



2.6.2023

OSTOTARJOUKOODIN SUOSITUKSEN 15 SOVELTAMINEN

Asia

Ostotarjouskoodin suosituksen 15 soveltaminen

Hakemus

Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy (hakija) on pyytänyt ostotarjouslautakunnan kantaa ostotarjouskoodin 2022 suosituksen 15 tulkinnasta. Hakija pyytää ostotarjouslautakunnan kantaa seuraavaan kysymykseen:

”Mikäli julkisen ostotarjouksen tekijä ostotarjouksen yhteydessä haluaisi yhdistää kohdeyhtiön tarjouksen tekijään sulautumisen kautta tai toteuttaa kohdeyhtiötä koskevia muita vastaavia yritysjärjestelyjä, joihin liittyy sulautumista tai muu vastike, onko Ostotarjouskoodin 2022 Suosituksen 15 tarkoittama erityinen syy olemassa, jos kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjotaan vastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeiden sijasta tarjouksen tekijän emoyhtiön listattuja osakkeita?”

Hakija perustelee hakemustaan seuraavasti. Julkisen ostotarjouksen toteuttamisen ehdoksi asetetaan usein, että tarjouksen tekijä saa haltuunsa yli 90 % kohdeyhtiön osakkeista. Ostotarjouskoodin 2022 suosituksen 15 mukaan voi kuitenkin olla mahdollista yhdistää kohdeyhtiö tarjouksen tekijään, vaikka tarjouksen tekijä ei olisi saanut kohdeyhtiön koko osakekantaa haltuunsa.

Ostotarjouskoodissa 2022 todetaan seuraavaa: ”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. – – Jos ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita, tähän tulisi olla erityinen syy. Erityisen syyn olemassaolosta on yleensä perusteltua pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto. Tällainen erityinen syy voi esimerkiksi perustua yhtiön liiketoiminnan edellytyksiin tai



2.6.2023

omistusrakenteen myötä saataviin synergioihin. Jos muulla vastikkeella pyritään esimerkiksi estämään tiettyjä osakkeenomistajia pääsemästä vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajiksi, menettely voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. – – –”

Hakija toteaa hakemuksessaan, että monessa ostotarjoustilanteessa tarjouksen tekijä on tätä tarkoitusta varten perustettu holdingyhtiö, jonka emoyhtiönä (tai asianomaisen konsernin emoyhtiönä) toimii pörssi-yhtiö. Jos ostotarjouksen yhteydessä (jonka hakija ymmärtää lähtökohtaisesti tarkoittavan ajanjaksoa, joka kattaa 9 kuukautta tarjousajan päättymisestä) tarjouksen tekijä harkitsee kohdeyhtiön sulauttamista itseensä tai muita vastaavia yritysjärjestelyitä, voi kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjota vastikkeena muuta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita vain, jos siihen on perusteltu syy. Vastaanottava yhtiö on näissä tapauksissa usein ei-listattu yhtiö eikä sellaisen yhtiön osakkeiden omistaminen ole välttämättä kohdeyhtiön vähemmistön edun mukaista. Käytännössä on näissä tapauksissa harkittu ratkaisumallia, jonka mukaan tarjouksen tekijän listatun emoyhtiön osakkeita käytettäisiin sulautumisvastikkeena. Listatut osakkeet ovat likvidimpiä ja näin ollen vähemmistöosakkaille todennäköisesti edullisempia. Koska sulautuvan yhtiön osakkeenomistajilla on osakeyhtiölain perusteella oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista näiden käypää hintaa vastaavaa käteisvastiketta vastaan, vähemmistöomistajat voisivat näin ollen käytännössä valita haluavatko jatkaa kohdeyhtiön (välillisinä) omistajina vai irtaantua sijoituksestaan käteisvastiketta vastaan.

Hakija huomauttaa myös, että ostotarjouskoodin 2022 suosituksen 16 mukaan tiettyjä ostotarjouskoodin suosituksia sovelletaan soveltuvin osin myös sulautumiseen, jossa sulautuva yhtiö on suomalainen listattu osakeyhtiö. Lisäksi Arvopaperimarkkinalain (AML) 11:25.2 §:ssä tarkoitettu hyvitysvelvollisuus koskee lähtökohtaisesti myös tilannetta, jossa tarjouksen tekijä (tai sen kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö) 9 kuukauden kuluessa tarjousajan päättymisestä hankkii tarjousehtoja paremmin ehdoin kohdeyhtiön osakkeita sulautumisen kautta.

Ostotarjouskoodin 2022 perusteluiden mukaan erityisen syyn olemassaolosta on yleensä perusteltua pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto. Koska perusteluista ei suoraan ilmene, että erityisen syyn voisi muodostaa likvidien, emoyhtiön listattujen osakkeiden käyttäminen sulautumisvastikkeena, hakija pitää lausunnon pyytämistä perusteltuna.

Toimivalta

Ostotarjouslautakunnan työjärjestyksen 3 §:n c-kohdan mukaan ostotarjouslautakunnan tehtäviin kuuluu ratkaisusuositusten sekä soveltamisohjeiden antaminen ostotarjouskoodista ja muista pörssi-yhtiöitä koskeviin yritysjärjestelyihin liittyvistä kysymyksistä.

Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus

Ostotarjouslautakunta katsoo, että yksinomaan se seikka, että kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjotaan vastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeiden sijasta tarjouksen tekijän emoyhtiön listattuja osakkeita, ei ole ostotarjouskoodin suosituksen 15 perusteluissa tarkoitettu erityinen syy tarjota muuta sulautumisvastiketta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita.



2.6.2023

Tällainen vastike voi kuitenkin olla hyväksyttävä, jos se ja sulautuminen muutenkin ovat kokonaisuutena arvioiden kohdeyhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisia. Eriytyisen syyn olemassaolosta tulisi yksittäistapauksessa pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto.

Ratkaisusuosituksen perustelut

Yleistä

Hakemus on esitetty yleisellä tasolla, eikä hakijan mukaan liity mihinkään nimenomaiseen tapaukseen tai kohdeyhtiöön vaan perustuu monessa ostotarjoustilanteessa syntyneeseen kysymykseen ostotarjouskoodin 2022 suosituksen 15 tulkinnasta. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus on siksi annettu myös yleisellä tasolla. Ostotarjouskoodin suosituksessa 15 tarkoitettuja erityisiä syitä on tarpeen arvioida kussakin yksittäistapauksessa erikseen jäljempänä kuvatut seikat huomioon ottaen.

Hakemuksessa esitetty kysymys käsittelee sulautumista tai muita vastaavia yritysjärjestelyjä. Tässä ratkaisusuosituksessa käsitellään vain sulautumista, sillä hakemuksessa esitettyjen tietojen perusteella ei ole mahdollista arvioida tarkemmin sulautumista vastaavien yritysjärjestelyjen luonnetta.

Ostotarjouskoodin suosituksesta 15

Ostotarjouskoodin suosituksen 15 mukaan, mikäli tarjouksen tekijän tarkoituksena on ostotarjouksen yhteydessä yhdistää kohdeyhtiö tarjouksen tekijään sulautumisen kautta tai toteuttaa kohdeyhtiötä koskevia muita vastaavia yritysjärjestelyjä, tästä on mainittava, kun tarjouksen tekijä julkistaa tarjousasiakirjassa suunnitelmiaan kohdeyhtiön toiminnan jatkamisesta. Jos sulautumisessa on tarkoitus tarjota muuta vastiketta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita, tästä on mainittava tarjousasiakirjassa.

Suosituksen 15 viimeisen lauseen taustalla on lautakunnan edeltäjän Keskuskauppakamarin yrityskauppalausuntokunnan antama lausunto YKL 03/2009 M¹. Mainitun lausunnon ja ostotarjouskoodin (s. 50) mukaan lähtökohtana sulautumisessa on osakeyhtiölain (OYL) 1 luvun 7 §:n mukainen yhdenvertaisuusperiaate huomioon ottaen, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat voivat halutessaan jatkaa vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina.

Suosituksen perustelujen mukaan suositus kattaa haltuunottoimenpiteet, jotka on tarkoitus toteuttaa yhdeksän kuukauden kuluessa ostotarjouksen päättymisestä. Tämän jälkeenkin on erityisen tärkeää varmistua osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumisesta niin kauan kuin tarjouksen tekijä ei omista yhtiön koko osakekantaa.

Suosituksen perusteluissa todetaan myös, että jos ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita, tähän tulisi olla erityinen

¹ <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2017/04/sulautumisvastikkeen-laatuylklausunto090511.pdf>.



2.6.2023

syy. Erityisen syyn olemassaolosta on yleensä perusteltua pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto. Tällainen erityinen syy voi esimerkiksi perustua yhtiön liiketoiminnan edellytyksiin tai omistusrakenteen myötä saataviin synergioihin.

Ostotarjouskoodin suosituksesta 16

Sulautuminen edellyttää aina sulautuvan yhtiön (eli hakemuksessa tarkoitettussa tapauksessa ostotarjouksen kohdeyhtiön) hallituksen myötävaikutusta. Koska kohdeyhtiön osakkeet olisivat hakemuksessa kuvatussa tilanteessa käytännössä vielä kaupankäynnin kohteena, hallitustoimenpiteenä toteutettavaan sulautumiseen sovellettaisiin myös ostotarjouskoodin suositusta 16.

Suosituksen 16 perusteella sulautuvan yhtiön hallituksella on suosituksen 2 mukaisesti velvollisuus käsitellä sulautumista koskeva yhteydenotto ja, jos hallitus arvioi yhteydenoton vakavaksi, arvioida millaisia toimenpiteitä osakkeenomistajien ja yhtiön etujen turvaaminen edellyttää. Jos hallitus päätyy arvioinnissaan siihen, että sulautuminen on osakkeenomistajien edun mukainen vaihtoehto, hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän järjestelyn aikaansaamiseksi.

Sulautuvan yhtiön hallituksen jäsenten esteellisyyteen ja muihin sulautumiseen liittyviin sidonnaisuuksiin sovellettaisiin suositusta 4 perusteluineen. Sulautuvan yhtiön hallituksen olisi siten erityisesti varmistuttava siitä, että hallitus pystyy kaikilta osin toimimaan itsenäisesti ja riippumattomasti yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti. Sellaisten sulautuvan yhtiön hallituksen jäsenten, joilla olisi sidonnaisuus vastaanottavaan yhtiöön, ei tulisi osallistua sulautumisen käsittelyyn sulautuvan yhtiön hallituksessa.

Osakeyhtiölain säännösten soveltamisesta

Ostotarjouslautakunta toteaa, että Ruotsissa tarjouksen tekijän osallistuminen yhtiökokouksen päätöksentekoon sulautumisesta olisi hakemuksessa kuvatussa tilanteessa kielletty.² Sen sijaan Suomessa tarjouksen tekijällä olisi OYL 5 luvun 14 a §:n nojalla oikeus osallistua kohdeyhtiön päätöksentekoon sulautumisesta. Joissakin tilanteissa tarjouksen tekijällä voisi olla yksin vaadittava määräenemmistö sulautumisesta päättämiseen. Ostotarjouslautakunta katsoo, ettei OYL:n yksiselitteisen säännöksen takia itsesääntelyssä ole perustetta asettaa hakemuksessa tarkoitetuissa tilanteissa yhtiökokouksen päätökselle lisävaatimuksia, kuten riippumattomien osakkeenomistajien enemmistön tukea.

Ostotarjouslautakunta katsoo, että tarjouksen tekijän mahdollisuus osallistua päätöksentekoon sulautumisesta korostaa OYL:n yleisten periaatteiden ja OYL:n muiden vähemmistöosakkeenomistajien suojamekanismien merkitystä. OYL:n yleisiin periaatteisiin perustuvia hallituksen velvollisuuksia on kuvattu edellä suosituksen 16 yhteydessä. OYL 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen osalta ostotarjouslautakunta toteaa, että esimerkiksi

² Aktiebolagslag 23 kap. 17 § ja Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, kohta V.4.



2.6.2023

järjestelystä riippumattomien osakkeenomistajien kanta sulautumiseen voi vaikuttaa arvioon siitä, onko ehdotettua järjestelyä pidettävä yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisena. Jos tarjouksen tekijää lukuun ottamatta merkittävä osa muista päätöksentekoon osallistuneista osakkeenomistajista vastustaa sulautumista, voi tämä luoda oletettaman siitä, että päätös olisi yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.

Erityisistä syistä hakemuksessa kuvatussa tilanteessa

Hakemuksessa kuvatussa tilanteessa on kyse ns. haltuunottoimenpiteestä tilanteessa, jossa ostotarjouksen tekijä on saanut haltuunsa vähemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä. Kohdeyhtiö on tällaisessa tilanteessa edelleen tarjouksen tekijästä erillinen yhtiö, ja sen toiminnassa on jatkuvasti noudatettava osakeyhtiölain ja niin kauan kuin yhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena myös arvopaperimarkkinalainsäädännön vaatimuksia. Niin kauan kuin tarjouksen tekijä ei omista kohdeyhtiön koko osakekannan, on erityisen tärkeää varmistua kohdeyhtiön osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumisesta.

Ostotarjouksen tekijän näkökulmasta sulautuminen voisi olla keino päästä eteenpäin kohdeyhtiön haltuunotossa tilanteessa, jossa se ei ole ostotarjouksessa saavuttanut yhdeksän kymmenesosan lunastusrajaa. Se, että sulautumisvastikkeena saatavat arvopaperit olisivat listattuja ja siten lähtökohtaisesti likvidimpiä kuin listaamattomat osakkeet, olisi kohdeyhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta positiivista.

Toisaalta kohdeyhtiön osakkeenomistajan päätökseen siitä, kannattaako hän sulautumista ja ehdotettua sulautumisvastiketta, vaikuttaa myös muun muassa se, millainen yhtiö vastaanottava yhtiö sulautumisen jälkeen olisi ja miten kohdeyhtiön osakkeet sulautumisessa arvoitettaisiin. Osakkeenomistajan päätökseen voi vaikuttaa myös se, realisoiko sulautumisvastike osakkeiden luovutusvoittoverotuksen.

Ostotarjouslautakunta toteaa, että on myös mahdollista, että kohdeyhtiön vähemmistöosakkeenomistajien näkökulmasta ehdotus sulautumisesta saatettaisiin hakemuksessa kuvatussa tilanteessa kokea hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaiseksi painostukseksi. Syynä ostotarjouksen hyväksymättä jättämiseen on usein kohdeyhtiön osakkeenomistajan näkemys siitä, että tarjottu vastike ei ole riittävä. Jos sulautumisvastike vastaisi arvoltaan ostotarjousvastiketta ja tarjouksen tekijällä olisi sulautumispäätökseen vaadittava määränemmistö, vastiketta liian alhaisena pitävien kohdeyhtiön osakkeenomistajien tulisi käytännössä joko hyväksyä sulautumisvastike tai vaatia osakkeidensa lunastusta taikka, jos kyse olisi rajat ylittävästä sulautumisesta, vaihtoehtoisesti vaatia ylimääräistä rahavastiketta³. Ostotarjousvastiketta paremman sulautumisvastikkeen tarjoamista ostotarjouslautakunta pitää hakemuksessa kuvatussa tilanteessa eli 9 kuukauden kuluessa ostotarjouksen päättymisestä

³ Ks. OYL 16:24a. Kynnys ylimääräisen rahavastikkeen vaatimiseen voi olla korkeampi lunastusmenettelystä poikkeavan kuluvaluun takia.



2.6.2023

epätodennäköisenä, sillä tarjouksen tekijä joutuisi AML:n 11 luvun 25 §:n 2 momentin nojalla hyvittämään 9 kuukauden kuluessa ostotarjouksen päättymisestä maksamansa paremman vastikkeen myös ostotarjouksen hyväksyneille osakkeenomistajille.

Ostotarjouslautakunta katsoo, että pelkästään se seikka, että sulautumista vastustavilla sulautuvan yhtiön osakkeenomistajilla on oikeus vaatia osakkeidensa lunastusta (tai ylimääräistä rahavastiketta), ei ole riittävä peruste hyväksyä muuta sulautumisvastiketta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita. Haltuunottoimenpiteenä toteutettavan sulautumisen ei tulisi johtaa lunastusoikeutta ja -velvollisuutta koskevien säännösten tosiasialliseen kiertämiseen.

Ostotarjouskoodin suosituksessa 15 tarkoitettua erityistä syytä on siksi arvioitava tapauskohtaisesti ja arvioinnissa on otettava huomioon myös muita kuin pelkästään vastikkeen laatuun vaikuttavia seikkoja. Muu vastike kuin vastaanottavan yhtiön osake voi olla kuitenkin hyväksyttävä, jos se ja sulautuminen muutenkin ovat kokonaisuutena arvioiden kohdeyhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisia. Erityisen syyn olemassaolosta tulisi yksittäistapauksessa pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto.

Asia on ratkaistu ostotarjouslautakunnan täydessä kokoonpanossa. Ratkaisusuosituksen valmisteluun ovat osallistuneet 1. varapuheenjohtaja Tarja Tyni sekä jäsenet Kari Hietanen ja Veikko Vahtera. Esittelijänä on toiminut lautakunnan sihteeri Ville Kajala.

Helsingissä 2.6.2023

Juhani Mäkinen
ostotarjouslautakunnan puheenjohtaja

Ville Kajala
ostotarjouslautakunnan sihteeri