätöksentekoon.

Hallituksen jäsenen, jolla on tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen liittyviä olennaisia sidonnaisuuksia, on arvioitava, voiko hän osallistua tarjouksen käsittelyyn. Tarjouksen tekemiseen osallistuvalla kohdeyhtiön hallituksen jäsenellä tai muulla kohdeyhtiön johtoon kuuluvalla henkilöllä voidaan katsoa olevan olennainen sidonnaisuus tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen, eikä hänen tule osallistua tarjousta koskevan päätöksen valmisteluun kohdeyhtiössä.

Hallituksen jäsenen on ilmoitettava hallitukselle olennaiset sidonnaisuutensa, jotka liittyvät tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen. Hallituksen tulee julkista ostotarjousta koskevan lausunnon yhteydessä antaa osakkeenomistajille tiedoksi kaikki hallituksen jäsenten esteellisyydet ja olennaiset sidonnaisuudet tarjouksen tekijään tai tarjouksen toteutumiseen sekä se, miten nämä on otettu huomioon hallituksen arvioidessa tarjousta.

Perustelut

(a) Esteellisyys ja olennaiset sidonnaisuudet

Hallituksen jäsenten tulee aina arvioida mahdollisuuksiaan osallistua tarjouksen käsittelyyn osakeyhtiölain esteellisyyssääntöjen perusteella (ks. OYL 6:4). Hallituksella tai sen jäsenillä voi kuitenkin olla myös sellaisia sidonnaisuuksia tarjouksen tekijään tai yhtiön merkittäviin osakkeenomistajiin taikka muu yhteys tarjoukseen, jotka eivät sinänsä tee hallituksen jäsentä osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla esteelliseksi, mutta jotka voivat vaikuttaa hallituksen jäsenen tarjousta koskevaan harkintaan ja lojaliteettivelvollisuuden täyttämiseen. Näissä tilanteissa asianomaisen hallituksen jäsenen on arvioitava, voiko hän osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon sivuvaikutteista vapaana. Arvioinnissa tulee ottaa huomioon, onko hallituksen jäsenellä odotettavissa sellaista olennaista hyötyä tai haittaa tarjouksen toteutumisesta, joka ei vastaavasti koske kohdeyhtiön osakkeenomistajia. Kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja muiden sijoittajien tulee saada tieto tällaisista sidonnaisuuksista tai yhteyksistä tarjousta arvioidessaan, minkä vuoksi ne on julkistettava. Julkistaminen voidaan toteuttaa kohdeyhtiön hallituksen tarjouksesta antaman lausunnon julkistamisen yhteydessä.

Kohdeyhtiön hallituksen asemaan suhteessa yhtiön osakkeenomistajiin on kiinnitettävä erityistä huomiota tilanteessa, jossa hallitukseen tai yhtiön johtoon kuuluvat henkilöt, yksin tai yhdessä toisten kanssa, tekevät julkisen ostotarjouksen kohdeyhtiöstä tai jossa hallituksen jäsen on tarjouksen tekijän merkittävä osakkeenomistaja. Kohdeyhtiön hallituksen jäsenen tai sen johtoon kuuluvan henkilön voidaan katsoa osallistuvan tarjouksen tekemiseen ainakin, jos hän on voinut vaikuttaa tarjouksen ehtoihin tai tarjousvastikkeen määrään. Tarjouksen tekijän hallitukseen tai muuhun johtoon kuuluvan henkilön voidaan yleensä katsoa voivan vaikuttaa tarjouksen ehtoihin ja tarjousvastikkeen määrään. Pelkäämään se seikka, että kyseinen henkilö omistaa tarjouksen tekijän liikkeeseen laskemia arvopapereita, ei tarkoita, että hän osallistuisi tarjouksen tekemiseen. Tilanteissa, joissa hallituksen jäsen tai yhtiön johtoon kuuluva henkilö osallistuu tarjouksen tekemiseen, ulkopuolisen neuvonantajan käyttäminen tarjouksen käsittelyn yhteydessä voi lisätä hallituksen edellytyksiä varmistua menettelyn ja tarjouksen käsittelyn asianmukaisuudesta.

Kohdeyhtiön johdolla ja hallituksen jäsenillä on usein julkistamatonta tietoa, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan kohdeyhtiön arvopapereiden arvoon. Tilanteissa, joissa kohdeyhtiön hallituksen jäsenet tai yhtiön johtoon kuuluvat henkilöt osallistuvat tarjouksen tekemiseen, onkin kiinnitettävä erityistä huomiota sisäpiirisäännösten noudattamiseen (ks. tästä suositus 12 kohta e) ”Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä - Sisäpiirikysymykset”). Lisäksi tulee ottaa huomioon, että yhtiön johdon saamat tiedot yhtiöstä ovat pääsääntöisesti salassa pidettäviä, eikä niitä saa käyttää hyväksi yhtiön tai sen osakkeenomistajien etujen vastaisesti.

(b) Kohdeyhtiön hallituksen toimenpiteiden valmistelu ja päätöksenteko

Kohdeyhtiön hallitus voi tarvittaessa nimetä keskuudestaan ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole yllä tarkoitettuja sidonnaisuuksia, valmistelemaan tarjoukseen liittyviä hallituksen toimenpiteitä, jolloin sidonnaisuuksia omaavat hallituksen jäsenet eivät osallistu tarjouksen arviointiin. Tarjouksen valmistelussa sidonnaisuuksista vapaiden hallituksen jäsenten tulee toimia itsenäisesti hallituksen normaalin huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden mukaisesti. Jäsenten tulee huolellisesti paneutua valmisteluun ja hankkia valmistelutyötä varten tarvitsemansa tiedot. Sidonnaisuuksista vapaiden jäsenten avuksi voidaan ottaa ulkopuolisia neuvonantajia esimerkiksi tarjousvastikkeen edullisuuden arvioimiseksi. Nimetyt hallituksen jäsenet voivat yhdessä neuvotella tarjouksen tekijän kanssa mahdollisimman edullisen tarjouksen aikaansaamiseksi. Mikäli kaikilla hallituksen jäsenillä on tarjoustilanteessa yllä kuvattuja sidonnaisuuksia, hallitus voi harkita hallituksen ulkopuolisen, sidonnaisuuksista vapaan tahon nimittämistä valmistelemaan tarjoukseen liittyviä toimenpiteitä. Tällaisen ulkopuolisen tahon nimittäminen ei kuitenkaan kavenna hallituksen vastuuta ja velvoitteita.

Osakeyhtiölain perusteella hallituksella on oikeus ja velvollisuus käsitellä sille kuuluvat asiat. Hallituksen jäsenen ei tule jättäytyä pois asian käsittelystä ilman perusteltua syytä. Hallituksen toimenpiteiden tulee kaikissa olosuhteissa täyttää osakeyhtiölain huolellisuusvelvollisuuden ja lojaliteettivelvollisuuden asettamat vaatimukset. Ostotarjoustilanteessa voi lisäksi olla kohdeyhtiön osakkeenomistajien edun mukaista, että tämä on myös selkeästi todettavissa. Ostotarjoustilanteissa hallitus voikin harkita, osallistuvatko tarjouksesta johtuvaan hallituksen varsinaiseen päätöksentekoon vain sellaiset sidonnaisuuksista vapaat hallituksen jäsenet, jotka ovat osallistuneet tarjouksen valmisteluun edellä kuvatulla tavalla. Tällöin on kuitenkin mahdollista, että hallitus ei saavuttaisi päätösvaltaisuutta. Siinä tapauksessa sidonnaisuuksista vapaat hallituksen jäsenet valmistelisivat hallituksen toimenpiteitä, mutta hallituksen tulisi harkita, voivatko muut kuin osakeyhtiölain perusteella esteelliset hallituksen jäsenet osallistua hallituksen varsinaiseen päätöksentekoon.

(c) Olennaisten sidonnaisuuksien julkistaminen

Kohdeyhtiön hallituksen tulee arvopaperimarkkinalain mukaan julkistaa lausuntonsa tehdystä julkisesta ostotarjouksesta. Lausunnon julkistamisen yhteydessä hallituksen tulee ilmoittaa:

- edellä mainituista sidonnaisuuksista mukaan lukien tarjouksen toteutumiseen liittyvät olennaiset sidokset,
- ketkä hallituksen jäsenet ovat osallistuneet tarjouksen käsittelyyn ja lausunnon antamiseen, sekä
- ovatko vain ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole edellä mainittuja sidonnaisuuksia, valmistelleet hallituksen tarjouksesta johtuvia toimenpiteitä.

Hallituksen jäsenen tulee ilmoittaa muille hallituksen jäsenille kaikki tarjoukseen liittyviä sidonnaisuuksiaan koskevat seikat, jotka ovat olennaisia sen arvioimiseksi, voidaanko hänen riippumattomuutensa asettaa kyseenalaiseksi.

(d) Esimerkkitalanteita

Seuraavassa on esitetty esimerkkejä eri tilanteista, joissa hallituksen jäsenten sidonnaisuus tarjouksen tekijään tai tarjoukseen voi tulla arvioitavaksi:

Osakeomistus. Hallituksen jäsenet, heidän työnantajatahonsa tai muut taustayhteisönsä voivat omistaa kohdeyhtiön osakkeita tai muita arvopapereita (optiot ja muut osakejohdannaiset). Osakkeiden tai muiden kohdeyhtiön arvopapereiden omistus ei sinänsä estä hallituksen jäsentä käsittelemästä tarjousta sivuvaikutteista vapaana. Joissain tapauksissa optio- tai muihin kannustinohjelmiin sisältyy julkisen ostotarjouksen toteutumiseen liittyviä ehtoja esimerkiksi merkintäoikeuksien käyttämisestä tai erityisistä palkkioista. Tällaiset järjestelyt voidaan pääsääntöisesti rinnastaa osakeomistukseen, eivätkä ne siten itsessään vaikuta hallituksen asemaan. On kuitenkin tärkeää, että tällaiset järjestelyt ovat osakkeenomistajien tiedossa.

Sidonnaisuudet tarjouksen tekijään. Kohdeyhtiön hallituksen jäsenellä voi olla erityinen sidos tarjouksen tekijään esimerkiksi työntekijänä, hallituksen jäsenenä, lähipiiriin kuuluvana henkilönä tai merkittävänä osakkeenomistajana. Tällainen sidonnaisuus voi luoda oletaman siitä, että kyseinen hallituksen jäsen ei ole sivuvaikutteista vapaa osallistumaan tarjouksen käsittelyyn kohdeyhtiössä. Esimerkiksi työntekijäasema voi luoda riippuvuussuhteen tarjouksen tekijään. Hallituksen jäsenen ei milloinkaan tule osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksessa. Koska julkisen ostotarjouksen tavoitteena on määräysvallan siirtyminen tarjouksen tekijälle, tällaisen henkilön ei tulisi osallistua tarjouksen käsittelyyn ainakaan kohdeyhtiön hallituksessa. Tällainen henkilö on kuitenkin edelleen sidottu osakeyhtiölain mukaiseen lojaliteettivelvollisuuteen eikä saa esimerkiksi ilmaista tarjouksen tekijälle kohdeyhtiön luottamuksellista tietoa.

Tarjouksen toteutumiseen liittyvät palkkiot. Mikäli hallituksen jäsen voi saada tarjouksen toteutumiseen liittyvän palkkion tai muun vastaavan etuuden, tätä on lähtökohtaisesti pidettävä tekijänä, jonka perusteella hallituksen jäsentä ei voida pitää sivuvaikutteista vapaana käsittelemään tarjousta.

Tarjouksen hyväksyminen. Tarjouksen tekijät pyrkivät usein saamaan keskeisiltä osakkeenomistajilta etukäteen tarjouksen hyväksymistä koskevan sitoumuksen. Myös hallituksen jäsen tai tämän työnantajataho tai muu taustayhteisö voi osaltaan antaa tällaisen sitoumuksen. On kuitenkin huomattava, että viimeksi mainittujen tahojen antama sitoumus lähtökohtaisesti vaikuttaa hallituksen jäsenen edellytyksiin sivuvaikutteista vapaana ottaa kantaa tarjoukseen esimerkiksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa tai muiden vastaavien olosuhteiden muutosten jälkeen.

Tarjouksesta aiheutuva haitta. Hallituksen jäsenellä voi olla olennainen sidonnaisuus sellaiseen tahoon, jolle tarjouksen toteutuminen aiheuttaa erityistä haittaa (esim. tarjouksen tekijän kilpailija). Tällainen sidonnaisuus voi vaikuttaa hallituksen jäsenen mahdollisuuksiin toimia sivuvaikutteista vapaana. Hallituksen jäsen voi myös olla sellaisessa toimessa, johon tarjouksen toteutuminen vaikuttaisi. Esimerkiksi kohdeyhtiön toimitusjohtaja voi olla siten riippuvainen kohdeyhtiöstä, ettei hän voi sivuvaikutteista vapaana osallistua tarjouksen käsittelyyn kohdeyhtiön hallituksessa. Pelkästään se seikka, että hallituksen jäsenet todennäköisesti menettävät hallituspaikkansa tarjouksen toteuduttua, ei lähtökohtaisesti vaikuta hallituksen jäsenten asemaan tarjousta käsiteltäessä.

SUOSITUS 8 - KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN LAUSUNTO TARJOUKSESTA

Johdanto

Kohdeyhtiön hallituksen on laadittava ja julkistettava lausunto julkisesta ostotarjouksesta. Hallituksen lausunnolla on usein suuri merkitys tarjouksen toteutumiselle. Kohdeyhtiön osakkeenomistajille on tärkeää tietää hallituksen käsitys tarjouksen edullisuudesta. Hallitus on usein myös parhaassa asemassa lausumaan tarjouksesta suhteessa yhtiön liiketoimintaan.

Suositus 8

Kohdeyhtiön hallituksen on arvopaperimarkkinalain 6:6:n mukaan annettava perusteltu arvio julkisesta ostotarjouksesta tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden päätöksentekoa varten sekä arvioitava tarjouksen tekijän esittämien suunnitelmien vaikutuksia kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Hallituksen on annettava tällainen arvio parhaan kykynsä mukaan. Jos hallitus ei pysty arvioimaan tarjouksen edullisuutta, sen on todettava tämä lausuntonaan ja perusteltava näkemyksensä.

Perustelut

(a) Lausunnon valmistelu

Arvopaperimarkkinalain 6:6:n mukaan lausunnossa on esitettävä perusteltu arvio

- 1) tarjouksesta kohdeyhtiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta; ja
- 2) tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä.

Lausunnon antaminen tarjouksesta kuuluu hallituksen tehtäviin ja sen tulee varmistua, että se on toiminut lausunnon valmistelussa huolellisesti ja osakeyhtiölain periaatteita noudattaen. Hallituksen tulee riittävässä määrin selvittää tarjousta ja sen vaikutusta kohdeyhtiöön sekä yhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta. Näin ollen hallituksen tulisi pyrkiä ottamaan kantaa tarjouksen edullisuuteen suhteessa yhtiön nykyarvoon mutta myös suhteessa muihin mahdollisiin tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoille tarjolla oleviin vaihtoehtoihin. Tältä osin voi olla olennaista, että hallitus lausunnon arvioi tarjousta myös suhteessa mahdollisiin vaihtoehtoihin järjestykseen. Tällaisia voivat olla mahdolliset kilpailevat tarjoukset, muut strategiset järjestelyt tai yhtiön liiketoiminnan jatkaminen oman strategian mukaisesti itsenäisenä yhtiönä.

Arvopaperimarkkinalain mukaan kohdeyhtiön hallituksen on esitettävä perusteltu arvionsa tarjouksesta sekä kohdeyhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta. Hallituksen lausunto ei ole luonteeltaan osakkeenomistajien sijoitusneuvontaa, eikä hallituksen voida edellyttää erityisesti arvioivan yleistä kurssikehitystä tai sijoittamiseen yleensä liittyviä riskejä. Tarjouksen hyväksyminen tai hylkääminen on aina osakkeenomistajien itsensä päätettävä asia, jossa tulee lähtökohtaisesti tukeutua tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämiin tietoihin.

Arvopaperimarkkinalain mukaan hallituksen tulee lausua myös tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Kun arviointi perustuu tarjouksen tekijän esittämiin lausumiin, hallituksen voi olla vaikeaa ottaa yksityiskohtaisesti kantaa niiden seuraamuksiin. Hallituksella ei arvopaperimarkkinalain perustelujen mukaan ole erityistä velvollisuutta muutoin selvittää tarjouksen tekijän suunnitelmia. Hallituksen tulee kuitenkin pyrkiä arvioimaan tarjouksen tekijän julkistamia suunnitelmia etenkin suhteessa yhtiön omaan strategiaan.

Arvopaperimarkkinalain perustelujen mukaan ei riitä, että hallitus neutraalisti kuvaa tarjousta, vaan sen on otettava kantaa tarjoukseen. Tämä ei kuitenkaan voi tarkoittaa, että hallituksen tulee aina joko suositella tarjouksen hyväksymistä tai sen hylkäämistä. Tarjouksen edullisuuden arviointi ei kaikissa tapauksissa ole yksiselitteistä. On mahdollista, että tarjouksen ehdot tai tarjottu vastike ovat sellaisia, ettei hallitus pysty suosittamaan tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä. Esimerkiksi osittaisten tarjousten edullisuutta voi olla vaikea arvioida. Tarjottu vastike voi myös olla luonteeltaan sellainen, että sen arvon määrittäminen ei ole yksiselitteistä. Jos hallitus ei pysty suosittamaan tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä, hallituksen tulee lausunnon esittää perusteltu syy kannalleen.

Hallituksen lausunnon on mainittava, onko hallitus kokonaisuudessaan osallistunut lausunnon antamiseen vai onko osa hallituksen jäsenistä esteellisyyssyistä tai muiden sidonnaisuuksien johdosta ollut osallistumatta asian käsittelyyn.

Mikäli hallituksen kanta lausunnon ei ole yksimielinen, tämä tulee mainita lausunnon. Nämä seikat voivat olla olennaisia kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjouksen arvioimisen kannalta.

Katso suositus 7 ”Esteellisyyssyymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen” hallituksen esteellisyydestä ja muiden hallituksen sidonnaisuuksien vaikutuksista tarjouksen käsittelyyn.

(b) Asiantuntijan lausunto

Kohdeyhtiön hallitus voi käyttää neuvonantajia arvioidessaan julkista ostotarjousta tai valmistellessaan tarjouksesta annettavaa lausuntoaan. Lainsäädäntö tai tämä suositus eivät edellytä hallitukselta asiantuntijan käyttöä lausunnon antamisessa, mutta se voi tukea hallituksen huolellisuutta ja lojaliteettivelvollisuuden täyttämistä. Ulkopuolisen neuvonantajan käyttöä olisi harkittava erityisesti, jos hallituksen jäsenet tai muut kohdeyhtiön johtoon kuuluvat henkilöt osallistuvat tarjouksen tekemiseen tai ovat sitoutuneet hyväksymään sen osaltaan.

Ulkopuolisia neuvonantajia voidaan käyttää esimerkiksi tarjousvastikkeen edullisuuden arvioimiseksi (ns. fairness opinion). Tällaisessa tilanteessa taloudellinen neuvonantaja pyrkii analysoimaan yhtiön arvoa liiketaloudellisin perustein ja antaa kohdeyhtiön hallitukselle lausunnon tarjotun vastikkeen riittävydestä tai kohtuullisuudesta kohdeyhtiön osakkeenomistajien kannalta. Taloudellisilla neuvonantajilla on yleensä edellä mainituille lausunnoille omat sisäiset laatimisperiaatteet, joissa muun muassa asetetaan vaatimukset lausunnon pohjaksi tehtäville selvityksille ja menettelytavat lausunnon sisäiselle hyväksymiselle. On huomattava, että lausunnon tarkoitus on ainoastaan tukea hallituksen omaa arviointia tarjouksen edullisuudesta.

Katso tästä myös suositus 7 ”Esteellisyyssyymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen”.

(c) Henkilöstön edustajien mahdollisesti antama lausunto

Kohdeyhtiön henkilöstön edustajilla on mahdollisuus antaa erillinen lausunto tarjouksen vaikutuksista työllisyyteen yhtiössä. Jos kohdeyhtiö saa henkilöstön edustajilta lausunnon ennen hallituksen antaman lausunnon julkistamista, henkilöstön edustajien lausunto on arvopaperimarkkinalain 6:6.4:n mukaan liitettävä hallituksen lausuntoon.

Vaikka lainsäädännössä ei ole asetettu hallitukselle velvollisuutta pyytää henkilöstöltä lausuntoa tai tiedottaa henkilöstölle mahdollisuudesta antaa lausunto, on suotavaa, että hallitus sopivaksi katsomallaan tavalla tiedottaa tästä mahdollisuudesta sen jälkeen, kun tieto tarjouksesta on julkistettu. Tämä voidaan tehdä esimerkiksi, kun tarjous annetaan arvopaperimarkkinalain edellyttämällä tavalla tiedoksi henkilöstölle (ks. AML 6:3.2).

(d) Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laatimiseen

Kuten edellä on todettu, tarjouksen tekijän tulee esittää tarjousasiakirjassa kohdeyhtiötä koskevat strategiset suunnitelmansa sekä arvionsa niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Tarjousasiakirjassa tulee tämän lisäksi antaa tiettyjä tietoja kohdeyhtiöstä. Kohdeyhtiön hallitukselle ei kuitenkaan ole asetettu velvollisuutta myötävaikuttaa tarjousasiakirjan laatimiseen esimerkiksi antamalla tarjouksen tekijälle tarjousasiakirjaan vaadittavia tietoja. Arvopaperimarkkinalain perustelujen mukaan kohdeyhtiön johdolla ei ole velvollisuutta olla yhteistyössä tarjouksen tekijän kanssa tarjousasiakirjan laatimiseksi. Tarjousasiakirjan tiedot kohdeyhtiöstä saattavat siten perustua puhtaasti julkisesti saatavilla oleviin tietoihin. Tarjouksen tekijä ei vastaa sellaisista kohdeyhtiötä koskevista tiedoista, jotka kohdeyhtiö on julkistanut. Tarjouksen tekijän tulee kuitenkin tarjousasiakirjassa ilmoittaa, mihin lähteisiin tarjousasiakirjassa esitetyt, kohdeyhtiötä koskevat tiedot perustuvat.

Yllä esitetty ei kuitenkaan rajoita kohdeyhtiön hallituksen toimintamahdollisuuksia. Hallitus voi päättää antaa tarjouksen tekijälle tarjousasiakirjan laatimiseksi tarvittavia tietoja, mikäli tämä on yhtiön osakkeenomistajien edun mukaista. Hallitus voi myös julkistaa oman käsityksensä tarjousasiakirjasta ja siinä annetuista tiedoista esimerkiksi hallituksen tarjousta koskevan lausunnon yhteydessä. Mikäli hallitus katsoo, ettei jo julkistettu tarjousasiakirja anna arvopapereiden haltijoille riittäviä ja oikeita tietoja, hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden täyttäminen voi jopa edellyttää, että hallitus julkistaa asiaa koskevan käsityksensä tarjousta koskevan lausuntonsa yhteydessä.

Katso tarjousasiakirjaa, sen sisältöä ja julkistamista koskevista kysymyksistä tarkemmin arvopaperimarkkinalain säännökset (AML 6:4), valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (479/2006) sekä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

SUOSITUS 9 - HALLITUKSEN MAHDOLLISET TOIMENPITEET TARJOUKSEN JOHDOSTA**Johdanto**

Julkista ostotarjousta, joka tehdään ilman kohdeyhtiön hallituksen tai johdon myötävaikutusta, saatetaan pitää vihamielisenä. Kohdeyhtiön hallitus tai johto saattaa pyrkiä vastustamaan tällaista tarjousta. Hallituksen on kuitenkin jo osakeyhtiölain yleisperiaatteiden perusteella aina toimittava yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisesti ja pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Kohdeyhtiössä ei osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n nojalla voida ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan

osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Osakeyhtiölain 1 luvun 8 § puolestaan edellyttää, että hallitus kaikissa tilanteissa huolellisesti toimien edistää yhtiön osakkeenomistajien etua ostotarjoustilanteessa.

Suositus 9

Jos hallitus aikoo, saatuaan tiedon tulevasta julkisesta ostotarjouksesta, ryhtyä toimiin, jotka voivat vaarantaa tarjouksen tekemisen tai sen toteutumisen, sen on yleensä kutsuttava koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia.

Perustelut

Saatuaan tiedon mahdollisesta ostotarjouksesta hallituksen tulee huolellisesti arvioida tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja sekä pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Hallitus voi päätyä arvioinnissaan siihen, että tehty tai suunnitteilla oleva tarjous ei ole osakkeenomistajille edullinen vaihtoehto. Hallitus voi pyrkiä saamaan aikaan kilpailevan tarjouksen tai muun vaihtoehtoisen transaktion, jonka hallitus arvioi olevan edullisempi yhtiölle ja sen osakkeenomistajille. Hallitus voi myös katsoa, että on yhtiön osakkeenomistajille edullisinta, että yhtiö jatkaa liiketoimintaansa yhtiön aikaisemman strategian mukaisesti.

Osakeyhtiölain yleisperiaatteisiin nojautuen on katsottu, että kohdeyhtiön hallitus voi vain hyvin poikkeuksellisesti ryhtyä toimenpiteisiin, joiden tarkoituksena olisi estää tarjouksen toteutuminen. Osakeyhtiölain mukaan pelkästään omistajapohjan vakauttamista ei esimerkiksi ole pidetty riittävänä taloudellisena syynä suunnatulle annille (OYL 9:4). Julkinen ostotarjous kohdistetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajille, eikä hallituksen lähtökohtaisesti tulisi toimillaan estää tarjouksen tekemistä sinänsä.

Julkisiin ostotarjouksiin voi sisältyä kohdeyhtiön liiketoimintaan tai yhtiön rakenteeseen liittyviä ehtoja. Tarjouksessa voidaan esimerkiksi edellyttää yhtiön liiketoiminnan jatkuvan samanlaisena tarjousaikana. Kohdeyhtiöllä voi kuitenkin olla vireillä yritysjärjestelyjä, tai se voi suunnitella järjestelyjä osana normaalia liiketoimintaa. Kohdeyhtiön arvopapereista tehty julkinen ostotarjous ei itsessään estä kohdeyhtiötä ja sen hallitusta ryhtymästä esimerkiksi yritys- tai muihin vastaaviin järjestelyihin, tai jatkamasta jo vireillä olevien järjestelyjen suunnittelua ja toimeenpanoa. Hallituksen tulee tällaisissa järjestelyissä aina huolellisesti arvioida, onko toimenpide yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukainen, ja onko osakkeenomistajien kannalta tarpeellista kutsua koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia. Mikäli järjestely voi vaarantaa julkisen ostotarjouksen tekemisen tai toteutumisen, hallituksen on yleensä syytä kutsua koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia. Saattaa kuitenkin olla tilanteita, joissa hallitus katsoo, ettei yhtiökokouksen koolle-

kutsuminen ole osakkeenomistajien kannalta tarpeellista, jos on kysymys esimerkiksi yhtiön strategiaan perustuvasta ja jo pitkälle valmistellusta järjestelystä tai järjestelystä, joka liittyy yhtiön tavanomaiseen liiketoimintaan. Nämä tilanteet on kuitenkin aina arvioitava tapauskohtaisesti. Katso tästä myös suositus 21 ”Tarjoukseen liittyvät yhtiökokouksen päätökset” sekä suositus 25 ”Kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuvat määräykset” – b) ”Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan puolustautumistoimenpiteitä koskevat määräykset”.

SUOSITUS 10 - SISÄPIIRIASIOIDEN HALLINNOINTI

Johdanto

Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon (ks. AML 5:1). Sisäpiirintiedon vääriinkäyttö on kriminalisoitu rikoslaisissa (ks. rikoslaki 51:1-2). Arvopaperimarkkinalaki asettaa lisäksi yleisen kiellon käyttää sisäpiirintietoa sekä ilmaista sisäpiirintietoa perusteettomasti toiselle (ks. AML 5:2).

Tarjouksen valmisteluasteesta riippuu, onko tieto tarjouksesta sisäpiirintietoa. Markkinoiden häiriöttömän toiminnan kannalta on tärkeää, että tieto mahdollisesta tarjouksesta ja sitä koskevasta valmisteluista säilyy luottamuksellisena tarjouksen julkistamiseen asti.

Suositus 10

Julkisen ostotarjouksen valmisteluasteesta riippuen tieto kohdeyhtiön saamasta tarjousta koskevasta yhteydenotosta saattaa olla sisäpiirintietoa. Yleensä kyseessä on sisäpiirihanke, jos kohdeyhtiö on saanut sellaisen tarjousta koskevan yhteydenoton, jota hallitus pitää vakavasti otettavana. Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus hallinnoida sisäpiirintietoa huolellisesti ja varmistaa sen pysyminen luottamuksellisena ostotarjousprosessin edellyttämällä tavalla.

Perustelut

Hallitus, sen yksittäiset jäsenet tai toimitusjohtaja voivat jatkuvasti saada erilaisia yhteydenottoja ja ehdotuksia yhtiön osakekannan ostamisesta tai muista rakenteellisista järjestelyistä. Tällaisia luonteeltaan alustavia yhteydenottoja tai ehdotuksia ei yleensä ole katsottava sisäpiirintiedoksi, vaan vain vakavasti otettavat yhteydenotot voivat lähtökohtaisesti muodostaa sisäpiirintietoa. Tarjousta koskevat keskustelut etenevät vaiheittain ja arviointi siitä, missä vaiheessa tieto mahdollista tarjousta koskevasta valmisteluista kehittyi sisä-

piirintiedoksi, on suoritettava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Sisäpiirikysymysten arviointi viranomaisissa ja tuomioistuimissa on jälkikäteistä. Vaikka ensimmäisiä yhteydenottoja ei yleensä olisikaan katsottava sisäpiirintiedoksi, tällaisia yhteydenottoja koskevan tiedon ilmaisemisessa ja kaupankäynnissä yhteydenoton saaneen yhtiön arvopapereilla on perusteltua noudattaa varovaisuutta. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa ensimmäistä yhteydenottoa koskevan tiedon luonteen arviointiin.

Jos kohdeyhtiötä lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, kohdeyhtiön on arvioitava, onko kyseessä (asian tässä vaiheessa) sisäpiirihanke. Helsingin Pörssin sisäpiiriohjeessa on lueteltu kriteereitä, joita voidaan käyttää apuna arvioitaessa, onko tietty järjestely syytä luokitella sisäpiirihankkeeksi (ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje, kohta 7.3.2). Ostotarjoustilanteessa tarjousta koskevat valmistelut on yleensä syytä määrittellä sisäpiirihankkeeksi, jos kohdeyhtiö on saanut suosituksessa 2 tarkoitettua yhteydenoton, jota hallitus pitää vakavasti otettavana. Arvioitaessa yhteydenoton sisäpiirilunnetta voidaan arviointikriteereinä siten usein pitää samoja kriteereitä kuin arvioitaessa hallituksen velvollisuutta ryhtyä asiassa toimenpiteisiin, erityisesti yhteydenoton konkreettisuutta ja uskottavuutta, tarjotun vastikkeen määrää sekä tarjouksen toteutumismahdollisuuksia (ks. suositus 2 ”Hallituksen velvollisuus käsitellä tarjousta koskeva yhteydenotto”). Tieto tarjousta koskevasta yhteydenotosta voi olla sisäpiirintietoa siitä tietoisille henkilöille jo ennen kuin kohdeyhtiö on ehtinyt tehdä päätöksen hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustamisesta.

Hallituksen tulee yleensä määrittellä asia sisäpiirihankkeeksi ainakin seuraavissa tilanteissa:

- hallitus pitää tarjousta koskevaa yhteydenottoa niin vakavasti otettavana, että se katsoo aiheelliseksi ryhtyä asiassa toimenpiteisiin;
- kohdeyhtiön hallitus on sopinut tarjousta koskevien neuvottelujen aloittamisesta tarjouksen tekijän kanssa;
- kohdeyhtiön hallitus on muuten päättänyt ryhtyä asiassa konkreettisiin valmistelutoimiin; tai
- kohdeyhtiön hallitus on – mahdollisesta tarjousta koskevasta yhteydenotosta riippumatta – itse päättänyt ryhtyä konkreettisiin toimiin, joiden tarkoituksena on saada aikaan yhtiön arvopapereista tehtävä julkinen ostotarjous.

Mikäli tarjouksen tekijä on listattu yhtiö, tieto tarjousvalmisteluista voi muodostaa sisäpiirintietoa myös tarjouksen tekijän arvopapereiden osalta.

Hallituksen tulee huolehtia siitä, että yhtiössä perustetaan asiaa koskeva hankekohtainen sisäpiirirekisteri ja että rekisteriä ylläpidetään sisäpiirisäännösten edellyttämällä tavalla (ks. sisäpiirirekistereistä tarkemmin AML 5:8 - 5:11, Rahoitustarkastuksen standardi 5.3 sekä Helsingin Pörssin sisäpiiriohje). Hallituksen tulee huolehtia myös siitä, että sisäpiirirekisteri päätetään viivytyksettä sen jälkeen, kun tarjousta koskeva hanke on päättynyt (tarjouksen julkistamisen tai hankkeen raukeamisen myötä). Arviointi hankkeen päättymisajankohdasta tulee tehdä kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Yleensä hankkeen voidaan katsoa rauenneen, jos

- osapuolet ovat yhteisesti päättäneet lopettaa asiaa koskevat keskustelut;

- tarjouksen tekijän toimivaltainen edustaja (yleensä hallituksen puheenjohtaja tai toimitusjohtaja tai muu tähän valtuutettu taho, esimerkiksi neuvonantaja) on ilmoittanut, ettei tarjouksen tekijä aio enää jatkaa tarjousta koskevia valmisteluja; tai

- kohdeyhtiön hallitus päättää lopettaa tarjousta koskevat keskustelut ja ilmoittaa tästä tarjouksen tekijälle.

Ennen kuin hallitus päättää hankkeen raukeamisesta, sen tulee arvioida, onko hallituksen käytettävissä olevien tietojen nojalla kuitenkin perusteltua syytä olettaa, että tarjouksen tekijä palaisi lähitulevaisuudessa asiaan tai että tarjouksen tekijä muuten tulisi jatkamaan asian valmistelua.

Sisäpiirikysymyksiä kohdeyhtiössä mahdollisesti suoritettavan due diligence -tarkastuksen yhteydessä on tarkasteltu erikseen suosituksen 12 kohdassa e) ”Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä - Sisäpiirikysymykset”.

SUOSITUS 11 - TIEDONANTOVELVOLLISUUS

Johdanto

Julkista ostotarjousta koskevat valmistelut tapahtuvat yleensä luottamuksellisesti eikä tietoa tulevasta tarjouksesta julkisteta ennen kuin tarjouksen tekemisestä on tehty lopullinen päätös.

Sijoittajien suojan kannalta on tärkeää, että yhtiön osakkeenomistajat saavat tarjouksen yhteydessä riittävät ja asianmukaiset tiedot. Markkinoiden häiriötön toiminta taas edellyttää, ettei tieto mahdollisesta tarjouksesta tai sitä koskevista valmisteluista vuoda markkinoille ennen tarjouksen julkistamista.

Suositus 11

Kohdeyhtiön hallituksen on huolehdittava siitä, että yhtiö täyttää tiedonantovelvollisuutensa ostotarjousprosessin eri vaiheissa. Hallituksen on lisäksi pyrittävä ehkäisemään tietovuotoja huolehtimalla salassapitonäkökohdista. Hallituksen on kuitenkin ennakolta varauduttava siihen, että tieto ehdotetusta julkisesta ostotarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista. Hallituksen on ostotarjous-tilanteessa suositeltavaa laatia tiedotus- ja toimintasuunnitelma mahdollisten vuototilanteiden varalle.

Perustelut

Kohdeyhtiöllä on niin sanotun jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan velvollisuus julkistaa kaikki sellaiset päätöksensä ja muut yhtiötä koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön arvopaperin arvoon (ks. AML 2:7). Valmisteilla olevia asioita ei kuitenkaan tarvitse julkistaa.

Kun tarjouksen tekijä päättää tehdä julkisen ostotarjouksen, tarjouksen tekijän on välittömästi julkistettava päätöksensä (AML 6:3.2; ks. tästä suositus 18 ”Tarjouksen julkistaminen”). Kohdeyhtiön tulee jatkuvan tiedonantovelvollisuutensa mukaisesti julkistaa tieto tarjouksen tekijän päätöksestä myös yhtiön omalla pörssitiedotteella. Jos kohdeyhtiö ja tarjouksen tekijä ovat tehneet yhdistymissopimuksen, kohdeyhtiön on julkistettava tieto sopimuksesta ja sen olennaisista ehdoista viipymättä sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Sopimuksen olennaisiksi ehdoiksi voidaan katsoa muun muassa tarjousvastiketta, aikataulua, mahdollista irtaantumiskorvausta sekä neuvottelukieltoa koskevat ehdot samoin kuin kaikki itse tarjouksen arviointiin liittyvät olennaiset ehdot (ks. suositus 6 ”Yhdistymissopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa”). Yleensä yhdistymissopimuksen tekeminen ja tarjouksen tekijän lopullinen päätös tehdä tarjous tapahtuvat samanaikaisesti, jolloin ne myös julkistetaan samanaikaisesti.

Mahdollisen yhdistymissopimuksen allekirjoittamista ja tarjouksen julkistamista edeltää yleensä osapuolten välinen tarjouksen valmisteluvaihe. Tarjouksen valmisteluvaiheeseen kuuluu usein esimerkiksi salassapitosopimuksen neuvottelu ja allekirjoittaminen, mahdollinen due diligence -tarkastus sekä tarjousta koskevat neuvottelut. Kohdeyhtiö ja tarjouksen tekijä voivat valmisteluvaiheen aikana tehdä myös erilaisia prosessisopimuksia. Yleensä tällaisten sopimusten ja esimerkiksi kohdeyhtiön due diligence -tarkastusta koskevan päätöksen voidaan katsoa olevan osa tarjouksen valmistelua, jolloin niitä ei lähtökohtaisesti tarvitse julkistaa. Julkistamiskysymyksiä on kuitenkin arvioitava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee myös tarjousprosessin myöhemmissä vaiheissa huolehtia yhtiön tiedonantovelvollisuu-

den täyttämistä. Tyypillisesti kohdeyhtiön julkistettavaksi tulevat muun muassa:

- hallituksen tarjouksesta antama lausunto sekä tähän mahdollisesti myöhemmin tehtävät muutokset,
- kohdeyhtiön henkilöstön tarjouksesta mahdollisesti antama lausunto,
- tieto tarjouksen johdosta mahdollisesti pidettävästä yhtiökokouksesta,
- tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta,
- tieto tarjouksen tuloksesta,
- tarjouksen tekijän ja osakkeenomistajien omistusosuutta koskevat niin sanotut liputusilmoitukset,
- tieto mahdollisesta pakollisesta ostotarjouksesta ja sen tuloksesta,
- tieto mahdollisesta osakeyhtiölain mukaisesta lunastusmenettelystä, ja
- tieto mahdollisesta julkisen kaupankäynnin lakkauttamisesta yhtiön arvopapereilla.

Tarjousprosessista riippuen kohdeyhtiön julkistettavaksi voi tulla myös muita tarjoukseen liittyviä seikkoja, eikä yllä mainittu luettelo siten ole tyhjentävä. Jos esimerkiksi tieto tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä käytävistä neuvotteluista on julkistettu markkinoille, kohdeyhtiön tulee julkistaa myös tieto tällaisten neuvottelujen päättymisestä.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee varautua siihen, että tieto tulevasta tarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista. Hallituksen on suositeltavaa laatia erillinen tiedotus- ja toimintasuunnitelma siitä, miten yhtiön tiedotus hoidetaan hallitusti ja asianmukaisesti prosessin aikana mahdollisesti esiintyvissä erilaisissa vuototilanteissa.

Jos hallituksella on perusteltua aihetta olettaa, että tieto tulevasta tarjouksesta on vuotanut markkinoille, hallituksen tulee ilman aiheutonta viivytystä julkistaa asiointilaa koskeva tiedote. Hallituksen tulee myös muuten seurata yhtiöstä julkisuudessa liikkuvia tietoja sekä yhtiön arvopaperikurssin kehittymistä. Mikäli näissä ilmenee tavallisuudesta poikkeavaa, hallituksen tulee arvioida, tuleeko yhtiön julkistaa asiointilaa koskeva tiedote (ks. tästä tarkemmin Helsingin Arvopaperipörssin säännöt).

Tietovuotojen välttämiseksi kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän tulee tehdä salassapitosopimus mahdollisimman aikaisessa vaiheessa prosessia. Mikäli tarjouksen valmistelu edellyttää kohdeyhtiöltä keskusteluja myös muiden tahojen kanssa, kohdeyhtiön hallituksen on huolehdittava, että kukin tällainen taho allekirjoittaa salassapitosopimuksen tai on muuten velvollinen pitämään tiedon salassa. Muuten kohdeyhtiölle

voi syntyä velvollisuus julkistaa tieto markkinoille (ks. AML 2:7.3).

Tiedonantovelvollisuuteen liittyviä kysymyksiä kohdeyhtiössä suoritettavan due diligence -tarkastuksen yhteydessä on tarkasteltu erikseen suosituksen 12 kohdassa f) ”Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä - Tiedonantovelvollisuus”.

3. DUE DILIGENCE -TARKASTUS

SUOSITUS 12 - DUE DILIGENCE -TARKASTUS KOHDEYHTIÖSSÄ

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen valmistelun yhteydessä tarjouksen tekijä pyytää usein mahdollisuutta suorittaa niin sanottu due diligence -tarkastus (yritystarkastus) kohdeyhtiössä saadakseen lisää tietoja yhtiöstä. Due diligence -tarkastus voi käsittää muun muassa oikeudellisen, taloudellisen, kaupallisen, teknisen tai ympäristöasioita koskevan tarkastuksen. Due diligence -tarkastuksesta ja sen sallimisesta ei ole laintasoista sääntelyä, vaan kysymystä on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa.

Suositus 12

Mikäli kohdeyhtiö saa due diligence -tarkastusta koskevan pyynnön, kohdeyhtiön hallituksen on arvioitava, voiko ja tuleeko kohdeyhtiön sallia tällainen tarkastus. Tarkastuksen laajuus on harkittava kussakin tapauksessa erikseen. Hallituksen on tehtävä due diligence -tarkastuksen sallimisesta tai epäämisestä nimenomainen päätös. Jos hallitus sallii tarkastuksen, sen on huolehdittava salassapito- ja sisäpiirikysymysten asianmukaisesta järjestämisestä.

Jos tarjouksen tekijä saa due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei saa tehdä osakkeita koskevaa julkista ostotarjousta ennen kuin due diligence -tarkastuksessa saatu sisäpiirintieto on julkistettu.

Perustelut

(a) Due diligence -tarkastuksen salliminen

Yhtiötä koskevien tietojen antaminen yhtiön ulkopuoliselle taholle edellyttää erityistä syytä. Due diligence -tarkastus voidaan sallia tilanteessa, jossa tarkastuksen katsotaan olevan osakkeenomistajien etujen mukaista. Tarkastuksen salliminen, laajuus ja aikataulu on kuitenkin harkittava aina erikseen ottaen huomioon kuhunkin yksittäistapaukseen liitty-

vät olosuhteet, mahdolliset kilpailuoikeudelliset näkökohdat ja se mahdollisuus, että tarjous ei koskaan toteudu.

Ostotarjoustilanteessa hallituksella on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Jos due diligence -tarkastuksen suorittaminen on osakkeenomistajille tehtävän julkisen ostotarjouksen edellytyksenä ja kyseessä on osakkeenomistajien kannalta kokonaisuutena arvioiden edullinen tarjous, tarkastuksen voidaan yleensä katsoa olevan osakkeenomistajien edun mukaista.

Kohdeyhtiön hallituksen ei tule sallia due diligence -tarkastusta, mikäli ehdotettua tarjousta ei voida hallituksen käsityksen mukaan pitää vakavasti otettavana tai osakkeenomistajien edun mukaisena.

(b) Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuskysymykset

Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen sallimisen tarkoituksena on luoda edellytykset kaikille osakkeenomistajille tehtävän tarjouksen toteutumiselle riippumatta siitä, omistaako tarjouksen tekijä ennestään kohdeyhtiön osakkeita vai ei. Jos tarjous on osakkeenomistajien kannalta edullinen, tietojen antamisesta ei yleensä voida katsoa aiheutuvan osakeyhtiölaissa tarkoitettua epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle muiden osakkeenomistajien (tai yhtiön) kustannuksella (ks. OYL 1:7), vaikka tarjouksen tekijä olisi ennestään yhtiön osakkeenomistaja. Osakeyhtiölain yhdenvertaisuussäännökset eivät siten lähtökohtaisesti rajoita kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta sallia due diligence -tarkastus tai velvoita hallitusta antamaan due diligence -tarkastuksessa annettavia tietoja yhtiön muille osakkeenomistajille (ks. kuitenkin sisäpiirintietoon liittyvät kysymykset alla kohdassa e) "Sisäpiirikysymykset").

(c) Salassapitonäkökohdat

Jos hallitus päättää sallia due diligence -tarkastuksen, sen tulee huolehtia siitä, että tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö allekirjoittavat salassapitosopimuksen ennen tarkastuksen aloittamista, jollei tällaista sopimusta ole allekirjoitettu jo prosessin aikaisemmassa vaiheessa. Salassapitosopimuksen tulee muun muassa rajoittaa tarjouksen tekijän (ja tämän neuvonantajien ja muiden mahdollisten tahojen, jotka saavat due diligence -tarkastuksessa annettavaa tietoa) oikeutta käyttää tarkastuksessa annettavaa tietoa muuhun tarkoitukseen kuin itse tarjouksen arviointiin samoin kuin oikeutta ilmaista tällaista tietoa kolmansille osapuolille. Salassapitosopimuksessa tulee varautua siihen tilanteeseen, ettei mahdollinen tarjous koskaan toteudu.

(d) Annettavan tiedon luonne ja laajuus

Sisäpiirintietoa koskevia rajoituksia lukuun ottamatta osakeyhtiölaki ja arvopaperimarkkinlaki eivät aseta rajoituksia annettavan tiedon laadulle ja määrälle. Hallituksella on kuitenkin velvollisuus suojata yhtiön etuja päättäessään tietyille tarjouksen tekijälle annettavasta tiedosta. Hallituksen tulee myös arvioida, voiko esimerkiksi yhtiön liikesalaisuuksien

paljastaminen tarkastuksessa aiheuttaa yhtiölle vahinkoa tarjouksen tekijän allekirjoittamasta salassapitosopimuksesta huolimatta. Jos tarjouksen tekijä ja yhtiö ovat kilpailijoita, myös kilpailulainsäädäntö voi asettaa annettavalle tiedolle rajoituksia.

Tarkastuksen laajuus tulee määritellä kussakin yksittäisessä tilanteessa erikseen. Arviointiin vaikuttaa myös tarjouksen tekijän henkilö, eli onko kyseessä kohdeyhtiön kilpailija tai muu strateginen ostaja vai esimerkiksi pääomasijoittaja. Tietoja voidaan antaa myös eri vaiheissa. Päättäessään due diligence -tarkastuksesta hallituksen tulee arvioida huolellisesti mitä tietoa, milloin ja millä tavalla tietyille tarjouksen tekijälle voidaan antaa. Hallituksen tulee pyrkiä siihen, että tarkastus käsittää vain ne tiedot, jotka ovat tarpeen tarjouksen tekemiseksi.

Due diligence -tarkastuksen sallimista kilpailevien tarjousten tilanteessa on tarkasteltu erikseen suosituksessa 14 "Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa".

Päättäessään due diligence -tarkastuksen ehdoista hallituksen tulee kiinnittää huomiota myös tarkastuksen ajoitukseen. Kohdeyhtiön etu yleensä edellyttää, että tarkastus suoritetaan kokonaisuudessaan ennen tarjouksen julkistamista. Tarjouksen tekijän mahdollinen vetäytyminen jo julkistetusta tarjouksesta due diligence -tarkastuksen suorittamisen jälkeen voi johtaa spekulointiin ja häiriöihin markkinoilla. Hallituksen tulee huolehtia due diligence -prosessiin liittyvistä sisäpiiri- ja salassapitonäkökohdista sekä varautua siihen, että tieto saattaa vuotaa markkinoille (ks. tästä suositus 10 "Sisäpiiriasioiden hallinnointi" ja suositus 11 "Tiedonantovelvollisuus").

Jos tarjouksen tekijä ei ole yhteydessä kohdeyhtiön hallitukseen ja pyydä lupaa due diligence -tarkastuksen suorittamiseen ennen tarjouksen julkistamista, vaan esimerkiksi asettaa tarkastuksen suorittamisen tarjouksen toteuttamisen ehdoksi, hallitus voi joutua ottamaan kantaa due diligence -tarkastusta koskevaan pyyntöön myös tarjouksen julkistamisen jälkeen.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee huolehtia siitä, että due diligence -prosessi dokumentoidaan asianmukaisesti. Yhtiölle tulee jäädä jälkikäteen todennettavissa oleva tieto siitä, mitä tietoa due diligence -tarkastuksessa on annettu, kenelle tämä tieto on annettu ja milloin. Hallituksen tulee myös huolehtia siitä, että tarkastus häiritsee mahdollisimman vähän yhtiön normaalia liiketoimintaa.

(e) Sisäpiirikysymykset

Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus huolehtia sisäpiirintiedon asianmukaisesta hallinnasta due diligence -prosessin aikana erityisesti, jos due diligence -tarkastus suoritetaan ajankohtana, jolloin kohdeyhtiössä on vireillä sisäpiirihanke tai muuten yhtiöön liittyvää sisäpiirintietoa. Tässä yhteydessä on syytä huomata, että kaikki kohdeyhtiöllä oleva julkistamaton tieto ei välttämättä ole sisäpiirintietoa.

Rahoitustarkastuksen standardin 5.2b mukaan arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä sisäpiirintiedon ilmaisukiello ei yleensä estä sisäpiirintiedon ilmaisemista neuvottelutilanteissa (esim. yritysjärjestely) neuvottelun vastapuolelle ja tämän neuvonantajalle. Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen suorittaminen on yleensä osa tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välisiä neuvotteluja. Jos due diligence -tarkastus on osakkeenomistajille tehtävän edullisen tarjouksen edellytyksenä, tarkastuksen salliminen on lähtökohtaisesti myös osakkeenomistajien edun mukaista. Sisäpiirintiedon ilmaisukiellon ei siten yleensä katsota estävän kohdeyhtiötä antamasta tarjouksen tekijälle sisäpiirintietoa due diligence -tarkastuksen yhteydessä. Kohdeyhtiön on kuitenkin ilmoitettava tarjouksen tekijälle tiedon sisäpiiriluonteesta ja tähän liittyvistä oikeudellisista velvollisuuksista sekä huolehdittava salassapitonäkökohdista varmistaakseen tiedon säilymisen luottamuksellisena (ks. sisäpiirisääntelystä tarkemmin AML 5 luku sekä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b).

Kohdeyhtiön tulee pyrkiä rajoittamaan sisäpiirintietoa saavien henkilöiden piiriä sekä merkitä kaikki sisäpiirintietoa saavat henkilöt omaan yrityskohtaiseen sisäpiirirekisteriinsä (ks. sisäpiirirekistereistä tarkemmin AML 5:8 - 5:11, Rahoitustarkastuksen standardi 5.3 sekä Helsingin Pörssin sisäpiiriohje). Kohdeyhtiö voi harkita myös tarjouksen tekijän kaupankäynnin rajoittamista sopimusteitse allekirjoittamalla tarjouksen tekijän kanssa sopimuksen, jossa tämä sitoutuu siihen, ettei se käy kohdeyhtiön osakkeilla kauppaa tietynä ajanjaksona (ns. stand still -sopimus). Tällainen sitoumus voidaan yhdistää myös salassapitosopimukseen.

Jos tarjouksen tekijä saa due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei voi tehdä tarjousta tai muuten käydä kauppaa kohdeyhtiön arvopapereilla ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu. Mikäli kohdeyhtiössä on sellaista sisäpiirintietoa, jota ei voida julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa (esim. käynnissä olevat yrityskauppaneuvottelut, joiden julkistaminen vaarantaisi kaupan toteutumisen), tilanteeseen liittyvät sisäpiirikysymykset ja mahdollisuus antaa tällaista tietoa tarjouksen tekijälle on harkittava kussakin tilanteessa erikseen. Usein tarjouksen tekijä ei halua saada tällaista tietoa, koska se estää tarjouksen tekemisen. Tilanteeseen sovellettavat periaatteet on siksi tärkeä sopia jo ennen kuin tarjouksen tekijä aloittaa due diligence -tarkastuksen ja saa mahdollista kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa.

Mikäli tarjouksen tekijä on saanut due diligence -tarkastuksessa sellaista sisäpiirintietoa, joka voidaan julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa, tarjouksen tekijälle annettu sisäpiirintieto tulee julkistaa tarjouksen yhteydessä, jollei sitä ole jo aikaisemmin julkistettu, ja sisällyttää tarjouksen tekijän laatimaan tarjousasiakirjaan. Kohdeyhtiön hallituksen tulee huolehtia siitä, että tieto julkistetaan ensin yhtiön pörssitiedotteella ja vasta tämän jälkeen tarjousasiakirjassa.

(f) Tiedonantovelvollisuus

Päätöstä due diligence -tarkastuksen sallimisesta ei yleensä itsessään tarvitse julkistaa. Due diligence -tarkastus voidaan katsoa osaksi mahdollisen julkisen ostotarjouksen tai muun transaktion valmistelua, jolloin tarkastuksen sallimista koskeva päätös ei pääsääntöisesti kuulu kohdeyhtiön tiedonantovelvollisuuden piiriin. Tiettyyn yksittäiseen tilanteeseen liittyvät erityispiirteet sekä tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä mahdollisesti sovitut järjestelyt voivat kuitenkin vaikuttaa arviointiin. Julkistamiskysymystä tulee tämän vuoksi arvioida kussakin tilanteessa erikseen.

Poikkeuksena edellä esitettyyn pääsääntöön on tilanne, jossa kohdeyhtiön hallitus saa due diligence -tarkastusta koskevan pyynnön vasta tarjouksen julkistamisen jälkeen. Mikäli tarjouksen tekijä on julkistanut päätöksensä tehdä julkinen ostotarjous, mutta tarjouksen tekemisen tai toteuttamisen ehdoksi on asetettu kohdeyhtiössä suoritettava due diligence -tarkastus, kohdeyhtiön päätös tarkastuksen sallimisesta vaikuttaa suoraan tarjouksen toteutumisedellytyksiin. Tällaisessa tilanteessa hallituksen due diligence -tarkastusta koskeva päätös tulee lähtökohtaisesti julkistaa.

Kohdeyhtiöllä ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta julkistaa tarjouksen tekijälle due diligence -tarkastuksessa annettuja tietoja (ks. sisäpiirintietoa koskevat poikkeukset suosituksen 12 kohdassa e) "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä - Sisäpiirikysymykset"). Mikäli due diligence -tarkastus kuitenkin paljastaa sellaisen olennaisen seikan, joka ei ole aikaisemmin ollut yhtiön tiedossa, kohdeyhtiön hallituksen tulee viivytyksettä arvioida, onko tällainen seikka omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön arvopaperin arvoon ja tuleeko se siten julkistaa yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti.

Mikäli tarjouksen tekijä päättää vetäytyä jo julkistamastaan tarjouksesta tai esimerkiksi muuttaa tarjouksen ehtoja tekemänsä due diligence -tarkastuksen perusteella, kohdeyhtiön hallituksen tulee arvopaperimarkkinalain 2:7:n mukaisesti julkistaa asiaa koskeva oma tiedote (ks. tarjouksesta vetäytymisestä tarkemmin suosituksen 19 kohta c) "Tarjouksen sitovuus ja ehdot - Tarjouksen peruuttaminen").

SUOSITUS 13 - TARJOUKSEN TEKIJÄÄ KOSKEVA DUE DILIGENCE -TARKASTUS

Johdanto

Julkisessa ostotarjouksessa tarjottava vastike voidaan maksaa käteisenä, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä (ks. AML 6:12). Tarjousta koskevassa lausunnossaan kohdeyhtiön hallituksen tulee esittää perusteltu arvio tarjouksesta (ks. AML 6:6). Mikäli tarjottava vastike muodostuu arvopapereista, hallituksen on selvitettävä vastikkeena tarjottavien arvopapereiden arvo voidakseen muodostaa perustellun arvion tarjouksesta ja täyttääkseen siten huolellisuusvelvollisuutensa.

Suositus 13

Jotta kohdeyhtiön hallitus voi tehdä perustellun arvion julkisesta ostotarjouksesta, sen on hankittava vastikkeena mahdollisesti tarjottavista arvopapereista riittävät ja asianmukaiset tiedot. Tämä voi edellyttää due diligence -tarkastuksen suorittamista tarjouksen tekijässä. Tarjouksen tekijän tulisi sallia tällainen due diligence -tarkastus siinä laajuudessa kuin se on kussakin yksittäisessä tilanteessa tarpeen.

Perustelut

Arvioidessaan tarjousta kohdeyhtiön hallituksen tulee toimia huolellisesti osakkeenomistajien edun mukaisesti. Jotta hallituksella olisi edellytyksiä tehdä perusteltu arvio tarjotusta arvopaperivastikkeesta, hallituksen tulee hankkia arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Julkisesti saatavilla oleva tieto ei aina riitä perustellun arvion tekemiseen. Kohdeyhtiön hallituksen tulee harkita, edellyttääkö arvion tekeminen due diligence -tarkastuksen suorittamista tarjouksen tekijässä.

Jos tarjouksen tekijä saa kohdeyhtiöltä due diligence -tarkastusta koskevan pyynnön, tarjouksen tekijän on suositeltavaa sallia tällainen tarkastus siinä määrin kuin se on tarpeen, jotta kohdeyhtiön hallitus voi tehdä perustellun arvion tarjouksesta. Due diligence -tarkastuksen laajuus tulee ratkaista kussakin yksittäisessä tilanteessa erikseen.

Mikäli tarjouksen tekijä ei toimi yhteistyössä kohdeyhtiön hallituksen kanssa, hallituksen voi olla mahdotonta saada edellä tarkoitettuja tietoja. Tällaisissa tilanteissa kohdeyhtiön hallitukselta ei voida edellyttää due diligence -tarkastuksen suorittamista tarjouksen tekijässä.

Jos kohdeyhtiön hallitus havaitsee suorittamansa due diligence -tarkastuksen perusteella tai muuten, ettei tarjouksen tekijän laatima tarjousasiakirja anna arvopapereiden haltijoille riittäviä ja oikeita tietoja tarjottavasta vastikkeesta, hallituksen tulee julkistaa käsityksensä asiasta hallituksen tarjousta koskevassa lausunnossa tai tarvittaessa erillisellä tiedotteella (ks. tästä myös suosituksen 8 kohta d) "Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta - Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laatimiseen").

4. KILPAILEVAT TARJOUKSET**SUOSITUS 14 - KOHDEYHTIÖN TOIMINTA KILPAILEVAN TARJOUKSEN TILANTEESSA****Johdanto**

Kun kohdeyhtiötä koskeva tarjous on julkistettu, on mahdollista, että kohdeyhtiön hallitus saa yhteydenoton mahdollisen kilpailevan tarjouksen tekijältä. Kilpaileva yhteydenotto voi tulla myös ennen ensimmäisen tarjouksen julkistamista. Kohdeyhtiön hallitus voi myös itse ottaa yhteyttä kilpailevan tarjouksen tekijään vaihtoehdoisen tarjouksen aikaansaamiseksi.

Suositus 14

Kohdeyhtiön hallituksen on toimittava niin, että kaikilla vakavasti otettavilla tarjouksen tekijöillä on yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva julkinen ostotarjous. Hallituksen tulee kuitenkin ottaa huomioon kuhunkin tarjouksen tekijään ja ehdotettuun tarjoukseen liittyvät tapauskohtaiset olosuhteet.

Perustelut**(a) Kohdeyhtiön hallituksen yleiset velvollisuudet**

Kohdeyhtiö voi saada ostotarjousprosessin aikana yhteydenottoja useammalta keskenään kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Arvopaperimarkkinalaki asettaa kohdeyhtiön hallitukselle velvollisuuden täydentää jo julkistettua ensimmäistä tarjousta koskevaa lausuntoaan kilpailevan tarjouksen tilanteessa sekä tiettyjä henkilöstön informointivelvollisuuksia (ks. AML 6:8), mutta laki ei muuten sääntele kohdeyhtiön hallituksen toimintaa tai velvollisuuksia kilpailevan tarjouksen tilanteessa. Hallituksen roolia ja velvollisuuksia on siten arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa noudattaen soveltuvin osin samoja periaatteita kuin edellä jaksossa 2 "Kohdeyhtiön hallituksen asema ja velvollisuudet" on esitetty.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee ostotarjoustilanteessa pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Jos hallitus saa vakavasti otettavan yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä, hallituksen tulee selvittää asiaa, hankkia kilpailevasta ehdotuksesta riittävät ja asianmukaiset tiedot sekä verrata ehdotusta aiempaan tarjoukseen (ks. tästä soveltuvin osin myös suositus 2 "Hallituksen velvollisuus käsitellä tarjousta koskeva yhteydenotto" ja suositus 3 "Yhtiön vaihtoehtojen arviointi"). Hallituksen tulee pyrkiä saamaan yhtiön arvopapereille mahdollisimman hyvä hinta, mutta myös varmistaa, että kilpaileva tarjous on toteuttamiskelpoinen. Käytännössä tämä voi vaatia neuvotte-

lujen aloittamista kilpailevan tarjouksen tekijän kanssa. Kohdeyhtiön hallituksen ensimmäisen tarjouksen tekijän kanssa mahdollisesti tekemä yhdistymissopimus tai neuvottelukielto ei saa estää hallituksen mahdollisuutta arvioida kilpailevaa yhteydenottoa tai aloittaa neuvotteluja kilpailevan tarjouksen tekijän kanssa, mikäli tämä voi olla osakkeenomistajien edun mukaista (ks. tästä tarkemmin suositus 5 ”Sitoutuminen neuvottelukieltoon” ja suositus 6 ”Yhdistymissopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa”).

Jotta kohdeyhtiön hallitus saisi aikaan aidon kilpailutilanteen mahdollisten tarjouksen tekijöiden välillä ja tätä kautta yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean hinnan, kohdeyhtiön hallituksen tulee lähtökohtaisesti toimia niin, että kaikilla vakavasti otettavilla kilpailevilla tarjouksen tekijöillä on yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva tarjous. Jos kohdeyhtiön hallitus on esimerkiksi sallinut ensimmäiselle tarjouksen tekijälle due diligence -tarkastuksen, hallituksen tulee kilpailevan tarjouksen tekijän pyynnöstä lähtökohtaisesti sallia tälle olennaisilta osiltaan vastaavan laajuinen due diligence -tarkastus edellyttäen, että tämä on osakkeenomistajien edun mukaista, ja että kilpailevia tarjouksia ja niiden tekijöitä koskevat olosuhteet ovat muuten vastaavanlaiset. Tarkastuksen salliminen ja mahdollisen tarkastuksen laajuus on kuitenkin harkittava kussakin yksittäistapauksessa erikseen (ks. tästä tarkemmin suosituksen 12 kohta d) ”Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä - Annettavan tiedon luonne ja laajuus”). Jos ensimmäinen tarjous on jo julkistettu, due diligence -tarkastuksen salliminen edellyttää lisäksi, että ehdotetulla kilpailevalla tarjouksella on kohdeyhtiön hallituksen arvion mukaan realistiset mahdollisuudet toteutua, jolloin tarjouksen on yleensä oltava yhtiön osakkeenomistajien kannalta edullisempi tai tarjottaessa erilajisia vastikkeita vähintään yhtä edullinen kuin jo julkistettu ensimmäinen tarjous.

Jos ehdotettu kilpaileva tarjous on kohdeyhtiön hallituksen käsityksen mukaan vakavasti otettava ja toteutumismahdollisuudeltaan realistinen, hallituksen tulee harkita, onko hallituksen tarpeen informoida ensimmäisen tarjouksen tekijää saamastaan kilpailevasta yhteydenotosta. Kilpailevan tarjouksen tilanteessa noudatettavista menettelytavoista saattaa olla määräyksiä myös kohdeyhtiön ja ensimmäisen tarjouksen tekijän välillä mahdollisesti jo tehdyssä yhdistymissopimuksessa (ks. tästä tarkemmin suositus 6 ”Yhdistymissopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa”). Koska yhdistymissopimukseen sisältyvät kilpailevia tarjouksia koskevat menettelytavat tulee kuvata pääpiirteissään tarjousasiakirjassa, ne ovat myös kilpailevan tarjouksen tekijän tiedossa tämän suunnitellessa kilpailevan tarjouksen tekemistä.

(b) Kohdeyhtiön hallituksen lausunto ja sen mahdollinen muuttaminen

Mikäli kilpaileva yhteydenotto johtaa kilpailevan tarjouksen julkistamiseen tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus on jo julkistanut ensimmäistä tarjousta koskevan lausunnon, kohdeyhtiön hallituksen on arvopaperimarkkinalain 6:8:n

mukaan täydennettävä lausuntoaan mahdollisimman pian sen jälkeen, kun kilpaileva tarjous on julkistettu. Lausuntoa on täydennettävä viimeistään viisi (5) pankkipäivää ennen ensimmäisen tarjouksen voimassaoloajan aikaisinta mahdollista päättymistä. Mikäli kilpaileva tarjous julkistetaan ensimmäisen tarjouksen voimassaoloajan viimeisinä päivinä, Rahoitustarkastus tulee lähtökohtaisesti edellyttämään ensimmäisen tarjouksen voimassaoloajan jatkamista niin, että kohdeyhtiön hallituksella on aikaa täydentää lausuntoaan ja että tarjouksen jo hyväksyneillä arvopaperinhaltijoilla on riittävä aika harkita hyväksyntänsä peruuttamista (ks. tästä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c).

Täydentäessään lausuntoaan hallituksen tulee verrata ensimmäistä tarjousta kilpailevaan tarjoukseen sekä ottaa arvopaperimarkkinalain 6:6:n edellyttämällä tavalla kantaa uuteen kilpailevaan tarjoukseen (ks. tästä suositus 8 ”Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta”). Mikäli hallitus päätyy arvioinnissaan suosittelemaan yhtiön arvopapereiden haltijoille kilpailevan tarjouksen hyväksymistä, hallituksen tulee käytännössä peruuttaa ensimmäiselle tarjoukselle mahdollisesti antamansa suositus ja julkistaa uusi kilpailevan tarjouksen hyväksymistä suositteleva lausunto.

Hallituksen lausunnon täydentämisessä tulee noudattaa soveltuvin osin edellä suosituksessa 8 ”Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta” esitettyjä periaatteita.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee kilpailevan tarjouksen tilanteessa jatkuvasti arvioida myös muilta osin tarvetta tiedottaa markkinoille mahdollisesti tulevasta kilpailevasta tarjouksesta tai hallituksen tarjousta koskevan lausunnon mahdollisesta täydentämisestä.

(c) Kilpailevan tarjouksen vaikutukset ensimmäiseen tarjoukseen

Arvopaperimarkkinalain 6:8 sääntelee ensimmäisen tarjouksen tekijän asemaa kilpailevan tarjouksen tilanteessa. Sen mukaan ensimmäisellä tarjouksen tekijällä on muun muassa oikeus pidentää oman tarjouksensa tarjousaikaa kilpailevan tarjouksen mukaiseksi ja myös muuten muuttaa tarjouksensa ehtoja. Ensimmäisen tarjouksen tekijä voi ennen kilpailevan tarjouksen voimassaolon päättymistä myös päättää tarjouksensa raukeamisesta. Oikeus rajoittuu vain vapaaehtoiseen tarjouksiin; pakollinen ostotarjous perustuu lakisääteiseen velvollisuuteen eikä pakollista ostotarjousta siten voi peruuttaa. Arvopaperimarkkinalakiin sisältyy myös määräykset ensimmäisen tarjouksen muuttamista tai raukeamista koskevien päätösten julkistamisesta sekä Rahoitustarkastuksen mahdollisuudesta päättää ensimmäisen tarjouksen mukaisen tarjousajan jatkamisesta tietyissä tilanteissa.

Kilpailevan tarjouksen tilanteessa ensimmäisen tarjouksen hyväksyneillä kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on arvopaperimarkkinalain 6:8 mukaan oikeus peruuttaa ensimmäistä tarjousta koskeva hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana.

(d) Sisäpiirikysymykset

Tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta saattaa tarjouksen valmisteluasteesta riippuen olla sisäpiirintietoa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista. Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus hallinnoida sisäpiirintietoa ja varmistaa sen pysyminen luottamuksellisena ostotarjousprosessin edellyttämällä tavalla (ks. sisäpiiriasiosta tarkemmin suositus 10 ”Sisäpiiriasioiden hallinnointi”).

Jos ensimmäisen tarjouksen tekijä saa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista tiedon tulevasta kilpailevasta tarjouksesta, tarjouksen tekijästä tulee sisäpiiriläinen. Tulevaa kilpailevaa tarjousta koskeva tieto ei kuitenkaan estä ensimmäistä tarjouksen tekijää toteuttamasta jo julkistettua omaa tarjoustaan tarjouksen ehtojen mukaisesti. Kun tarjouksen ehdot on tällaisessa tapauksessa laadittu ja julkistettu jo ennen kuin ensimmäisen tarjouksen tekijä sai sisäpiirintietoa (eli tiedon tulevasta kilpailevasta tarjouksesta), tällainen tieto ei rajoita tarjouksen tekijän oikeutta hankkia kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen ehtojen mukaisesti (ks. AML 5:2.5). Tieto kilpailevasta tarjouksesta estää kuitenkin kohdeyhtiön arvopapereiden hankkimisen julkisen ostotarjouksen ulkopuolella.

5. TARJOUKSEEN LIITTYVÄT JÄRJESTELYT

SUOSITUS 15 - TARJOUKSEN TEKIJÄN JA KOHDEYHTIÖN MERKITTÄVIEN OSAKKEENOMISTAJIEN VÄLISET JÄRJESTELYT

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen toteuttamisen ehtona on usein tietyn omistussuuden saavuttaminen kohdeyhtiössä. Tarjouksen valmisteluvaiheessa tarjouksen tekijä saattaa pyrkiä kartoittamaan tarjouksensa toteuttamisedellytyksiä keskustelemalla suoraan kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa. Tarjouksen tekijä saattaa myös pyytää kohdeyhtiön merkittäviltä osakkeenomistajilta sitoumusta hyväksyä tuleva tarjous tai ostaa tiettyjen merkittävien osakkeenomistajien omistamat osakkeet jo ennen tarjouksen julkistamista. Sijoittajien suojan kannalta on tärkeää, että tällaiset järjestelyt eivät loukkaa osakkeenomistajien tasapuolisen kohtelun vaatimusta.

Suositus 15

Tarjouksen tekijä voi neuvotella ja sopia ehdotetusta julkisesta ostotarjouksesta kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa ennen tarjouksen julkistamista. Tarjouksen tekijä voi myös sopia kohdeyhtiön osakkeiden ostamisesta joiltakin osakkeenomistajilta jo ennen tarjouksen julkistamista tai hankkia osakkeenomistajilta sitoumuksen hyväksyä tuleva tarjous. Kaikkia tarjouksen tarkoittamien arvopapereiden haltijoita on kuitenkin kohdeltava tasapuolisesti varsinaisessa julkisessa ostotarjouksessa. Tarjouksen tekijän on julkistettava tieto yllä tarkoitetuista järjestelyistä tarjouksen julkistamisen yhteydessä.

Tarjouksen tekijän on huolehdittava salassapitonäkökohdista sekä sisäpiirintiedon asianmukaisesta hallinnasta yllä tarkoitettujen osakkeenomistajien kanssa käytävien neuvotteluiden yhteydessä.

Perustelut

(a) Osakkeenomistajien antama sitoumus hyväksyä tuleva julkinen ostotarjous

Arvopaperimarkkinalain 6:2:n mukaan tarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan. Arvopaperimarkkinalaissa tai osakeyhtiölaissa ei muuten rajoiteta tarjouksen tekijän mahdollisuuksia keskustella tulevasta tarjouksesta etukäteen joidenkin kohdeyhtiön osakkeenomistajien kanssa. Pelkkä keskustelu joidenkin osakkeenomistajien kanssa ei yleensä aseta kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan edellyttäen, että varsinaisen tarjouksen ehdot ovat kaikille tarjouksen tarkoittamien samanlajisten arvopapereiden haltijoille yhteneväiset.

Myöskään joidenkin osakkeenomistajien etukäteen antama sitoumus hyväksyä tuleva tarjous ei aseta kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan edellyttäen, ettei tällaisille osakkeenomistajille anneta muodossa tai toisessa korkeampaa vastiketta kuin yhtiön muille arvopapereiden haltijoille. Estettä ei ole sille, että jotkut osakkeenomistajat vapaaehtoisesti sitoutuvat muita arvopapereiden haltijoita ankarampiin tai epäedullisempiin ehtoihin.

Osakkeenomistajan antamassa sitoumuksessa hyväksyä tuleva tarjous on kyse tarjouksen tekijän ja kyseisen osakkeenomistajan välisestä tarjouksen ulkopuolisesta sopimusoikeudellisesta järjestelystä, jolla osakkeenomistaja voi halutessaan luopua arvopaperimarkkinalain mukaisista oikeuksistaan, esimerkiksi arvopaperimarkkinalain 6:8.2 mukaisesta osakkeenomistajan oikeudesta kilpailevan tarjouksen tilanteessa peruuttaa ensimmäistä tarjousta koskeva hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana.

Katso osakkeenomistajien antamiin sitoumuksiin liittyvistä julkistamis- ja liputusksymyksistä suositus 18 "Tarjouksen julkistaminen", arvopaperimarkkinalain liputussäännökset (AML 2:9) sekä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b.

(b) Etukäteiskaupat

Arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä tasapuolisen kohtelun vaatimus ei estä tarjouksen tekijää tekemästä jonkun tai joidenkin osakkeenomistajien kanssa erillistä sopimusta näiden omistamien osakkeiden ostamisesta jo ennen muille osakkeenomistajille tehtävän tarjouksen julkistamista. Tällaiset etukäteiskaupat voivat kuitenkin arvopaperimarkkinalaisissa mainituin edellytyksin vaikuttaa tulevassa tarjouksessa tai mahdollisessa pakollisessa ostotarjouksessa tarjottavan vastikkeen määrään; tarjouksessa tarjottavan vastikkeen tulee olla arvoltaan vähintään yhtä suuri kuin etukäteiskaupoissa maksettu vastike ottaen huomioon myös etukäteiskaupoissa maksetun vastikkeen lisäksi mahdollisesti tarjotut muut etuudet (ks. AML 6:11-12 sekä suositus 16 "Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta markkinoilta ennen tarjousajan alkamista").

Mikäli tarjouksen tekijä maksaa etukäteiskaupoissa ostamansa osakkeet esimerkiksi omilla osakkeillaan, tasapuolisen kohtelun vaatimus ei yleensä edellytä, että tarjouksessa tarjottava vastike on muodoltaan sama. Tarjouksen tekijä voi siten lähtökohtaisesti tarjota tarjouksessa esimerkiksi pelkkää käteistä. Rahoitustarkastuksen standardin 5.2c mukaan tämä kuitenkin edellyttää, että etukäteiskauppa voidaan kokonaisuutena arvioiden katsoa selkeästi tarjouksesta erilliseksi liiketoimeksi. Jos tarjouksen tekijä on ostanut etukäteiskaupoilla käteisellä vähintään viisi prosenttia kohdeyhtiön äänimäärästä, tarjouksessa tulee tarjota käteisvastike ainakin vaihtoehtona (ks. AML 6:12). Tarjouksen tekijän ei tarvitse maksaa muille osakkeenomistajille korkoa tai muuta hyvitystä sen vuoksi, että jotkut osakkeenomistajat ovat etukäteiskaupoissa saaneet osakkeistaan vastikkeen aikaisemmin kuin muut osakkeenomistajat.

Katso etukäteiskauppoihin liittyvistä julkistamis- ja liputusksymyksistä suositus 18 "Tarjouksen julkistaminen", arvopaperimarkkinalain liputussäännökset (AML 2:9) sekä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b.

(c) Kohdeyhtiön hallituksen asema osakkeenomistajajärjestelyiden yhteydessä

Osakkeenomistajan mahdollisesti antamassa sitoumuksessa hyväksyä tuleva tarjous samoin kuin osakkeenomistajan osakkeita koskevassa etukäteiskaupassa on kyse osakkeenomistajan ja tarjouksen tekijän välisestä järjestelystä. Jos kohdeyhtiön hallitus saa tiedon tällaisista järjestelyistä, hallituksen tulee kuitenkin pyrkiä selvittämään asiaa ja ottaa järjestelyt huomioon arvioidessaan tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja (ks. tästä suositus 3 "Yhtiön vaihtoehtojen arviointi"). Etukäteiskaupat tai yhtiön merkittävien osakkeenomistajien antama sitoumus hyväksyä tuleva tarjous voivat

parantaa tarjouksen toteutumisedellytyksiä ja siten vaikuttaa hallituksen tarjousta koskevaan arvioon.

Kohdeyhtiön hallituksen mahdollisia omia keskusteluja yhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa on käsitelty suosituksessa 4 "Keskustelut merkittävien osakkeenomistajien kanssa".

Tilanteita, joissa etukäteiskauppojen osapuolena tai tarjouksen hyväksymistä koskevan sitoumuksen antajana on kohdeyhtiön hallituksen jäsen tai tämän taustayhteisö, on tarkasteltu erikseen suosituksessa 7 "Esteellisyyksymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen".

(d) Salassapito- ja sisäpiirikysymykset

Rahoitustarkastuksen standardin 5.2b mukaan arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei yleensä estä sisäpiirintiedon ilmaisemista neuvottelutilanteissa (esim. yritysjärjestely) neuvottelun vastapuolelle ja tämän neuvonantajalle. Mahdollista tarjousta koskevan tiedon ilmaiseminen jollekin osakkeenomistajalle tilanteessa, jossa tarkoituksena on saada osakkeenomistajalta sitoumus hyväksyä tuleva tarjous tai ostaa kyseessä olevan osakkeenomistajan omistamat osakkeet, voidaan katsoa Rahoitustarkastuksen standardin tarkoittamaksi neuvottelutilanteeksi.

Tarjouksen tekijän ja osakkeenomistajien välisten keskustelujen yhteydessä on huomattava, että mahdollisesta tarjouksesta tiedon saaneista osakkeenomistajista saattaa tulla sisäpiiriläisiä. Tarjouksen tekijän ja joidenkin osakkeenomistajien välillä mahdollisesti toteuttaviin etukäteiskauppoihin saattaa, olosuhteista riippuen, liittyä myös muita sisäpiirikysymyksiä, joita on syytä tarkkaan harkita.

Mahdollisten vuototilanteiden välttämiseksi tarjouksen tekijän tulee huolehtia salassapitonäkökohtien ja sisäpiirintiedon hallinnan asianmukaisesta järjestämisestä osakkeenomistajakeskusteluiden yhteydessä.

SUOSITUS 16 - KOHDEYHTIÖN ARVOPAPEREIDEN HANKINTA MARKKINOILTA ENNEN TARJOUSAJAN ALKAMISTA

Johdanto

Tarjouksen tekijä voi pyrkiä hankkimaan kohdeyhtiön arvopapereita myös suoraan markkinoilta ennen kuin tarjouksen tekijä on tehnyt päätöksen julkisen ostotarjouksen tekemisestä ja julkistanut päätöksen arvopaperimarkkinalain mukaisesti (AML 6:3). Arvopaperihankintojen tarkoituksena on yleensä parantaa tulevan tarjouksen toteutumisedellytyksiä. Hankintojen edellytyksenä on, että tarjouksen tekijällä ei ole kohdeyhtiötä tai sen arvopapereita koskevaa sisäpiirintietoa. Tarjouksen julkistamista edeltävät kohdeyhtiön arvopa-

pereiden hankinnat voivat vaikuttaa tarjottavan vastikkeen määrään ja muotoon. Mahdolliset arvopapereiden hankinnat tulee myös julkistaa niin sanottujen liputussäännösten mukaisesti. Muilta osin arvopaperimarkkina-alueissa ei ole asiaa koskevia nimenomaisia säännöksiä.

Suositus 16

Tarjouksen tekijä voi hankkia kohdeyhtiön arvopapereita markkinoilta ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista vain sisäpiirisääntelyn mahdollistamissa rajoissa.

Perustelut

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslainsäädännössä (ks. rikoslaki 51:1-2). Arvopaperimarkkinain lakia asetetaan lisäksi yleisen kiellon käyttää sisäpiirintietoa arvopaperikaupassa (ks. AML 5:2). Aikaisemmin voimassa olleen arvopaperimarkkinain perusteluissa on kuitenkin todettu, että sisäpiirintietoa ei ole luonnollisen henkilön julkistamaton tieto omasta päätöksestään, kuten tarjouksen tekijälle tieto julkisesta ostotarjouksesta ennen siitä päättämistä tai sen julkistamista (ks. HE 318/1992, s. 35), eikä asiointilassa ole sen jälkeen tapahtunut muutoksia. Myös muissa maissa on omaksuttu vastaavia kantoja.

Yleensä on katsottu, ettei tieto tarjouksen tekijän omasta aikomuksesta tehdä julkinen ostotarjous estä hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen tekijän lukuun ennen tarjouksen julkistamista. Tarjouksen tekijän palveluksessa olevat tai muuten tarjouksesta tietoiset luonnolliset henkilöt eivät sen sijaan voi hankkia kohdeyhtiön arvopapereita omaan tai jonkun muun kuin tarjouksen tekijän lukuun syylistymättä sisäpiirintiedon kiellettyyn käyttöön.

Tilannetta voidaan kuitenkin arvioida toisin, jos tarjouksen tekijä on aloittanut tarjousta koskevat keskustelut kohdeyhtiön hallituksen tai yhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa ja saanut näiltä myönteisen vastaanoton. Jos esimerkiksi kohdeyhtiön merkittävät osakkeenomistajat ovat ilmoittaneet alustavan kiinnostuksensa hyväksyä mahdollinen tarjous tarjouksen tekijän esittämään hintaan tai jos kohdeyhtiön hallitus on ilmoittanut olevansa valmis harkitsemaan tarjouksen suosittelusta, tieto tällaisista keskusteluista on omiaan lisäämään tarjouksen toteutumisen todennäköisyyttä. Mitä varmempi tieto tarjouksen tekijällä on kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien tai kohdeyhtiön hallituksen suhtautumisesta ehdotettuun tarjoukseen, sitä lähempänä ollaan sellaista tietoa, joka estää tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita ennen tarjouksen julkistamista.

Jos tarjouksen tekijällä on muuten kohdeyhtiötä tai sen arvopapereita koskevaa sisäpiirintietoa (esim. due diligence-tarkastuksessa saatu tieto yhtiössä vireillä olevasta sisäpiirihankkeesta), tarjouksen tekijä ei voi hankkia kohdeyhtiön

arvopapereita eikä tehdä tarjousta ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu.

Tarjousta edeltäneet kohdeyhtiön arvopapereiden hankinnat voivat vaikuttaa tulevan tarjouksen hinnoitteluun. Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c sisältää tulkintoja tarjousvastikkeesta sekä siitä, millaisissa tilanteissa ja millä perusteilla arvopaperimarkkinain pääsäännön mukaisesta hinnasta voidaan tai tulee poiketa.

Katso tarjousta edeltäneisiin arvopaperihankintoihin liittyvistä julkistamis- ja liputus-kysymyksistä suositus 18 "Tarjouksen julkistaminen", arvopaperimarkkinain liputussäännökset (AML 2:9) sekä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b.

SUOSITUS 17 - KOHDEYHTIÖN ARVOPAPEREIDEN HANKINTA TARJOUSSAIKANA JA SEN JÄLKEEN

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen julkistamisen jälkeen arvopapereiden haltijat myyvät monissa tapauksissa arvopapereitaan pörssissä. Tarjouksen tekijälle, joka pyrkii saamaan kohdeyhtiön kokonaan omistukseensa, on tärkeää voida hankkia myytävänä olevia arvopapereita. Usein tarjouksen tekijöille tarjotaan suoraan suurempia eriä kohdeyhtiön arvopapereita.

Suositus 17

Tarjouksen tekijä voi itse päättämäärän ajankohtana tarjousaikana tai sen jälkeen hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita myös julkisen ostotarjouksen ulkopuolella. Tarjouksen tekijän on arvopapereita hankkiessaan kohdeltava tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoita tasapuolisesti.

Perustelut

Tarjouksen tekijä voi tarjouksen julkistamisen jälkeen ennen tarjousajan alkamista ja sen aikana hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita myös julkisen ostotarjouksen ulkopuolella, esimerkiksi pörssin jatkuvan kaupankäynnin kautta. Tarjouksen tekijä voi itse päättää hankinta-ajankohdista ja voi halutessaan keskeyttää tai lopettaa hankinnat kokonaan. Hankintoja ei kuitenkaan voi tehdä, mikäli tarjouksen tekijällä on hallussaan sisäpiirintietoa. Katso tästä suositus 12 "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä" kohta e) "Sisäpiirikysymykset".

Tarjouksen tekijä voi hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita myös pörssin kautta toteutettuina blokkikaupoina tai pörssin ulkopuolisin kaupoin.

Tarjouksen tekijä ei voi hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita tarjousvastiketta korkeampaan hintaan tarjouksen ulkopuolella tarjousaikana tai yhdeksän (9) kuukauden aikana tarjouksen toteuttamisen jälkeen korottamatta tarjousvastiketta tai maksamatta hyvitystä (ks. AML 6:13).

Tarjouksen tekijän on tiedotettava ennen hankintojen aloittamista aikomuksestaan hankkia arvopapereita erillään julkisesta ostotarjouksesta. Tieto voidaan sisällyttää tarjoukseen liittyviin muihin tiedotteisiin.

6. TARJOUS JA SEN EHDOT

SUOSITUS 18 - TARJOUKSEN JULKISTAMINEN

Johdanto

Julkista ostotarjousta koskevan tiedon julkistamisella voi olla huomattava vaikutus kohdeyhtiön arvopapereiden kurssiin. Tieto julkisesta ostotarjouksesta voi myös vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen. Markkinoiden luotettavan toiminnan kannalta on tärkeää, että tarjouksen tekijä julkistaa tarjouksen arviointiin vaikuttavat seikat oikea-aikaisesti ja riittävässä laajuudessa.

Suositus 18

Tarjouksen tekijän on julkista ostotarjousta koskevissa tiedotteissa julkistettava tiedossaan olevat tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset seikat. Tällaisina voidaan arvopaperimarkkinain edellyttämien tietojen lisäksi pitää seuraavia seikkoja:

- tiedot tarjouksen tekijästä;
- tiedot tarjouksen tekijän omistamista tai muutoin hallinnoimista tarjouksen kohteena olevista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista;
- tarjouksen tekijän osuus kohdeyhtiön osakepääomasta ja kohdeyhtiön äänimäärästä;
- tarjouksen kohteena olevat arvopaperit;
- tarjouksen keskeiset ehdot, mukaan lukien tarjousvastike, tarjottu preemio suhteessa kohdeyhtiön markkina-arvoon sekä preemion laskemisessa käytetyt periaatteet;
- tiedot tarvittavasta rahoituksesta tai muista tarvittavista vastikkeeseen liittyvistä järjestelyistä;

- tiedot tarjouksen toteuttamiselle asetetuista keskeisistä ehdoista;

- tiedot tarjouksen tekijän osakkeenomistajista, jotka ovat ilmoittaneet kannattavansa tarjouksen toteuttamiseen mahdollisesti liittyviä toimia tarjouksen tekijän yhtiökokouksessa;

- tieto siitä, kuinka suuri määrä osakkeenomistajia on sitoutunut (ehdollisesti tai ehdottomasti) hyväksymään tarjouksen ja kuinka suuri määrä on muuten ilmoittanut kannattavansa tarjousta;

- tiedot muista tarjouksen tekijän ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden välisistä tarjoukseen liittyvistä järjestelyistä;

- tiedot tarjouksen syistä;

- mikäli tarjousvastikkeena tarjotaan tarjouksen tekijän arvopapereita, tiedot tarjouksen ja maksetun tarjousvastikkeen vaikutuksista tarjouksen tekijän liiketoimintaan, tulokseen ja taloudelliseen asemaan (vaikutus laskettuna osakekohtaisesti, mikäli mahdollista);

- arvio siitä, koska tarjousasiakirja julkistetaan;

- tiedot tarvittavista viranomaisluvista; ja

- arvio ostotarjousprosessin kestosta ja siihen liittyvien toimien toteuttamisesta tai tieto siitä, miksi tarjouksen tekijä ei voi tehdä edellä mainittua arviota.

Tarjouksen tekijän on lisäksi ilmoitettava, miten se on varmistunut siitä, että sillä on tarvittavat edellytykset tarjouksen toteuttamiselle. Erityisesti on mainittava, mikäli tarjouksen toteuttamiseen liittyy erityisiä epävarmuustekijöitä.

Perustelut

(a) Julkistamisen ajankohta

Tarjouksen tekijän on julkistettava tieto julkisesta ostotarjouksesta heti sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on tehnyt asiasta päätöksen. Arvopaperimarkkinain mukaan päätös julkisesta ostotarjouksesta on julkistettava välittömästi sekä annettava tiedoksi tarjouksen kohteena olevat arvopaperit liikkeeseen laskeneelle yhtiölle (kohdeyhtiö), asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ja Rahoitustarkastukselle. Julkistamisen jälkeen päätös on annettava viipymättä tiedoksi kohdeyhtiössä ja tarjouksen tehneessä yrityksessä henkilöstön edustajalle tai, jollei tällaista ole, henkilöstölle (ks. AML 6:3.1-2 ja Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c).

Joissakin tilanteissa voi olla erityinen tarve tiedottaa suunnitteilla olevasta julkisesta ostotarjouksesta, josta ei kuitenkaan vielä ole tehty päätöstä. Vaikka vielä ei olisi varmuutta siitä, että tarjous tehdään, niin jo tieto siitä, että julkinen ostotarjous on suunnitteilla, voi vaikuttaa sekä kohdeyhtiön osakkeen kurssiin että sen liiketoiminnan harjoittamiseen. Tästä syystä tiedotettaessa suunnitteilla olevasta julkisesta ostotarjouksesta on soveltuvin osin noudatettava samoja periaatteita kuin julkistettaessa päätöstä julkisesta ostotarjouksesta. Tällöin tulisi kertoa myös ostotarjoussuunnitelmien toteutumiseen liittyvistä epävarmuustekijöistä. Tarjouksen tekijän tulee erityisesti huolehtia siitä, että kohdeyhtiön arvopapereiden markkinoille ei aiheudu vääristymiä siten, että arvopaperikurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy. Katso tästä myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

Julkista ostotarjousta koskevaan päätökseen liittyvää julkistamisvelvoitetta ei myöskään saa kiertää esimerkiksi lykkäämällä tarjousta koskevan muodollisen päätöksen tekemistä keinotekoisesti. Kohdeyhtiö on näissä tilanteissa joka tapauksessa velvollinen seuraamaan arvopaperimarkkinalain ja pörssin sääntöjen mukaisia tiedottamisvelvoitteita.

(b) Julkistamisen yhteydessä annettavat tiedot

Arvopaperimarkkinalain mukaan julkisen ostotarjouksen julkistamisessa on mainittava tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä, tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike sekä muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset ehdot. Julkistamisesta on myös käytävä ilmi, miten menetellään, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita (ks. AML 6:3.3).

Jotta tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden hinnamuodostus ei häiriintyisi, on tärkeää, että tarjouksen julkistamisen yhteydessä julkistetaan kaikki tarjouksen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset arvopapereiden arvoon vaikuttavat tarjouksen tekijän tiedossa olevat seikat.

SUOSITUS 19 - TARJOUKSEN SITOVUUS JA EHDOT

Johdanto

Tarjouksen tekijälle voi olla tärkeää asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle, ja arvopaperimarkkinalaissa viitataan tarjouksen toteuttamiselle asetettuihin ehtoihin (ks. AML 6:3). Olennaisia ehtoja ovat muun muassa tarvittavat viranomaisluvut ja niiden ehdot, tietyn omistuosuuden saavuttaminen tarjouksessa taikka kohdeyhtiötä koskevat merkittävät tiedot tai muutokset. Kun julkisella ostotarjouksella toisaalta on myös kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta huomattava merkitys, tarjouksen ehtojen ja niistä annettavien tietojen tulee olla selkeitä ja yksiselitteisiä.

Suositus 19

Julkinen ostotarjous tulee ulottaa tasavertaisesti tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoille. Tarjouksen tekijä on velvollinen tekemään tarjouksen jälkeen kun päätös tarjouksesta on julkistettu. Tarjousta ei voida peruuttaa sen jälkeen, kun tarjous on tehty. Tarjouksen tekijä voi kuitenkin asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Ehtojen tulee olla sellaisia, että niiden toteutuminen on selkeästi todennettavissa. Ehdot eivät saa olla sellaisia, että tarjouksen toteuttaminen on tosiasiallisesti tarjouksen tekijän vapaassa harkinnassa. Tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon vetoaminen myös edellyttää, että ehdon täyttymättä jäämisellä on huomattava merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta.

Perustelut

(a) Tarjouksen tasapuolisuus

Arvopaperimarkkinalain 6:2:n mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan. Arvopaperimarkkinalain perustelujen mukaan tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää, että samaan lajiin kuuluvasta arvopaperista ei saa tehdä tietyille omistajalle tarjousta ehdoin, jotka eroavat siitä, mitä tarjotaan muille omistajille. Tietyissä tilanteissa on kuitenkin mahdollista, että etukäteissitoumuksen antaneiden osakkeenomistajien kanssa on sovittu erikseen vastikkeesta ja hyväksymisen ehdoista, tai että tarjouksen tekijä etukäteen ostaa tiettyjen osakkeenomistajien osakkeet.

Tarjouksen tasapuolisuuden vaatimus edellyttää, että tarjousvastike on määrältään ja laadultaan sama samanlajisten arvopapereiden osalta. Vastike voidaan kuitenkin maksaa osin käteisenä ja osin arvopapereina edellyttäen, että tälle on perusteltu syy. Tarjouksen tekijä voi esimerkiksi maksaa kullekin osakkeenomistajalle käteisvastikkeen tietyn arvopaperimäärän osalta ja muilta osin tarjota arvopaperivastiketta.

Arvopaperimarkkinalain perustelujen mukaan eri arvopaperilajeista tehtävien tarjousten tulee olla keskenään tai toisiinsa nähden järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa. Eri arvopaperilajien arvo saattaa kuitenkin erota toisistaan ja niillä voi olla erilaiset markkina-arvot. Tällöin on selvää, että eri arvopaperilajeista tarjottavat vastikkeet voivat erota toisistaan. Tähän voivat vaikuttaa esimerkiksi arvopaperiin liittyvä äänioikeus tai osinko-oikeus.

Tietty vastikelaji voi olla vaihtoehtoinen edellyttäen, ettei tällä tavoin nimenomaisesti pyritä asettamaan osakkeenomistajia eriarvoiseen asemaan. Tarjouksen tekijä voi tarjota tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoille mahdollisuuden valita esimerkiksi rahavastikkeen tai erilaisten arvopaperivastikkeiden välillä. Arvopaperimarkkinalaki ei edellytä, että

toisilleen vaihtoehtoiset vastikelajit olisivat samanarvoisia. Esimerkiksi arvopaperivastikkeen kurssin tai muun hinnan ei tarvitse vastata vaihtoehtoisesti tarjottavaa rahavastiketta. Arvopaperivastikkeen hyväksymiseen liittyy odotus tulevasta arvonnoususta, mutta myös riski arvon laskusta.

Tarjouksesta johtuva verokohtelu tai muut sääntelyvaikutukset voivat olla erilaisia tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoille. Tällä ei kuitenkaan voida katsoa olevan merkitystä tarjouksen tasapuolisuuden arvioimiselle, ellei tarjouksella pyritä arvopapereiden haltijoiden eriarvoiseen kohteluun.

Tarjous tulee yleensä ulottaa kaikille tietyin arvopaperilajin haltijoille. Tarjousasiakirjojen toimittaminen arvopapereiden haltijoille, joiden kotipaikka tai osoite on Suomen ulkopuolella, voisi kuitenkin edellyttää kyseisen maan lainsäädännön (erityisesti arvopaperimarkkinasäätelyn) tai muiden erityismääräysten noudattamista. Tämä voi aiheuttaa huomattavia lisäkustannuksia tarjouksen tekijälle, ja joissakin tilanteissa edellyttää kohtuuttomia selvityksiä tai toimenpiteitä. Tarjouksen tasapuolisuusvaatimuksen kannalta on pidettävä riittävänä, että tarjousasiakirjat pidetään saatavilla arvopaperimarkkinalain edellyttämällä tavalla. Erityistapauksissa voi tasapuolinen kohtelu kuitenkin edellyttää, että myös julkinen ostotarjous ulotetaan tällaisiin maihin. Tällainen erityistilanne voi syntyä esimerkiksi silloin, jos yhtiö on järjestänyt yleisöanteja tietyissä maissa. Erityistilanteet on aina arvioitava tapauskohtaisesti.

Katso tästä myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

(b) Tarjouksen ehdollisuus

Tarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Arvopaperimarkkinalain perusteluissa viitataan eri kohdissa ehdollisiin tarjouksiin. Lain perusteluissa todetaan myös, että esimerkiksi rahoituksen saatavuus voidaan sopia ehdolliseksi (ks. suositus 1 "Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen"). Rahoituksen ehdollisuuteen vetoaminen edellyttää, että rahoituksen saatavuus on asetettu nimenomaisesti tarjouksen toteuttamisen ehdoksi. Lainsäädännössä ei ole erityisesti säännelty muiden mahdollisten ehtojen sisältöä tai sitä, millaiset ehdot ovat julkisissa ostotarjouksissa sallittuja.

Julkisissa ostotarjouksissa usein käytettyihin ehtoihin kuuluu muun muassa se, että tarjouksen tekijä saa kohdeyhtiön hankkimiseen tarvittavat viranomaisluvut ja että lupien ehdot ovat tarjouksen tekijän kannalta liiketoiminnallisesti hyväksyttävissä. Erityisesti kilpailuviranomaisten luvat ovat usein keskeisiä tarjouksen toteuttamiselle. Tarjouksen tekijälle on usein tärkeää saada kohdeyhtiö kokonaan haltuunsa, ja esimerkiksi 90 prosentin lunastusoikeusrajan saavuttaminen onkin tavallisesti tarjouksen toteuttamisen ehtona. Kun tarjous lisäksi tehdään tarjouksen tekijän saatavilla olevan tiedon perusteella, tarjouksen tekijä voi edellyttää, ettei kohdeyhtiössä ole tapahtunut sellaista olennaista muutosta, jos-

ta tarjouksen tekijä ei ole ollut tietoinen tai joka muuten olennaisesti vaikuttaa tarjoukseen.

Mikäli julkinen ostotarjous toteutetaan yhteisymmärryksessä kohdeyhtiön hallituksen kanssa, on mahdollista, että tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö laativat erityisen yhdistymissopimuksen. Osapuolille voi olla tärkeää, että tarjous toteutetaan yhdistymissopimuksen mukaisesti ja vain, mikäli osapuolet ovat edelleen yhteisymmärryksessä tarjouksen toteutumisaikana. Näin ollen yhdistymissopimuksen voimassaolo on myös usein ollut ehtona tarjouksen toteuttamiselle.

Julkisten ostotarjousten toteuttamiselle ei kuitenkaan voida asettaa millaisia ehtoja tahansa. Arvopaperimarkkinalain 2:1:n yleissäännön mukaan arvopapereita ei saa hankkia muun muassa käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Arvopaperimarkkinalain 6:3:n mukaan tarjouksen tekijän tulee tarjouksen julkistamisen yhteydessä julkistaa tiedot tarjouksen toteuttamiselle asetetuista olennaisista ehdoista. Säännöksellä on pyritty täyttämään direktiivin vaatimus tarjousten julkistamisesta siten, että voidaan taata markkinoiden avoimuus ja rehellisyys kohdeyhtiön, tarjouksen tekijän tai muiden tarjouksen vaikutuspiirissä olevien yhtiöiden arvopapereiden osalta sekä voidaan välttää väärin ja harhaanjohtavien tietojen julkistaminen tai levittäminen.

Tarjousasiakirjassa annettujen tietojen osalta arvopaperimarkkinalaki edellyttää, että tarjousasiakirja sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi. Annetun sääntelyn perusteella voidaan katsoa, että tarjouksen toteuttamiselle asetettujen ehtojen ja niistä annettujen tietojen tulee olla sellaisia, että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijat voivat arvioida tarjouksen edullisuutta. Tarjouksen toteutumismahdollisuudet ovat tältä osin olennaisia edellä mainitun arvion tekemiselle. Tarjouksen tekijän onkin annettava tarjouksen ehdollisuudesta selkeät tiedot, että ehtojen toteutuminen voidaan tarvittaessa selkeästi todeta. Tarjouksen ehdot eivät saa olla sellaisia, että tarjouksen toteuttaminen on tosiasiallisesti tarjouksen tekijän vapaassa harkinnassa.

Katso tästä myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

(c) Tarjouksen peruuttaminen

Tarjouksen tekijä on sidottu tekemäänsä tarjoukseen eikä tarjousta saa tiettyä lain sallimia tilanteita lukuun ottamatta peruuttaa sen jälkeen, kun tarjous on tehty. Jos tarjouksen tekijä on asettanut ehtoja tarjouksen toteuttamiselle, tarjouksen tekijä voi kuitenkin päättää olla toteuttamatta tarjousta sen ehtojen mukaisesti.

Kun tarjouksen julkistaminen on voinut vaikuttaa huomattavasti kohdeyhtiön arvopaperin arvoon ja myös kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen, tarjouksen toteutumatta jääminen voi olla haitallista paitsi kohdeyhtiölle, myös sen arvopapereiden haltijoille. Tämän vuoksi on tärkeää, että

tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot on muotoiltu niin yksiselitteisesti, että niiden toteutumatta jääminen voidaan selkeästi todeta. Tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon vetoaminen edellyttää myös, että ehdon täyttymättä jäämisellä on huomattava merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta. Tarjouksen tekijän tulee pyrkiä, siinä määrin kuin mahdollista, vaikuttamaan siihen, että tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät.

Tarjouksen tekijä voi peruuttaa tarjouksen esimerkiksi, jos tarjouksen tekijä on asettanut tarjouksen toteuttamisen ehdoksi tietyn omistusosuuden saavuttamisen kohdeyhtiössä tai tietyn kohdeyhtiön yhtiökokouksen päätöksen ja on selvää, ettei tällainen ehto tule täyttymään. Jos tarjouksen toteuttamisen ehtona on ollut due diligence -tarkastuksen suorittaminen kohdeyhtiössä, tarjouksen tekijä ei voi vedota due diligence -ehtoon sellaisten seikkojen osalta, jotka ovat olleet tarjouksen tekijän tiedossa jo tarjousta tehtäessä. Ehtoon vetoaminen edellyttää, että tarjouksen julkistamisen jälkeen suoritettava due diligence -tarkastus paljastaa sellaisia seikkoja, jotka eivät ole olleet tarjouksen tekijän tiedossa tarjouksen ehtoja laadittaessa ja joilla on huomattava merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta. Jos tarjouksen tekijä on asettanut tarjouksen toteuttamiselle muita ehtoja ja on selvää, että jokin näistä ehdoista jää täyttymättä, tarjouksen tekijän tulee huolellisesti arvioida, onko ehdon täyttymättä jäämisellä tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta sellainen merkitys, että on perusteltua jättää tarjous toteuttamatta.

Mikäli tarjouksen tekijä päättää vedota tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon ja jättää tarjouksen toteuttamatta, peruste tällaiselle päätökselle tulee julkistaa asiaa koskevassa tiedotteessa (ks. tästä suositus 22 "Tarjouksen tuloksen julkistaminen").

Arvopaperimarkkinalain 6:8.3:n mukaan ensimmäisellä tarjouksen tekijällä on oikeus päättää tarjouksensa raukeamisesta kilpailevan tarjouksen tilanteessa. Kilpailevia tarjouksia on tarkasteltu erikseen suosituksessa 14 "Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa".

Katso tästä myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

SUOSITUS 20 - TARJOUKSEN VOIMASSAOLOAIKA

Johdanto

Arvopaperimarkkinalain 6:5:n mukaan julkisen ostotarjouksen voimassaoloajan on oltava vähintään kolme ja enintään kymmenen viikkoa. Tarjous voi erityisestä syystä olla voimassa enemmän kuin kymmenen viikkoa edellyttäen, että liiketoiminnan harjoittaminen kohdeyhtiössä ei vaikeudu kohtuuttoman kauan.

Suositus 20

Jos kohdeyhtiön hallitus ei ole myötävaikuttanut julkisen ostotarjouksen valmisteluun, on suositeltavaa, että tarjouksen tekijä pitää tarjouksensa voimassa vähintään neljä viikkoa.

Perustelut

Lain asettama kolmen viikon vähimmäisaika saattaa olla riittävä kohdeyhtiön hallitukselle ja osakkeenomistajille silloin, kun kohdeyhtiö on ollut mukana valmistelemaan tarjousta ja kohdeyhtiön hallitus on antanut tarjousta koskevan lausuntonsa jo tarjouksen julkistamisvaiheessa. Jos kohdeyhtiön hallitus ei ole myötävaikuttanut tarjoukseen ennen sen julkistamista, hallituksen on ryhdyttävä viipymättä tarjouksen julkistamisen jälkeen tarvittaviin toimenpiteisiin tehdäkseen perustellun arvion tarjouksesta ja yhtiön mahdollisista muista vaihtoehdoista sekä voidakseen julkistaa tarjousta koskevan lausuntonsa arvopaperimarkkinalain edellyttämässä määräajassa (ks. AML 6:6 sekä suositus 8 "Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta"). Kohdeyhtiön hallitus voi myös tarvittaessa kutsua yhtiökokouksen koolle käsittelemään tarjousta (ks. AML 6:5.2 sekä suositus 21 "Tarjoukseen liittyvät yhtiökokouksen päätökset"). Jotta kohdeyhtiön hallituksella olisi mahdollisuus täyttää huolellisuusvelvollisuutensa arvioidessaan tilannetta ja antaessaan tarjousta koskevaa hallituksen lausuntoa sekä tarvittaessa kutsua koolle yhtiökokous osakeyhtiölain edellyttämällä tavalla, on suositeltavaa, että tarjouksen voimassaoloaika olisi aina vähintään neljä viikkoa sellaisessa tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus ei ole ollut mukana valmistelemaan tarjousta.

Tarjouksen tekijä voi varata tarjouksen ehdoissa mahdollisuuden jatkaa alkuperäistä tarjousaikaa tai keskeyttää se ennenaikaisesti. Arvopaperimarkkinalaissa on myös erikseen käsitelty tarjousajan jatkamista kilpailevan tarjouksen tilanteessa sekä Rahoitustarkastuksen mahdollisuutta määrätä tarjousajan pidentämisestä tietyissä tilanteissa. Katso tarjousaikaa koskevista kysymyksistä tarkemmin Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

SUOSITUS 21 - TARJOUKSEEN LIITTYVÄT YHTIÖKOKOUKSEN PÄÄTÖKSET

Johdanto

Julkinen ostotarjous kohdistetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajille eikä se siten lähtökohtaisesti edellytä yhtiön omaa päätöksentekoa tai kohdeyhtiön yhtiökokouksen päätöstä. Voi kuitenkin olla tarpeen kutsua yhtiökokous koolle käsittelemään tarjousta tai toimenpiteitä, joihin tarjouksen johdosta on ryhdytty. Katso tästä myös suositus 9 "Hallituksen mahdolliset toimenpiteet tarjouksen johdosta".

Julkisten ostotarjousten tarkoituksena on lähtökohtaisesti määräysvallan siirtyminen kohdeyhtiössä. Yhtiöt saattavat kuitenkin tehdyn julkisen ostotarjouksen johdosta ryhtyä toimiin, jotka voivat vaikuttaa julkisen ostotarjouksen toteutumiseen. Yhtiöillä voi myös olla rakenteita, jotka jo ennakkollisesti vaikuttavat määräysvallan käyttöön tai sen siirtymiseen yhtiössä ja jotka näin ollen vaikuttavat myös julkisen ostotarjouksen toteutumiseen. Edellä mainitut rajoitukset saattavat seurata yhtiön yhtiöjärjestysmääräyksistä, osakassopimuksista tai yhtiön omista sitoumuksista.

Suositus 21

Yhtiökokous voidaan kutsua koolle käsittelemään julkista ostotarjousta ja sen edellyttämiä toimenpiteitä. Jos hallitus ehdottaa kohdeyhtiön yhtiökokoukselle sellaista päätöstä, joka voi vaarantaa tarjouksen toteutumisen, on päätösehdotusta valmisteltaessa kiinnitettävä erityistä huomiota kaikkien osakkeenomistajien etuun ja yhdenvertaiseen kohteluun.

Hallituksen on yleensä kutsuttava koolle yhtiökokous suosituksen 9 tarkoittamissa tilanteissa.

Perustelut

(a) Yhtiökokouksen tarve

Arvopaperimarkkinalain 6:5.2:n mukaan Rahoitustarkastus voi kohdeyhtiön hakemuksesta ja tarvittaessa jopa tarjouksen tekijää kuulematta määrätä tarjouksen voimassaoloajan pidentämisestä, jotta kohdeyhtiö voi kutsua koolle yhtiökokouksen tarkastelemaan tarjousta. Tarjouksen tekijällä on kuitenkin pidentämisen johdosta oikeus luopua tarjouksesta. Lain perustelujen mukaan pidetään tärkeänä, että tarjouksen kohteena olevien osakkeenomistajien käytettävissä olevat välineet tarjouksen arvioimiseksi olisivat mahdollisimman monipuoliset. Yhtiökokouskäsitteilyä voidaan pitää yhtenä tällaisena välineenä. Hallitus voi siis kutsua yhtiökokouksen koolle käsittelemään tarjousta, mikäli yhtiökokoukselta edellytetään tarjoukseen liittyvää päätöksentekoa tai hallitus muuten pitää tarjouksen käsittelemistä yhtiökokouksessa tarpeellisena. Jos hallitus aikoo, saatuaan tiedon tulevasta julkisesta ostotarjouksesta, ryhtyä toimiin, jotka voivat vaarantaa tarjouksen tekemisen tai sen toteutumisen, sen on yleensä kutsuttava koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltuja toimia. Katso tästä myös suositus 9 ”Hallituksen mahdolliset toimenpiteet tarjouksen johdosta”.

Tarjouksen tekijä saattaa asettaa tarjouksen toteuttamiselle ehtoja, joilla pyritään rajoittamaan kohdeyhtiön tai sen hallituksen toimintaa. Tarjous voi esimerkiksi olla ehdollinen sille, ettei kohdeyhtiössä suoriteta osingonmaksua tai muuta varojen jakoa tai ettei kohdeyhtiössä ryhdytä yritysjärjestelyihin. Edellä mainitut ehdot eivät kuitenkaan itsessään ole kohdeyhtiötä tai sen hallitusta sitovia. Edellä mainittujen ehtojen

vuoksi hallitus kuitenkin saattaa pitää tarpeellisena kutsua koolle yhtiökokouksen ottamaan kantaa ehtojen tarkoitteisiin toimenpiteisiin.

Joissain tapauksissa tarjouksen ehdot edellyttävät yhtiökokouksen päätöstä. Tarjouksen tekijä voi esimerkiksi edellyttää yhtiöjärjestyksen muuttamista toteuttaakseen tarjouksensa (esimerkiksi äänileikkurin tai lunastuslausekkeen poistaminen). Kohdeyhtiön hallituksen myötävaikuttaessa tarjoukseen yhtiökokous voidaan helposti kutsua koolle. Mikäli hallitus vastustaa tarjousta, se ei ehkä ole valmis kutsumaan yhtiökokousta koolle käsittelemään ehtojen mukaista päätöstä. Osakeyhtiölain huolellisuusveloitteen mukaan hallitukselle voi ostotarjoustilanteissa syntyä velvollisuus ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaansaamiseksi. Tämä velvollisuus voi myös ulottua yhtiökokouksen koollekutsumiseen.

Yhtiökokous tulee yleensä kutsua koolle myös käsittelemään muita toimenpiteitä, joihin hallitus katsoo olevan aiheutta tarjouksen johdosta. Mikäli kohdeyhtiön hallitus ei pidä tarjousta yhtiön osakkeenomistajille edullisena, hallitus saattaa ryhtyä toimiin kilpailevan tarjouksen tai muun vaihtoehdon järjestelyn aikaansaamiseksi. Tällaisiin hankkeisiin voi liittyä toimenpiteitä, jotka edellyttävät yhtiökokouksen päätöstä, tai ne voivat muutoin olla sellaisia, että on osakkeenomistajien kannalta tarpeellista kutsua koolle yhtiökokous käsittelemään suunniteltua järjestelyä.

(b) Toimenpiteet tarjouksen julkistamisen jälkeen

Yhtiökokouksessa voidaan myös käsitellä toimia, jotka olisivat omiaan estämään sen liikkeeseen laskemista arvopapereista tehtävän julkisen ostotarjouksen toteutumisen. Tällaisia toimenpiteitä voivat olla esimerkiksi suunnatun annin toteuttaminen tai huomattavan liiketoiminnan myynti. Myös yhtiön yhtiöjärjestyksestä voidaan ehdottaa muutettavaksi julkisen ostotarjouksen estämiseksi.

Kohdeyhtiön yhtiökokouksen päätöksenteossa tulee noudattaa osakeyhtiölain yleisperiaatteita ja erityisesti osakeyhtiölain 1:7:n säännöstä, jonka mukaan yhtiökokouksessa ei saa tehdä päätöstä, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Päätökset, joiden tarkoituksena on estää tarjouksen toteutuminen, voivat olla edellä mainitun lainkohdan vastaisia.

Osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on osakeyhtiölain 1:5:n mukaisesti voiton tuottaminen sen osakkeenomistajille. Puolustautumistoimenpiteet, joilla pyrittäisiin tarjouksen torjumiseen ilman että niillä olisi liiketaloudellista perustetta, eivät liity osakeyhtiön toiminnan tarkoitukseen ja ovat säännönmukaisesti osakeyhtiölain vastaisia.

(c) Ennakolliset toimenpiteet

Arvopaperimarkkinalain mukaan yhtiön hallituksen tulee esittää varsinaiselle yhtiökokoukselle esitettävässä toimintakeromuksessa tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan julkiseen ostotarjoukseen yhtiön arvopapereista. Tällaisia seikkoja ovat valtiovarainministeriön asetuksen (538/2002) mukaan muun muassa eri osakelajeihin liittyvät oikeudet ja velvollisuudet, lunastus- ja suostumuslausekkeet, osakassopimukset, jotka voivat rajoittaa osakkeiden tai niihin oikeuttavien arvopaperien luovutuksia tai äänioikeuden käyttöä, sekä merkittävät sopimukset, joissa yhtiö on osallisena ja jotka tulevat voimaan tai joita muutetaan tai joiden voimassaolo päättyy, jos määräysvalta yhtiössä vaihtuu julkisen ostotarjouksen seurauksena.

Erilaiset arvopaperi- ja osakesarjat tarjoavat mahdollisuuden tehokkaasti hyödyntää pääomamarkkinoita yhtiön rahoittamiseksi, ja markkinakäytäntö voi edellyttää määräysvallan siirtoon liittyvien sopimuslausekkeiden (ns. change of control -lausekkeet) sisällyttämisen esimerkiksi rahoitus sopimukseen. Koska edellä mainitut määräykset kuitenkin vaikuttavat julkisten ostotarjousten toteuttamiseen, katsotaan arvopaperimarkkinalain perusteella, että niistä on tiedotettava toimintakertomuksessa riittävän yksityiskohtaisesti, jotta markkinaosapuolet, mukaan lukien mahdolliset tarjouksen tekijät, voivat arvioida yhtiön määräysvallan siirtymisen edellytyksiä ja näiden määräysten vaikutuksia yhtiön arvopapereiden arvoon.

SUOSITUS 22 - TARJOUKSEN TULOKSEN JULKISTAMINEN

Johdanto

Tarjousajan päätyttyä tarjouksen tekijän on viipymättä julkistettava tarjouksen tulos arvopaperimarkkinalain määräysten mukaisesti. Jos tarjous on ollut ehdollinen, samalla on ilmoitettava, toteuttaako tarjouksen tekijä tarjouksen (AML 6:9). Katso tästä myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2c.

Suositus 22

Tarjouksen tekijän on julkistettava tieto julkisen ostotarjouksen tuloksesta arvopaperimarkkinalain 6:9:n mukaisesti viipymättä sen jälkeen, kun tarjousta koskevat hyväksynnät on laskettu. Samalla tarjouksen tekijän on, mikäli mahdollista, julkistettava mahdollinen päätöksensä käynnistää osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen mukainen lunastusmenettely tai ostaa markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita.

Perustelut

Kun tarjouksen voimassaoloaika on päättynyt, kohdeyhtiön ja sen arvopapereiden haltijoiden kannalta on tärkeää saada mahdollisimman nopeasti tieto tarjouksen tuloksesta. Arvopaperimarkkinalain mukaan tarjouksen tulos on julkistettava viipymättä tarjousajan päätyttyä (ks. AML 6:9). Käytännössä tämä tarkoittaa julkistamista välittömästi sen jälkeen, kun tarjousta koskevat hyväksynnät on laskettu. Tarjouksen tekijä voi julkistaa ensin tarjouksen alustavan tuloksen (yleensä tarjousajan päättymistä seuraavana pankkipäivänä) ja tarjouksen lopullisen tuloksen sen jälkeen, kun tulos on vahvistettu (yleensä 3-5 pankkipäivän kuluttua tarjousajan päättymisestä).

Jos tarjous on ollut ehdollinen, tarjouksen tekijän tulee samalla ilmoittaa, ovatko tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyneet tai aikooko tarjouksen tekijä luopua jostakin tarjouksen toteuttamiselle asetetusta ehdosta ja aikooko tarjouksen tekijä toteuttaa tarjouksen. Mikäli tarjouksen tekijä toteuttaa tarjouksen, tarjouksen tekijän tulee samalla ilmoittaa, milloin tarjoushinnan maksun odotetaan tapahtuvan tarjouksen hyväksyneille arvopaperinhaltijoille.

Mikäli tarjouksen tekijä on saanut julkisen ostotarjouksen kautta yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä, ja tarjouksen tekijä on päättänyt aloittaa osakeyhtiölain mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn, tieto tulevasta lunastusmenettelystä tulee sisällyttää tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen (ks. osakeyhtiölain mukaisen lunastusmenettelyn käynnistämisestä suositus 23 "Osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely"). Jos tarjouksen tekijä on päättänyt ostaa lisää kohdeyhtiön arvopapereita markkinoilta tarjousajan päättymisen jälkeen, myös tieto tällaisesta aikomuksesta tulee sisällyttää tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen.

Kohdeyhtiön tulee julkistaa tarjouksen tekijän ilmoitus tarjouksen tuloksesta myös omalla pörssitiedotteellaan.

Katso tarjoukseen liittyvistä liputuskysymyksistä arvopaperimarkkinalain liputussäännökset (AML 2:9) sekä Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b.

7. MUITA KYSYMYKSIÄ

SUOSITUS 23 - OSAKEYHTIÖLAIN MUKAINEN LUNASTUSMENETTELY

Johdanto

Osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajalla, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa (9/10) yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä (lunas-

taja), on oikeus käyvistä hinnasta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osake voidaan lunastaa, on oikeus vaatia osakkeensa lunastamista (OYL 18:1). Sekä tarjouksen tekijällä että vähemmistöosakkeenomistajilla on siis oikeus, mutta ei velvollisuutta, vaatia lunastusta. Lunastusoikeus liittyy vain kohdeyhtiön osakkeisiin, mutta ei muihin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin. Vaikka lunastusoikeus ja siihen liittyvä lunastusmenettely ovat erillisiä arvopaperimarkkinalain mukaisesta pakollisesta tarjousmenettelystä, molemmat saattavat tulla sovellettaviksi julkisen ostotarjouksen yhteydessä. On usein tarkoituksenmukaisinta, että tarjouksen tekijä käynnistää osakeyhtiölain mukaisen lunastusmenettelyn ja että kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus käsitellään samassa menettelyssä.

Suositus 23

Tarjouksen tekijän on mahdollisuuksien mukaan jo julkista ostotarjousta koskevassa tarjousasiakirjassa ilmoitettava aikomuksestaan vaatia osakeyhtiölain mukaista lunastusta. Tarjouksen tekijän on vaadittava lunastusta mahdollisimman nopeasti sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Tällöin kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus voidaan käsitellä samassa menettelyssä.

Perustelut

(a) Suhde arvopaperimarkkinalain sääntelyyn

Tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta on tärkeä tietää, millä edellytyksillä vapaaehtoista julkista ostotarjousta tulee seuraamaan arvopaperimarkkinalain mukainen pakollinen ostotarjous tai osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely. Tarjouksen tekijän tulee tarjousasiakirjassa ilmoittaa aikomuksestaan lunastaa kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien osakkeet, mikäli hän saa omistukseensa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa (9/10) yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä.

Lunastusoikeus ja lunastusmenettely ovat erillisiä arvopaperimarkkinalain mukaisesta pakollisesta tarjousmenettelystä. Lunastusoikeus perustuu osakeyhtiölain määräyksiin (ks. OYL 18 luku). Tämä lunastusoikeus syntyy, kun tarjouksen tekijä on saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Tarjouksen tekijän on puolestaan tehtävä arvopaperimarkkinalain mukainen pakollinen ostotarjous kaikista kohdeyhtiön jäljellä olevista osakkeista, ja niihin oikeuttavista arvopapereista, kun tarjouksen tekijä on saanut haltuunsa yli kolme kymmenesosaa (3/10) tai puolet (1/2) kohdeyhtiön osakkeiden tuottamista äänistä. Velvollisuutta tehdä pakolli-

nen ostotarjous ei kuitenkaan synny, jos vapaaehtoinen julkisen ostotarjous on tehty kaikista kohdeyhtiön osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista. Lisäksi edellytetään käytännössä myös sitä, että tarjottu vastike vastaa vähintään tarjouksen tekijän tarjousta edeltäneen kuuden (6) kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa korkeinta hintaa (AML 6:12.3).

Osakeyhtiölain mukaisessa lunastuksessa lunastusvastikkeena on maksettava osakkeiden käypä hinta. Osakeyhtiölakiin sisältyy erityisiä määräyksiä käyvän hinnan määrittämisestä ostotarjoustilanteessa. Kun lunastusoikeus ja -velvollisuus on syntynyt arvopaperimarkkinalain 6 luvun mukaisen vapaaehtoisen julkisen ostotarjouksen seurauksena, ja lunastaja on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) tarjouksen kohteena olleista osakkeista, käypänä hintana pidetään osakeyhtiölain mukaan julkisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä. Kun lunastamista on edeltänyt arvopaperimarkkinalain 6:6:n mukainen pakollinen ostotarjous, käypänä hintana pidetään osakeyhtiölain mukaan pakollisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä. Erityisesti kun osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely myös ajallisesti suoraan seuraa aiemmin tehtyä julkista ostotarjousta tai pakollista tarjousta, voidaan aiemmin tarjottuun tarjousvastikkeeseen perustuvaa käyvän hinnan määrittäystä pitää perusteltuna. Ostotarjousdirektiivissä on katsottu, että lunastusvaatimus tulisi esittää kolmen (3) kuukauden kuluessa tarjouksen toteuttamisesta.

(b) Menettely osakeyhtiöoikeudellisessa lunastuksessa

Sekä vähemmistöosakkeenomistaja että tarjouksen tekijä voi osaltaan vaatia osakeyhtiölain mukaista vähemmistöosakkeiden lunastusta ja käynnistää lunastusmenettelyn. Tarjouksen tekijä voi vaatia kaikkien vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta samassa menettelyssä. On suositeltavaa, että tarjouksen tekijä käynnistää lunastusmenettelyn ja että kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus käsitellään samassa menettelyssä.

Vähemmistöosakkeenomistajalla on myös oikeus lunastukseen, jolloin tälle on tärkeää tietää mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, tuleeko tarjouksen tekijä käynnistämään lunastusmenettelyn vai tulisiko vähemmistöosakkeenomistajan itsensä vaatia lunastusta niin halutessaan. On suositeltavaa, että tarjouksen tekijä saattaa lunastusmenettelyn vireille heti lunastusoikeuden saatuaan, mikäli tarjouksen tekijällä ei ole velvollisuutta tehdä pakollista ostotarjousta. Tällöin vähemmistöosakkeenomistajien tarve itse esittää lunastusvaatimus pienenee. Tarjouksen tekijä, joka vaatii vähemmistöosakkeiden lunastusta, voi saattaa menettelyn vireille ilmoittamalla tästä yhtiölle (OYL 18:1-2). Lunastusoikeutta sekä lunastushinnan määrää koskevat erimielisyydet osakeyhtiölain mukaisessa lunastuksessa ratkaistaan välimiesmenettelyssä. Arvopaperimarkkinalain mukaiseen pakolliseen ostotarjoukseen liittyvät erimielisyydet, tarjousvastiketta koskevat erimielisyydet mukaan lukien, ratkaistaan puolestaan yleisessä tuomioistuimessa.

SUOSITUS 24 - HALTUUNOTTOTOIMENPITEET

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen tekijän tarkoituksena on yleensä saada haltuunsa kohdeyhtiön koko osakekanta ja muut osakkeisiin oikeuttavat arvopaperit ja poistaa yhtiön arvopaperit julkisesta kaupankäynnistä sekä integroida kohdeyhtiön liiketoiminta tai ryhtyä muihin kohdeyhtiötä ja sen liiketoimintaa koskeviin haltuunottoimiin. Edellä mainittuihin toimiin ryhtyminen edellyttää, että tarjouksen tekijä on saanut kohdeyhtiön hankintaan tarvittavat viranomaisluvut mukaan lukien kilpailuviranomaisten luvat. Haltuunottotoimenpiteet eivät myöskään saa loukata vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia.

Suositus 24

Mikäli tarjouksen tekijän tarkoituksena on yhdistää kohdeyhtiö tarjouksen tekijään sulautumisen kautta tai toteuttaa kohdeyhtiötä koskevia muita vastaavia yritysjärjestelyjä, tästä on mainittava, kun tarjouksen tekijä julkistaa suunnitelmiaan kohdeyhtiön toiminnan jatkamisesta. Tarjouksen tekijän saatua määräysvallan kohdeyhtiössä kohdeyhtiön hallituksen on varmistettava, ettei liiketoimilla tuoteta epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle kohdeyhtiön tai sen muiden osakkeenomistajien kustannuksella.

Perustelut

Integraatio- ja muut haltuunottotoimenpiteet toteutetaan usein julkisten ostotarjousten toteuttamisen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on varmistanut saavansa kohdeyhtiön koko osakekannan omistukseensa. On kuitenkin mahdollista, että tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä toteutetaan liiketoimia myös silloin, kun tarjouksen tekijä ei omista kohdeyhtiön koko osakekantaa. Kohdeyhtiö on kuitenkin tarjouksen tekijästä erillinen yhtiö, ja sen toiminnassa on jatkuvasti noudatettava osakeyhtiölain vaatimuksia. Ostotarjoustilanteissa tulee erityisesti kiinnittää huomiota siihen, että tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä toteutettavat liiketoimet täyttävät osakeyhtiölain yleisperiaatteiden vaatimukset. Niin kauan kuin tarjouksen tekijä ei omista yhtiön koko osakekantaa, on erityisesti varmistuttava osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumisesta.

Tarjouksen toteuttamisen ehdoksi asetetaan usein se, että tarjouksen tekijä saa haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä, jotta tarjouksen tekijä voi lunastaa vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet ja hallita kohdeyhtiötä ainoana osakkeenomistajana. On kuitenkin mahdollista yhdistää kohdeyhtiö tarjouksen tekijään, vaikka tarjouksen tekijä ei

olisi saanut kohdeyhtiön koko osakekantaa haltuunsa. Mikäli tarjouksen tekijä on esimerkiksi saanut haltuunsa yli kaksi kolmasosaa (2/3) kohdeyhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, tarjouksen tekijällä on yleensä hallussaan riittävä enemmistö päättämään kohdeyhtiön sulauttamisesta tarjouksen tekijään. Tarjouksen tekijä saattaa harkita sulautumista mahdollisena vaihtoehtoisena toimintamallina tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä ei saa julkisen ostotarjouksen kautta haltuunsa yli yhdeksää kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Mikäli tarjouksen tekijän tarkoituksena on sulauttaa kohdeyhtiö itseensä tällaisessa tapauksessa, tieto tästä tulee julkistaa tarjousasiakirjassa. Tarjousasiakirjassa tulee myös kuvata sulautumisvastikkeen määrää ja laatua, jos se on mahdollista.

SUOSITUS 25 - KOHDEYHTIÖN YHTIÖJÄRJESTYKSEEN PERUSTUVAT MÄÄRÄYKSET

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen valmisteluun, ehtoihin ja toteuttamiseen saattavat vaikuttaa arvopaperimarkkinallain säännösten lisäksi myös erilaiset kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuvat määräykset.

Joidenkin suomalaisten pörssiyritysten yhtiöjärjestyksessä asetetaan tietyn omistusosuuden saavuttavalle osakkeenomistajalle velvollisuus lunastaa yhtiön muut osakkeet. Lunastusraja on yleensä yksi kolmasosa (1/3) ja puolet (1/2) yhtiön osakkeista tai osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Yhtiöjärjestyksessä on tyypillisesti yksityiskohtaiset määräykset lunastushinnasta ja lunastuksen yhteydessä noudatettavista menettelytavoista. Sekä lunastushintaa että menettelytapoja koskevat määräykset eroavat yleensä arvopaperimarkkinallain ja osakeyhtiölain vastaavista säännöksistä. Tämä aiheuttaa erilaisia käytännön ongelmia ja johtaa ylimääräiseen, lakisäätöistä lunastusmenettelyistä erilliseen tarjousprosessiin.

Pörssiyrityksiä voi sisällyttää yhtiöjärjestykseen myös ostotarjousdirektiiviin niin sanottuihin vapaaehtoihin artikloihin perustuvia määräyksiä. Ostotarjousdirektiivin mukaan sen 9 ja 11 artiklan mukaisten määräysten voimaansaattaminen on jäsenvaltioiden harkinnassa. Osakeyhtiölain säännösten on katsottava jo sinänsä täyttävän artiklan 9 vaatimukset. Direktiivin nojalla kohdeyhtiölle kuuluu kuitenkin aina itsenäinen mahdollisuus ottaa käyttöön nämä säännökset, jos yhtiökokous tekee tästä päätöksen (Artikla 12(2)). Alla olevissa kommenttijaksoissa b) ja c) pyritään kuvaamaan voimassaolevan lainsäädännön ja suositusten mukaista menettelyä, jolla suomalainen osakeyhtiö voisi halutessaan artiklan 12(2) edellyttämällä tavalla ottaa käyttöön ostotarjousdirektiivin 9 ja 11 artiklojen mukaiset määräykset.

Suositus 25

Hallituksen tulee harkita, onko yhtiön yhtiöjärjestyksessä tarkoituksenmukaista määrätä erillisestä yhtiöjärjestykseen perustuvasta lunastusvelvollisuudesta tai onko yhtiöjärjestykseen tarpeellista ottaa ostotarjousdirektiivin 9 ja 11 artiklojen mukaisia määräyksiä, ja tarvittaessa tehdä asiasta ehdotus yhtiökokoukselle.

Perustelut**(a) Yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus**

Arvopaperimarkkinalain aikaisemmin voimassa olleiden säännösten mukainen tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuusraja oli kaksi kolmasosaa (2/3) kohdeyhtiön äänimäärästä. Kun tosiasiallinen määräysvalta voidaan saavuttaa pörssiyhtiössä yleensä jo huomattavasti alhaisemmalla ääniosuudella, yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus katsottiin keinoksi suojata yhtiön vähemmistöomistajia tilanteessa, jossa yhtiön määräysvalta keskittyy tietyille taholle.

Nykyisin voimassa olevien arvopaperimarkkinalain säännösten mukaan osakkeenomistajalle syntyy velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous kaikista yhtiön osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista, mikäli osakkeenomistajan osuus yhtiössä kasvaa yli kolmen kymmenesosan (3/10) tai vaihtoehtoisesti yli puoleen (1/2) yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä (ks. AML 6:10). Tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuusraja vastaa siten pitkälti yhtiöjärjestyksissä vahvistettuja lunastusrajoja. Tämä vähentää tarvetta ylläpitää erillisiä lunastusvelvollisuutta koskevia yhtiöjärjestyksimääräyksiä.

Arvopaperimarkkinalaki sisältää poikkeuksen tarjouksentekovelvollisuudesta tilanteessa, jossa tarjousvelvollisuuden synnyttävä raja on saavutettu hankkimalla arvopaperit sellaisen julkisen ostotarjouksen kautta, joka on tehty kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista (ks. AML 6:10). Tämä periaate vastaa ostotarjousdirektiivin määräyksiä. Yhtiöjärjestyksiin sisältyvät tyypilliset lunastusvelvollisuutta koskevat määräykset eivät sisällä tällaista poikkeusta. Yhtiöjärjestyksessä voidaan siten määrätä myös kaikista kohdeyhtiön arvopapereista tehdyn vapaaehtoisen ostotarjouksen jälkeen syntyvästä lunastusvelvollisuudesta.

Yhtiöjärjestyksestä aiheutuva lakisääteisistä prosesseista erillinen tai rinnakkainen prosessi aiheuttaa käytännön hankaluuksia ja epäselvyyttä, ei vähiten siksi, että yhtiöjärjestykseen sisältyvät lunastushintaa ja menettelytapoja koskevat määräykset eroavat yleensä arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain vastaavista määräyksistä. Yhtiöjärjestykseen sisältyvä lunastusmääräys voi tehdä mahdolliseksi myös spekulatiivista kaupankäyntiä markkinoilla.

Yhtiöjärjestyksen lunastusmääräyksen aiheuttamien ongelmien vuoksi tarjouksen tekijät ovat monissa Suomessa toteutetuissa julkisissa ostotarjouksissa asettaneet vapaaehtoisen ostotarjouksen toteuttamisen ehdoksi, että lunastusvelvollisuutta koskeva määräys poistetaan kohdeyhtiön yhtiöjärjestyksestä yhtiökokouspäätöksellä ennen kuin omistusoikeus tarjouksessa tarjottuihin arvopapereihin siirtyy tarjouksen tekijälle. Mikäli tarjoukseen on sisältynyt tällainen ehto, kohdeyhtiön yhtiökokous on yleensä päättänyt lunastusvelvollisuutta koskevan määräyksen poistamisesta tarjouksen ehtojen mukaisesti, jolloin lunastusmääräys ei ole tuottanut yhtiön vähemmistöomistajille määräyksen alkuperäisen taroituksen mukaista suojaa.

Mikäli lunastusvelvollisuutta koskeva yhtiöjärjestyksimääräys katsotaan arvopaperimarkkinalain pakollisia ostotarjouksia koskevista säännöksistä huolimatta tarpeelliseksi, on suositeltavaa, että yhtiöjärjestyksimääräyksen mukainen hinnoittelu sekä siinä säädettävät menettelytavat vastaavat arvopaperimarkkinalain vastaavia säännöksiä. Menettely- ja hinnoittelusäännösten yhtenäisyys on omiaan vähentämään edellä kuvattuja käytännön ongelmia. Pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin jo sisältyvien lunastuslausekkeiden osalta tällainen yhtenäistäminen edellyttää yhtiöjärjestyksen muutosta. Jo olemassa olevan lunastuslausekkeen muuttaminen tai poistaminen kokonaan yhtiöjärjestyksestä voi olla käytännössä vaikeaa, jos tällaisen lausekkeen muuttamiselle tai poistamiselle on asetettu yhtiöjärjestyksessä erityisen korkea määräenemmistövaatimus.

Mikäli yhtiöjärjestykseen perustuva lunastuslauseke ei vastaa arvopaperimarkkinalain säännöksiä edellä kuvatulla tavalla ja yhtiöjärjestyksen määräykset johtavat esimerkiksi korkeampaan hintaan kuin arvopaperimarkkinalain säännökset, tarjouksen tekijän tulee tehdä kaksi erillistä, mahdollisesti samanaikaisesti voimassa olevaa tarjousta, toinen arvopaperimarkkinalain ja toinen yhtiöjärjestyksen määräysten mukaisesti. Tarjouksen tekijän on selkeästi esitettävä tarjousten väliset erot tarjouksia koskevissa tarjousasiakirjoissa tai muussa tarjousdokumentaatiossa. Tilanteeseen saattavat tulla sovellettaviksi myös arvopaperimarkkinalain korotus- ja hyvitysvelvollisuutta koskevat säännökset (ks. AML 6:13).

Mikäli tarjouksen tekijälle syntyy kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus, yhtiöjärjestykseen perustuvan lunastustarjouksen yhteydessä on Rahoitustarkastuksen standardin 5.2c mukaan noudatettava julkisia ostotarjouksia koskevia säännöksiä soveltuvin osin ja yhtiöjärjestyksen määräykset huomioon ottaen.

(b) Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan puolustautumistoimenpiteitä koskevat määräykset

Ostotarjousdirektiivin 9 artiklan mukaan jäsenvaltioiden tulisi varmistaa, että kohdeyhtiön hallinto- tai johtelimet pidättäytyvät suojaustoimenpiteistä, jotka voivat vaarantaa tarjouksen toteutumisen, paitsi jos yhtiökokous on antanut toimenpiteil-

le valtuutuksen sen jälkeen, kun yhtiön johto on saanut tiedon tarjouksesta. Osakeyhtiölain säännösten on katsottava jo sinänsä täyttävän artiklan 9 vaatimukset. Lisäksi tämän suosituksen suositus 9 ”Hallituksen mahdolliset toimenpiteet tarjouksen johdosta” ilmentää Suomen lainsäädännön ja direktiivin periaatteita. Myös osakeyhtiön yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että kohdeyhtiön hallituksen tai sen muun johtoelimen on saatava yhtiökokoukselta nimenomainen valtuutus ennen kuin se voi toteuttaa toimia, jotka voivat johtaa tarjouksen toteutumisen estymiseen, ja erityisesti ennen kuin se voi laskea liikkeeseen arvopapereita siten, että tarjouksen tekijää estetään pysyvästi saamasta kohdeyhtiön määräysvaltaa itselleen. Yhtiöjärjestykseen voidaan sisällyttää tarkempia määräyksiä edellä mainitun velvoitteen voimassaolosta.

(c) Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan läpimurtolauseke

Ostotarjousdirektiivin valinnaisen 11 artiklan mukaan jäsenvaltioiden tulisi varmistaa, että tietyt osakkeiden luovutus- ja äänioikeusrajoituksia ei sovelleta julkisen ostotarjouksen tekijään tarjousaikana tai tarjouksen tekijän saatua tarjouksen perusteella haltuunsa vähintään kolme neljäsosaa (3/4) yhtiön äänioikeutetusta pääomasta. Direktiivin 11 artiklan mukaan tarjousaikana ei voida vedota sellaisiin arvopapereiden siirrettävyyttä koskeviin rajoituksiin, jotka estävät tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita. Samoin olisi tietyissä olosuhteissa poistettava sellaiset äänioikeusrajoitusten vaikutukset, jotka estävät kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita käyttämästä arvopapereihin liittyviä oikeuksiaan silloin, kun yhtiökokous päättää suojatoimenpiteistä julkisesta ostotarjouksesta ilmoittamisen jälkeen. Tällaisia rajoituksia ovat esimerkiksi äänileikkurit, jotka rajoittavat oikeutta käyttää osakkeisiin liittyviä äänioikeuksia yhtiökokouksessa, sekä arvopapereiden haltijoiden kesken tehdyt sopimukset, joilla on rajoitettu äänioikeuden käyttöä tai osakkeiden tai muiden arvopapereiden siirrettävyyttä. Direktiivin kyseisiä määräyksiä ei ole saatettu voimaan Suomen lainsäädännössä. Artiklan 11 säännöksen tyypisiä yhtiöjärjestyksessä ei myöskään ole käytössä Suomessa.

Arvopaperimarkkinalain esitöissä todetaan, että voimassa olevan osakeyhtiölain perusteella yhtiöillä on mahdollisuus soveltaa 11 artiklan säännöksiä direktiivin edellyttämällä tavalla. Yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevien osakeyhtiölain säännösten perusteella yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että siihen perustuvaa osakkeiden erisuuruista äänimäärää tai osakkeenomistajan äänimäärää rajoittavaa äänileikkuria ei sovelleta julkisen ostotarjouksen aikana. Yhtiöjärjestyksessä määräämistä koskevassa päätöksenteossa tulee ottaa huomioon, mitä osakeyhtiölain 5:28:ssä ja 5:29:ssä säädetään. Osakeyhtiölain 5:28:n mukaan päätettäessä yhtiöjärjestyksen muutoksesta, joka johtaa koko osakelajin oikeuksien vähe-

nemiseen, vaaditaan lisäksi niiden osakkeenomistajien suostumus, joilla on enemmistö kyseisen lajin osakkeista, sekä niiden osakkeenomistajien kannatus, joilla on vähintään kaksi kolmasosaa (2/3) kokouksessa edustetuista kyseisen lajin osakkeista.

Määräenemmistöpäätöksenkään ei voida loukata osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Tässäkin tapauksessa on otettava huomioon päätöksenteon vaikutus eri osakkeenomistajien hallussa olevien osakkeiden käypiin arvoihin. Jos oikeuksia poistetaan 11 artiklan perusteella tehtävin päätöksin, direktiivin mukaan näiden oikeuksien haltijoille tulee maksaa käypä korvaus mahdollisesti aiheutuneesta menetyksestä. Osakeyhtiölaissa ei ole erityisesti määrätty mahdollisuudesta edellä mainittujen korvauksien maksamiseen, ja suomalaisessa yhtiökäytännössä esiintyy sekä tapauksia, joissa osakelajien yhdistämisen yhteydessä on korvattu moniäänisten osakkeiden haltijoille menetettyä äänioikeutta esimerkiksi suunnatulla osakeannilla, mutta myös tapauksia, joissa hyvitystä osakelajien yhdistämisestä ei ole annettu. Kysymykseen voisi tulla esimerkiksi osakeyhtiölain mahdollistama suunnattu maksuton anti. Tällaisissa tilanteissa voidaan joka tapauksessa soveltaa osakelajien yhdistämistä koskevaan päätöksentekomenettelyyn liittyviä vaatimuksia.

Direktiivin 11 artiklan mukaan voitaisiin tarjoustilanteessa puuttua myös kohdeyhtiöiden arvopapereiden haltijoiden välisiin sopimuksiin perustuviin äänioikeusrajoituksiin tai arvopapereiden siirrettävyyttä koskeviin rajoituksiin. Yhtiökohtaisesti voitaisiin siis määrätä, että yhtiön arvopapereiden haltijoiden välisiin sopimuksiin perustuvia äänioikeusrajoituksia tai arvopapereiden siirrettävyyttä koskevia rajoituksia ei tarjoustilanteessa sovelletaisi suhteessa tarjouksen tekijään. Ei kuitenkaan ole selvää, että määräyksellä on tarkoitettu tai voidaan puuttua kahden osapuolen väliseen sopimusoikeudelliseen oikeussuhteeseen. Määräystä voidaankin tulkita niin, että se on tarkoitettu koskemaan sellaisia kansallisia rakenteita, joissa edellä mainitut sopimusjärjestelyt eri tavoin sitovat kohdeyhtiötä tai tarjouksen tekijää, esimerkiksi rekisteröinnin tai kohdeyhtiön yhtiöjärjestyksestä vastaavien säännösten kautta. Arvopaperimarkkinalain esitöissä on katsottu, että äänioikeuden käyttämistä tai osakkeiden luovuttamista koskevien osakassopimusten määräykset sitovat Suomessa lähtökohtaisesti vain sopijapuolia eivätkä esimerkiksi kohdeyhtiötä tai tarjouksen tekijää. Arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan direktiiviä voidaankin tulkita siten, että se ei estä Suomen voimassa olevan oikeuden mukaista järjestelyä, jonka mukaan osakassopimusta esimerkiksi äänioikeutta käyttämällä tai osakkeita luovuttamalla rikkova osapuoli on sopimusoikeudellisessa vastuussa toisiin sopijapuoliin nähden.

ARVOPAPERIMARKKINALAIN 6 LUVUN 17 §

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Lautakunnan on pyydettävä suosituksista ennen niiden antamista Rahoitustarkastuksen lausunto. Suositukset voidaan ottaa osaksi arvopaperipörssin sääntöjä. Lautakunta voi lisäksi antaa hakemuksesta ratkaisusuosituksia myös suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunnassa on puheenjohtaja ja kaksi varapuheenjohtajaa sekä kahdeksan muuta jäsentä. Kullakin on puheenjohtajaa ja varapuheenjohtajia lukuun ottamatta henkilökohtainen varajäsen. Keskuskauppakamari valitsee puheenjohtajan, varapuheenjohtajat ja lautakunnan muut jäsenet kolmeksi vuodeksi kerrallaan siten, että muista jäsenistä:

- 1) kaksi edustaa osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuden asiantuntemusta sekä rahoitusmarkkinoiden asiantuntemusta;
- 2) kolme nimetään arvopaperien liikkeeseenlaskijoita edustavien rekisteröityjen yhdistysten ehdotuksista; sekä
- 3) kaksi nimetään sijoittajia edustavien rekisteröityjen yhdistysten ehdotuksista.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautakunta on päätösvaltainen, kun läsnä on puheenjohtaja tai varapuheenjohtaja tai kummankin ollessa esteellinen, tilapäiseksi puheenjohtajaksi valittu jäsen, sekä vähintään neljä muuta jäsentä. Päätökset lautakunnan kokouksessa tehdään yksinkertaisella enemmistöllä. Äänten mennessä tasan ratkaisee puheenjohtajan ääni. Lautakunnan jäsenen ja toimihenkilön virkavastuuseen sekä asioiden käsittelyyn lautakunnassa sovelletaan muuten, mitä kauppakamarilain (878/2002) 6 §:n 1 momentissa säädetään. Keskuskauppakamari vastaa yrityskauppalautakunnan toiminnan kustannuksista ja vahvistaa puheenjohtajan, varapuheenjohtajien ja jäsenten palkkioiden perusteet. Keskuskauppakamarilla on oikeus periä maksu lautakunnan toiminnan järjestämisestä. Enimmillään maksujen tulee vastata toiminnan järjestämisestä aiheutuneita kustannuksia.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalaufakunta

Aleksanterinkatu 17, PL 1000

00101 Helsinki

Puhelin (09) 696 969 (vaihde)

www.yrityskauppalaufakunta.fi