



# Ostotarjouskoodi

Arvopaperimarkkinayhdistys ry



# Ostotarjouskoodi

Arvopaperimarkkinayhdistys ry

## Sisällys

<b>JOHDANTO</b> .....	<b>4</b>
OSTOTARJOUSKOODIN TAVOITTEET.....	4
JULKISIA OSTOTARJOUKSIDA KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET JA NIIDEN SOVELTAMISALA.....	4
OSTOTARJOUSKOODIN TULKINTAPERIAATTEET .....	5
OSTOTARJOUSKOODIN NOUDATTAMINEN.....	6
<b>I TARJOUKSEN VALMISTELU</b> .....	<b>9</b>
SUOSITUS 1 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISMAHDOLLISUUKSIEN VARMISTAMINEN.....	9
<b>II KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET</b> .....	<b>13</b>
SUOSITUS 2 – HALLITUKSEN TOIMINTAVELVOLLISUUS YHTEYDENOTON JOHDOSTA .....	13
SUOSITUS 3 – SOPIMUSJÄRJESTELYT TARJOUKSEN TEKIJÄN KANSSA.....	18
SUOSITUS 4 – ESTEELLISYYSKYSYMYKSET JA MUUT HALLITUKSEN JÄSENTEN SIDOKSET TARJOUKSEEN .....	21
SUOSITUS 5 – KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN LAUSUNTO TARJOUKSESTA .....	24
<b>III DUE DILIGENCE -TARKASTUS</b> .....	<b>27</b>
SUOSITUS 6 – DUE DILIGENCE -TARKASTUS KOHDEYHTIÖSSÄ.....	27
SUOSITUS 7 – TARJOUKSEN TEKIJÄÄ KOSKEVA DUE DILIGENCE -TARKASTUS .....	30
<b>IV KILPAILEVAT TARJOUKSET</b> .....	<b>31</b>
SUOSITUS 8 – KOHDEYHTIÖN TOIMINTA KILPAILEVAN TARJOUKSEN TILANTEESSA .....	31
<b>V TARJOUS JA SIIHEN LIITTYVÄT JÄRJESTELYT</b> .....	<b>34</b>
SUOSITUS 9 – KOHDEYHTIÖN ARVOPAPERIEN HANKINTA MARKKINOILTA .....	34
SUOSITUS 10 – TIETOVUOTOIHIN VARAUTUMINEN .....	36
SUOSITUS 11 – TARJOUKSEN JULKISTAMINEN .....	37
SUOSITUS 12 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISEHTOON VETOAMINEN .....	40
<b>VI TARJOUKSEN JÄLKEISET TOIMENPITEET</b> .....	<b>42</b>
SUOSITUS 13 – AIKOMUS HANKKIA KOHDEYHTIÖN LOPUT ARVOPAPERIT.....	42
SUOSITUS 14 – HALTUUNOTTOTOIMENPITEET .....	43
<b>VII MUITA HUOMIOITA</b> .....	<b>45</b>
HUOMIOITA KOHDEYHTIÖN YHTIÖJÄRJESTYKSEEN PERUSTUVISTA MÄÄRÄYKSISTÄ.....	45
HUOMIOITA TIEDONANTOVELVOLLISUUDESTA OSTOTARJOUSPROSESSIN ERI VAIHEISSA .....	48

## OSTOTARJOUSLAUTAKUNTA

Uuden 1.1.2013 voimaan tulleen arvopaperimarkkinalain (746/2012, "AML") 11:28:n mukaan pörssiyhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi myös muita arvopaperimarkkinalain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia. Toimielin voi antaa näistä kysymyksistä myös lausuntoja. Arvopaperimarkkinayhdistys ry toimii edellä mainittuna arvopaperimarkkinalain mukaisena toimielimenä.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ostotarjouslautakunta on yhdistyksen yhteydessä toimiva itsenäinen lautakunta, jonka tehtävänä on edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa Suomessa. Lautakunnan tehtävänä on laatia ja päivittää arvopaperimarkkinalain 11:28:n mukaisia suosituksia. Lautakunnan tehtävänä on myös antaa ratkaisusuosituksia ja kannanottoja ostotarjouskoodiin sekä muihin yritysjärjestelyihin liittyvistä kysymyksistä joko omasta aloitteestaan tai hakemuksen perusteella. Lautakunnan tehtävistä ja sen toiminnasta on säädetty tarkemmin lautakunnan työjärjestyksessä.

Ostotarjouslautakuntaan kuuluu 3-12 jäsentä, jotka yhdistyksen hallitus nimeää kolmeksi vuodeksi kerrallaan. Ostotarjouslautakunnan jäsenillä tulee olla hyvä elinkeinoelämän, yhtiölainsäädännön ja arvopaperimarkkinoiden tuntemus.

Lautakunta käsittelee tätä ostotarjouskoodia koskevat ratkaisut kokoonpanossa, johon kuuluu puheenjohtaja tai varapuheenjohtaja, kaksi jäsentä ja sihteeri, ellei ole erityistä perustetta käsitellä asiaa muussa kokoonpanossa. Ostotarjouslautakunnan puheenjohtaja, tai hänen estyneenä ollessaan varapuheenjohtaja, määrää asiaa käsittelevän kokoonpanon sihteerin esityksestä. Nimeämisessä otetaan erityisesti huomioon mahdolliset esteellisyudet ja henkilön kokemus ja asiantuntemus käsiteltävänä olevassa asiassa. Kokoonpanon tulee pyrkiä yksimielisiin päätöksiin. Erimielisyyden sattuessa asia ratkaistaan äänestyksellä.



Toimikaudella 2013 - 2015 lautakunnan puheenjohtajana toimii laamanni Juhani Mäkinen, ja lautakunnan muut jäsenet ovat:

- professori Tom Berglund, Svenska Handelshögskolan
- talousjohtaja Henrik Ehrnrooth, Kone Oyj
- johtaja Kari Hietanen, Wärtsilä Oyj
- professori Seppo Ikäheimo, Aalto Yliopisto
- johtaja Timo Kaisanlahti, Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varmia
- lakiasianjohtaja Merja Karhapää, Sanoma Oyj
- KTM Juha Karttunen, Mirosa Capital Oy
- toimitusjohtaja Sari Lounasmeri, Pörssisäätiö
- johtava neuvonantaja Juha Salonen, Huhtamäki Oyj
- johtaja Tarja Tyni, Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö

Lautakunnan sihteerinä toimii lakimies Antti Turunen.

## OSTOTARJOUSKODIN VALMISTELU

Arvopaperimarkkina-alaissa edellytetään elinkeinoelämää laajasti edustavan toimielimen antavan hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Arvopaperimarkkinayhdistys ry on antanut ostotarjouslautakunnalle toimeksiannon valmistella lain tarkoittaman suosituksen (Ostotarjouskoodi).

Ostotarjouskoodista on ennen sen hyväksymistä pyydetty lausuntoa kaikkiaan 20 taholta mukaan lukien keskeiset ministeriöt, Finanssivalvonta, alan etujärjestöt, sekä asianajotoimistoja, tilintarkastusyhteisöjä, rahoituslaitoksia ja yliopistoja edustavat tahot.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallitus on hyväksynyt tämän ostotarjouskoodin ja vahvistanut koodin voimaantulon 1.1.2014 alkaen.

Ostotarjouskoodi korvaa Keskuskauppakamarin yritys-kauppautakunnan vuonna 2006 antaman vastaavan suosituksen (Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, Helsinki Takeover Code). Ostotarjouskoodia on päivitetty ensisijaisesti 1.1.2013 voimaan tulleen arvopaperimarkkinalain johdosta. Suositusten rakenteeseen on vaikuttanut lakiin perustuva niin sanottu noudata tai selitä –periaate (comply or explain). Ostotarjouskoodia on lisäksi muokattu vuonna 2006 annetun suosituksen soveltamisesta saatujen kokemusten valossa. Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavat menettelytavat ja käytännöt kuitenkin kehittyvät jatkuvasti. Kotimaista ja kansainvälistä kehitystä on tämän vuoksi edelleen seurattava, ja ostotarjouskoodia on tarvittaessa päivitettävä.

- 
- 
- 
- 
- 
- 

Suosituksen laatimisesta vastaavan työryhmän puheenjohtajana on toiminut laamanni Juhani Mäkinen. Työryhmän jäseninä ovat toimineet KTM Juha Karttunen, johtaja Jaakko Raulo ja johtaja Joakim Åberg. Työryhmän sihteeristöön ovat kuuluneet asianajajat Heidi Haanpää, Klaus Ilmonen, Paula Linna ja Mia Mokka sekä lakimies Antti Turunen.

## OSTOTARJOUSKOODI

Arvopaperimarkkinayhdistys ry on antanut arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitetun seuraavan suosituksen:

## JOHDANTO

### OSTOTARJOUSKOODIN TAVOITTEET

Ostotarjouskoodin tarkoitus on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja ohjata julkisissa ostotarjouksissa noudatettavia menettelytapoja.

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

### JULKISIA OSTOTARJOUKSIA KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET JA NIIDEN SOVELTAMISALA

Ostotarjouskoodi on tarkoitettu täydentämään julkisiin ostotarjouksiin sovellettavaa lainsäädäntöä, ja koodia tuleekin soveltaa ja tulkita arvopaperimarkkinalain tavoitteiden ja säännösten mukaisesti. Alla on lyhyesti mainittu keskeiset julkisissa ostotarjouksissa sovellettaviksi tulevat lainsäännökset 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 ostotarjousdirektiivi on saatettu voimaan pääosin arvopaperimarkkinalain säännöksin.

**Arvopaperimarkkinalaki.** Julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset sisältyvät arvopaperimarkkinalain (746/2012, jäljempänä "AML") 11 lukuun, joka sääntelee sekä vapaaehtoisia että pakollisia ostotarjouksia. Säännökset koskevat ostotarjousdirektiivin edellyttämällä tavalla tarjousta, joka tehdään Suomessa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista tai edellä mainittuihin arvopapereihin oikeuttavista arvopapereista. Arvopaperimarkkinalain säännökset koskevat tietyiltä osin myös tarjouksia muussa Euroopan talousalueen valtiossa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista,

joiden liikkeeseenlaskija on Suomessa rekisteröity yhtiö. Arvopaperimarkkinalain julkisia ostotarjouksia koskevaa sääntelyä sovelletaan osin myös tarjouduttaessa julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

**Osakeyhtiölaki.** Erityisesti kohdeyhtiön ja sen johdon toimintaan sovelletaan julkisen ostotarjousprosessin eri vaiheissa osakeyhtiölakia (624/2006, jäljempänä "OYL"). Osakeyhtiölaissa säädetään myös 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 osakeyhtiölain mukaan vastavuoroinen oikeus saada vähemmistön osakkeet lunastetuiksi käyvästä hinnasta. Lunastus muodostaa käytännössä usein ostotarjousmenettelyn viimeisen vaiheen.

**Laki Finanssivalvonnasta.** Finanssivalvonta valvoo arvopaperimarkkinalain noudattamista. Finanssivalvonnasta annettuun lakiin (878/2008) sisältyy erityisiä säännöksiä Finanssivalvonnan oikeudesta valvoa tiettyjen ostotarjouksiin osallistuvien tahojen toimintaa. Finanssivalvonnalla on valvontaoikeuteensa liittyen oikeus muun muassa määrätä hallinnollisia seuraamuksia sekä luovuttaa tietoja muulle viranomaiselle tai toimielimelle.

**Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet.** Finanssivalvonta on antanut julkisia ostotarjouksia koskevat määräykset ja ohjeet 9/2013 (jäljempänä "Fivan MOK ostotarjouksista"). Myös muut Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet, kuten liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta koskevat määräykset ja ohjeet 7/2013 (jäljempänä "Fivan MOK tiedonantovelvollisuudesta"), voivat tulla sovellettavaksi julkisen ostotarjousprosessin yhteydessä. Määräyksien ja ohjeiden säännökset perustuvat osin Finanssivalvonnalle arvopaperimarkkinalain 11 luvussa annettuihin tehtäviin ja osin Finanssivalvonnan toimivaltaan rahoitusmarkkinoiden valvojana.

**Arvopaperimarkkinalain 11:28:n tarkoittaman toimielimen suositukset ja lausunnot.** Pörssiyhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suo-

messä perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvalan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi myös muita arvopaperimarkkinain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia. Suositukset voidaan ottaa osaksi pörssin sääntöjä. Toimielin voi antaa suosituksiin liittyvistä kysymyksistä myös lausuntoja sekä eri hakemuksesta ratkaisusuosituksia suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä. Arvopaperimarkkinayhdistys ry toimii yllämainittuna toimielimenä ja tämä ostotarjouskoodi on arvopaperimarkkinain 11:28:n tarkoittama suositus. Pörssi-yhtiöiden ja muiden arvopaperimarkkinoilla toimivien velvollisuutta noudattaa suositusta on kuvattu tarkemmin johdannon kohdassa *Ostotarjouskoodin noudattaminen*.

Ostotarjouskoodin suositukset koskevat julkisissa ostotarjouksissa esiin tulevia kysymyksiä ja ongelmia. Ostotarjouskoodissa annetaan suosituksia, jotka koskevat tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön sekä kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien toimintaa. Ostotarjouskoodissa on myös käsitelty haltuunottoimenpiteitä ja osakeyhtiölain mukaista vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta, jotka usein seuraavat ostotarjousten toteuttamista. Ostotarjouskoodi on laadittu vapaaehtoisista julkista ostotarjousta silmälläpitäen, mutta useat ostotarjouskoodin suosituksista soveltuvat myös pakolliseen ostotarjoukseen. Ostotarjouskoodi ei sellaisenaan sovellu muihin yritysjärjestelyihin. Ostotarjouskoodissa on kuitenkin käsitelty kysymyksiä, jotka voivat tulla esille muissakin yritysjärjestelyissä. Koodin mukaisella toiminnalla voidaan siten soveltuvin osin varmistua hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta myös muiden yritysjärjestelyiden yhteydessä.

## OSTOTARJOUSKODIN 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;
- lisäämään ostotarjouksen eri osapuolien tiedonsaantia ja arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyttä; ja
- varmistamaan ostotarjouksen eri osapuolten oikeussuojan toteutumista.

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

- kaikkia kohdeyhtiön samanlaisien 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 tukevat asianmukaisen ostotarjousprosessin toteutumista, ja niitä tulee soveltuvin osin noudattaa myös tämän ostotarjouskoodin suositusten tulkinnessa.

## OSTOTARJOUSKOODIN NOUDATTAMINEN

Velvollisuus noudattaa ostotarjouskoodia perustuu arvopaperimarkkinalain säännöksiin. Lain 11:28:n tarkoittaman suosituksen osalta noudatetaan ns. ”noudata tai selitä” -periaatetta (*comply or explain*), eli mikäli ostotarjouksen osapuoli ei sitoudu noudattamaan ostotarjouskoodia, tämä on perusteltava.

Ostotarjoustilanteissa noudatettavia menettelytapoja säännellään myös muun muassa osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa sekä viranomaismääräyksin (erityisesti Fivan MOK ostotarjousista). Jotta ostotarjouskoodi antaisi kattavan kuvan ostotarjoustilanteissa noudatettavista menettelytavoista, koodin laadinnassa on otettu huomioon osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain soveltuminen ostotarjoustilanteisiin. Suositukset on pyritty laatimaan niin, että niiden mukaan toimiminen vastaisi osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain vaatimuksia. Ostotarjouskoodin suosituksissa on otettu huomioon myös ostotarjoustilanteisiin soveltuvat Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet.

Siltä osin kuin suosituksiin sisältyy lakiin tai viranomaissääntelyyn liittyviä velvollisuuksia, ei suosituksista poikkeaminen ole mahdollista ”noudata tai selitä” -periaatteen nojalla. Kunkin toimijan tulee kin tapauskohtaisesti varmistua osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain ja muiden pakottavien säännösten noudattamisesta.

### a. ”Noudata tai selitä” -periaate

Arvopaperimarkkinalain mukaan niin ostotarjouksen tekijän kuin kohdeyhtiönkin on ilmoitettava, onko se sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia. Ostotarjouksen julkistamisesta on käytävä ilmi, onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut (AML 11:9.3). Kohdeyhtiön hallituksen tarjouksesta antamassa lausunnossa on oltava tieto siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut (AML 11:13). Koska ostotarjouskoodin tavoitteena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja varmistaa ostotarjouksen eri osapuolten oikeusturvan toteutumista, lähtöoletuksena on tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön sitoutuminen noudattamaan ostotarjouskoodia.

Edellä mainittu lakiin perustuva ”noudata tai selitä” -periaate koskee sitoutumista ostotarjouskoodiin yleensä. Ostotarjouskoodin puitteissa on kuitenkin mahdollista alla tarkemmin kuvatulla tavalla poiketa yksittäisestä suosituksesta ilman, että tätä pidetään poikkeamisena koodista. Poikkeaminen yksittäisestäkin suosituksesta on kuitenkin perusteltava.

### b. Poikkeaminen yksittäisestä suosituksesta

Tässä ostotarjouskoodissa on 14 yksittäistä ostotarjoustilanteita koskevaa suositusta. Suositusten yhteydessä on esitetty myös kuhunkin suositukseen liittyvä johdanto ja perustelut. Vain varsinainen suositusteksti on osa tätä ostotarjouskoodia. Johdanto- ja perustelutekstit on tarkoitettu kuvaamaan hyvää arvopaperimarkkinatapaa ja kuvaamaan eri tilanteisiin soveltuvia käytäntöjä ja menettelytapoja sekä taustoittamaan ja selventämään varsinaista suositusta, eivätkä siten kuulu varsinaiseen os-

totarjouskoodiin. Johdanto- ja perusteluteksteissä on myös esitetty suositusten käsittelemiä tilanteita koskevia normeja, joista ei voida poiketa ”noudata tai selitä”-periaatteen nojalla.

Osa ostotarjouskoodin suosituksista koskee tilanteita, joissa ostotarjousta ei vielä ole julkistettu. Mahdollinen poikkeaminen tällaisista suosituksista olisi julkistettava ainoastaan, mikäli tarjous julkistetaan.

Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavat menettelytavat ja käytännöt kehittyvät jatkuvasti. Lisäksi julkisten ostotarjousten yhteydessä esiin tulevat tilanteet voivat olla hyvin erilaisia. Tässä ostotarjouskoodissa ei voida ennakoivasti tai kattavasti ohjata hyvän tavan mukaista menettelyä kaikissa yksittäisissä tilanteissa. Voi myös esiintyä tilanteita, joissa on perusteltu syy poiketa ostotarjouskoodin mukaisista menettelytavoista. Tällaisiin tilanteisiin tulee kuitenkin soveltaa edellisessä johdannon jaksossa kuvattuja tulkintaperiaatteita. Lisäksi menettelyn tulee aina olla lain ja muiden sitovien säännösten sekä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaista. Yksittäisestä suosituksesta voidaan poiketa niin, että poikkeamisesta huolimatta asianomaisen tahon voidaan katsoa noudattavan ostotarjouskoodia edellyttäen, että (i) edellisessä johdannon jaksossa kuvattuja ostotarjouskoodin tulkintaperiaatteita noudatetaan ja (ii) menettely on lain ja muiden sitovien säännösten sekä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaista ja (iii) poikkeamat on selostettu ja perusteltu.

Syyt poikkeamiselle on perusteltava riittävän avoimesti ja yksityiskohtaisesti. Selkeä ja kattava perustelu vahvistaa luottamusta poikkeamista koskevaan ratkaisuun ja antaa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille ja muille toimijoille tarvittavat perusteet arvioida poikkeamista. Perustelut poikkeamiselle on lähtökohtaisesti julkistettava viimeistään joko tarjouksen julkistamisen yhteydessä (tarjouksentekijä) tai kohdeyhtiön hallituksen lausunnon julkistamisen yhteydessä (kohdeyhtiö) siltä osin kuin tarve poiketa yksittäisestä suosituksesta on tällöin ollut

kohtuudella ennakoitavissa. Perustelut suosituksesta poikkeamiselle on joka tapauksessa julkistettava mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, ja yleensä viimeistään silloin, kun tarve poikkeamiselle on tiedossa.

### c. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen

Arvopaperimarkkinatavan 1:2:n mukaan arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Tähän ostotarjouskoodiin ja suositusten perusteluihin on koottu sellaisia menettelytapoja ja parhaita käytäntöjä, joita voitaisiin pitää edellä mainitulla tavalla oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Ostotarjouskoodin mukaisien menettelytapojen noudattamista on pidettävä edellä mainittuna hyvänä arvopaperimarkkinatavana, jollei yksittäisistä olosuhteista muuta johdu.

### d. Osakeyhtiölaki

Vaikka osakeyhtiölaki ei sisällä nimenomaisia julkisiin ostotarjouksiin liittyviä säännöksiä, sen tietyt säännökset koskevat kohdeyhtiön toimielinten toimintaa ostotarjoustilanteissa. Ostotarjouskoodin laadinnassa on otettu huomioon osakeyhtiölain määräysten soveltuminen kohdeyhtiön hallituksen ja yhtiökokouksen toimiin ostotarjouksen eri vaiheissa. Ostotarjouskoodin mukaisia menettelytapoja noudattamalla edistetään erityisesti osakeyhtiölain 1 luvussa mainittujen yleisten periaatteiden ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien oikeuksien toteutumista ostotarjoustilanteissa. Ostotarjouskoodin mukaisia menettelytapoja noudattamalla edesautetaan samalla sitä, että kohdeyhtiössä ei ryhdytä osakeyhtiölain 1:7:ssä tarkoitettuun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella, ja että



kohdeyhtiön johto on osakeyhtiölain 1:8:n edellyttämällä tavalla huolellisesti toimien edistänyt osakkeenomistajien etua ostotarjoustilanteessa. Sama soveltuu tarjouksen tekijään silloin, kun se on suomalainen osakeyhtiö.

### e. Julkinen ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

Arvopaperimarkkinalain 11:27:ssä säädetään julkisesta ostotarjouksesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Arvopaperimarkkinalain mukaan tällaisissa tarjouksissa ostotarjouksen tekijä ei esimerkiksi saa asettaa ostotarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan. Arvopaperien haltijoille on myös annettava olennaiset ja riittävät tiedot, joiden perusteella arvopaperien haltijat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinalain säännökset muun muassa velvollisuudesta ilmoittaa sitoutumisesta ostotarjouskoodin noudattamiseen eivät kuitenkaan suoraan sovellu julkisiin ostotarjouksiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (ks. AML 11:9.3, 11:13.3 ja 11:28).

Tämän ostotarjouskoodin lähtökohtaisena tarkoituksena on hyvän arvopaperimarkkinatavan edistäminen ja ostotarjouksissa noudatettavien menettelytapojen yhtenäistäminen Suomessa. Ostotarjouskoodissa on myös otettu huomioon osakeyhtiölain määräysten soveltuminen kohdeyhtiön hallituksen ja yhtiökokouksen toimiin ostotarjouksen eri vaiheissa. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen voidaan katsoa olevan samalla tavoin olennaista toimittaessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Ostotarjouskoodin mukaiset menettelytavat soveltuvat siten myös julkisiin ostotarjouksiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

### f. Ostotarjouslautakunnan lausunnot

Ostotarjouslautakunnalta voidaan hakea lausuntoa ostotarjouskoodin soveltamiseen liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä. Lausunnon hakeminen ajankohtaistuu tyypillisesti Ostotarjouskoodin soveltamiseen liittyvissä tulkintakysymyksissä. Lausuntoa voidaan hakea sen selvittämiseksi, onko suunniteltu menettely ostotarjouskoodin tai hyvän arvopaperi-

markkinatavan mukainen. Finanssivalvonta suositaa muun muassa, että kohdeyhtiön hallitus pyytää ostotarjouslautakunnalta lausunnon, jos se ei aio siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi suunnattua antia tai muuta arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettua toimea tai järjestelyä koskevaa asiaa (Fivan MOK ostotarjouksista 4.4(18)). Finanssivalvonta voi myös ottaa huomioon ostotarjouslautakunnan asiasta antaman lausunnon harkitessaan edellytyksiä poiketa tarjousvastikkeen vähimmäismäärästä (Fivan MOK ostotarjouksista 7.3.2(18)).

Arvopaperimarkkinalain 11:26.1:n mukaan Finanssivalvonta voi erityisestä syystä hakemuksesta myöntää luvan poiketa tarjousvelvollisuudesta edellyttäen, ettei poikkeus ole vastoin arvopaperimarkkinalain 1:2–4:n yleisiä säännöksiä eikä arvopaperimarkkinalain 11:7 ja 11:8:n eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita. Poikkeuslupaa haettaessa voi usein olla merkityksellistä, että järjestely on osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen ja että vähemmistöosakkeenomistajien oikeudet toteutuvat yritysjärjestelyn yhteydessä. Ostotarjouslautakunta voi hakemuksesta antaa lausunnon muun muassa siitä, onko suunnitellun yritysjärjestelyn lautakunnan näkemyksen mukaan katsottava olevan osakeyhtiölain yleisperiaatteiden mukainen tai ovatko suunnitellut yhtiöoikeudelliset menettelytavat hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia.

# I TARJOUKSEN VALMISTELU

## SUOSITUS 1 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISMAHDOLLISUUKSIEN 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 ostotarjousta ja edellytyksiä ostotarjouksen toteutumiselle ehtojensa mukaisesti.

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän tulee varmistautua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen muuntotyypin vastikkeen suorittamisen (AML 11:9.4).

Finanssivalvonnan mukaan rahoituksen varmistaminen tarkoittaa sitä, että tarjouksen tekijällä on käytettävissään riittävät käteisvarat tai se on sopinut riittävällä varmuudella rahoitusjärjestelyistä tarjouksen toteuttamiseksi. Rahavastiketta vastaan rahamäärän ei kuitenkaan tarvitse olla tarjouksen tekijän hallussa vielä tarjousta julkistettaessa. Rahavastikkeen rahoitusjärjestely voi olla myös mahdollinen. Osakevastikkeen suorittamisen osalta rahoituksen varmistaminen edellyttää Finanssivalvonnan mukaan, että ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä tarjouksen tekijä tarvittaessa kutsuu tai sitoutuu kutsumaan yhtiökokouksen koolle päättämään suunnatusta osakeannista.

>> *Katso tästä Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (21-22).*

Rahoitusjärjestelyihin liittyvät tarjouksen arvioimisen kannalta olennaiset ehdot ja epävarmuustekijät on julkistettava tarjouksen julkistamisen yhteydessä.

>> *Katso suositus 11 "Tarjouksen julkistaminen" ja Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (20) ja (21).*

Julkisen ostotarjouksen tekijä asettaa usein tarjouksen toteuttamisen ehdoksi tietyn omistusosuu-den saavuttamisen kohdeyhtiössä. Mikäli kohdeyhtiöllä on tietty merkittävä osakkeenomistaja tai muutama suurehko omistaja, näiden osakkeenomistajien kielteinen suhtautuminen tarjoukseen voi estää tarjouksen toteutumisen. Tarjouksen tekijän voikin olla perusteltua kartoittaa tarjouksensa toteutumisedellytyksiä keskustelemalla etukäteen kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa. Jos kohdeyhtiön hallitus saa tiedon ostotarjouksesta ennen sen julkistamista, myös kohdeyhtiön hallituksen voi olla syytä arvioida, voiko ja tuleeko hallituksen selvittää tällaisten osakkeenomistajien suhtautumista tarjoukseen jo ennen tarjouksen julkistamista.

Mahdollisissa osakkeenomistajakeskusteluissa tulee ottaa huomioon sisäpiirintiedon käyttöä koskevat säännökset. Arvopaperimarkkinalain 14:2:n mukaan sisäpiirintietoa ei saa ilmaista toiselle, ellei se tapahdu osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Fivan MOK tiedonantovelvollisuudesta 5.5 (40) mukaan työn, ammatin tai tehtävien tavanomaisena suorittamisena voidaan tietyissä tilanteissa pitää sisäpiirintiedon ilmaisemista yhtiön merkittäville osakkeenomistajille.

>> *Katso tarkemmin alla perustelut 1 (c) "Keskustelut kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa".*

**Suositus 1**

**Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän on varmistuttava siitä, että sillä on arvopaperimarkkinain edellyttämän rahoituksen lisäksi myös muut tarvittavat edellytykset toteuttaa tarjous. Tarjouksen tekijän on myös selvitettävä, onko tarjoukselle erityisiä viranomaisluvista tai muista syistä johtuvia epävarmuustekijöitä.**

**Perustelut****a. Rahoituksen varmistaminen**

Pakottavan arvopaperimarkkinain säännöksen mukaan tarjouksen tekijän tulee ennen ostotarjouksen julkistamista varmistautua rahoituksen saatavuudesta (AML 11:9.4), eikä tästä edellytyksestä siten voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Näissä perusteluissa kuvataan, miten rahoituksen saatavuudesta voidaan käytännössä varmistautua hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti.

Mikäli tarjouksen rahoitus edellyttää ulkopuolista lainarahoitusta, rahoituksen varmistamisen osalta voidaan lähtökohtaisesti pitää riittävänä, että rahoituksen saatavuudesta on päätetty (esimerkiksi rahoituksen antajan asianomaisen toimielimen hyväksyvä päätös rahoituksen myöntämisestä) ja rahoituksen määrä ja pääasialliset ehdot on sovittu luottolaitoksen, rahoittajan tai rahoituksen järjestäjän ja tarjouksen tekijän kesken. Pelkkä yksittäisen rahoittajan yksipuolinen kiinnostuksen ilmaisu järjestää rahoitus (letter of interest tai letter of strong interest) ei yksin ole riittävä osoitus siitä, että rahoituksen saatavuudesta on varmistauduttu, mutta riittävä varmistautuminen ei myöskään aina edellytä, että kaikki osapuolet olisivat tarjouksen julkistamiseen mennessä allekirjoittaneet lopullisen rahoitussopimuksen. Rahoituksen saatavuus voidaan sopia ehdolliseksi esimerkiksi sille, ettei rahoitusmarkkinoilla tai kohdeyhtiössä tapahdu olennaisia haitallisia muutoksia, tai että ostotarjous toteutuu ehtojensa mukaisesti.

>> **Katso rahoituksen ehdollisuudesta tarkemmin Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (21).**

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo tarjouksen yhteydessä hankkia tarjoukseensa rahoitusta pääomamarkkinoilta (esimerkiksi osakeannilla tai laskemalla liikkeelle muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, kuten joukkovelkakirjoja), tarjouksen tekijän tulisi ennen tarjouksen julkistamista ryhtyä tarvittaviin toimenpiteisiin kyseessä olevan liikkeenlaskun valmistelemiseksi sekä varmistaa yhdessä tällaisen arvopapereiden liikkeenlaskun järjestäjän kanssa liikkeenlaskun toteutumisedellytykset. Liikkeenlaskun toteutumisedellytykset voidaan varmistaa esimerkiksi hankkimalla etukäteen merkintäsitoumukset ja/tai merkintäta-kaus sellaiselle määrälle arvopapereita, joka kohtuullisesti arvioiden turvaa ostotarjouksen rahoittamiseksi tarvittavan liikkeenlaskun toteutumisen. Suunniteltu arvopapereiden liikkeenlasku tulee kuvata tarjouksen julkistamisen yhteydessä sekä tarjousasiakirjassa.

Jos tarjouksen tekijä on osakeyhtiö, osakkeen tai muun oman pääoman ehtoisen arvopaperivastikkeen liikkeenlasku edellyttää tavallisesti yhtiökokouspäätöstä. Poikkeuksen voi muodostaa tilanne, jossa hallitukselle on etukäteen myönnetty liikkeenlaskuun soveltuva valtuutus. Osakevastikkeen suorittamisesta varmistautuminen edellyttää Finanssivalvonnan mukaan tarvittaessa yhtiökokouksen koolle kutsumista päättämään suunnatusta osakeannista. Muussakin tilanteessa, jossa tarjousvastikkeen suorittamiseen tai tarjouksen toteuttamiseen tarvitaan tarjouksen tekijän yhtiökokouksen tai muun vastaavan toimielimen päätös, tarjouksen toteuttamisedellytyksistä varmistuminen edellyttää tavallisesti sitä, että viimeistään ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä tarjouksen tekijä kutsuu tai sitoutuu kutsumaan kyseisen toimielimen kokouksen koolle päättämään asiasta. Tarjouksen tekijän ei kuitenkaan yleensä edellytetä selvittävän etukäteen tarjouksen tekijän osakkeenomistajien kantaa tarvittaviin päätöksiin, ellei tarjouksen tekijällä ole erityistä aihetta olettaa, ettei tarvittavaa päätöstä tule kannattamaan riittä-

vä määrä osakkeenomistajia. Tällaisissa tilanteissa on yleensä perusteltua selvittää ennen tarjouksen julkistamista – sisäpiirisääntelyn mahdollistamissa rajoissa – sellaisten tarjouksen tekijän osakkeenomistajien kanta tarjoukseen, joiden myötävaikutusta käytännössä tarvitaan kyseessä olevien päätösten aikaansaamiseksi.

>> *Katso suositus 10 "Tietovuotoihin varautuminen", suositus 11 "Tarjouksen julkistaminen" ja osakevastikkeen osalta Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (22).*

Jos vastikkeena tarjotaan muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita (esimerkiksi joukko-velkakirjoja), tarjouksen tekijän tulee antaa arvopapereista tarjouksen yhteydessä riittävät tiedot vastikkeen arvioimiseksi.

>> *Katso AML 1:4, AML 11:11 ja valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyt tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta 20.12.2012/1022.*

### **b. Viranomaisluvut ja -määräykset**

Hyvä arvopaperimarkkinatapa edellyttää, että tarjouksen tekijä pyrkii käytettävissään olevin keinoin selvittämään, mitä viranomaislupia se tarvitsee tarjouksen toteuttamiseksi ja täytäntöönpanemiseksi. Kyseeseen voivat tulla kilpailuviranomaisten luvat sekä eri liiketoiminta-alueilla vaadittavat luvat, kuten vakuutus- ja pankkialalla vaadittavat luvat. Tarjouksen tekijän tulee myös käytettävissään olevin keinoin pyrkiä varmistamaan, että se täyttää tai pystyy täyttämään mahdolliset muut viranomaisten kyseessä olevalla toimialalla asettamat vaatimukset tai toimintaedellytykset.

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 tulisi mainita tarjousta julkistettaessa käsityksensä tarvittavista viranomaisluvista ja mahdollisuuksien mukaan arvionsa menettelyn kestosta.

>> *Katso suositus 11 "Tarjouksen julkistaminen".*

Mikäli tarjouksen tekijällä ei ole mahdollisuutta tehdä arviota tarvittavista viranomaisluvista ja niiden saamisen edellytyksistä, tämä tulee mainita tarjouksen julkistamisen yhteydessä.

Tässä yhteydessä on myös huomattava, että arvopaperimarkkinain 11:8.1 pakottava säännös kieltää julkisen ostotarjouksen tekijää omilla toimenpiteillään estämästä tai olennaisesti vaikeuttamasta julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista. Kyseisistä säännöksistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

>> *Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.4 (45).*

### **c. Keskustelut kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa**

Joissakin tilanteissa tarjouksen tekijän voi olla perusteltua lähestyä kohdeyhtiön tiettyjä osakkeenomistajia ennen tarjouksen julkistamista. Jos esimerkiksi tarjouksen toteuttamisen ehtona on tietyn omistusosuuden saavuttaminen ja jos kohdeyhtiössä on yksi tai muutama merkittävä osakkeenomistaja, joka voisi yksin tai yhdessä estää tarjouksen toteutumisen, tarjouksen tekijän voi olla perusteltua pyrkiä selvittämään tällaisten osakkeenomistajien kanta tarjoukseen.

Myös kohdeyhtiön hallituksen voi tietyissä tilanteissa olla perusteltua pyrkiä selvittämään tällaisten yksittäisten merkittävien osakkeenomistajien kanta ennen kuin hallitus päättää ottaa kantaa tarjoukseen. Kohdeyhtiön hallituksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta keskustella tarjouksesta etukäteen osakkeenomistajien kanssa. Kohdeyhtiön hallituksen näkökulmasta voidaan yleisesti ottaen katsoa, että tarjouksen toteuttamisedellytysten selvittäminen on sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista. Jos keskusteluissa käy ilmi, että tarjouksella ei ole toteutumisedellytyksiä, koska merkittävät osakkeenomistajat vastustavat tarjousta eivätkä tule sitä hyväksymään, hallituksen on arvioitava, onko perusteltua käyttää yhtiön voimaroja tarjoukseen myötävaikuttamiseen.

Mahdollisten osakkeenomistajakeskusteluiden yhteydessä tulee ottaa huomioon sisäpiirintiedon ilmaisua koskevat rajoitukset. Sisäpiirintiedon ilmaisemista yhtiön merkittävälle osakkeenomistajille voidaan kuitenkin tietyissä tilanteissa pitää hyväksyttävänä työn, ammatin tai tehtävien suorittamisena. Tällainen tilanne voi olla käsillä esimerkiksi silloin, kun yhtiön johto harkitsee toimenpidettä, joka myöhemmässä vaiheessa vaatisi osakkeenomistajien nimenomaisen hyväksynnän tai jota ei käytännössä muutoin ole tarkoituksenmukaista suunnitella ilman merkittävien osakkeenomistajien etukäteen antamaa suostumusta tai tukea.

>> **Katso Fivan MOK tiedonantovelvollisuudesta 5.5 (40).**

Esimerkiksi kohdeyhtiön päätös myötävaikuttaa suunnitteilla olevaan julkiseen ostotarjoukseen tai tarjouksen tekijän suunnitelma tehdä tarjous, jossa tarjotaan vastikkeena tarjouksen tekijän osakkeita, voivat tyypillisesti muodostaa tällaisen tilanteen.

Sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei siten lähtökohtaisesti rajoita tarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta keskustella ehdotetusta tarjouksesta merkittävien osakkeenomistajien kanssa edellyttäen, että tällainen keskustelu on perusteltua ja että sisäpiirintiedon hallinnan ja salassapitönäkökohtien järjestämisestä huolehditaan asianmukaisesti. Mahdollisten keskustelujen yhteydessä ehdotetusta tarjouksesta tiedon saaneista osakkeenomistajista tulee yleensä sisäpiiriläisiä, minkä vuoksi osakkeenomistajakeskustelujen ajoitusta on syytä huolellisesti harkita. Tieto tarjousvalmisteluista voi muodostaa sisäpiirintietoa kohdeyhtiön ja, mikäli tarjouksen tekijä on listattu yhtiö, myös tarjouksen tekijän arvopapereiden osalta. Vaikka ensimmäisiä yhteydenottoja ei katsottaisi sisäpiirintiedoksi, tällaisia yhteydenottoja koskevan tiedon ilmaisemisessa ja kaupankäynnissä kohdeyhtiön ja, mikäli tarjouksen tekijä on listattu, myös tarjouksen tekijän arvopapereilla on perusteltua noudattaa varovaisuutta. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa tiedon luonteen arviointiin.

Siltä osin kuin sisäpiirintiedon hallintaa ja salassapitönäkökohtia koskevat velvoitteet perustuvat pakottavaan lainsäädäntöön, velvoittaviin viranomaismääräyksiin tai pörssin sääntöihin, niistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

>> **Katso esimerkiksi hankekohtaisten sisäpiirirekisterien ylläpitämisestä suositus 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta", kohta (d) "Sisäpiirinäkökohdat", arvopaperimarkkinlaki 13:6 - 13:8, Finanssivalvonnan standardi 5.3 (Sisäpiiri-ilmoitukset ja -rekisterit) sekä NASDAQ OMX Helsingin sisäpiiriohje pörssiyrityksille (jäljempänä "Pörssin sisäpiiriohjesäännöt").**

Kohdeyhtiön lisäksi myös tarjouksen tekijän on syytä pitää omaa hankekohtaista sisäpiirirekisteriä tarjousvalmistelujen yhteydessä riippumatta siitä, onko tarjouksen tekijä listattu yhtiö.



## II KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET

### SUOSITUS 2 – HALLITUKSEN TOIMINTAVELVOLLISUUS YHTEYDENOTON JOHDOSTA

#### 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 11:9.1). Arvopaperimarkkinalaki asettaa myös kohdeyhtiön hallitukselle tiettyjä julkiseen ostotarjoukseen liittyviä velvollisuuksia (AML 11:10-11, 11:13-15 ja 11:17).

Osakeyhtiölakiin ei sisälly nimenomaisesti ostotarjoustilanteeseen liittyviä kohdeyhtiön hallituksen asemaa ja velvollisuuksia koskevia säännöksiä (ks. kuitenkin OYL 6:7.3 viittaussäännös). Hallituksen roolia on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa asettaen lähtökohdaksi yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu.

Osakeyhtiön hallituksella on yleistöimivalta yhtiössä (OYL 6:2). Hallituksen on toimittava huolellisesti ja edistettävä yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua (huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus, OYL 1:8). Yhtiön edun mukaan toimiminen sisältää velvollisuuden toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä, yhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille (OYL 1:5). Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus kohdella kaikkia yhtiön osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, eikä kohdeyhtiössä voida ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7).

Kun kohdeyhtiön hallitus on saanut tiedon vakavasti otettavasta julkista ostotarjousta koskevasta aikomuksesta, hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen pyrkiminen tarkoittaa ostotarjoustilanteessa sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi (HE 109/2005, s. 41). Ehdotettu ostotarjous ei kuitenkaan välttämättä ole osakkeenomistajien kannalta paras ratkaisu. Yhtiöllä voi olla myös muita

vaihtoehtoja. Näiden vaihtoehtojen selvittäminen ja arviointi muodostaa osan tarjouksen arviointia.

Julkista ostotarjousta, joka tehdään ilman kohdeyhtiön hallituksen tai johdon myötävaikutusta, saataan pitää myös vihamielisenä ja kohdeyhtiön hallitus tai johto saattaa pyrkiä vastustamaan tällaista tarjousta. Ostotarjouksen vastustamiseen tähtäävät toimenpiteet saattavat edellyttää yhtiökokouksen koolle kutsumista. Hallitukselle on arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä asetettu velvollisuus kutsua yhtiökokous koolle tietyissä tilanteissa, joissa hallitus aikoo tietoonsa tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeantivaltuutusta tai päättää muista yleistöimivaltaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista. Finanssivalvonta suosittaa, että mikäli kohdeyhtiön hallitus aikoo olla siirtämättä yhtiökokouksen päätettäväksi suunnattua antia tai muuta arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettua toimea tai järjestelyä koskevan asian, se pyytää asiasta arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitetun toimielimen lausunnon.

**>> Katso yhtiökokouksen käsiteltäväksi siirrettävistä asioista Fivan MOK ostotarjouksista 4.4 (18) – (19).**

Hallitus voi katsoa, että yhtiökokous on perusteltua kutsua koolle myös muissa kuin arvopaperimarkkinalain 11:14 tarkoittamissa tilanteissa. Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta määrätä tarjouksen voimassaoloajan ja ostotarjouksen toteutuskauppojen tekemiselle asetetun rajoituksen pidentämisestä, jotta kohdeyhtiö voi kutsua koolle yhtiökokouksen tarkastelemaan tarjousta (AML 11:12.3). Tarjouksen tekijällä on pidentämisen johdosta oikeus luopua tarjouksesta. Finanssivalvonnan mukaan päätös ostotarjouksen voimassaoloajan pidentämisestä voi tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, jos yhtiökokouksen koolle kutsuminen on perusteltua tarjousaikana ilmenevien seikkojen kuten kilpailijan ostotarjouksen tai kohdeyhtiön yksittäistä liiketoimintaa koskevan ostotarjouksen johdosta.

**>> Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.3.3 (34) - (35).**



Ostotarjousten yhteydessä tulee ottaa huomioon myös sisäpiirikysymykset, sillä – ostotarjouksen valmisteluasteesta riippuen – tieto kohdeyhtiön saamasta tarjousta koskevasta yhteydenotosta saattaa olla sisäpiirintietoa.

>> **Katso alla perustelujen kohta (d) ”Sisäpiirinäkökohdat”.**

### 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 toimittava aktiivisesti osakkeenomistajien kannalta parhaan lopputuloksen saavuttamiseksi.**

### Perustelut

#### a. Hallituksen velvollisuus käsitellä tarjousta koskeva yhteydenotto

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. Suosituksesta ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla siltä osin kuin hallituksen velvoitteet seuraavat osakeyhtiölain periaatteista tai muista pakottavista säännöksistä.

Jos kohdeyhtiön hallitusta lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, ensimmäisen yhteydenoton saa usein kohdeyhtiön hallituksen puheenjohtaja. Jos yhteydenoton saa yksittäinen henkilö (hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja), hänen tulee yleensä viädä 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, on yleensä perusteltua informoida koko hallitusta siitä, että tällainen

yhteydenotto on tapahtunut. Yhteydenoton katsotaan tulleen kohdeyhtiön hallituksen tietoon, kun se on tullut yhdenkin hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon.

Kun kohdeyhtiön hallitus arvioi, onko sen tiedoksi saama julkista ostotarjousta koskeva 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 selvitettävä asiaa, arvioitava ehdotettua tarjousta sekä hankittava arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Hallituksen on pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämä edellyttää mahdollisuuksien mukaan paitsi itse tarjouksen, myös yhtiön muiden vaihtoehtojen huolellista arviointia.

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. Hallituksen tulee myös huolehtia siitä, etteivät yksittäisten hallituksen jäsenten mahdolliset intressiristiriidat tai muut sivuvaikutteet vaikuta hallituksen toimintaan.

>> **Katso esteellisyytilanteista OYL 6:4 sekä suositus 4 ”Esteellisyyksymykset ja muut hallituksen jäsenten si-dokset tarjoukseen”.**

### b. Yhtiön vaihtoehtojen arviointi

Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etu edellyttää, että hallitus arvioi itse tarjousta ja sen seurauksia ja mahdollisuuksien mukaan myös vertaa sitä yhtiön muihin vaihtoehtoihin, joita voivat olla esimerkiksi jatkaminen itsenäisenä yhtiönä ennalta määritetyn strategian mukaisesti tai jonkin rakenneellisen 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 perusteltua harkita, edellyttävätkö osakkeenomistajien etu tällaisen toimijan lähestymistä.

Kohdeyhtiön hallitus voi saada ostotarjousprosessin aikana pyytämättään yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Kilpaileviin tarjouksiin liittyviä kysymyksiä on käsitelty erikseen suosituksessa 8 ”Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa”.

Hallituksen on syytä hankkia arviointinsa pohjaksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Tämä tarkoittaa yleensä tietoa kohdeyhtiön arvosta eri arvonmääritysmenetelmiin perustuen ja tietoa kohdeyhtiön arvoon vaikuttavista tekijöistä. Tämä voi myös tarkoittaa lisätietojen pyytämistä ja keskustelujen käymistä tarjouksen tekijän kanssa. Osakkeenomistajien kannalta parhaan vaihtoehdon löytäminen voi lisäksi tarkoittaa, että hallitus käy samanaikaisesti keskusteluja myös muiden toimijoiden kuin tarjouksen tekijän kanssa.

Osakkeenomistaja ja tarjouksen tekijä saattavat keskenään sopia etukäteiskaupoista tai sitoumuksista, jossa osakkeenomistaja sitoutuu myymään omat osakkeensa tulevassa tarjouksessa. Jos kohdeyhtiön hallitus saa tiedon tällaisista järjestelyistä, hallituksen tulee pyrkiä selvittämään asiaa ja ottaa järjestelyt huomioon arvioidessaan tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja. Etukäteiskaupat tai yhtiön merkittävien osakkeenomistajien antama sitoumus hyväksyä tuleva tarjous voivat parantaa tarjouksen toteutumisedellytyksiä ja siten vaikuttaa hallituksen tarjousta koskevaan arviointiin.

Arvioidessaan tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja hallituksen on hyvä harkita tarvetta 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 tulee lähtökohtaisesti tavoitella yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkeaa arvoa, ja käytettävissään olevin keinoin selvittää, onko tarjouksen tekijällä edellytykset toteuttaa tarjous. Käytännössä tämä voi tarkoittaa neuvottelujen aloittamista tarjouksen tekijän kanssa.

Jos hallitus päättää aloittaa neuvottelut tarjouksen tekijän kanssa, hallitus päättää tavallisesti myös siitä, kuka edustaa yhtiötä neuvotteluissa. Päätöksenteossa on otettava huomioon hallituksen jäsenten mahdolliset esteellisyyskysymykset.

>> *Katso suositus 4 ”Esteellisyyskysymykset 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. Arvopaperimarkkinalain 11:9.5 nojalla kohdeyhtiön hallituksella on tietyissä tilanteissa myös mahdollisuus pyytää Finanssivalvontaa asettamaan tarjousta suunnittelevalle taholle määräaika, johon mennessä tämän tulee joko julkistaa ostotarjous tai ilmoittaa, ettei tule tekemään tarjousta.

### c. Mahdolliset toimenpiteet tarjouksen torjumiseksi ja tarve yhtiökokouksen koolle kutsumiseen

Arvioidessaan yhtiön vaihtoehtoja ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallitus voi päätyä 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.

Hallituksella ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta toimia yhteistyössä tarjouksen tekijän kanssa, mikäli se ei pidä ehdotettua tarjousta vakavasti otettavana ja osakkeenomistajien edun mukaisena. Saatuaan tiedon mahdollisesta tulevasta ostotarjouksesta hallituksen ei kuitenkaan yleensä tulisi ilman yhtiökokouksen hyväksyntää ryhtyä toimiin, jotka saattavat vaarantaa osakkeenomistajille edullisen tarjouksen tekemisen tai toteutumisen.

Toimia, jotka estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista voivat olla esimerkiksi suunnattu osakeanti, varojenjakko, osakkeiden muuntaminen toisenlaisiksi tai huomattavan liiketoiminnan myynti. Myös yhtiön yhtiöjärjestyksestä voidaan ehdottaa muutettavaksi ostotarjouksen toteutumisen estämiseksi. Mainituista toimenpiteistä päättäminen kuuluu liiketoiminnan myyntiä lukuun ottamatta lähtökohtaisesti yhtiökokouksen toimivaltaan. Hallitukselle on kuitenkin voitu antaa esimerkiksi valtuutus päättää osakeannista tai varojenjaosta, ja liiketoimintojen myynnistä päättäminen kuuluu lähtökohtaisesti hallituksen yleistoi-  
valtaan.

Mikäli hallitus aikoo sen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeantivaltuutusta tai päättää yleistoi-  
valtaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista, laki edellyttää asian siirtämistä yhtiökokouksen päätettäväksi (AML 11:14). Ostotarjouksen julkistamisen jälkeen hallitus voi olla siirtämättä arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettuja toimenpiteitä yhtiökokouksen päätettäväksi ainoastaan sillä edellytyksellä, että menettely on sekä osakeyhtiölain 1 luvun että ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen. Osakeyhtiölain yleisistä periaatteista tässä yhteydessä erityisen merkityksellisiä lienevät yhtiön toiminnan tarkoitus (OYL 1:5), yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) sekä johdon huolellisuus- ja lojaliteetti-  
periaatteet (OYL 1:8). Ostotarjousdirektiivin yleisistä periaatteista tulee erityisesti ottaa huomioon periaate, jonka mukaisesti kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä se saa evätä arvopapereiden haltijoilta mahdollisuutta tehdä päätöstään tarjous-

ehtojen arvioinnin perusteella (ostotarjousdirektiivin artiklan 3 kohdan 1 alakohta c)). Hallituksen on myös julkistettava siirtämättä jättämisen syy, ja julkistus on tehtävä viipymättä, kun siirtämättä jättämistä koskeva päätös on tehty.

**>> Katso Fivan MOK ostotarjouksista 4.4 (18) – (19) koskien yhtiökokouksen käsiteltäväksi siirrettäviä asioita.**

Mahdollisina syinä, joiden vuoksi siirtoa yhtiökokoukseen ei tehtäisi, voisi tulla kyseeseen esimerkiksi, että hallituksen arvion mukaan tarjous on ilmeisen riittämätön tai muutoin osakkeenomistajien etujen vastainen, tai jos yhtiökokouskäsitely ei muusta ostotarjoukseen liittyvästä syystä tai hallituksen suunnitteleman toimen tai järjestelyn luonteesta johtuen olisi tarkoituksenmukaista. Tällöinkin menettelyn tulee kokonaisuudessaan olla osakeyhtiölain 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen. Arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan ostotarjouksen julkistaminen ei myöskään itsessään estä kohdeyhtiön hallitusta ryhtymästä esimerkiksi yritys- tai muihin vastaaviin järjestelyihin, tai jatkamasta jo vireillä olevien järjestelyjen suunnittelua ja toimeenpanoa, jos se on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista (HE 32/2012, s. 145). Saattaa siis olla tilanteita, joissa hallitus, tarkasteltuaan tilannetta kokonaisuudessaan osakeyhtiölain ja ostotarjousdirektiivin yleisten periaatteiden valossa, katsoo, ettei yhtiökokouksen koolle kutsuminen ole osakkeenomistajien kannalta tarpeellista. Tilanteet on arvioitava tapauskohtaisesti.

**>> Katso asian siirtämisestä yhtiökokouksen käsiteltäväksi julkistetun ostotarjouksen tilanteessa myös arvopaperimarkkinalain esityöt (HE 32/2012, s. 143-146).**

Joissakin tapauksissa tarjouksen ehdot edellyttävät yhtiökokouksen päätöstä. Tarjouksen tekijä voi esimerkiksi edellyttää yhtiöjärjestyksen muuttamista toteuttaakseen tarjouksensa (esimerkiksi äänileikkurin tai lunastuslausekkeen poistaminen). Osakeyhtiölain perustelujen mukaan osakeyhtiölain huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta johtuva yhtiön johdon velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen tarkoittaa ostotarjoustilanteessa toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi. Tämä velvollisuus voi ulottua myös yhtiökokouksen koollekutsumiseen.

#### d. Sisäpiirinäkökohdat

Ostotarjouksen valmisteluasteesta riippuen tieto kohdeyhtiön saamasta ostotarjousta koskevasta yhteydenotosta saattaa olla sisäpiirintietoa.

*Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon (AML 12:2.1). Markkinoiden häiriöttömän toiminnan kannalta on tärkeää, että tieto mahdollisesta tarjouksesta ja sitä koskevasta valmisteluista säilyy luottamuksellisena tarjouksen julkistamiseen asti. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslaisissa (51:1-2) ja arvopaperimarkkinalaki asettaa yleisen kiellon käyttää sisäpiirintietoa rahoitusvälineiden hankinnassa tai luovutuksessa sekä ilmaista sisäpiirintietoa perusteettomasti toiselle (AML 14:2). Arvopaperimarkkinalaki asettaa kohdeyhtiölle lukuisia sisäpiirintiedon hallinnointia koskevia velvoitteita.*

>> **Katso Pörssin sisäpiiriohje.**

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 lähtökohteisesti muodostaa sisäpiirintietoa. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa ensimmäistä yhteydenottoa koskevan tiedon luonteen arviointiin. Tarjousta koskevat keskustelut etenevät vaiheittain ja arviointi siitä, missä vaiheessa tieto mahdollista tarjousta koskevasta valmisteluista kehittyi sisäpiirintiedoksi, on suoritettava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Jos kohdeyhtiötä lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, kohdeyhtiön on arvioitava, onko kyseessä (asian tässä vaiheessa) sisäpiirihanke. Pörssin sisäpiiriohjeessa on lueteltu kriteereitä, joita voidaan käyttää apuna arvioitaessa, onko tietty järjestely syytä luokitella sisäpiirihankkeeksi.

>> **Katso Pörssin sisäpiiriohje, kohta 7.3.1.**

Ostotarjoustilanteessa tarjousta koskevat valmistelut on yleensä syytä määritellä sisäpiirihankkeeksi, jos kohdeyhtiö on saanut yhteydenoton, jota hallitus pitää vakavasti otettavana. Arvioitaessa yhteydenoton sisäpiirilunonetta voidaan arviointikriteereinä siten usein pitää samoja kriteereitä kuin arvioitaessa hallituksen velvollisuutta ryhtyä asiaa toimenpiteisiin, erityisesti yhteydenoton konkreettisuutta ja uskottavuutta, tarjotun vastikkeen määrää sekä tarjouksen toteutumismahdollisuuksia. Tieto tarjousta koskevasta yhteydenotosta voi olla sisäpiirintietoa siitä tietoisille henkilöille jo ennen kuin kohdeyhtiö on ehtinyt tehdä päätöksen hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustamisesta.

Hallituksen tulee yleensä määritellä 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.



Arvopaperimarkkinalain 13:6.2:n mukaan liikkeenlaskijan ja sen puolesta tai lukuun toimivien on pidettävä hankekohtaista sisäpiirirekisteriä henkilöistä, joille liikkeeseenlaskija antaa yksilöityä hanketta koskevaa sisäpiirintietoa. Ostotarjoustilanteissa voidaan usein sopia, että sisäpiirintietoa saava taho puolestaan ylläpitää luetteloa henkilöistä, joille asianomaista tietoa annetaan edelleen (esimerkiksi ostotarjouksen tekijän oman organisaation sisällä tai neuvonantajille). Erityisesti laajoissa tai rajat ylittävissä yritysjärjestelyissä voi olla tarkoituksenmukaista sopia luetteloiden ylläpitämisestä edellä mainitulla tavalla. Hallituksen tulee huolehtia myös siitä, että hankekohtainen sisäpiirirekisteri päätetään viivytyksettä sen jälkeen, kun tarjousta koskeva hanke on päätynyt (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 kohdeyhtiön 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.

## SUOSITUS 3 – SOPIMUSJÄRJESTELYT TARJOUKSEN TEKIJÄN KANSSA

### Johdanto

Tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat usein ostotarjousprosessiin liittyvistä kysymyksistä ja menettelytavoista erilaisin sopimuksin.

Tarjouksen tekijä saattaa pyytää tai edellyttää kohdeyhtiön hallitusta sitoutumaan niin sanottuun neuvottelukieltoon eli siihen, ettei hallitus keskustele samanaikaisesti muiden toimijoiden 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 toimijoiden kanssa, ja
- niin sanottuihin non-solicitation -sitoumuksiin, joissa neuvottelukiello rajoittuu siihen, että hallitus ei itse aktiivisesti etsi kilpailevia tarjouksia tai muita vaihtoehtoisia järjestelyjä.

Kohdeyhtiön hallitus joutuu tällöin arvioimaan, voiko se ja missä rajoissa suostua mahdollista neuvottelukielloa koskevaan pyyntöön.

Kohdeyhtiö voi harkita tarvetta tarjouksen tekijän kaupankäynnin rajoittamiselle sopimusteitse allekirjoittamalla tarjouksen tekijän kanssa sopimuksen, jossa tämä sitoutuu siihen, ettei se käy kohdeyhtiön osakkeilla kauppaa tiettyinä ajanjaksona (ns. stand still -sopimus). Tällainen sitoumus voidaan yhdistää myös salassapitosopimukseen.

Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat usein allekirjoittaneet niin sanotun yhdistymis- tai transaktiosopimuksen ennen tarjouksen julkistamista. Yhdistymis- tai transaktiosopimus ei välttämättä ole kaikissa tilanteissa tarkoituksenmukainen eikä tällaisen sopimuksen tekemiseen ole velvollisuutta.

Yhdistymis- tai transaktiosopimus on tyypillisesti eräänlainen prosessidokumentti, jossa tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat esimerkiksi osakkeenomistajien hyväksi tulevan tarjouksen ehdoista sekä menettelytavoista tarjouksen yhteydessä. Yhdistymis- tai transaktiosopimus ei velvoita kohdeyhtiön osakkeenomistajia, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia.

Yhdistymis- tai transaktiosopimus voi palvella yhtäältä tarjouksen tekijän ja toisaalta kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien etuja. Kohdeyhtiön hallitus arvioi tilannekohtaisesti, onko yhdistymis- tai transaktiosopimusta tarkoituksenmukaista tehdä ja mikä on kyseisessä tilanteessa sopimuksen tarkoituksenmukainen sisältö.

### Suositus 3

**Kohdeyhtiön hallituksen ei tule ostotarjoustilanteessa sitoutua sellaisiin sopimusjärjestelyihin, jotka rajoittavat yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia. Tällaisia ovat yleensä esimerkiksi erilaiset yksinoikeusjärjestelyt.**

### Perustelut

#### a. Sitoutuminen neuvottelukieltoon

Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallituksen tulee huolellisesti toimien pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Osakkeenomistajien etu tavallisesti edellyttää, että hallitus kartoittaa mahdollisuuksien mukaan myös yhtiön muita vaihtoehtoja ja on lähtökohtaisesti vapaa toimimaan, mikäli hallitus saa yhteydenoton kilpailvalta tarjouksen tekijältä. Hallituksen tulee myös pystyä kaikissa tilanteissa täyttämään lakiin perustuva huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa sekä noudattamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta, mistä velvollisuuksista ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Yksinoikeusjärjestelyt ovat siten hallituksen velvollisuuksien kannalta ongelmallisia.

Toisinaan voi kuitenkin olla perusteltua, että hallitus sitoutuu rajoitettuun neuvottelukieltoon eli ns. non-solicitation -sitoumukseen. Sitoutumisen tulee olla vain määräaikaista ja osakkeenomistajien etu-

jen mukaista. Rajoitettuun neuvottelukieltoon sitoutuminen saattaa olla osakkeenomistajien edun mukaista esimerkiksi tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä asettaa neuvottelukiellon osakkeenomistajille edullisen tarjouksen tekemisen ja julkistamisen edellytykseksi. Neuvottelukiello ei kuitenkaan 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 aloitteen tekijänä, tai jos olosuhteet muuten olennaisesti muuttuvat.

>> **Katso kilpailevista tarjouksista tarkemmin suositus 8 "Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa".**

Yleensä rajoitettuun neuvottelukieltoon sitoutuminen voi olla perusteltua vasta, kun hallitus on kartoittanut yhtiön vaihtoehtoja ja todennut, että ehdotettu tarjous on hallituksen käsityksen mukaan osakkeenomistajien kannalta hyvä vaihtoehto.

Käytännössä neuvottelukiellosta saatetaan sopia esimerkiksi ennen due diligence -tarkastuksen aloittamista tai tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välisessä yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa, jonka allekirjoittamisen yhteydessä hallitus yleensä myös päättää suositella tarjousta, mutta neuvottelukiellosta voidaan tilanteen mukaan sopia myös muussa yhteydessä.

#### b. Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa

Arviointi yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tarkoituksenmukaisuudesta liittyy yleensä läheisesti yhtiön ja sen osakkeenomistajien etuun. Neuvottelemalla yhdistymis- tai transaktiosopimuksen hallitus voi mahdollisesti vaikuttaa osakkeenomistajille yhtiön arvopapereista tarjottavaan hintaan ja muihin tarjousehtoihin osakkeenomistajien kannalta myönteisellä tavalla. Yhdistymis- tai transaktiosopimuksella voidaan myös lisätä tarjouksen toteutumisen todennäköisyyttä. Voi myös olla yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaista sopia etukäteen tarjouksen yhteydessä noudatettavista menettelytavoista.



Hallituksen on huolehdittava siitä, että yhdistymis- tai transaktiosopimus ei estä hallitusta toimimasta osakkeenomistajien edun mukaisesti esimerkiksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa tai olosuhteiden muuten olennaisesti muuttuessa. Hallitus voi muun muassa sitoutua antamaan tarjousta koskevan mahdollisen suosituksensa sillä varauksella, että hallituksella on mahdollisuus selvittää mahdollista kilpailevaa tarjousta sekä tarvittaessa muuttaa tai perua suosituksensa. Hallituksen on hyvä myös varmistua siitä, ettei yhdistymis- tai transaktiosopimus kohtuuttomasti rajoita kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamista sopimuksen voimassaoloaikana.

Kohdeyhtiön hallituksen on syytä huolellisesti harkita mahdollisuuksia niin sanotun irtaantumiskorvauksen ("break-up fee") maksamiseen. Irtantumiskorvaus tarkoittaa järjestelyä, jossa kohdeyhtiö ja/tai tarjouksen tekijä sitoutuu maksamaan tarjouksen tekijälle ja/tai kohdeyhtiölle tietyn etukäteen sovitun korvauksen siinä tilanteessa, että tarjous ei toteudu tietyistä etukäteen määritellyistä syistä. Irtantumiskorvauksesta voidaan sopia osapuolten välisessä yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa tai muuten.

Kohdeyhtiön hallituksen ei tule ilman perusteltua syytä tehdä yhtiön puolesta sellaisia sitoumuksia, jotka rajoittavat osakkeenomistajien mahdollisuuksia joko vapaasti harkita haluavatko he hyväksyä tarjouksen tai päättää mahdollisista toimenpiteistä tarjouksen torjumiseksi sitä varten koolle kutsutussa yhtiökokouksessa.

**>> Katso suositus 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta", kohta (c) "Mahdolliset toimenpiteet tarjouksen torjumiseksi ja tarve yhtiökokouksen koolle kutsumiseen".**

Jos tarjouksen tekijä asettaa osakkeenomistajien kannalta edullisen tarjouksen tekemisen edellytykseksi, että kohdeyhtiö sitoutuu maksamaan irtaantumiskorvauksen tietyissä tilanteissa, järjestely voi olla perusteltavissa 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 yhdistymis- tai transaktiosopimuksen allekirjoittamisesta ja sopimuksen olennaisista ehdoista yhtiön omalla pörsitiedotteella välittömästi sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen arvopaperimarkkinalain mukaisesti. Sopimuksen olennaisiksi ehdoiksi voidaan yleensä 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.

## SUOSITUS 4 – ESTEELLISYYSKYSYMYKSET JA MUUT HALLITUKSEN JÄSENTEN SIDOKSET TARJOUKSEEN

### Johdanto

Yhtiön osakkeenomistajien kannalta on tärkeää, että hallitus ja sen yksittäiset jäsenet voivat ostotarjoustilanteessa sivuvaikutteista vapaana edistää osakkeenomistajakollektiivin etua.

Hallituksen jäsenten on tärkeää aina arvioida mahdollisuuksiaan osallistua tarjouksen käsittelyyn osakeyhtiölain esteellisyyssääntöjen perusteella (OYL 6:4). Hallituksen jäsenen on noudatettava osakeyhtiölain esteellisyyssääntöjä eikä esteellinen hallituksen jäsen saa osakeyhtiölain mukaan osallistua julkista ostotarjousta koskevaan päätöksentekoon. Hallituksen lojaliteettivelvollisuus (OYL 1:8) edellyttää, että jäsenet toimivat päätöksenteossa sivuvaikutteista vapaana. Hallituksen jäsen, joka ei ole muodollisesti osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla esteellinen, saattaa joutua harkitsemaan, tulisi-ko hänen kuitenkin mahdollisten sivuvaikutteiden johdosta olla osallistumatta päätöksentekoon.

#### Suositus 4

**Kohdeyhtiön hallituksen tulee ennen tarjouksen käsittelyä kehottaa hallituksen jäseniä ilmoittamaan hallitukselle tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen liittyvät sidonnaisuutensa, jotka ovat merkityksellisiä hallituksen jäsenen arvioidessa mahdollisuuksiaan osallistua tarjouksen käsittelyyn sivuvaikutteista vapaana.**

**Jos hallituksella tai sen jäsenillä on olennaisia sidonnaisuuksia tarjouksen tekijään tai tarjoukseen liittyvä etujen yhteys tarjouksen tekijän kanssa 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.**

**Hallituksen tulee julkistaa ostotarjousta koskevan lausunnon yhteydessä tiedossaan olevat hallituksen jäsenten esteellisyydet ja olennaiset sidonnaisuudet tarjouksen tekijään tai tarjouksen toteutumiseen sekä se, miten nämä on otettu huomioon hallituksen arvioidessa tarjousta, ketkä hallituksen jäsenet ovat osallistuneet tarjouksen käsittelyyn ja lausunnon antamiseen, sekä ovatko vain ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole edellä mainittuja sidonnaisuuksia, valmisteleet hallituksen tarjouksesta johtuvia toimenpiteitä.**

### Perustelut

#### a. Esteellisyys ja olennaiset sidonnaisuudet

Hallituksella tai sen jäsenillä voi 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 osakeyhtiölain mukaisen lojaliteettivelvollisuuden täyttämiseen. Näissä tilanteissa on tärkeää, että asianomainen hallituksen jäsen arvioi, voiko hän osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon sivuvaikutteista vapaana. Hallituksen jäsenen ei toisaalta tule jättäytyä pois asian käsittelystä ilman perusteltua syytä. Osakeyhtiölain mukaisista esteellisyyssäännöistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

On tärkeää, että hallituksen jäsen ilmoittaa hallitukselle kaikki tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen liittyvät sidonnaisuutensa, jotka ovat merkityksellisiä hallituksen jäsenen arvioidessa mahdollisuuksiaan osallistua sivuvaikutteista vapaana tarjouksen käsittelyyn. Kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja muiden sijoittajien tulisi saada tieto tällaisista sidonnaisuuksista tai yhteyksistä tarjousta arvioidessaan, minkä vuoksi ne on tärkeä julkistaa. 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. Sen sijaan pelkästään se seikka, että 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.

### b. Kohdeyhtiön hallituksen toimenpiteiden valmistelu ja päätöksenteko

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 huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden asettamat vaatimukset. Ostotarjoustilanteessa voi lisäksi olla kohdeyhtiön osakkeenomistajien edun mukaista, että tämä on myös selkeästi todettavissa.

Jos joillain kohdeyhtiön hallituksen jäsenillä on suosituksessa tarkoitettuja sidonnaisuuksia, kohdeyhtiön hallitus voi tarvittaessa nimetä keskuudestaan ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole tällaisia sidonnaisuuksia, valmistelemaan tarjoukseen liittyviä hallituksen toimenpiteitä, jolloin sidonnaisuuksia omaavat hallituksen jäsenet eivät osallistu tarjouksen arviointiin. Sidonnaisuuksista vapaiden jäsenten avuksi voidaan ottaa ulkopuolisia neuvonantajia esimerkiksi tarjousvastikkeen edullisuuden

arvioimiseksi. Nimetyt hallituksen jäsenet voivat yhdessä neuvotella tarjouksen tekijän kanssa arvopapereiden haltijoiden kannalta parhaan mahdollisen 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 nimitäminen ei kuitenkaan kavenna hallituksen vastuuta ja velvoitteita.

Ostotarjoustilanteessa hallitus voi lisäksi harkita, osallistuvatko tarjouksesta johtuvaan hallituksen varsinaiseen päätöksentekoon vain sellaiset sidonnaisuuksista vapaat hallituksen jäsenet, jotka ovat osallistuneet tarjouksen valmisteluun edellä kuvattulla tavalla. Jos hallitus ei tällöin olisi osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla päätösvaltainen, voidaan harkita menettelyä, jossa sidonnaisuuksista vapaat hallituksen jäsenet valmistelevat hallituksen toimenpiteitä ja muut kuin osakeyhtiölain perusteella esteelliset hallituksen jäsenet kuitenkin osallistuisivat hallituksen varsinaiseen päätöksentekoon, jotta hallitus olisi päätösvaltainen.

### c. 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 kohdeyhtiön osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita. 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 oletettaman siitä, että kyseinen hallituksen jäsen ei ole sivuvaikutteista vapaa osallistumaan tarjouksen käsittelyyn kohdeyhtiössä. Esimerkiksi työntekijäasema voi luoda riippuvuussuhteen tarjouksen tekijään. Intressiristiriidan välttämiseksi hallituksen jäsenen ei milloinkaan tulisi osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksessa. Koska julkisen ostotarjouksen tavoitteena on määräysvallan siirtyminen tarjouksen tekijälle, tarjouksen tekijään sidonnaisen henkilön ei tulisi osallistua tarjouksen käsittelyyn ainakaan kohdeyhtiön hallituksessa. Tällainen henkilö on joka tapauksessa asemassaan kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä 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, on tämä julkistettava. Lisäksi tulee harkittavaksi, onko kyseinen hallituksen jäsen esteellinen käsittelemään ostotarjousta tai voidaanko palkkiota muuten pitää tekijänä, jonka perusteella hallituksen jäsentä ei voitaisi pitää sivuvaikutteista vapaana käsittelemään tarjousta.

**Tarjouksen hyväksyminen.** Tarjouksen tekijä pyrkii usein saamaan keskeisiltä osakkeenomistajilta etukäteen tarjouksen hyväksymistä koskevat sitoumukset. Jos hallituksen jäsen tai tämän työnantajataho tai muu taustayhteisö, joka omistaa kohdearvopapereita, antaa tällaisen sitoumuksen, tämä vaikuttaa lähtökohtaisesti 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.

Hallituksen jäsenen mahdollinen sidonnaisuus tarjouksen tekijään tai tarjoukseen ja toimenpiteet sen johdosta tulee aina arvioida tapauskohtaisesti.

## SUOSITUS 5 – KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN LAUSUNTO TARJOUKSESTA

### Johdanto

Kohdeyhtiön hallituksen on arvopaperimarkkinalain nojalla laadittava ja julkistettava lausunto julkisesta ostotarjouksesta (AML 11:13). Hallituksen lausunnolla on usein suuri merkitys tarjouksen toteutumisen kannalta. Kohdeyhtiön osakkeenomistajille on tärkeää tietää hallituksen käsitys tarjouksen edullisuudesta. Hallitus on usein myös parhaassa asemassa lausumaan tarjouksesta suhteessa yhtiön liiketoimintaan.

Lausunnossa on arvopaperimarkkinalain mukaan esitettävä perusteltu arvio ostotarjouksesta kohdeyhtiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta sekä arvio tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Lausunnossa on myös oltava tieto siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista annettua arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut.

### **Suositus 5**

***Kohdeyhtiön hallituksen on laadittava arvopaperimarkkinalain edellyttämä perusteltu arvio julkisesta ostotarjouksesta ja tarjouksen tekijän suunnitelmista huolellisen valmistelun perusteella. Hallituksen on lausunnossaan suositeltava joko tarjouksen hyväksymistä tai sen hylkäämistä.***

***Mikäli hallituksen kanta lausunnosta ei ole yksimielinen, tämä tulee mainita lausunnossa.***

### Perustelut

#### a. Lausunnon valmistelu

Lausunnon antaminen tarjouksesta kuuluu hallituksen tehtäviin ja lausunnon valmistelussa lähtökohdiana voidaan pitää osakeyhtiölain periaatteiden mukaista huolellista toimintaa. Toimiakseen huolellisesti 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 tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoille tarjolla oleviin vaihtoehtoihin. Tältä osin voi olla olennaista, että hallitus lausunnossaan arvioi tarjousta myös suhteessa mahdollisiin vaihtoehtoihin järjestelyihin. Tällaisia voivat olla mahdolliset kilpailevat tarjoukset, muut strategiset järjestelyt tai yhtiön liiketoiminnan jatkaminen oman strategian mukaisesti itsenäisenä yhtiönä.

Velvollisuus laatia ja julkistaa lausunto seuraa arvopaperimarkkinalaista eikä velvollisuudesta näin ollen voi poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Arvopaperimarkkinalain mukaan kohdeyhtiön hallituksen on esitettävä perusteltu arvionsa tarjouksesta sekä kohdeyhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta. Hallituksen lausunto ei kuitenkaan 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.

Mikäli tarjottava vastike muodostuu arvopapereista, hallituksen tulee pyrkiä muodostamaan perusteltu arvio vastikkeena tarjottavien arvopapereiden arvosta voidakseen arvioida tarjousta.

**>> Katso suositus 7 "Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus".**

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. Laissa tai sen esitöissä ei kuitenkaan aseteta hallitukselle tässä suhteessa velvollisuutta selvittää tarjouksen tekijän suunnitelmia laajemmin kuin mitä tarjousasiakirjassa on kuvattu. Hallituksen tulee kuitenkin pyrkiä arvioimaan tarjouksen tekijän julkistamia suunnitelmia etenkin suhteessa yhtiön omaan strategiaan.

Kun hallituksen lausuntoa koskevat määräykset otettiin arvopaperimarkkinalakiin, lain esitöissä (HE 6/2006, s. 40) katsottiin, että ei riitä, että hallitus neutraalisti kuvaa tarjousta, vaan sen on otettava kantaa tarjoukseen. Tämä ei kuitenkaan voi tarkoittaa, että hallituksen tulee lain nojalla aina joko suositella tarjouksen hyväksymistä tai sen hylkäämistä, vaikka ostotarjouskoodin suositus on, että hallitus antaa tästä selkeän suosituksen. Tarjouksen edullisuuden arviointi ei kaikissa tapauksissa ole yksiselitteistä. On mahdollista, että tarjouksen ehdot tai tarjottu vastike ovat sellaisia, ettei hallitus pysty suosittelemaan 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. Tällaisessa tilanteessa hallituksella voi olla perusteltu syy poiketa suosituksesta. Jos hallitus ei pysty suosittelemaan tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä, hallituksen tulee selostaa lausunnossaan perustelut kannalleen.

Koska arvopaperimarkkinalaki velvoittaa nimenomaisesti hallituksen antamaan lausunnon ostotarjouksesta, on hallituksen jäsenillä lain esitöiden mukaan arvopaperimarkkinalain mukainen korvausvastuu kyseisen säännöksen rikkomisesta. Toisaalta esitöiden mukaan arvopaperimarkkinalaki ei sulje pois muuta vahingonkorvausvastuuta, kuten osakeyhtiölakiin perustuvaa vastuuta. Vastuu voi kuitenkin tulla kyseeseen vain, jos vahinko on aiheutettu tahallisuudella tai huolimattomuudesta.

>> *Katso HE 32/2012, s. 160-173.*

Arvioitaessa hallituksen toiminnan huolellisuutta on luonnollista käyttää osakeyhtiölain huolellisuusperiaatteen mukaisia lähtökohtia. Osakeyhtiölain huolellisuusperiaatteen noudattamisen arvioinnissa käytetään vakiintuneesti ns. business judgment -sääntöä, jonka mukaisesti huolellisuusvelvoitteen katsottaisiin täyttyneen, jos hallitus on toimen valmistelemiseksi hankkinut riittävät taustatiedot, näiden pohjalta rationaalisesti arvioinut eri toimintavaihtoehtoja ja niiden seurauksia sekä huolellisen harkinnan pohjalta ilman eturistiriitoja tehnyt toimen siinä uskossa, että toimi on yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukainen. Hallituksen onkin hyvä kiinnittää erityisesti huomiota siihen, että huolellisen toiminnan vaatimukset täyttyvät lausunnon valmistelussa, ja että valmistelu myös dokumentoidaan, jotta huolellinen toiminta on jälkikäteen todennettavissa.

Mikäli hallituksen kanta lausunnosta ei ole yksimielinen, tämä tulee mainita lausunnossa. Tämä voi olla olennainen tieto kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjouksen arvioimisen kannalta. Hallitus voi myös tapauskohtaisesti arvioida, onko lausunnosta eri mieltä olevien hallituksen jäsenten eriävä mielipide perusteluineen syytä julkistaa. Hallituksen tulee lausunnon yhteydessä myös julkistaa tieto siitä, onko hallitus kokonaisuudessaan osallistunut lausunnon antamiseen vai onko osa hallituksen jäsenistä esteellisyyssyistä tai muiden sidonnaisuuksien johdosta ollut osallistumatta asian käsittelyyn.

>> *Katso tarkemmin suositus 4 "Esteellisyyssyysmykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen"*

Lausunnossa on myös oltava tieto siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista annettua arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole. Koska tämän ostotarjouskoodin sisältämien kohdeyhtiön ja sen hallituksen toimintaa koskevien suositusten tavoitteena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien oikeusturvan toteutumista, tulisi kohdeyhtiön lähtökohtaisesti sitoutua noudattamaan ostotarjouskoodia.



### 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 huolellisuus- 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.

*>> Katso myös suositus 4 ”Esteellisyyskysymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen”.*

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. On huomattava, että lausunnon tarkoitus on ainoastaan tukea hallituksen omaa arviointia tarjouksen edullisuudesta, eikä hallituksen siten tule perustaa lausuntoaan ainoastaan fairness opinion -lausuntoon.

### 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 liitettävä hallituksen lausuntoon (AML 11:13:5).

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 11:10.2:n edellyttämällä tavalla tiedoksi henkilöstölle.

### d. Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laatimiseen

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 esitöiden mukaan kohdeyhtiöllä ei ole myötävaikuttamisvelvollisuutta ostotarjouksen edistämiseen (HE 32/2012, s. 140). Tarjousasiakirjan tiedot kohdeyhtiöstä saattavat siten perustua puhtaasti julkisesti saatavilla oleviin tietoihin. Tarjouksen tekijä ei vastaa sellaisista kohdeyhtiötä koskevista tiedoista, jotka kohdeyhtiö on julkistanut. Tarjouksen tekijä vastaa kuitenkin siitä, että kohdeyhtiön julkistamat tiedot toistetaan oikein tarjousasiakirjassa. Tarjouksen tekijän tulee 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. Julkistamista saattavat edellyttää myös arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus tai Pörsin säännöt.

*>> Katso tarjousasiakirjaa, sen sisältöä ja julkistamista koskevista kysymyksistä tarkemmin arvopaperimarkkinalain säännökset (AML 11:11), valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyt tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012) sekä Fivan MOK ostotarjouksista.*

## III DUE DILIGENCE -TARKASTUS

### SUOSITUS 6 – DUE DILIGENCE -TARKASTUS KOHDEYHTIÖSSÄ

#### Johdanto

Julkisen ostotarjouksen valmistelun yhteydessä tarjouksen tekijä pyytää usein mahdollisuutta suorittaa niin sanottu due diligence -tarkastus (yritys-tarkastus) 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.

Due diligence -tarkastuksessa saatetaan joissakin tapauksissa luovuttaa tarjouksen tekijälle myös kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa. Fivan MOK tiedonantovelvollisuudesta 5.5 (39) ja (40) mukaan arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei yleensä estä sisäpiirintiedon ilmaisemista neuvottelutilanteissa (esim. yritysjärjestely) neuvottelun vastapuolelle ja tämän neuvonantajalle.

Sisäpiirintiedon käyttäminen arvopapereiden hankinnassa, neuvomistarkoituksessa tai muuten on arvopaperimarkkinalaissa kielletty ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö on myös rikoslaissa (39/1889, jäljempänä ”RL”) kriminalisoitu (AML 14:2, RL 51:1 ja 51:2). Jos tarjouksen tekijä saa due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei saa tehdä kohdeyhtiön arvopapereita koskevaa julkista ostotarjousta ennen kuin due diligence -tarkastuksessa saatu sisäpiirintieto on julkistettu (eikä siten enää muodosta sisäpiirintietoa).

#### Suositus 6

***Mikäli kohdeyhtiön hallitus on saanut vakavasti otettavan ostotarjousehdotuksen, jota hallitus pitää osakkeenomistajien edun mukaisena, kohdeyhtiön hallituksen tulee pyynnöstä sallia tarjouksen tekijälle kohdeyhtiötä koskeva due diligence -tarkastus tarkoituksenmukaisessa laajuudessa.***

#### Perustelut

##### a. Due diligence -tarkastuksen salliminen

Yhtiötä koskevien tietojen antaminen yhtiön ulkopuoliselle toimijalle edellyttää lähtökohtaisesti erityistä syytä. Due diligence -tarkastus voidaan yleensä sallia tilanteessa, jossa tarkastuksen katsotaan olevan osakkeenomistajien etujen mukaista.

Ostotarjoustilanteessa hallituksen tulee 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 salliminen on yleensä osakkeenomistajien edun mukaista. Tarkastuksen laajuus ja aikataulu tulee kuitenkin harkita aina erikseen ottaen huomioon kuhunkin yksittäistapaukseen liittyvät olosuhteet, mahdolliset kilpailuoikeudelliset näkökohdat ja se mahdollisuus, että tarjous ei koskaan toteudu.

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

Jos hallitus sallii tarkastuksen, sen on huolehdittava salassapito- ja sisäpiirikysymysten asianmukaisesta järjestämisestä.

### b. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuskysymykset

Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen sallimisen tarkoituksena on luoda edellytykset kaikille osakkeenomistajille tehtävän tarjouksen toteutumiseen 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, 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.

### c. Salassapitonäkökohdat

Jos hallitus päättää sallia due diligence -tarkastuksen, tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön tulisi allekirjoittaa salassapitosopimus ennen tarkastuksen aloittamista, jollei tällaista sopimusta ole allekirjoitettu jo prosessin aikaisemmassa vaiheessa. Salassapitosopimuksessa on hyvä muun muassa rajoittaa tarjouksen tekijän (ja tämän neuvonantajien ja muiden mahdollisten toimijoiden, 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 on myös hyvä varautua siihen tilanteeseen, ettei mahdollinen tarjous koskaan toteudu.

### d. Annettavan tiedon luonne ja laajuus

Sisäpiirintietoa koskevia rajoituksia ja osakeyhtiölain yleisperiaatteita lukuun ottamatta osakeyhtiölaki ja arvopaperimarkkinalaki eivät aseta rajoituksia annettavan tiedon laadulle ja määrälle. Hallituksen tulee kuitenkin pyrkiä suojaamaan yhtiön etuja päättäessään tietyille tarjouksen tekijälle

annettavasta tiedosta. Jos tarjouksen tekijä ja yhtiö ovat kilpailijoita, myös kilpailulainsäädäntö voi asettaa annettavalle tiedolle rajoituksia.

Tarkastuksen laajuus tulee arvioida kussakin yksittäisessä tilanteessa erikseen. Arviointiin voi vaikuttaa myös tarjouksen tekijän henkilö, eli onko kyseessä kohdeyhtiön kilpailija tai muu strateginen ostaja vai esimerkiksi pääomasijoittaja. Tietoja voidaan antaa myös eri vaiheissa ja eri tavoilla.

Usein voi olla kohdeyhtiön edun mukaista, että due diligence -tarkastus suoritetaan kokonaisuudessaan ennen tarjouksen julkistamista. Tarjouksen tekijän mahdollinen vetäytyminen jo julkistetusta tarjouksesta due diligence -tarkastuksen suorittamisen jälkeen voi johtaa spekulatioon ja häiriöihin markkinoilla. 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.

Due diligence -tarkastuksen sallimista kilpailevien tarjousten tilanteessa on tarkasteltu erikseen suosituksessa 8 "Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa".

Due diligence -prosessi on aina hyvä dokumentoida asianmukaisesti niin, että kohdeyhtiölle jäisi jälkikäteen todennettavissa oleva tieto siitä, mitä tietoa due diligence -tarkastuksessa on annettu, kenelle tämä tieto on annettu ja milloin.

### e. Sisäpiirikysymykset

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

Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen suorittaminen muodostaa yleensä osan 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 tulee kuitenkin ilmoittaa tarjouksen tekijälle tiedon sisäpiiriluonteesta ja tähän liittyvistä oikeudellisista velvollisuuksista sekä huolehtia salassapitonäkökohdista sekä asianmukaisista sisäpiirirekisterijärjestelyistä varmistaakseen tiedon säilymisen luottamuksellisena.

**>> Katso sisäpiirikysymyksistä ja -rekistereistä tarkemmin suositus 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta", kohta (d) "Sisäpiirinäkökohdat", AML 12-14 luku, Fivan MOK tiedonantovelvollisuudesta 5.4.4, Finanssivalvonnan standardi 5.3 (Sisäpiiri-ilmoitukset ja -rekisterit) sekä Pörssin sisäpiiriohje.**

Jos tarjouksen tekijä saa due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei lähtökohtaisesti 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 tulisi harkita kussakin tilanteessa erikseen. Usein tarjouksen tekijä ei halua saada tällaista tietoa, koska se estää tarjouksen tekemisen. Kohdeyhtiön ei myöskään tulisi pyrkiä tietoisesti estämään ostotarjouksen tekemistä luovuttamalla tarjouksen tekijälle sisäpiirintietoa. Tilanteeseen sovellettavat periaatteet on hyvä 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, kyseinen sisäpiirintieto tulee julkistaa viimeistään tarjouksen yhteydessä, jollei sitä ole julkistettava kohdeyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla jo aikaisemmin. Kyseinen (sisäpiirin)tieto tulee myös sisällyttää tarjouksen tekijän laatimaan tarjousasiakirjaan.

## 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.

Kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän tulisi varautua due diligence -prosessin aikana myös siihen, että tieto suunnittelusta ostotarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille.

**>> Katso suositus 10 "Tietovuotoihin varautuminen".**

Kohdeyhtiöllä ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta julkistaa tarjouksen tekijälle due diligence -tarkastuksessa annettuja tietoja. Mikäli due diligence -tarkastus kuitenkin paljastaa sellaisen olennaisen seikan, joka ei ole aikaisemmin ollut kohdeyhtiön tiedossa, kohdeyhtiön hallituksen tulee viivytyksettä arvioida, onko tällainen seikka omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön arvopaperin arvoon ja tuleeko se siten julkistaa yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti.

## SUOSITUS 7 – TARJOUKSEN TEKIJÄÄ KOSKEVA DUE DILIGENCE -TARKASTUS

### Johdanto

Vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa tarjottava vastike voidaan maksaa käteisenä, arvopaperina tai näiden yhdistelmänä (AML 11:24). Pakollisessa ostotarjouksessa voidaan rahavastikkeen vaihtoehtona tarjota arvopaperivastiketta tai arvopaperi- ja rahavastikkeen yhdistelmää (AML 11:23). Tarjousta koskevassa lausunnossaan kohdeyhtiön hallituksen tulee esittää perusteltu arvio tarjouksesta (AML 11:13). Mikäli tarjottava vastike muodostuu arvopapereista, hallituksen tulee pyrkiä muodostamaan perusteltu arvio vastikkeena tarjottavien arvopapereiden arvosta voidakseen arvioida tarjousta. Tarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8).

#### Suositus 7

***Jotta kohdeyhtiön hallitus voi tehdä perustellun arvion julkisesta ostotarjouksesta, sen tulee hankkia vastikkeena mahdollisesti tarjottavista arvopapereista riittävät ja asianmukaiset tiedot ja tätä varten tarvittaessa suorittaa due diligence -tarkastus tarjouksen tekijässä. Tarjouksen tekijän tulee sallia tällainen due diligence -tarkastus siinä laajuudessa kuin se on kussakin yksittäisessä tilanteessa tarpeen, jotta kohdeyhtiön hallitus voi kohtuullisesti arvioida tarjottavaa vastiketta.***

### 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. Kohdeyhtiön hallituksen tulee tapauskohtaisesti harkita, riittääkö julkisesti saatavilla oleva tieto perustellun arvion tekemiseen vai vaatiiko arvion tekeminen due diligence -tarkastuksen suorittamista tarjouksen tekijässä.

Jos tarjouksen tekijä saa kohdeyhtiöltä due diligence -tarkastusta koskevan pyynnön, tarjouksen tekijän tulee sallia tällainen tarkastus siinä määrin kuin se on tarpeen, jotta kohdeyhtiön hallitus voi kohtuullisesti arvioida tarjottavaa vastiketta. Due diligence -tarkastuksen laajuus tulee ratkaista kussakin yksittäisessä tilanteessa erikseen ottaen huomioon myös kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän henkilö (esimerkiksi kilpailija-asetelma). Arviointiin voivat vaikuttaa myös vastikkeena tarjottavan arvopaperin pörssinoteeraus, arvopaperista julkisesti saatavilla oleva tieto ja arvopaperin likviditeetti.

Mikäli tarjouksen tekijä ei toimi yhteistyössä kohdeyhtiön hallituksen kanssa, hallituksen voi olla mahdotonta saada edellä tarkoitettuja tietoja. Tällaisissa tilanteissa kohdeyhtiön hallituksella on perusteltu syy poiketa suosituksesta.

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 ja että nämä tiedot voivat olla olennaisia tarjouksen arvioimisen kannalta, eikä tarjouksen tekijä täydennä tietoja, hallituksen tulisi lähtökohtaisesti julkistaa käsityksensä asiasta hallituksen tarjousta koskevassa lausunnossa tai tarvittaessa erillisellä tiedotteella.

**>> Katso suosituksen 5 ”Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta” perustelut d) ”Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laatimiseen”.**



## IV KILPAILEVAT TARJOUKSET

### SUOSITUS 8 – 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 vaihtoehtoisen tarjouksen aikaansaamiseksi.

Mikäli kilpaileva yhteydenotto johtaa kilpailevan tarjouksen julkistamiseen ensimmäisen tarjouksen tarjousaikana tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus on jo julkistanut ensimmäistä tarjousta koskevan lausunnon, kohdeyhtiön hallituksen on täydennettävä lausuntoaan mahdollisimman pian sen jälkeen, kun kilpaileva tarjous on julkistettu, kuitenkin viimeistään viisi pankkipäivää ennen ensimmäisen tarjouksen voimassaoloajan aikaisinta mahdollista päättymistä (AML 11:17.1).

Kilpaileva tarjous voi johtaa siihen, että ensimmäisen tarjouksen tekijä pidentää oman tarjouksensa tarjousaikaa tai muuten muuttaa tarjouksensa ehtoja arvopaperimarkkinalain 11:17.1 nojalla. Fivan MOK ostotarjouksista kohdassa 5.5(53) annetun ohjeistuksen mukaan kilpailevan tarjouksen julkistaminen synnyttää velvollisuuden täydentää tarjousasiakirjaa, ja täydennyksen hyväksymisen yhteydessä Finanssivalvonta voi edellyttää tarjousaikaa jatkettavaksi enintään kymmenellä pankkipäivällä, jotta tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijat voivat harkita tarjousta uudelleen (AML 11:11.4). Jos kilpailevat ostotarjoukset ovat omiaan vaikeuttamaan kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamista kohtuuttoman kauan, Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta asettaa kilpailevien ostotarjousten tekijöille määräajan, jonka jälkeen ostotarjouksen ehtoja ei saa enää muuttaa (AML 11:17.3).

#### Suositus 8

**Kohdeyhtiön hallituksen on kohdeltava tasapuolisesti kaikkia vakavasti otettavia tarjouksen tekijöitä.**

#### Perustelut

##### a. Kohdeyhtiön hallituksen yleiset velvollisuudet

Kohdeyhtiö voi saada ostotarjousprosessin aikana yhteydenottoja useammalta keskenään kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Arvopaperimarkkinapaperilaissa asetettujen nimenomaisten velvoitteiden lisäksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa hallituksen roolia ja velvollisuuksia on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa noudattaen soveltuvin osin samoja periaatteita kuin edellä jaksossa 2 ”Kohdeyhtiön hallituksen asema ja velvollisuudet” on esitetty. Kohdeyhtiön hallituksen tulee osakeyhtiölain yleisten periaatteiden nojalla 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.

>> **Katso soveltuvin osin myös suositus 2 ”Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta”.**

Osakkeenomistajien etujen ajaminen yleensä edellyttää, että hallitus pyrkii saamaan yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean arvon, mutta toisaalta myös varmistaa, että kilpaileva tarjous on toteuttamiskelpoinen. Käytännössä tämä voi vaatia neuvottelujen aloittamista kilpailevan tarjouksen tekijän kanssa. Kohdeyhtiön hallituksen ensimmäisen tarjouksen tekijän kanssa mahdollisesti tekemä yhdistymis- tai transaktiosopimus tai neuvottelukiello ei lähtökohtaisesti saa estää hallituksen mahdollisuutta arvioida kilpailevaa yhteydenottoa tai neuvotella kilpailevan tarjouksen tekijän kanssa, mikäli tämä on osakkeenomistajien edun mukaista.

>> **Katso tarkemmin suositus 3 ”Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa”.**



Jotta kohdeyhtiön hallitus saisi aikaan aidon kilpailutilanteen mahdollisten tarjouksen tekijöiden välillä ja tätä kautta yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean arvon, kohdeyhtiön hallituksen tulee lähtökohtaisesti toimia niin, että kaikille vakavasti otettaville kilpaileville tarjouksen tekijöille tarjotaan yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva tarjous. Hallituksen tulee kuitenkin ottaa huomioon kuhunkin tarjouksen tekijään ja ehdotettuun tarjoukseen liittyvät tapauskohtaiset olosuhteet, ja näistä syistä hallituksella saattaa olla perusteltu syy poiketa suosituksesta.

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 harkittava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

>> **Katso tarkemmin suositus 6 "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä", kohta (d) "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 kohdeyhtiön hallitus saa yhteydenoton mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta, ja kohdeyhtiön hallituksen käsityksen mukaan yhteydenotto on vakavasti otettava ja toteutumismahdollisuuksiltaan realistinen, hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta mahdollisimman hyvään lopputulokseen noudattaen myös kilpailevaa tarjousta koskevan yhteydenoton osalta suositusta 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton

johdosta". Kilpailevan tarjouksen tilanteessa noudatettavista menettelytavoista saattaa olla määräyksiä myös kohdeyhtiön ja ensimmäisen tarjouksen tekijän välillä mahdollisesti jo tehdyssä yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa.

>> **Katso tarkemmin suositus 3 "Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa", kohta (b) "Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa".**

Koska yhdistymis- tai transaktiosopimukseen 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**

Täydentäessään lausuntoaan kilpailevan tarjouksen johdosta arvopaperimarkkinalain 11:17.1 mukaisesti hallituksen tulee verrata ensimmäistä tarjousta kilpailevaan tarjoukseen sekä ottaa arvopaperimarkkinalain 11:13:n edellyttämällä tavalla kantaa uuteen kilpailevaan tarjoukseen. Mikäli hallitus päätty arvioinnissaan suosittamaan yhtiön arvopapereiden haltijoille kilpailevan tarjouksen hyväksymistä, hallituksen tulee käytännössä perua ensimmäiselle tarjoukselle mahdollisesti antamansa suositus ja julkistaa uusi kilpailevan tarjouksen hyväksymistä suosittava lausunto. Hallituksen lausunnon täydentämisessä tulee noudattaa soveltuvin osin suosituksessa 5 "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 ja kohdeyhtiön hakemus määräajasta ostotarjouksen ehtojen muuttamiselle

Arvopaperimarkkinalain mukaan ensimmäisellä tarjouksen tekijällä on oikeus pidentää oman tarjouksensa tarjousaikaa kilpailevan tarjouksen mukaiseksi ja myös muuten muuttaa tarjouksensa ehtoja (AML 11:17.1). Vapaaehtoisissa ostotarjouksissa ensimmäisen tarjouksen tekijä voi myös päättää tarjouksensa raukeamisesta ennen kilpailevan tarjouksen voimassaolon päättymistä (AML 11:17.2). Jos kilpaileva tarjous on julkistettu, ensimmäisen tarjouksen hyväksyneillä kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on oikeus perua ensimmäistä tarjousta koskeva hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana edellyttäen, että ensimmäisen ostotarjouksen toteutuskauppoja ei ole vielä tehty (AML 11:16.3).

Joissakin tilanteissa kilpailevien ostotarjouksien voidaan katsoa vaikeuttavan kohdeyhtiön liiketoimintaa kohtuuttoman kauan. Tällaisissa tilanteissa Finanssivalvonta voi, kohdeyhtiön hakemuksesta, asettaa kilpailevien ostotarjousten tekijöille määräajan, jonka jälkeen ostotarjouksen ehtoja ei saa enää muuttaa. Määräaika voidaan asettaa aikaisintaan kymmenen viikon kuluttua ensimmäisen ostotarjouksen julkistamisesta (AML 11:17.3). Harvittaessa määräajan asettamisen hakemista on tilannetta asianmukaista pohtia osakeyhtiölain yleisten periaatteiden valossa, huomioiden sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien etu.

### d. Sisäpiirikysymykset

Tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta saattaa tarjouksen valmisteluasteesta riippuen olla sisäpiirintietoa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista. Sekä tarjouksen tekijällä että kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus hallinnoida sisäpiirintietoa ja varmistaa sen pysyminen luottamuksellisena ostotarjousprosessin edellyttämällä tavalla.

>> *Katso sisäpiiriasioista tarkemmin suositus 1 "Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen", kohta (c) "Keskustelut kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa" ja suositus 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta", kohta (d) "Sisäpiirinäkökohdat".*

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 tarjousta 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 (AML 14:2.8). Tieto kilpailevasta tarjouksesta estää kuitenkin hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella.

## V TARJOUS JA SIIHEN LIITTYVÄT JÄRJESTELYT

### SUOSITUS 9 – KOHDEYHTIÖN ARVOPAPEREIDEN HANKINTA MARKKINOILTA

#### 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 11:9). Arvopaperihankintojen tarkoituksena ennen ostotarjouksen julkistamista on yleensä parantaa tulevan tarjouksen toteutumisedellytyksiä. Hankintojen edellytyksenä on, että tarjouksen tekijällä ei ole kohdeyhtiötä tai sen arvopapereita koskevaa sisäpiirintietoa. Tarjouksen julkistamista edeltävät kohdeyhtiön arvopapereiden hankinnat voivat vaikuttaa tarjottavan vastikkeen määrään ja muotoon. Mahdolliset arvopapereiden hankinnat tulee tiettyjen rajojen rikkoutuessa myös julkistaa arvopaperimarkkinalain 9 luvun liputussäännösten mukaisesti. Muilta osin arvopaperimarkkinalaissa ei ole asiaa koskevia nimenomaisia säännöksiä.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslaisissa (ks. RL 51:1-2). Arvopaperimarkkinalaki asettaa lisäksi yleisen kiellon käyttää sisäpiirintietoa arvopaperikaupassa (AML 14:2). Aikaisemmin voimassa olleen arvopaperimarkkinalain esitöissä 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 (HE 318/1992, s. 35), eikä asiaintilassa ole sen jälkeen tapahtunut muutoksia. Myös muissa maissa on omaksuttu vastaavia kantoja.

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

uksen ulkopuoliset hankinnat voivat tarjouksen julkistamisen jälkeen tapahtua sisäpiirintiedon käyttöä koskevan sääntelyn puitteissa pörssissä tai sen ulkopuolella joko ennen tarjousajan alkamista, tarjousajan aikana tai tarjousajan päättymisen jälkeen.

#### Suositus 9

***Mikäli tarjouksen tekijä aikoo hankkia tarjouksen julkistamisen jälkeen tarjouksen kohteena olevia arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella, tarjouksen tekijän on tiedotettava aikomuksestaan ennen hankintojen aloittamista.***

#### Perustelut

##### a. Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista

Yleensä on katsottu, ettei tarjouksen tekijän tieto omasta aikomuksestaan tehdä julkinen ostotarjous estä hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen tekijän lukuun ennen tarjouksen julkistamista.

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 suosittelamista, 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.

Tässä yhteydessä on syytä myös huomata, että tarjouksen tekijän palveluksessa olevat tai muuten tarjousvalmisteluista tietoiset luonnolliset henkilöt eivät voi missään tilanteissa hankkia kohdeyhtiön arvopapereita omaan tai jonkun muun kuin tarjouksen tekijän lukuun syyllistymättä sisäpiirintiedon kiellettyyn käyttöön.

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. Fivan MOK ostotarjouksista sisältää tulintoja tarjousvastikkeesta sekä siitä, millaisissa tilanteissa ja millä perusteilla arvopaperimarkkinain pääsäännön mukaisesta hinnasta voidaan tai tulee poiketa.

**>> Katso tarjousta edeltäneisiin arvopaperihankintoihin liittyvistä julkistamis- ja liputuskysymyksistä arvopaperimarkkinain liputussäännökset (AML 9 luku) sekä Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 8/2013 (Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen).**

Ostotarjousta suunnittelevan tahon on syytä kiinnittää huomiota myös siihen, että päätös tehdä julkinen ostotarjous on julkistettava välittömästi ja annettava tiedoksi kohdeyhtiölle (AML 11:9).

### **b. Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta tarjouksen julkistamisen jälkeen**

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 suositus 6 "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiösä" kohta e) "Sisäpiirikysymykset".**

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

Tieto aikomuksesta hankkia arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella tulee julkistaa. Tieto voidaan sisällyttää tarjoukseen liittyviin muihin tiedotteisiin, kuten tarjouksen julkistamista koskevaan tiedotteeseen ja/tai tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen siitä riippuen, missä vaiheessa hankintoja suunnitellaan tehtäväksi.

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 11:25).

## SUOSITUS 10 – TIETOVUOTOIHIN VARAUTUMINEN

### 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.

Jos liikkeeseenlaskija tai sen lukuun taikka puolesta toimiva ilmaisee taholle, joka ei ole velvollinen pitämään tietoa salassa, julkistamattoman tiedon, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, arvopaperimarkkinalaki edellyttää, että yhtiö julkistaa tiedon markkinoille samanaikaisesti. Jos tieto on ilmaistu tahattomasti, yhtiön on julkistettava tieto markkinoille ilman aiheetonta viivytystä. (AML 6:6)

### Suositus 10

***Sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksen on huolehdittava ostotarjousprosessin eri vaiheissa salassapitonäkökohdista tietovuotojen ehkäisemiseksi. Tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön hallituksen on kuitenkin ennakolta varauduttava siihen, että tieto ehdotetusta julkisesta ostotarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista, ja luotava riittävä valmius huolehtia tiedotuksesta mahdollisissa vuototilanteissa.***

### Perustelut

Sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksen on hyvä varautua siihen, että tieto tulevasta tarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista. Tämän vuoksi on tärkeää luoda riittävä valmius tiedotuksen hoitamiseksi hallitusti ja asianmukaisesti prosessin aikana mahdollisesti esiintyvissä erilaisissa vuototilanteissa.

Jos tieto kohdeyhtiön hallituksen tiedossa olevasta vakavasti otettavasta tulevasta tarjouksesta on vuotanut markkinoille, kohdeyhtiön hallituksen tulee ilman aiheetonta viivytystä julkistaa asiointilaa koskeva tiedote. Hallituksen on syytä 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.

>> ***Katso tiedottamisesta tarkemmin arvopaperimarkkinalain 6:6, Pörssin säännöt 2.3.1 sekä Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1.***

Tietovuotojen välttämiseksi kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän on syytä tehdä salassapitosopimus mahdollisimman aikaisessa vaiheessa prosessia. Mikäli tarjouksen valmistelu edellyttää kohdeyhtiöltä keskusteluja myös muiden tahojen kanssa, kohdeyhtiön hallituksen on tärkeää huolehtia, että kukin tällainen taho allekirjoittaa salassapitosopimuksen tai on muuten velvollinen pitämään tiedon salassa. Muuten kohdeyhtiölle voi syntyä velvollisuus julkistaa tieto markkinoille arvopaperimarkkinalain 6:6:n perusteella.

Myös tarjouksen tekijän tulee luonnollisesti huolehtia salassapitonäkökohdista kohdeyhtiötä vastaavalla tavalla. Jos tarjouksen tekijä on listattu yhtiö ja tieto tarjousvalmisteluista on omiaan olennaisesti vaikuttamaan myös tarjouksen tekijän arvopaperin arvoon, myös tarjouksen tekijälle voi syntyä yllä kuvattu velvollisuus julkistaa tieto sitä koskevien tiedonantovelvollisuussääntöjen mukaisesti.

Siltä osin kuin sisäpiirintiedon hallintaa, salassapitonäkökohtia ja tiedonantovelvollisuutta koskevat veloitteet perustuvat pakottavaan lainsäädäntöön, velvoittaviin viranomais määräyksiin tai Pörssin sääntöihin, niistä ei voida poiketa noudattaen tai selittä periaatteen nojalla.

Tiedonantovelvollisuuteen liittyviä kysymyksiä kohdeyhtiössä suoritettavan due diligence -tarkastuksen yhteydessä on tarkasteltu erikseen suosituksessa 6 "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä" kohdassa f) "Tiedonantovelvollisuus".



## SUOSITUS 11 – 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.

Tarjouksen tekijän on julkistettava tieto julkisesta ostotarjouksesta heti sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on tehnyt asiasta päätöksen. Arvopaperimarkkinalain mukaan päätös julkisesta ostotarjouksesta on julkistettava välittömästi sekä annettava tiedoksi tarjouksen kohteena olevat arvopaperit liikkeeseen laskeneelle yhtiölle (kohdeyhtiö). Julkistamisen jälkeen päätös on annettava viipymättä tiedoksi kohdeyhtiössä ja tarjouksen tehneessä yrityksessä henkilöstön edustajalle tai, jollei tällaista ole, henkilöstölle.

>> *Katso AML 11:9.1-2 ja Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1.*

Arvopaperimarkkinalain 11:9.3:N mukaan julkisen ostotarjouksen julkistamisessa on mainittava seuraavat seikat:

- tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä;
- tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike;
- muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset ehdot;
- miten menetellään, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita; ja
- onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan arvopaperimarkkinalain 11:28.1:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut.

Ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä tulee julkistaa edellä mainittujen lisäksi myös muut ostotarjouksen edullisuuden arviointiin olennaisesti liittyvät seikat.

>> *Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1 (10).*

Arvopaperimarkkinalain mukaan sillä, jolla on arvopaperimarkkinalain 11 luvun mukaan tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollisuus pitää sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon (AML 1:4). Tarjouksen tekijä ei saa asettaa tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (AML 11:7).

Mikäli ostotarjousta suunnitteleva joutuu esimerkiksi tietovuotojen takia julkistamaan mahdollista tarjousta koskevia suunnitelmiaan, julkistamisessa on kiinnitettävä huomiota siihen, että osapuolet pystyvät julkistettavien tietojen perusteella arvioimaan, millä todennäköisyydellä ostotarjous myöhemmin julkistetaan sekä mikä on mahdollisen tarjouksen ajankohta. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan ostotarjousta suunnittelevan on tällöin julkistettava tiedossaan olevat ostotarjouksen edullisuuden arviointiin olennaisesti vaikuttavat seikat ja kerrottava ostotarjoussuunnitelmien toteutumiseen liittyvistä epävarmuustekijöistä.

>> *Katso ostotarjoussuunnitelmien julkistamisesta Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1(13) - (15).*

**Suositus 11**

**Tarjouksen tekijän on ostotarjouksen julkistamista koskevassa tiedotteessaan julkistettava tiedossaan olevat tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset seikat. Tällaisia ovat arvopaperimarkkinalain edellyttämien tietojen lisäksi seuraavat seikat:**

- **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 tarjousvastikkeen tarkoittama preemio suhteessa kohdeyhtiön markkina-arvoon sekä preemion laskemisessa käytetyt periaatteet;**
- **tiedot tarvittavasta rahoituksesta tai muista tarvittavista vastikkeeseen liittyvistä järjestelyistä;**
- **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 myös 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**

Jotta tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden hinnanmuodostus ei häiriintyisi, on tärkeää, että tarjouksen julkistamisen yhteydessä julkistetaan kaikki tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset arvopapereiden arvoon vaikuttavat tarjouksen tekijän tiedossa olevat seikat. Arvopaperimarkkinalain edellyttämien tietojen julkistamisesta ei voida poiketa noudata tai selitä-periaatteen nojalla.

Joissakin tilanteissa, esimerkiksi uhkaavien tai jo tahtuneiden ostotarjoushanketta koskevien tietovuotojen takia, voi olla erityinen tarve tiedottaa myös 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. Tarjouksen tekijän tulisi erityisesti huolehtia siitä, että kohdeyhtiön arvopapereiden markkinoille ei aiheudu vääristymiä siten, että arvopaperikurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy.

>> *Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.2 (13) – (15).*

Julkista ostotarjousta koskevaan päätökseen liittyvä julkistamisvelvoitetta ei saa kiertää esimerkiksi lykkäämällä tarjousta koskevan muodollisen päätöksen tekemistä keinotekoisesti. Kohdeyhtiön tulee yllä mainituissa vuototilanteissa joka tapauksessa seurata arvopaperimarkkinalain ja pörssin sääntöjen mukaisia tiedottamisvelvoitteita.

Tarjous tulee yleensä tasapuolisen kohtelun periaatetta noudattaen ulottaa kaikille tietyn arvopaperilajin haltijoille. Ostotarjousta koskevien tiedotteiden tai tarjousasiakirjojen toimittaminen arvopapereiden haltijoille, joiden kotipaikka tai osoite on Suomen ulkopuolella, saattaa kuitenkin edellyttää kyseisen maan lainsäädännön (erityisesti arvopaperimarkkinasääntelyn) 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 ostotarjousta koskevat tiedotteet ja tarjousasiakirjat pidetään saatavilla arvopaperimarkkinalain edellyttämällä tavalla. Erityistapauksissa voi tasapuolinen kohtelu kuitenkin edellyttää, että julkinen ostotarjous ulotetaan tällaisiin maihin. Tällainen erityistilanne voi syntyä esimerkiksi silloin, jos yhtiö on järjestänyt yleisöanteja tietyissä maissa tai tietyssä maassa sijaitsee suuri määrä kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita. Erityistilanteet on aina arvioitava tapauskohtaisesti.

## SUOSITUS 12 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISEHTOON VETOAMINEN

Tarjouksen tekijälle voi olla tärkeää asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Arvopaperimarkkinalain mukaan vapaaehtoisen ostotarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Pakollinen ostotarjous voi olla ehdollinen vain tarvittavien viranomaispäätösten saamiselle (AML 11:15). Pakollista ostotarjousta lukuun ottamatta lainsäädännössä ei ole erityisesti säännelty mahdollisten ostotarjouksen toteuttamiselle asetettujen ehtojen sisältöä tai sitä, millaiset toteuttamisedot ovat vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa sallittuja.

Vapaaehtoisten ostotarjousten toteuttamiselle ei kuitenkaan voida asettaa millaisia ehtoja tahansa. Arvopaperimarkkinalain mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (AML 11:7). Arvopaperimarkkinalain 1:2:n yleissäännön mukaan arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8.1).

Finanssivalvonnan mukaan ostotarjouksen tekijän ei tule vedota ostotarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon, ellei ehdon toteutumatta jäämisellä ole ostotarjouksen tekijälle olennainen merkitys suunnitellun yritysoston kannalta. Finanssivalvonta suosittaa, että tarjouksen tekijä pyrkii, siinä määrin kuin mahdollista, vaikuttamaan siihen, että tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät.

>> *Katso Fivan MOK ostotarjouksista 4.3 (15) ja 5.4 (45).*

### Suositus 12

***Mikäli tarjouksen tekijä päättää vedota tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon ja jättää tarjouksen toteuttamatta, peruste tällaiselle päätökselle tulee julkistaa asiaa koskevassa tiedotteessa.***

### Perustelut

Jos tarjouksen tekijä on asettanut tarjouksen toteuttamiselle ehtoja ja on selvää, että jokin näistä ehdoista jää täyttymättä, tarjouksen tekijän tulisi huolellisesti arvioida, onko ehdon täyttymättä jäämisellä tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta sellainen olennainen merkitys, että on perusteltua jättää tarjous toteuttamatta.

>> *Katso ostotarjouksen ehtoon vetoamisesta myös Fivan MOK ostotarjouksista 4.3 (15) ja 5.4 (45).*

Ostotarjouksen ehtoon vetoamista koskevista arvopaperimarkkinalain säännöksistä ja Finanssivalvonnan määräyksistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

Vapaaehtoisissa 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.

Yritysoston loppuun saattaminen saattaa edellyttää kilpailuviranomaisten hyväksyntää useammalla kuin yhdellä lainkäyttöalueella. Tällöin saattaa syntyä tilanne, jossa viranomaisen käsittelyaika on joissakin maissa huomattavasti pidempi kuin yritysoston kannalta merkittävimmillä markkina-alueilla. Jotta tarjouksen toteutuminen ei vaarantuisi tai kohtuuttomasti venyisi vähemmän merkittävien alueiden viranomaisprosessin keston takia, tarjouksen tekijä voi tällaisissa tilanteissa harkita mahdollisuuksia luopua vaatimasta tarjouksen toteuttamiselle asetetun kilpailuviranomaisten hyväksyntää koskevan ehdon täyttymistä sellaisen maan osalta, joka ei ole yritysoston kannalta merkittävä markkina-alue. Tarjouksen tekijän ei pääsääntöisesti tulisi vedota viranomaishyväksyntää koskevaan ehtoon,

jos se ei kokonaisarvioinnin kannalta ole tarjousprosessin asianomaisessa vaiheessa olennainen ja siitä on mahdollista luopua.

Tarjouksen tekijälle on usein tärkeää saada kohdeyhtiö kokonaan haltuunsa, minkä vuoksi esimerkiksi 90 prosentin lunastusoikeusrajan saavuttaminen on usein tarjouksen toteuttamisen ehtona. Tarjouksen tekijä voi perua tarjouksen esimerkiksi, jos tarjouksen tekijä on asettanut tarjouksen toteuttamisen ehdoksi tietyn omistussuuden saavuttamisen kohdeyhtiössä tai tietyn kohdeyhtiön yhtiökokouksen päätöksen ja on selvää, ettei tällainen ehto tule täyttymään. Kun tarjous lisäksi tehdään tarjouksen tekijän saatavilla olevan tiedon perusteella, tarjouksen tekijä voi edellyttää, ettei kohdeyhtiössä ole tapahtunut sellaista olennaista muutosta, josta tarjouksen tekijä ei ole ollut tietoinen tai joka muuten olennaisesti vaikuttaa tarjoukseen.

Jos tarjouksen toteuttamisen ehtona on ollut due diligence -tarkastuksen suorittaminen kohdeyhtiössä, tarjouksen tekijän ei tulisi vedota due diligence -ehtoon sellaisten seikkojen osalta, jotka ovat selvästi olleet tarjouksen tekijän tiedossa jo tarjousta tehtäessä.

>> *Katso Fivan MOK ostotarjouksista 4.3 (15).*

Ehtoon vetoaminen edellyttäisi lähtökohtaisesti, että tarjouksen julkistamisen jälkeen suoritettavassa due diligence -tarkastuksessa tai muuten paljastuu sellaisia seikkoja, jotka eivät ole olleet tarjouksen tekijän tiedossa tarjouksen ehtoja laadittaessa ja joilla on olennainen merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta.

Mikäli julkinen ostotarjous toteutetaan yhteisymmärryksessä kohdeyhtiön hallituksen kanssa, on mahdollista, että tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö laativat erityisen yhdistymis- tai transaktiosopimuksen. Osapuolille voi olla tärkeää, että tarjous toteutetaan kyseisen sopimuksen mukaisesti ja vain, mikäli osapuolet ovat edelleen yhteisymmärryksessä tarjouksen toteutumisasajankohtana. Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen voimassaolo on siten usein asetettu ehdoksi tarjouksen toteuttamiselle. Kohdeyhtiö antaa usein yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa tavanomaisia vakuutuksia kohdeyhtiöstä ja sen liiketoiminnasta. Tällaisten vakuutusten vähäpätöistä tai epäolennaista rikkomusta ei yleensä

katsota sellaiseksi seikaksi, joka oikeuttaa tarjouksen tekijän vetäytymään tarjouksesta yhdistymis- tai transaktiosopimuksen mahdollisen irtisanomisen tai päättymisen johdosta.

Rahoituksen ehdollisuuden vetoaminen edellyttää, että rahoituksen saatavuus on asetettu nimenomaisesti tarjouksen toteuttamisen ehdoksi. Rahoituksen saatavuutta ei voida asettaa tarjouksen toteuttamisen ehdoksi, mikäli tarjouksen rahoitus ei ole ehdollinen.



## VI TARJOUKSEN JÄLKEISET TOIMENPITEET

### SUOSITUS 13 – AIKOMUS HANKKIA KOHDEYHTIÖN LOPUT ARVOPAPERIT

#### Johdanto

Tarjouksen tekijän tarkoituksena on usein saada omistusoikeus kaikkiin kohdeyhtiön osakkeisiin. Ostotarjouksessa harvoin saavutetaan 100 prosentin hyväksymisastetta, minkä vuoksi tarjouksen tekijä pyrkii usein saamaan omistukseensa ensin 90 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä tarjouksen avulla ja tämän jälkeen hankkimaan loput osakkeet osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä.

Osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajalla, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa (9/10) yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä (lunastaja), on oikeus käyvästä 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.

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 11:18).

Tarjouksen tekijän on myös mahdollista jatkaa tarjousaikaa sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä vahvistaa toteuttavansa tarjouksen ja tarjous muuttuu ehdottomaksi. Tämä mahdollistaa tarjouksen tekijälle lisäosakkeiden hankkimisen markkinoilta sekä jäljelle jääneille osakkeenomistajille tilaisuuden hyväksyä tarjous vielä sen jälkeen, kun tarjouksen toteuttaminen on vahvistunut ja tarjouksen ensimmäiset toteutuskaupat on jo tehty.

>> **Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.3.2 (32).**

Tarjouksen tekijä voi tarjousajan päätyttyä myös muuten pyrkiä hankkimaan markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita omistussuuttaan kasvatukseen. Markkinoiden avoimuuden turvaamiseksi tarjouksen tekijän tulisi julkistaa tällaiset aikomuksensa.

#### Suositus 13

**Tarjouksen tekijän on jo julkista ostotarjousta koskevassa tarjousasiakirjassa ilmoitettava mahdollisesta aikomuksestaan vaatia osakeyhtiölain mukaista vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta. Tarjouksen tekijän on ostotarjouksen tulosta koskevassa tiedotteessaan julkistettava aikomuksensa käynnistää osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely tai ostaa markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita. Mikäli tarjouksen tekijä on ilmoittanut aikovansa käynnistää osakeyhtiölain mukaisen lunastusmenettelyn, tarjouksen tekijän tulee vaatia lunastusta ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä.**

#### Perustelut

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo lunastaa kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien osakkeet saatuaan omistukseensa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa (9/10) yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, tarjouksen tekijän tulee ilmoittaa tästä aikomuksestaan jo tarjousasiakirjassa.

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 yleensä tarkoituksenmukaista, että tarjouksen tekijä käynnistää lunastusmenettelyn ja että kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus käsitellään samassa menettelyssä.

Mikäli tarjouksen tekijä on saanut julkisen ostotarjouksen kautta tai muuten ostotarjouksen yhteydessä haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä, ja tarjouksen tekijä aikoo aloittaa osakeyhtiölain mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn, tieto tulevasta lunastusmenettelystä tulee sisällyttää tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen.

Jos tarjouksen tekijä on päättänyt ostaa lisää kohdeyhtiön arvopapereita markkinoilta tarjousajan päättymisen jälkeen, myös tieto tällaisesta aikomuksesta tulee sisällyttää tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen.

## SUOSITUS 14 – 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 haltuunotto toimiin. Haltuunottotoimenpiteet eivät saa loukata vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia.

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. Osakeyhtiö voi sulautua toiseen osakeyhtiöön, jolloin sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle ja sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat sulautumisvastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita. Sulautumisvastike saa olla myös rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia (OYL 16:1). Yleensä lähtökohtana sulautumisessa on yhdenvertaisuusperiaate ottaen huomioon, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat voivat halutessaan jatkaa vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina. Mikäli ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin tarjouksen tekijän osakkeita, tähän tulee olla perusteltu syy.

### Suositus 14

***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.***

### Perustelut

Integraatio- ja muut haltuunottotoimenpiteet toteutetaan usein julkisen ostotarjouksen 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. Tarjouksen tekijän saatua määräsvallan kohdeyhtiössä kohdeyhtiön hallituksen on syytä varmistaa, ettei liiketoimilla tuoteta epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle kohdeyhtiön tai sen muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Ostotarjoustilanteissa on tärkeää 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 erityisen tärkeää varmistua osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumista.

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. Voi kuitenkin olla 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 tulisi julkistaa tarjousasiakirjassa. Tarjousasiakirjassa on myös syytä kuvata sulautumisvastikkeen määrää ja laatua, jos se on mahdollista.

Jos ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita, tähän tulisi olla erityinen syy. Tällainen syy voi esimerkiksi perustua yhtiön liiketoiminnan edellytyksiin tai omistusrakenteen myötä saataviin synergioihin. Jos muulla vastikkeella pyritään esimerkiksi estämään tiettyjä osakkeenomistajia pääsemästä vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajiksi, menettely voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. Osakeyhtiölain esitöistä (HE 109/2005, s. 146) ilmenevällä tavalla rahavastikkeen käyttö saattaa olla tarpeen myös esimerkiksi siltä osin, kuin osakkeiden vaihtosuhde muuten johtaisi murtoosaisten osakkeiden antamiseen. Osakkeiden vaihtosuhdetta ei ilman perusteltua syytä saa asettaa sellaiseksi, että sulautumisessa pienosakkeenomistajat saisivat pelkän rahavastikkeen suurempien osakkeenomistajien saadessa pääosin osakevastikkeen.

## VII MUITA HUOMIOITA

### HUOMIOITA KOHDEYHTIÖN YHTIÖJÄRJESTYKSEEN PERUSTUVISTA MÄÄRÄYKSISTÄ

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

Joidenkin suomalaisten pörssiyhtiöiden 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 usein arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain vastaavista säännöksistä. Tämä aiheuttaa erilaisia käytännön ongelmia ja johtaa ylimääräiseen, lakisääteisistä ostotarjous- ja lunastusmenettelyistä erilliseen tarjousprosessiin.

Pörssiyhtiö voi sisällyttää yhtiöjärjestykseensä myös ostotarjousdirektiivin niin sanottuihin vapaaehtoiisiin artikloihin perustuvia määräyksiä. Ostotarjousdirektiivin mukaan sen 9 artiklan (kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen velvollisuudet) ja 11 artiklan (suojatoimenpiteiden kumoaminen) mukaisten määräysten voimaansaattaminen on jäsenvaltioiden harkinnassa. Jos jäsenvaltio ei ole saattanut kyseisiä artikloja voimaan kuuluu direktiivin nojalla kohdeyhtiölle kuitenkin aina itsenäinen mahdollisuus ottaa käyttöön nämä säännökset, jos yhtiökokous tekee tästä päätöksen (ostotarjousdirektiivin 12 artiklan 2 kohta). Arvopaperimarkkinalain 11:14:n ja osakeyhtiölain säännösten on katsottava täyttävän 9 artiklan vaatimukset. Suomi ei ole saattanut voimaan 11 artiklan määräyksiä. Jäljempänä jaksossa b) kuvataan voimassaolevan lainsäädännön ja suositusten mukaista menettelyä, jolla suomalainen osakeyhtiö voisi halutessaan 12 artiklan 2 kohdan edellyttämällä tavalla ottaa käyttöön ostotarjousdirektiivin 11 artiklan mukaisia tarkempia määräyksiä.

### 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 11:19). Tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuusraja vastaa siten pitkälti yhtiöjärjestyksissä perinteisesti vahvistettuja lunastusrajoja. Tämä on vähentänyt tarvetta ylläpitää erillisiä lunastusvelvollisuutta koskevia yhtiöjärjestysmääräyksiä.

Arvopaperimarkkinalaki sisältää poikkeuksen tarjousvelvollisuudesta 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 11:21). 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 usein arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain vastaavista määräyksistä. Yhtiöjärjestykseen sisältyvä lunastusmääräys voi myös aiheuttaa 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 tarkoituksen mukaista suojaa.

Mikäli lunastusvelvollisuutta koskeva yhtiöjärjestysmääräys katsotaan arvopaperimarkkinalain pakollisia ostotarjouksia koskevista säännöksistä huolimatta tarpeelliseksi, on hyvä, että yhtiöjärjestysmääräyksen 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 määräänemistövaatimus.

Mikäli yhtiöjärjestykseen perustuva lunastuslauseke ei vastaa arvopaperimarkkinalain säännöksiä edellä kuvatulla tavalla ja yhtiöjärjestyksen määräykset johtavat esimerkiksi korkeampaan hintaan kuin arvopaperimarkkinalain säännökset, tarjouk-

sen 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 tarjousdokumentaatioissa. Tilanteeseen saattavat tulla sovellettaviksi myös arvopaperimarkkinalain korotus- ja hyvitysvelvollisuutta koskevat säännökset (ks. AML 11:25).

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

>> *Katso Fivan MOK ostotarjouksista kohta 5.1 (5).*

## **b. Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan läpimurto-lauseke**

Ostotarjousdirektiivin valinnaisen 11 artiklan mukaan jäsenvaltioiden tulisi varmistaa, että tiettyjä 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. Ostotarjousdirektiivin 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. Ostotarjousdirektiivin kyseisiä määräyksiä ei ole saatettu voimaan Suomen lainsäädännössä.



Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan säännösten tyyppisiä yhtiöjärjestysmääräyksiä ei myöskään ole ollut käytössä suomalaisissa pörssi-yhtiöissä.

Ostotarjousdirektiivin voimaansaattamista koskevissa arvopaperimarkkinalain esitöissä (HE 6/2006) todetaan, että 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. Yhtiöjärjestysmääräystä 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 vähenemiseen, 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.

Määräenemmistöpäätöksinkään 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, ostotarjousdirektiivin mukaan näiden oikeuksien haltijoille tulee maksaa käypä korvaus mahdollisesti aiheutuneesta menetyksestä. Osakeyhtiölaissa ei ole erityisesti määrätty mahdollisuudesta edellä mainittujen korvauksien maksamiseen. 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. Mahdollisena korvauksena voisi tulla kysymykseen esimerkiksi osakeyhtiölain mahdollistama suunnattu maksuton anti. Tällaisissa tilanteissa voidaan joka tapauksessa soveltaa osakelajien yhdistämistä koskevaan päätöksentekomenettelyyn liittyviä vaatimuksia.

Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan mukaan voitaisiin tarjoustilanteessa puuttua myös kohdeyhtiöiden arvopapereiden haltijoiden välisiin sopimuksiin perustuviin äänioikeusrajoituksiin tai arvopapereiden siirrettävyyttä koskeviin rajoituksiin. Yhtiökohdaisesti voitaisiin siis määrätä, että yhtiön arvopapereiden haltijoiden välisiin sopimuksiin perustuvia äänioikeusrajoituksia tai arvopapereiden siirrettävyyttä koskevia rajoituksia ei tarjoustilanteessa sovellettaisi 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 yhtiöjärjestystä vastaavien säännösten kautta. Edellä mainituissa arvopaperimarkkinalain esitöissä (HE 6/2006, s. 12) on katsottu, että äänioikeuden käyttämisestä tai osakkeiden luovuttamista koskevien osakassopimusten määräykset sitovat Suomessa lähtökohtaisesti vain sopijapuolia eivätkä esimerkiksi kohdeyhtiötä tai tarjouksen tekijää. Ostotarjousdirektiiviä 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.

## HUOMIOITA TIEDONANTOVELVOLLISUUDESTA OSTOTARJOUSPROSESSIN ERI VAIHEISSA

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 (AML 6:4). Valmis-teilla olevia asioita ei kuitenkaan tarvitse julkistaa. Tarjouksen tekijän ollessa arvopaperimarkkinalain 6:1.2:ssa tarkoitettu liikkeeseenlaskija arvopaperimarkkinalain jatkuva tiedonantovelvollisuus soveltuu myös tarjouksen tekijään.

Kun tarjouksen tekijä päättää tehdä julkisen ostoparjouksen, tarjouksen tekijän on arvopaperimarkkinalain nojalla välittömästi julkistettava päätöksensä (AML 11:9.1).

>> **Katso suositus 11 "Tarjouksen julkistaminen".**

Kohdeyhtiön tulee jatkuvan tiedonantovelvollisuutensa mukaisesti julkistaa tieto tarjouksen tekijän päätöksestä myös yhtiön omalla pörssitiedotteella. Jos kohdeyhtiö ja tarjouksen tekijä ovat tehneet yhdistymis- tai transaktiosopimuksen, kohdeyhtiön on julkistettava tieto sopimuksesta ja sen olennaisista ehdoista viipymättä sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen.

>> **Katso suositus 3 "Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa", kohta (b) "Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa" olennaisiksi katsottavista ehdoista.**

Yleensä yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen ja tarjouksen tekijän lopullinen päätös tehdä tarjous tapahtuvat samanaikaisesti, jolloin ne myös julkistetaan samanaikaisesti. Mahdollisen yhdistymis- tai transaktiosopimuksen 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 tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä. Tyypillisesti kohdeyhtiön julkistettavaksi tulevat muun muassa:

- hallituksen tarjouksesta antama lausunto sisältäen myös tiedon siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia, ja jollei ole, perustelut miksi ei ole, sekä lausuntoon mahdollisesti myöhemmin tehtävät muutokset,
- kohdeyhtiön henkilöstön tarjouksesta mahdollisesti antama lausunto,
- tieto tarjouksen johdosta mahdollisesti pidettävästä yhtiökokouksesta,
- arvopaperimarkkinalain 11:14 mukaisesti syy mahdolliselle päätökselle olla siirtämättä asiaa yhtiökokouksen käsiteltäväksi,
- tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta,
- tieto tarjouksen tuloksesta,
- tarjouksen tekijän ja osakkeenomistajien omistussuutta 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 tyhjennettävä. Jos esimerkiksi tieto tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä käytävistä neuvotteluista on julkistettu markkinoille, kohdeyhtiön tulee julkistaa myös tieto tällaisten neuvottelujen päättymisestä.

>> **Katso tästä suositus 11 "Tarjouksen julkistaminen"**

Tarjouksen tekijän tiedonantovelvollisuuksiin kuuluu tarjouksen julkistamisen lisäksi mm. omistusuosuutta koskevien liputusilmoitusten tekeminen. Tarjouksen tekijän ollessa arvopaperimarkkinalain 6:1.2:ssä tarkoitettu liikkeeseenlaskija arvopaperimarkkinalain jatkuva tiedonantovelvollisuus soveltuu myös tarjouksen tekijään.

>> **Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.7 (58) – (61) ostotarjoukseen liittyvistä julkisista lausunnoista.**

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo liputusilmoitusten lisäksi ostotarjousaikana tiedottaa ostotarjouksen edistymisestä, Finanssivalvonta suosittelee, että tarjouksen tekijä ilmoittaa asiasta tarjousasiakirjassa. Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden mukaan ostotarjouksen edistymistä koskevan tiedottamisen tulisi tällöin olla johdonmukaista ja perustua joko tiedottamiseen ennalta ilmoitettuin määrääikoina (esimerkiksi viikoittain) tai ennalta ilmoitettujen omistus- tai ääniosuuksien saavuttamiseen, ylittämiseen tai alittamiseen.

**Arvopaperimarkkinayhdistys ry**  
(c/o Keskuskauppakamari)  
Aleksanterinkatu 17, PL 1000,  
00101 Helsinki  
info@cgfinland.fi  
www.cgfinland.fi