

LAUSUNTOYHTEENVETO HELSINKI TAKEOVER -SUOSITUSTA TÄYDENTÄVISTÄ KANNANOTOISTA

Keskuskauppa-kamarin yritys-kauppa-lautakunta on pyytänyt verkkosivustollaan julkaistussa ja 9.3.2009 päivätyssä lausuntopyynnössä sen jakelussa mainituilta ja muilta asiasta kiinnostuneilta lausuntoa yritys-kauppa-lautakunnan lausuntu-luonnoksista ”Velvollisuus edistää tarjouksen toteutumista” ja ” Sulautumisvastikkeen laatu”. Selkeyden vuoksi lausuntu-luonnoksista käytetään jäljempänä termiä kannanotto.

Keskuskauppa-kamarin yritys-kauppa-lautakunta sai yhteensä 14 lausuntoa.

Lausunnon antoivat Arvopaperimarkkinayhdistys, Elinkeinoelämän keskusliitto, Finanssivalvonta, NASDAQ OMX Helsinki, valtiovarainministeriö sekä asianajotoimistot Castrén & Snellman, Dittmar & Indrenius, Roschier, Veikko Palotie & Co. ja Hammarström Puhakka Partners Oy.

KHT-yhdistys, Kuluttajavirasto, oikeusministeriö ja Suomen pankki ilmoittivat, että heillä ei ole lausuttavaa asiasta.

1. Yleisesti

Annetuissa lausunnoissa kannatetaan yleisesti yritys-kauppa-lautakunnan itsesäätelyä ja sen edistämistä. Kannanottoluonnoksia pidetään hyvin laadittuina ja perusteltuina.

Neljässä lausunnossa korostetaan, että sääntelyn johdonmukaisuuden ja hallittavuuden kannalta olisi selkeämpää, että kannanottoluonnokset otettaisiin osaksi annettua suositusta julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista.

Yhdessä lausunnossa todetaan, että ehdotetut kannanotot poikkeavat osin TOC -suosituksen yleisestä linjasta, jossa on vältetty kategorisia kannanottoja ja pyritty sen sijaan antamaan periaatteellisia ohjeita.

2. Kannanottoihin sisältyvä velvollisuus pyytää yritys-kauppa-lautakunnan lausuntoa

Lähes kaikki lausunnon antaneet asianajotoimistot katsovat, että yksittäisiin kannanottoihin ei tulisi erikseen sisällyttää erityistä suositusta pyytää yritys-kauppa-lautakunnan lausuntoa. Lausujat katsovat, että laissa ja suosituksissa yleisesti varattu mahdollisuus lausunnon pyytämiseen on riittävä, eikä sitä tulisi korostaa yksittäisissä kysymyksissä. Lausunnon pyytämisen tulisi lähteä markkinaosapuolista itsestään. Tämä toimisi myös osoituksena siitä, että yritys-kauppa-lautakunta on saavuttanut markkinaosapuolten luottamuksen.

Myöskään Finanssivalvonta ei pidä kannatettavana poikkeuksellisen menettelyn käyttöönottoa yksittäisessä asiassa. Arviointi tulisi tehdä kokonaisuutena eikä ottamalla poikkeuksellista menettelyä käyttöön yksittäisessä asiassa ja yksittäisen lausunnon kautta.

3. Velvollisuus edistää tarjouksen toteutumista

Kahdeksassa lausunnossa pidetään kannatettavana, että lautakunta ottaa kantaa kohdeyhtiön arvopaperien myyntiin tarjousaikana. Positiivisena pidetään sitä, että kannanotolla on selvennetty ostotarjoukseen liittyvää tilannetta. Yhdessä lausunnossa todetaan, että aktiivisen tarjouksen edistämismvelvollisuuden sijasta suositeltavaa olisi estää tarjouksen tekijää ryhtymästä nimenomaisiin ostotarjouksen estäviin tai häiritseviin toimiin.

Finanssivalvonta pitää kannatettavana, että lautakunta ottaa kantaa kohdeyhtiön arvopaperien myyntiin tarjousaikana. Finanssivalvonta pitää kuitenkin ongelmallisena sitä, että kannanotoissa suositellaan lautakunnan lausunnon pyytämistä arvopaperien luovuttamisesta. Finanssivalvonta katsoo, että arvopaperien myynti tarjousaikana on AML:n alaan kuuluva toimenpide ja näin ollen suositus siitä, että erityisistä syistä pyydetäisiin aina lautakunnan lausunto, on omiaan luomaan päällekkäistä toimivaltaa Finanssivalvonnan toimivallan kanssa.

Valtiovarainministeriö toteaa hyväksi sen, että kannanotolla on selvennetty ostotarjoukseen liittyvää tilannetta, jossa kohdeyhtiön osakkeita luovutetaan kesken tarjousajan. Valtiovarainministeriö toteaa lausunnossaan, että kannanoton sijoittelua ja otsikointia olisi hyvä pohtia uudelleen. Suositus ei sisällä selkeää osiota "tarjoajan velvollisuudet", vaikka suosituksen johdanto-osassa on lueteltu sekä direktiivin perustuvia, että OYL:iin sisältyviä yleisiä periaatteita, joita tarjoajan on noudatettava.

Elinkeinoelämän keskusliitto katsoo, että lautakunta ei ole toistaiseksi vakiinnuttanut asemaansa pyydettyjen lausuntojen antajana ja lautakunnan tulisi toistaiseksi pyrkiä vaikuttamaan muilla tavoin, joista Helsinki Takeover Code -suosituksen tarkentavan informaation aktiivinen tuottaminen on hyvä esimerkki.

OMX toteaa, että ohje julkistaa tieto arvopapereiden luovuttamisesta siten, että luovutusta ei toteuteta ennen kuin vähintään yksi pankkipäivä on kulunut tiedon julkistamisesta, on tulkinnanvarainen ja sen tarkentamista tulisi harkita. Lauseesta ei käy tarpeeksi selkeästi ilmi, miten sitä tulisi soveltaa käytännössä.

Castrén & Snellman katsoo, että selkeänä lähtökohtana tulee pitää sitä, että tarjouksen tekijä lopettaa julkisen ostotarjouksen ja siihen liittyvät toimenpiteet sekä julkistaa tätä koskevan tiedon, ennen kuin se luovuttaa kohdeyhtiön osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita. Castrén & Snellmanin mukaan lause "Tarjouksen tekijän tulee lisäksi julkistaa tieto kyseisten arvopapereiden luovuttamisesta siten, että luovutusta ei toteuteta ennen..." tulee kirjoittaa muotoon " luovutukseen liittyviä kauppvoja ei tehdä tai muihin toimenpiteisiin sitouduta...". Tällä kirjoitustavan muutoksella voitaisiin selventää suosituksen tavoitetta, jonka mukaan tarjouksentekijä joutuu myös itse kohtaamaan luopumisilmoituksen hintavaikutuksen. Edelleen lausuntoehdotukseen sisältyvä lähtökohtainen kiello luovuttaa kohdeyhtiön osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita voitaisiin muotoilla siten, että se kattaa myös tilanteen, jossa listattu yhtiö hankkii omia osakkeitaan julkisen ostotarjouksen avulla.

Dittmar & Indrenius ehdottaa, että arvopaperien luovuttamiseen liittyvää erityisen syyn tulkintaa tulisi selventää kirjoittamalla auki sallitut tilanteet suoraan kannanottoon.

Hammarström Puhakka Partners katsoo, että lausuntoa ja siihen liittyviä perusteluita tulisi tarkentaa niin, että tulkintakannanotossa suositeltaisiin lautakunnan lausunnon pyytämistä vain silloin, kun kyseessä ei ole lausunnon perusteluissa esitetty tyyppitilanne.

Roschierin mukaan tulkintakannanottojen perusteluissa tulisi huomioida myös tilanne, jossa tarjousta ei toteuteta vaan tarjouksen tekijä luopuu perustellusta syystä tarjouksesta. Tulkintakannanotossa ei tulisi esittää kategorista kielloa luovuttaa kohdeyhtiön arvopapereita. Tilanteet ja kysymyksenasettelut riippuvat kunkin transaktion erityispiirteistä

ja voivat olla hyvinkin erilaisia ja moninaisia. Tulkintakannanotossa esitetty esimerkkilista ei näin ollen voi olla tyhjentävä. Tämä voi lisätä epävarmuutta markkinaosapuolten keskuudessa aiottujen järjestelyjen toteuttamiskelpoisuudesta. Esimerkkilistan yhteydessä olisi tärkeää todeta, että lista ei ole tyhjentävä tai poistaa kategorinen kielto luovuttaa kohdeyhtiön arvopapereita. Roschier pitää lähtökohtaisesti ehdotusta etukäteisestä tiedonantovelvollisuudesta hyvänä ja markkinoiden läpinäkyvyyttä lisäävänä. Suosituksesta tulisi kuitenkin olla mahdollisuus poiketa perustellusta syystä. Roschier toivoo, että määritelmä tiettyjen henkilöiden rinnastamisesta tarjouksen tekijään, muotoiltaisiin samoin kuin AML 6:10.

4. Sulautumisvastikkeen laatu

Finanssivalvonta pitää kannatettavana, että lautakunta ottaa kantaa sulautumisvastikkeen laatuun. Lautakunnan kannanotossa voisi Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan korostaa sitä, että muunlajista vastiketta kuin osakevastiketta voisi pääsääntöisesti tarjota vain osakevastikkeen vaihtoehtona.

Valtiovarainministeriö toteaa perustelluksi sen, että sulautumisessa osakevastike on pääsääntöinen vastikemuoto ja, että osakkeenomistajilla on valinnan mahdollisuus, mikäli käteisvastike on tarjolla osakevastikkeen ohella.

Suurin osa asianajotoimistoista ei pidä kannatettavana eikä tarkoituksenmukaisena, että lautakunta ottaa kantaa sulautumisvastikkeen laatuun. Lausunnoissa muistutetaan, että osakeyhtiölain mukaan sulautumisvastike saa olla myös rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia. Lausunnoissa korostetaan, että sulautuminen on yhtiöoikeudellinen kysymys, joka ei suoranaisesti TOC:n alaan kuulu ja että lautakunnan tulisi olla varovainen ottaessaan kantaa sellaisiin kysymyksiin, joilla ei ole suoraa yhteyttä hyvään arvopaperimarkkinatapaan.

Castrén & Snellman katsoo, että lausuntoa tulisi pohtia myös ja jopa ensisijaisesti hyvän arvopaperimarkkinatavan kannalta. Kannanotosta tulisi myös ilmetä, miten se soveltuu tilanteisiin, jossa sulautuva yhtiö on listattu yhtiö. Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien jatkaminen vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina on ainoastaan OYL:n lähtökohta, mutta ei sitova sääntö. Lisäksi Castrén painottaa, että rahavastikkeen käyttö on OYL:n mukaan sallittua. Castren toteaa, että osakkeenomistajan kannalta oleellista on se, onko vastikkeena annetut osakkeet listattuja vai ei. Vastikkeena olevat osakkeet voivat olla käteisvastiketta hankalampia, jos osakkeilla ei käydä kauppaa.

Dittmar & Indrenius toteaa lausunnossaan, että sulautumisvastikkeen laadun määrittäminen ei suoraan kuulu julkisia ostotarjouksia sääntelevän TOC:n varsinaiseen soveltamisalaan muutoin kuin tarjousasiakirjassa mainittavana haltuunottoimenpiteenä. Säännöksen rakenteen kannalta voisi olla luontevampaa antaa sulautumisvastikkeen laadun osalta TOC:sta täysin erillinen lausunto tai suositus. Yrityskauppala-autakunnan tulee harkita sulautumistilanteessa muun kuin osakevastikkeen käytön osalta lausunnon tekstin tarkempaa rajausta sallittuihin tyyppitilanteisiin. Markkinoiden ennakoitavuuden kannalta erityisen painavien syiden sisältö tulisi kirjoittaa auki kannanottoon.

Hammarström Puhakka Partners katsoo, että ostotarjous ja sulautumistilanteiden erilaisuuden vuoksi yrityskauppala-autakunnan ei tulisi antaa sulautumisvastikkeen laatua koskevaa lausuntoa, vaan arvioida sekä sulautumisvastikkeen laatua ja määrää että muita kulloisenkin tapauksen kannalta olennaisia kysymyksiä vasta ostotarjouksentekijöiden pyynnöstä vastaisuudessaan antamissaan lausunnoissa.

Roschier toteaa, että arvioitaessa yhdenvertaisuusperiaatteen toteutumista sulautumisen yhteydessä ei tulisi kiinnittää huomiota pelkästään vastikkeen laatuun, vaan siihen kysymykseen, voiko 2/3 yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista

osakkeista edustava omistaja ylipäänsä päättää sulautumisesta vähemmistön mielipiteen vastaisesti. Roschier huomauttaa, että osakevastike voi olla osakkeenomistajalle tietyissä tilanteissa epäedullisempi kuin käteisvastike. Roschier katsoo, että käteissulautumisen mahdollinen yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisuus on arvioitava tapauskohtaisesti, minkä arvion tekeminen on toistaiseksi jätettävä tuomioistuimille. Mikäli katsotaan tarpeelliseksi määrätä osakevastikkeen ensisijaisuudesta sulautumistilanteissa, on tästä säädettävä lain tasolla.