

Rahoitustarkastus
Markkinavalvonta
PL 159
00101 Helsinki

STANDARDILUONNOS 5.2c (JULKINEN OSTOTARJOUS JA TARJOUSVELVOLLISUUS)

Rahoitustarkastus on lähettänyt lausunnon standardiluonnoksen uudistetusta Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus -standardista (5.2c). Keskuskauppakamarin yrityskauppalauskunta (jäljempänä "yrityskauppalauskunta") on tutustunut Rahoitustarkastuksen lausuntopyyntöön ja standardiluonnokseen ja lausuu asiasta seuraavan.

Yleistä

Julkisten ostotarjousten sääntelyssä on tapahtunut merkittävää kehitystä viime vuosina. Arvopaperimarkkinain lain muutoksella (L 442/2006) uudistettiin arvopaperimarkkinain julkisia ostotarjouksia koskeva 6 luku. Lakimuutosten johdosta yrityskauppalauskunta pitää Rahoitustarkastuksen edellisen standardin 5.2c (Osto- ja lunastustarjouksen tekeminen) uudistamista kiireellisenä, kannatettavana ja erittäin tarpeellisenä.

Standardin uudistuksen valmistelu on ollut huolellista. Rahoitustarkastus on huomionnut standardiluonnoksessa hyvin alalla tapahtuneen kehityksen sekä Suomessa että kansainvälisesti ja tästä johtuvat muutostarpeet. Arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden lisäämiseksi tulee huolehtia sijoittajien tasapuolisesta kohtelusta ja tiedonsaannista. Tarjouksen tekijän velvoitteiden ja sijoittajien oikeuksien tulee olla sisällöltään selkeitä. Tämän ohella jatkovalmistelussa on kiinnitettävä huomioita siihen, ettei tarjouksen tekijän velvoitteita tarpeettomasti lisätä siitä, mitä arvopaperimarkkinailaissa on asetettu.

Standardiluonnos on sisällöltään laaja kokonaisuus. Se on joiltain osin hyvin yksityiskohtainen ja paikoin päinvastoin hyvin yleinen. Sitoviksi ilmoitetut standardin osat, suositukset ja perustelut liittyvät kiinteästi toisiinsa. Sen johdosta standardiluonnoksesta on vaikea hahmottaa, mitkä osat siitä ovat *tosiasiassa sitovia* ja mistä osista poikkeaminen on mahdollista ja mitä menettelyjä poikkeaminen edellyttää. Standardia tulee tarkentaa näiltä osin siinä määrin kuin se on nykyinen standardirakenne huomioiden mahdollista.

Standardi sisältää osin tulkintoja, jotka asettavat markkinaosapuolille arvopaperimarkkinailakia pidemmälle meneviä velvoitteita. Yrityskauppalauskunta esittää, että Rahoitustarkastus perustelee näissä tilanteissa toimivaltansa jaksossa "4 Normiperusta" todettua selkeämmin. Siltä osin kuin tulkinnat eivät perustu arvopaperimarkkinailakiin tulee lisäksi kuvata millaisia menettelyjä noudatetaan niissä tilanteissa, joissa tarjouksen tekijä haluaa poiketa Rahoitustarkastuksen kannanotosta.

Yrityskauppalautakunnan asema ja tehtävät

Arvopaperimarkkinalain muutoksella perustettu yrityskauppalautakunta on aloittanut toimintansa 1.9.2006. Yrityskauppalautakunnan tehtävänä on antaa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaisesti hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Lautakunnan on pyydettävä suosituksista ennen niiden antamista Rahoitustarkastuksen lausunto. Lautakunta voi lisäksi antaa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaisesti hakemuksesta ratkaisusuosituksia suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä tai muulla tavoin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä.

Yrityskauppalautakunta esittää, että Rahoitustarkastus tuo standardissaan selkeämmin esille yrityskauppalautakunnan aseman ja tehtävät. Lisäksi yrityskauppalautakunta pitää erittäin tärkeänä, että Rahoitustarkastus arvioi standardiluonnoksen siltä kannalta, miten yrityskauppalautakunnan asema ja tehtävät sekä valmisteilla olevat suositukset vaikuttavat standardin sisältöön.

Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista

Elinkeinoelämän keskusliitto EK, Keskuskauppakamari ja OMX Exchanges Oy ovat asettaneet 23.11.2005 työryhmän valmistelemaan suosituksia, joilla on tarkoitus edistää hyvää arvopaperimarkkinatapa ja ohjata yrityskauppatilanteissa noudatettavia menettelytapoja EY:n yritysostotarjousdirektiiviin liittyen. Mainittu työryhmä lähetti lausunnoille luonnoksen suosituksiksi julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista. Yrityskauppalautakunta on suosituksia valmistelevalle työryhmälle antamassaan lausunnossa toivonut suositusten nopeaa valmistumista ja ilmoittanut suhtautuvansa lähtökohtaisen myönteisesti niiden antamiseen arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n edellyttämällä tavalla.

Yrityskauppalautakunta on verrannut suosituksia ja Rahoitustarkastuksen standardiluonnosta toisiinsa. Tällä hetkellä työryhmän valmistelemissa suosituksissa ja Rahoitustarkastuksen standardiluonnoksessa on lausuttu osin samoista aiheista. Markkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että Rahoitustarkastuksen standardi ja työryhmän valmistelemat suositukset ovat valmistuessaan yhdenmukaiset. Ensisijaisesti yhdenmukaisuus tulee varmistaa karsimalla esiintyvät päällekkäisyydet joko Rahoitustarkastuksen standardista tai suosituksista. Jos aiheesta on tarpeen lausua sekä suosituksissa että Rahoitustarkastuksen standardissa, tulee varmistaa, että sanamuodot ja tulkinnat ovat näiltä osin yhtenevät.

Arvopaperimarkkinalain mukaan yrityskauppalautakunnan tehtävänä on antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja tietyistä kysymyksistä. Tämän tehtävänsä kannalta yrityskauppalautakunta pitää ensiarvoisen tärkeänä, että Rahoitustarkastus tuo standardissaan selkeämmin esille, että yrityskauppalautakunnan antamat suositukset edistävät hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamista. Tämä tehostaisi suositusten noudattamista.

Yrityskauppalautakunta suhtautuu erityisen myönteisesti siihen, että Rahoitustarkastus on standardiluonnosta laatiessaan huomionnut suosituksia valmistelevan työryhmän tekemän arvokkaan työn. Yrityskauppalautakunta toivoo, että Rahoitustarkastus jatkaa edelleen esimerkillisen hyvää ja avointa yhteistyötä standardin jatkovalmisteluvaiheessa sekä suosituksia valmistelevan työryhmän että yrityskauppalautakunnan kanssa.

Jatkovalmistelussa yrityskauppala-autakunta haluaa lisäksi kiinnittää Rahoitustarkastuksen huomiota seuraaviin standardiluonnoksen yksityiskohtiin. Samalla yrityskauppala-autakunta tulee vastanneeksi Rahoitustarkastuksen lausuntopyyntöissä esittämiin kysymyksiin. Alla oleva otsikointi noudattaa standardiluonnoksen otsikoita ja numerointia.

2 Tavoitteet, kohta (4)

Standardiluonnoksessa todetaan, että Rahoitustarkastus antaa erikseen tulkintoja tai kirjallisia lausuntoja julkisia ostotarjouksia koskevien säännösten sekä tämän standardin suositusten soveltamisesta yksittäistapaukseen. Standardiluonnoksessa ja valmisteilla olevissa suosituksissa on päällekkäisiä asioita. Jatkovalmistelussa tulee selventää, mistä kysymyksistä Rahoitustarkastus antaa tulkintoja ja lausuntoja, ja mitkä kysymykset kuuluvat yrityskauppala-autakunnan toimivaltaan.

Yrityskauppala-autakunta pitää tämän kysymyksen selventämistä markkinaosapuolten ja neuvonantajien kannalta ensiarvoisen tärkeänä. Markkinaosapuolten ja neuvonantajien tulee tietää, mistä kannanottoja voidaan pyytää. Yrityskauppala-autakunnan arvopaperimarkkinalakiin perustuvana tehtävänä on antaa ratkaisusuosituksia yksittäistapauksiin. Yrityskauppala-autakunnan ratkaisusuositusta pyytämällä markkinaosapuolen on mahdollista saada ennakkollinen kannanotto epäselvään kysymykseen, joten ei ole perusteltua, että Rahoitustarkastus antaisi kannanottoja samoista asioista.

Arvopaperimarkkinalain muutoksella ei lain esitöiden mukaisesti ollut tarkoitus luoda yrityskauppala-autakunnalle Rahoitustarkastuksen toimivallan kanssa päällekkäistä toimivaltaa. Tällä perusteella yrityskauppala-autakunta esittää lisättäväksi standardin kohtaan (4) tai omaksi kohdaksi:

Rahoitustarkastus ei kuitenkaan anna tulkintoja tai kirjallisia lausuntoja kysymyksistä, jotka kuuluvat Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunnan toimivaltaan.

3 Kansainvälinen viitekehys ja alan itsesääntely, kohta (3)

Kyseisessä standardiluonnoksen kohdassa on luontevaa tuoda esille yrityskauppala-autakunnan asema ja tehtävät. Tältä osin yrityskauppala-autakunta esittää standardin sanamuodoksi:

(3) Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaan Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Lautakunnan on pyydettävä suosituksista ennen niiden antamista Rahoitustarkastuksen lausunto. Lautakunta voi lisäksi antaa hakemuksesta ratkaisusuosituksia myös suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä tai muulla tavoin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä. Rahoitustarkastuksen näkemyksen mukaan lautakunnan suositukset ja lausunnot ilmentävät hyvää arvopaperimarkkinatapaa, ja Rahoitustarkastus on tässä standardissa ottanut huomioon kyseiset suositukset.

5 Yleiset periaatteet, kohdat (2b) ja (4)

Kohdeyhtiön hallitus ei neuvo osakkeenomistajia vaan antaa perustellun arvion tarjouksesta. Kohdan (2) alakohdassa b oleva sana ”neuvoa” esitetään siten korvattavaksi ilmaisulla, joka paremmin kuvaa kohdeyhtiön hallituksen velvollisuuksia kyseisessä tilanteessa.

Kohdassa (4) on kysymyksessä uusi suositus, jonka sisältöä tulee harkita huolellisesti. Julkiseen ostotarjoukseen liittyvät tilanteet ovat yleensä yksittäistapauksellisia. Sitovien yleisten ohjeiden antaminen siitä, mikä on hyvän tavan mukaista, on vaikeaa.

Suositukset ovat sanamuodoltaan yleisiä ja niiden soveltaminen yksittäistapaukseen edellyttää yleensä tulkintaa. Tulkintatilanne voi olla epäselvä. Tilanne voi olla esimerkiksi sellainen, että sen osalta ei ole vakiintunut hyvän tavan mukaista toimintakäytäntöä. Lisäksi joissain yksittäistapauksissa myös suosituksesta poikkeaminen voi olla perusteltua.

Julkisen ostotarjouksen tilanteessa arvopaperinvälittäjä on neuvonantajan asemassa. Ostotarjouksen tekijä on suhteessa arvopaperinvälittäjään asiakkaan asemassa. Nykyisessä muodossaan suositus tosiasiallisesti asettaa arvopaperinvälittäjälle neuvonantajan asemaan sopimattoman roolin asiakkaan toiminnan oikeellisuuden tulkitsijana ja määrittäjänä.

Yrityskauppalautakunta suhtautuu varauksellisesti siihen, että neuvonantajalle asetettaisiin kohdan (4) viimeisen virkkeen mukainen velvollisuus arvioida asiakkaan toiminnan oikeellisuutta. Yrityskauppalautakunta ei kannata sitä, että tulkintariski sanamuodoltaan yleisten suositusten noudattamisesta ulotetaan neuvonantajana toimivalle arvopaperinvälittäjälle. Arvopaperinvälittäjälle asetettu velvoite voi tosiasiallisesti johtaa siihen, että neuvonantaja vetäytyy järjestelystä erityisesti niissä vaikeissa tilanteissa, joissa neuvonantajan tarve olisi erityisen suuri. Tarjouksen tekijällä on itsellään paras tieto toiminnastaan ja siten parhaat mahdollisuudet arvioida toimintaansa.

Standardiluonnoksessa ei ole huomioitu, että neuvonantajan rooli voi olla eriasteinen. Neuvonanto voi koskea vain rajattua osaa laajasta kokonaisjärjestelystä eikä ainakaan tällaiselle neuvonantajalle voida asettaa velvoitetta arvioida asiakkaan toimintaa kokonaisuutena. Suositusten rikkominen voi myös olla eriasteinen. Tarjouksen tekijä voi esimerkiksi jättää parhaan käsityksensä mukaan perustellusti noudattamatta jotain suosituksen yksittäistä kohtaa, mutta noudattaa suosituksia muilta osin. Koska on kysymys suosituksista, niistä poikkeamisen tulee olla perustellusta syystä mahdollista yksittäistapauksissa. Standardiluonnoksessa ei ole myöskään huomioitu sitä, että ehdotettu suositus asettaisi kotimaiset ja ulkomaiset arvopaperinvälittäjät erilaiseen asemaan, koska vain kotimaiset arvopaperinvälittäjät ovat Rahoitustarkastuksen valvonnassa. Suositus ei myöskään koskisi niitä tahoja, jotka eivät ole muutoin Rahoitustarkastuksen valvonnassa.

Velvoite on neuvonantajalle raskas erityisesti siitä syystä, että monitahoiset tulkintatilanteet voivat ratketa vasta jälkikäteen arvioinnin perusteella. Tilanne on kuitenkin toinen silloin, kun asiasta on mahdollista pyytää arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 § 1 momentin mukaista ratkaisusuositusta yrityskauppalautakunnalta. Tällöin asiaan on mahdollista saada ennakkollinen kannanotto, mikä vähentää merkittävästi toimintaan liittyvää epävarmuutta. Yrityskauppalautakunnan ratkaisusuositus perustuu yleiseen suositukseen, mutta – toisin kuin yleisessä suosituksessa – siinä on mahdollista ottaa huomioon tapauskohtaiset olosuhteet.

6.3.2 Tarjousvastikkeen suorittamisesta varmistautuminen, kohta (23)

Tältä osin tulee huolehtia Rahoitustarkastuksen standardin ja valmisteilla olevien suositusten yhdenmukaisuudesta.

6.4.1 Tarjousmenettelyn aloittaminen, kohta (26)

Standardiluonnoksessa todetaan, että pakollisissa ostotarjouksissa tarjousmenettely on aloitettava kuukauden kuluessa *tarjousvelvollisuuden syntymisestä*. Arvopaperimarkkinalain (6:14.2) mukaan tarjousvelvollisen on julkistettava ostotarjous kuukauden kuluessa tarjousvelvollisuuden syntymisestä, ja ostotarjousmenettely on aloitettava kuukauden kuluessa *tarjouksen julkistamisesta*. Standardin sanamuotoa ehdotetaan korjattavaksi tältä osin.

6.4.2 Tarjousaika ja sen jatkaminen tai keskeyttäminen, kohdat (29) ja (30)

Standardiluonnoksen kohdan (29) käsittelemässä tilanteessa yrityskauppalautakunta pitää hyvänä suosituksia valmistelevan työryhmän näkemystä ja esittää standardin sanamuodon yhdenmukaistamista sen kanssa. Tarjouksen voimassaoloaikaa koskevassa työryhmän suosituksessa todetaan:

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

Standardiluonnoksen kohdan (30) mukaan tieto tarjousajan päättymisestä tulee julkistaa vähintään kaksi viikkoa etukäteen myös silloin, kun tarjouksen tekijä keskeyttää tarjousajan tai jatkaa sitä kymmenen viikon aikarajan puitteissa. Tällainen velvoite voi käytännössä johtaa tarjousprosessin vaikeutumiseen ja pitkittymiseen, mikä ei ole tarjouksen tekijän, kohdeyhtiön tai kohdeyhtiön osakkeenomistajien edun mukaista. Erityisesti piensijoittajien edun mukaista on saada prosessi päätökseen, jotta arvopapereihin sitoutuneet varat ovat vapaasti käytettävissä. Yrityskauppalautakunta esittää aikarajan lyhentämistä vallitsevan markkinakäytännön mukaiseen viiteen päivään.

6.5 Ostotarjouksen ehdot, kohdat (42)-(45)

Yrityskauppalautakunta esittää standardiluonnoksen kohtien (42)-(45) vertaamista valmisteilla olevan suosituksen vastaaviin kohtiin ja näiden yhdenmukaistamista.

Laissa perumisoikeus koskee ainoastaan kilpailevan tarjouksen tilannetta. Arvopaperimarkkinalain (6:8.2) mukaan ensimmäisen tarjouksen hyväksynyt saa *kilpailevan tarjouksen* julkistamisen jälkeen perua hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana. Yrityskauppalautakunnan näkemyksen mukaan ei ole perusteltua laajentaa perumisoikeutta lain mukaisesta standardiluonnoksen kohdassa (44) esitetyllä tavalla ja ehdottaa kyseisen kohdan poistamista standardista. Perumisoikeuden laajentaminen lisäksi tarpeettomasti tarjouksen toteutumisen liittyvää epävarmuutta.

Kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoiden ja tarjouksen tekijän oikeuksien ja velvollisuuksien tasapainoa tarkasteltaessa on huomioitava tarjouksen ehdot ja valitseva tilanne kokonaisuutena. Tasapainoinen asetelma on lähtökohtaisesti turvattu siten, että arvopapereiden haltijat voivat vapaasti harkita hyväksyvätkö tarjouksen ja tarjouksen hyväksyessään he voivat määrätä hyväksymisensä ajankohdan tarjousajan puitteissa. Sen sijaan tarjouksen hyväksymällä he sitoutuvat tarjoukseen ja sen ehtoihin.

Tarjoustilanteessa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille tulee selkeästi tiedottaa tarjouksen ehdoista ja varata riittävästi aikaa tarjouksen ehtoihin tutustumiseen.

Tarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Standardiluonnoksen kohdan (45) mukaan hyvä arvopaperimarkkinatapa edellyttää, ettei ostotarjouksen tekijä vetoa tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon, ellei tällä ehdolla ole tarjouksen tekijälle huomattava merkitys suunnitellun yritysoston kannalta.

Ulkopuolisesta näkökulmasta on usein vaikea määritellä, mikä on ehdon merkitys tarjouksen tekijälle. Tarjouksen tekijällä tulee olla tarjousta tehdessään varmuus siitä, että hänen sen toteuttamisen ehdoksi asettamansa kriteerit ovat kestäviä. Sijoittajansuoja ei edellytä kohdan (45) mukaista suositusta. Sijoittajien kannalta on olennaisempaa, että tarjouksen ehdollisuus on selkeästi tiedotettu. Tämän johdosta yrityskauppalautakunta esittää kohdan (45) poistamista.

6.6 Kilpaileva ostotarjous, kohdat (55) ja (56)

Rahoitustarkastus on esittänyt kohdissa (55) ja (56) näkemyksensä arvopaperimarkkinalain 6:8:n tulkinnasta. Yrityskauppalautakunnan näkemyksen mukaan julkinen ostotarjous voidaan toteuttaa joko toteuttamalla kaupat päivittäin tai siten, että osakkeenomistajilta kerätään suostumuksia ja kaupat toteutetaan yhdellä kertaa tarjousajan päätyttyä.

Arvopaperimarkkinalaissa käytetään tietoisesti käsiteparia ”hyväksyminen” ja ”peruminen”. Siviilioikeudessa sopimus syntyy, kun tarjoukseen annetaan hyväksyvä ja puhdas eli tarjouksen ehtojen mukainen vastaus. Osapuolet ovat lähtökohtaisesti sidottuja tekemiinsä tahdonilmaisuihin, mutta ennen sopimuksen syntymistä ne on mahdollista peruuttaa tietyin ehdoin. Jos sopimus on syntynyt, sen yksipuoleinen päättäminen ei ole mahdollista tarjouksen tai vastauksen peruuttamista koskevien sääntöjen mukaisesti vaan edellyttää sopimuksen purkua. Sopimuksen purkamiselle on tavanomaisesti asetettu huomattavasti yksipuoleisen oikeustoimen peruuttamista korkeammat kriteerit. Jos lainsäädännössä on asetettu oikeus kaupan purkuun, siitä on säädetty nimenomaisesti.

Arvopaperimarkkinalain 6:8:n terminologia on johdonmukainen siviilioikeudellisen käsitteistön kanssa. Julkinen ostotarjous on siviilioikeuden oppien mukainen tarjous ja kohdeyhtiön arvopapereiden haltijan siihen antama hyväksyminen on vastaus. Sopimus eli kauppa ei kuitenkaan synny välittömästi hyväksymisen antamisen hetkellä tarjouksen ehdollisuuden vuoksi. Ennen kaupan syntymistä hyväksyminen on kilpailevan ostotarjouksen tilanteessa mahdollista perua arvopaperimarkkinalain tarkoittamalla tavalla. Kaupan syntymisen jälkeen ei ole kuitenkaan enää kysymys hyväksymisen perumisesta vaan kaupan purkamisesta. Hyväksymisen peruminen ei voi rinnastua kaupan purkamiseen.

Arvopaperimarkkinalain säännös ei tarkoita yksipuolista oikeutta jo tehdyn kaupan purkamiseen. Tässä yhteydessä on huomioitava myös velkakirjalain 22 §. Lisäksi kaupan purkaminen arvo-osuusjärjestelmässä saattaa olla teknisesti erittäin vaikeasti toteutettavissa. Kaupan purkamisen salliva tulkinta olisi erityisen ongelmallinen tilanteessa, jossa arvopaperit ovat jo siirtyneet kolmannelle taholle.

Koska arvopaperimarkkinalain mukainen perumisoikeus ei ulotu jo toteutettuihin kaappoihin, perumisoikeuden kieltämiselle ei ole tarpeen asettaa lisäkriteerejä. Siten yrityskauppalautakunta esittää kohdan (55) sanamuodoksi:

Perumisoikeus ei ulotu sellaisiin arvopapereihin, joita koskeva kauppa on jo toteutettu.

Ratkaisevana on kaupan toteuttamisen osalta pidettävä sitä hetkeä, kun arvo-osuudet on siirretty tarjouksen tekijän arvo-osuustilille. Tämän voisi tuoda esille standardissa.

Kohdan (56) sanamuoto kuuluisi vastaavasti:

Perumisoikeus ei myöskään ulotu niihin arvopapereihin, jotka ensimmäisen tarjouksen tekijä on hankkinut julkisen ostotarjouksen ulkopuolella.

Yllä esitetty on huomioitava lisäksi standardiluonnoksen kohdan 9(5) tulkinnessa.

Yrityskauppalautakunta pitää tärkeänä, että arvopapereiden haltijoilla on tieto päätöksen seurauksista myynnistä tai hyväksymisestä päättäessään. Yleensä ostotarjoukseen liittyvät kaupat toteutetaan tarjousajan päätyttyä. Tarjouksen toteuttaminen ehdottomana ja siten, että kaupat toteutetaan päivittäin jo tarjousaikana, on epätavallista. Tarjouksen toteutustapa on mainittava tarjouksen ehdoissa, ja epätavallisia ehtoja on korostettava tarjoukseen liittyvän tiedottamisen yhteydessä. Yrityskauppalautakunta pitää arvopaperinvälittäjien tai arvo-osuustilin hoitajien velvollisuutena tiedottaa tarjouksen keskeisistä ja epätavallisista ehdoista asiakkailleen, kun he vastaanottavat näiltä ostotarjoukseen liittyviä toimeksiantoja. Ohjeet arvo-osuustilien hoitajille asianmukaisista menettelytavoista voivat tulla esimerkiksi tarjouksen tekijän neuvonantajalta.

6.8 Ostotarjoukseen liittyvät julkiset lausunnot, kohdat (59) ja (62)

Kohdan (59) mukainen yleinen toteamus on tarpeeton ja se tulee poistaa. Asia on käsitelty yleisenä periaatteena standardiluonnoksen kohdassa 5(1).

Kohdan (62) mukainen suositus ehdotetaan poistettavaksi. Asia kuuluu luontevammin tiedonantovelvollisuutta koskevan standardin 5.2b yhteyteen.

7.3 Ääniosuuden laskeminen, kohta (31)

Pelkästään se seikka, että osakkeenomistajat sopivat hallituksen nimeämisestä tai muusta yksittäisestä asiasta tavanomaisesti noudatettavasta corporate governance -käytännöstä poiketen ei voi olla tarjousvelvollisuuden synnyttävää yksissä tuumin toimimista. Yksissä tuumin toimimisessa täytyy olla kysymys järjestelystä, jossa pidempiaikaisin sopimuksin päätetään yhtiön hallinnoinnista.

Esimerkiksi hallituksen nimittämistä koskevat keskustelut ovat pörssiyhtiöissä tavallisia. Kohdan (31) sisällön selventäminen on siten erittäin tärkeää.

8 Tarjousvastike

Tarjousvastiketta koskevat asiat ovat leimallisesti sellaisia, että niihin on erittäin vaikeaa antaa tarkkoja ja kaikenkattavia ohjeita. Tilanteet vaihtelevat suuresti esimerkiksi markkinatilanteesta, yhtiöistä ja arvopaperityypistä riippuen. Tarjousvastikkeen määrittely on lopulta tapauskohtainen ratkaisu. Yksityiskohtaiset ohjeet esimerkiksi arvostusajankohdista ja menetelmistä saattavat johtaa yksittäistapaukseen sovellettaessa ennalta arvaamattomaan lopputulokseen.

Yrityskauppalautakunta esittää, että Rahoitustarkastus välttää näiltä osin ottamasta standardissa tarpeettoman yksityiskohtaisia kannanottoja jättäen tilaa tapauskohtaiselle harkinnalle.

Rahoitustarkastuksen lausuntopyynnössään esittämään kysymyksen 8 osalta yrityskauppalautakunta esittää, että asiasta ei oteta määräystä standardiin. Se tulee ko blokkikaupat huomioida vai ei, riippuu blokkikaupan luonteesta ja tarkoituksesta. Asiasta on vaikeaa antaa yleisiä ohjeita.

8.1 Yleistä (tarjousvastike), kohdat (2)-(4) ja (6)

Standardiluonnoksen kohdassa (2) todetaan, että erilaisista arvopapereista maksettavan preemion tulisi olla sama. Tässä jää epäselväksi, tulee ko preemion olla sama absoluuttisesti (euromääräisesti) vai suhteellisesti (prosentuaalisesti). Ilmeisesti tarkoitus on, että preemion tulee olla prosentuaalisesti sama.

Kohdissa (2) ja (3) on optioiden hinnoittelun osalta on tärkeää huomioida myös optioiden ehdot ja aika-arvon merkitys.

Standardiluonnoksen kohdan (4) mukaan arvioitaessa arvopaperinhaltijoiden tasapuolisen kohtelun toteutumista on ostotarjoustilanteiden yhteydessä mahdollisesti tarjottavat käteis- ja arvopaperivastikkeet rinnastettava keskenään. Tämän suosituksen sisältöä tulisi selventää.

Käteisvastikkeen määrä on kiinteä ja arvopaperivastikkeen arvo vaihtelee arvopaperin kurssin muutosten mukaisesti. Siten erilajisten vastikkeiden arvot poikkeavat toisistaan eri ajanhetkillä. Yrityskauppalautakunnan näkemyksen mukaan arvopaperimarkkinalain tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää, että tarjouksen tekijä ei aseta kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan erilaisia vastikkeita määrittäessään.

Standardiluonnoksen kohta (6) lisää epävarmuutta julkisten ostotarjousten toteuttamisessa. Julkisen ostotarjouksen toteutumisen varmistamiseksi voi olla hyvin perusteltua, että tarjouksen tekijä hankkii kohdeyhtiön arvopapereita ennen ostotarjousta. Arvopaperimarkkinalaissa on määritelty, miten nämä kaupat vaikuttavat julkisen ostotarjouksen sisältöön. Yrityskauppalautakunta ei kannata laissa asetettujen vaatimusten laajentamista ja ehdottaa standardiluonnoksen sanamuodon korjaamista tältä osin tai kohdan (6) poistamista kokonaan.

8.3.2 Poikkeaminen tarjousvastiketta koskevista säännöksistä, kohdat (22) ja (24)

Arvopaperimarkkinoilla voi syntyä tilanne, jossa kohdeyhtiön kurssi on laskenut merkittävästi tai arvopaperimarkkinoiden yleinen kurssikehitys on ollut laskeva. Julkisten ostotarjousten tekeminen tulee olla tosiasiallisesti mahdollista myös näissä tilanteissa. Käytännössä tämä edellyttää mahdollisuutta poiketa alaspäin tarjousvastikkeen vähimmäismäärästä Rahoitustarkastuksen poikkeusluvalla. Standardissa tulisi kohdassa (22) selkeästi todeta nämä tilanteet eräänä poikkeusperusteena.

Kohdassa (24) Rahoitustarkastus varaa mahdollisuuden arvioida tarjousasiakirjan käsittelyn yhteydessä tarvetta korottaa vastikkeen määrää. Yrityskauppalautakunta pitää tärkeänä, että Rahoitustarkastus määrittelee tältä osin toimivaltansa vastikkeesta määräämiseen ja menettelyyn, joka tulisi noudatettavaksi, jos tarjouksen tekijä ja Rahoitustarkastus olisivat erimielisiä vastikkeen määrästä. Yrityskauppalautakunnan näkemyksen mukaan tarjousvastikkeen määrä on tarjouksen keskeisin ehto ja sen tulee olla lähtökohtaisesti tarjouksen tekijän määriteltävissä arvopaperimarkkinalain säännösten puitteissa.

8.5.4 Hyvitysvelvollisuus, kohta (40)

Standardiluonnos on tältä osin epäselvä. Nykyisellään sanamuotoa voidaan tulkita niin, että tarjouksen tekijän hankkiessa käteisellä osakkeita ostotarjouksen voimassaolon päättymisen jälkeen tarjouksen tekijän tulisi maksaa hyvitystä arvopaperivastikkeen hyväksyneille vastikearvopaperin osakekurssin noustessa. Tällöin arvopaperivastikkeen hyväksyneet osakkeenomistajat ovat kuitenkin päässeet osalliseksi kurssinoususta eikä ”lisähyvityksen” maksamiselle ole perustetta.

Yrityskauppalautakunta esittää tämän kohdan muuttamista siten, että tällaisen ylimääräisen hyvityksen maksaminen ei ole tarpeen.

Keskuskaupakamarin yrityskauppalautakunta

Matti J. Sillanpää
puheenjohtaja

Jaakko Turunen
sihteeri