

[Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallitus on [·].[·].2024 päättänyt antaa seuraavan suosituksen. Suositusta sovelletaan [·].[·].2024 alkaen. Suositus on ennen sen antamista käsitelty markkinatapolautakunnassa.]

## Suunnatut osakeannit

**Suunnattujen osakeantien toteuttaminen on mahdollista silloin, kun suunnatulle annille osakeyhtiölaissa säädetyt edellytykset täyttyvät. Hyvän arvopaperimarkkinatavan näkökulmasta on tärkeää, että perusteet osakkeenomistajien merkintäoikeudesta poikkeamiselle julkistetaan selkeästi ja kattavasti.**

**Tiedotteessa, jolla suunnattua osakeantia koskeva ehdotus tai päätös julkistetaan, on esitettävä ainakin seuraavat tiedot:**

- **Syy osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle.**

**Seikat ja olosuhteet, joihin hallitus perustaa näkemyksenä osakeyhtiölaissa tarkoitetusta yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä, kuvataan sellaisessa laajuudessa, että osakkeenomistajat ja sijoittajat voivat annettujen tietojen perusteella arvioida hallituksen päätöksentekoon vaikuttaneita seikkoja.**

**Jos merkintäetuoikeudesta poikkeamisen syynä ovat suunnatulla annilla saavutettavat aika- ja kustannussäästöt merkintäetuoikeusantiin verrattuna, yhtiön tulee perustella erityisesti, miksi aika- ja kustannussäästöt ovat kyseisessä tilanteessa yhtiön edun kannalta ratkaisevia.**

**Jos osakeanti suunnataan tietyille sijoittajille, yhtiön tulee perustella, miksi osakkeita tarjotaan juuri näille sijoittajille.**

- **Kuvaus siitä, miten osakkeiden merkintähinta määräytyy ja miten merkintähinnan markkinaehtoisuudesta on varmistuttu tai on tarkoitus varmistua.**

**Jos merkintähinta määräytyy tarjouskirjamenettelyssä (bookbuilding) tai riippumattoman arvioinnin perusteella, tämän seikan ilmoittaminen on yleensä riittävä. Jos merkintähinta määräytyy jollain muulla tavalla, esimerkiksi neuvottelujen perusteella, kuvataan se, miten merkintähinnan markkinaehtoisuudesta on varmistuttu tai on tarkoitus varmistua.**

**Suunnatun osakeannin tulosta koskevassa tiedotteessa on edellä mainittujen tietojen lisäksi julkistettava ainakin tieto siitä, ketkä osakkeita ovat merkinneet.**

- **Jos suunnattu osakeanti on toteutettu tarjouskirjamenettelyllä (bookbuilding), riittää maininta siitä, että merkinnät on tehty tarjouskirjamenettelyssä ja kuvaus sijoittajaryhmistä, joihin merkitsijät kuuluvat. Jos osakkeenomistaja, jolla on vähintään 10 prosenttia yhtiön kaikista osakkeista tai kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, on merkinnyt tarjouskirjamenettelyssä vähintään 10 prosenttia suunnatussa osakeannissa tarjotuista osakkeista, yhtiön on yksilöitävä kyseinen osakkeenomistaja.**

- **Jos osakeanti on suunnattu tietyille ennalta määrätyille sijoittajille, nämä sijoittajat tulee yksilöidä. Jos näiden sijoittajien joukkoon kuuluu yhtiön olemassa olevia osakkeenomistajia, perustelu tälle on esitettävä.**

**Markkinatapalautakunta tulkitsee tarvittaessa suositusta ja voi hakemuksesta antaa ratkaisusuosituksia suosituksen soveltamisesta tai hyvästä arvopaperimarkkinatavasta yksittäistapauksessa.**

## Suosituksen perustelut

### Suosituksen soveltamisala

Suositus täydentää hallinnointikoodin hyvään hallinnointiin liittyviä suosituksia. Suositus käsittelee suunnattuihin osakeanteihin liittyvien tietojen julkistamista. Suositus on tarkoitettu noudatettaviksi sellaisenaan, eikä siihen sovelleta noudata tai selitä -periaatetta.

Suosituksen perusteluissa kuvataan myös osakeyhtiölain säännösten sisältöä ja soveltamiskäytäntöä. Suosituksen perusteluissa esitetty kuvaus ei sellaisenaan takaa, että suunnattu osakeanti täyttää osakeyhtiölain (OYL) vaatimukset. Yhtiöiden on itse varmistettava OYL:n säännösten noudattamisesta kussakin yksittäistapauksessa.

Suositusta sovelletaan suomalaisiin osakeyhtiöihin, joiden osake on Suomessa kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai yhtiön hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Suositusta sovelletaan sellaisiin maksullisiin suunnattuihin osakeanteihin, joissa osakkeen merkintähinta maksetaan kokonaan rahana, lukuun ottamatta suunnattuja osakeanteja, joissa osakkeita tarjotaan merkittäväksi yleisölle (esim. listautumisannit) tai yhtiön henkilöstölle. Suosituksesta ilmeneviä periaatteita soveltuvin osin noudattamalla on mahdollista varmistua hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta myös muun tyyppisten suunnattujen maksullisten tai maksuttomien osakeantien taikka optio- tai muiden osakeyhtiölain 10 luvussa tarkoitettujen erityisten oikeuksien antamisen yhteydessä.

### Osakkeenomistajien merkintäetuoikeus ja siitä poikkeaminen

OYL 9 luvun 3 §:n lähtökohtana on, että osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin omistuksensa mukaisessa suhteessa. Saman luvun 4 §:n mukaan suunnatussa osakeannissa voidaan poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on osakeyhtiölain mukaan kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Päätös suunnatusta osakeannista tai hallituksen valtuuttamisesta päättämään suunnatusta osakeannista tehdään OYL 5 luvun 27 §:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä.

Säännöksen perustelujen mukaan yhtiön rahoitustarpeen turvaaminen voi edellyttää oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista muilta kuin osakkeenomistajilta. Suunnattua osakeantia voi olla tarpeen käyttää esimerkiksi yrityskauppojen rahoituksessa tai erilaisten yhtiön johdon ja työntekijöiden kannustinjärjestelmien yhteydessä.

Toisaalta painavana taloudellisena syynä ei koskaan voida pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista.<sup>1</sup>

Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo, että hyvä arvopaperimarkkinatapa ei rajoita suunnattua osakeannin toteuttamista silloin, kun sille on objektiivisesti arvioiden OYL:ssa tarkoitettu yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.

Tällainen painava taloudellinen syy voi olla OYL:n esitöissä kuvattujen tilanteiden lisäksi esimerkiksi:

- riski siitä, että merkintäetuoikeusanti jäisi olennaiselta osin merkitsemättä,
- osakeannin kokoon nähden merkittävät merkintäetuoikeusannin järjestämiskulut (mahdollinen merkintätakauspalkkio mukaan lukien),
- merkintäetuoikeusannin toteutusaikatauluun ja siihen liittyvän markkinariskin hallintaan liittyvät seikat,
- osakeannin kytkeytyminen olennaiseksi osaksi laajempaa sopimuskokonaisuutta, kuten yrityskauppaa tai yhteistyösopimusta, tai
- tavoite edistää yhtiön etua laajentamalla yhtiön omistuspohjaa esimerkiksi tulevien pääomanhankintatarpeiden varalle taikka osakkeiden likviditeetin parantamiseksi.

Suunnattu osakeanti on yleensä toteutettavissa nopeammin ja vähäisemmin kustannuksien kuin merkintäetuoikeusanti. Hyvän arvopaperimarkkinatavan näkökulmasta ei kuitenkaan ole riittävää, että asia todetaan suunnattua osakeantia koskevassa tiedotteessa yleisellä tasolla, vaan yhtiön tulee perustella, miksi aika- ja kustannussäästöt ovat kyseisessä tilanteessa yhtiön edun kannalta ratkaisevia.

#### Yhdenvertaisuusperiaate sekä johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus

Suunnattuja osakeanteja koskevassa päätöksenteossa on otettava huomioon osakeyhtiölain 1 luvun yleiset periaatteet, erityisesti yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) sekä yhtiön johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus (OYL 1:8).

Yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) muun muassa estää yksittäisten osakkeenomistajien tai muiden henkilöiden suosimisen muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Suunnattuun osakeantiin liittyvä vaatimus yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä korostaa yhdenvertaisuusperiaatetta. Tapauskohtaisesti on arvioitava, onko suunnattu osakeanti kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>2</sup>

Myös suunnatun osakeannin merkintähinnalla on keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, koska suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan.

---

<sup>1</sup> HE 109/2005 vp., s. 102–103.

<sup>2</sup> HE 109/2005 vp., s. 102.

Mitä enemmän merkintähinta alittaa osakkeen käyvän hinnan, sitä enemmän painavan taloudellisen syyn vaatimus korostuu.<sup>3</sup>

Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus edellyttää, että hallitus toimii suunnattua osakeantia koskevassa päätöksenteossaan yhtiön edun mukaisesti. Yhtiön edun mukaan toimiminen pitää sisällään velvollisuuden toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti.

Silloin, kun suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, suunnattu osakeanti ei sellaisenaan yleensä ole yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Yhtiön edun mukainen toimi on lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>4</sup> Yksittäisen osakkeenomistajan suunnatussa annissa mahdollisesti saama etu ei yleensä ole epäoikeutettua, jos etu aiheutuu pelkästään yhtiön intressissä suoritetuista toimenpiteistä.<sup>5</sup>

Sitä, loukkaako suunnattu osakeanti osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, arvioidaan tulkinnanvaraisissa tilanteissa viime kädessä kokonaisarvion perusteella. Osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja arvioidaan tällöin osakeyhtiöoikeudellisesti siltä kannalta, mitä lähinnä taloudellisia seurauksia päätöksellä on heille yhtiön osakkeenomistajina.<sup>6</sup>

Suunnatun osakeannin toteuttaminen onnistuneesti saattaa joissakin tilanteissa edellyttää sitä, että yksi tai useampi yhtiön suurimmista osakkeenomistajista osallistuu myös antiin. Tällaisissa tilanteissa korostuu erityisesti tarve perustella se, miksi anti suunnataan myös tietyille osakkeenomistajille.

#### Merkintähinta suunnatussa osakeannissa

Suunnatun osakeannin merkintähinta saattaa ylittää tai alittaa osakkeen vallitsevan pörssikurssin muun muassa osakeannin koosta ja syistä, osakkeen likviditeetistä ja markkina-tilanteesta riippuen. Myös mahdolliset muut osakeantiin liittyvät sitoumukset, kuten osakkeenomistajan sitoumus olla myymättä osakkeita tietyn ajan kuluessa osakeannista (ns. lock-up) voivat vaikuttaa osakeannin hinnoitteluun. Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on OYL:n mukaan kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen.

Avoimuus siitä, miten suunnatun osakeannin merkintähinta on määräytynyt ja miten merkintähinnan markkinaehtoisuudesta on varmistuttu tai on tarkoitus varmistua, tukee osakkeenomistajien ja sijoittajien tiedonsaantia ja arviota yhtiön edusta. Avoimuuden tarve korostuu, jos merkintähinta alittaa selvästi vallitsevan pörssikurssin.

Osakeannin voidaan yleensä katsoa toteutuvan markkinaehtoisesti esimerkiksi silloin, kun suunnatun osakeannin merkintähinta on määräytynyt asianmukaisesti järjestetyssä instituutionaalisille sijoittajille kohdistetussa tarjouskirjamenettelyssä (bookbuilding).<sup>7</sup>

---

<sup>3</sup> HE 109/2005 vp., s. 103.

<sup>4</sup> KKO:2018:19, kohta 30.

<sup>5</sup> KKO:2018:19, kohta 31.

<sup>6</sup> KKO:2018:19, kohta 32.

<sup>7</sup> Tarjouskirjamenettely on yleensä järjestetty asianmukaisesti, kun (i) se on julkistettu, (ii) suurempi joukko sijoittajia (esimerkiksi esiteasetuksessa (EU) 2017/1129 tarkoitettut kokoneet

Sama koskee tilanteita, joissa merkintähinta on määritelty yhtiön ja merkitsijän välisissä neuvotteluissa tai joissa merkintähinta perustuu riippumattomaan arvonmääritykseen.

Hallitus voi käyttää merkintähinnan markkinaehtoisuudesta varmistautumisessa apunaan neuvonantajia. Lainsäädäntö tai tämä kannanotto eivät edellytä hallitukselta asiantuntijan käyttöä, mutta se voi tukea hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden täyttämistä esimerkiksi silloin, jos merkintähinta perustuu osakkeenomistajan antamaan hintaindikaatioon tai joissa huomattava osa osakkeista suunnataan yhtiön merkittävälle osakkeenomistajalle.

### Suunnatusta osakeannista tiedottaminen

Tieto suunnattua osakeantia koskevasta ehdotuksesta tai päätöksestä on usein markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ((EU) N:o 2014/596) tarkoitettua sisäpiiritietoa, joka julkistetaan asetuksen vaatimusten mukaisesti. Silloin, kun tieto ei ole sisäpiiritietoa, se on julkistettava pörssin sääntöjen mukaisesti.<sup>8</sup> Joissakin tilanteissa kyse voi olla myös arvopaperimarkkinain 8 luvun 1 a §:n mukaisesti julkistettavasta olennaisesta lähipiiritiimestä.

Osakkeenomistajien ja sijoittajien tiedonsaannin kannalta on tärkeää, että tiedot suunnatusta osakeannista, osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen liittyvistä perusteluista, osakkeiden merkitsijöistä sekä osakkeiden merkintähinnan määräytymisestä julkistetaan kattavasti ja selkeästi. Tiedot esitetään sellaisessa laajuudessa, että osakkeenomistajat ja muut sijoittajat voivat annettujen tietojen perusteella arvioida osakeyhtiölain vaatimusten täyttymistä ja hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisuutta. Kannanotto ei kuitenkaan edellytä julkistamaan yhtiön kannalta liiketaloudellisesti herkkää tietoa.

### Hyvän arvopaperimarkkinatavan arviointi yksittäistapauksessa

Arvopaperimarkkinayhdistyksen markkinatapalautakunta tulkitsee tarvittaessa kannanottoa. Lautakunta voi myös antaa hakemuksesta ratkaisusuosituksia kannanoton soveltamisesta tai hyvästä arvopaperimarkkinatavasta yksittäistapauksessa.

---

sijoittajat) voi ilmoittaa kiinnostuksensa osallistua osakeantiin ja (iii) menettelyssä on ollut riittävästi osallistujia, jotta hinnanmuodostusta voidaan pitää luotettavana.

<sup>8</sup> Nasdaq Helsinki: Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, kohdat 3.4. ja 3.7. sekä Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, kohdat 4.2.2 ja 4.2.5.