

30.9.2024

Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallitus on 30.9.2024 päättänyt antaa seuraavan hyvään arvopaperimarkkinatapaan liittyvän suosituksen. Suositusta sovelletaan 1.12.2024 tai sen jälkeen julkistettaviin suunnattuihin osakeantoihin. Suositus on ennen sen antamista käsitelty markkinatapalautakunnassa.

## Suunnatut osakeannit

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

**Tiedotteessa tai tiedotteissa, jo(i)lla suunnattua osakeantia koskeva ehdotus, päätös tai tulos julkistetaan, on esitettävä lainsäädännössä ja kauppapaikan säännöissä edellytettyjen tietojen ohella ainakin seuraavat tiedot:**

- **Syy osakkeenomistajien merkintäoikeudesta poikkeamiselle.**

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

**Jos merkintäoikeudesta poikkeamisen syynä ovat suunnatulla annilla saavutettavat aika- ja kustannussäästöt merkintäoikeusantiin verrattuna, yhtiön tulee perustella erityisesti, miksi aika- ja kustannussäästöt ovat kyseisessä tilanteessa yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun kannalta ratkaisevia.**

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

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

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

- **Tieto siitä, ketkä osakkeita ovat merkinneet.**

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

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

**tuottamasta äänimäärästä, on merkinnyt tarjouskirjamenettelyssä vähintään 10 prosenttia suunnatussa osakeannissa tarjotuista osakkeista, yhtiön on yksilöitävä kyseinen osakkeenomistaja.**

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

## Suosituksen perustelut

### Suosituksen soveltamisala ja tarkoitus

Suositusta sovelletaan sellaisiin maksullisiin suunnattuihin osakeanteihin, joissa osakkeen merkintähinta maksetaan kokonaan rahana, lukuun ottamatta suunnattuja osakeanteja, joissa osakkeita tarjotaan merkittäväksi yleisölle (esim. listautumisannit) tai yhtiön henkilöstölle.

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

Suositukselta ilmeneviä periaatteita voidaan soveltuvin osin noudattaa myös muun tyyppisten suunnattujen maksullisten tai maksuttomien osakeantien taikka optio- tai muiden osakeyhtiölain (OYL) 10 luvussa tarkoitettujen erityisten oikeuksien antamisen yhteydessä sekä sellaisten ulkomaisten liikkeeseenlaskijoiden suunnatuissa osakeanneissa, joiden osake on Suomessa kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai yhtiön hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Suosituksen tarkoituksena on ohjata ja edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Suositus käsittelee suunnattuihin osakeanteihin liittyvien tietojen julkistamista erityisesti suunnatun osakeannin perustelujen ja hinnoittelun osalta. Suositus on tarkoitettu noudatettaviksi sellaisenaan, eikä siihen sovelleta noudata tai selitä -periaatetta. Suosituksen lisäksi tiedottamisessa on otettava huomioon lainsäädännöstä ja kauppapaikan säännöistä tulevat vaatimukset.

Suosituksessa kuvatussa hyvän arvopaperimarkkinatavan lisäksi suosituksen perusteluissa kuvataan myös OYL:n säännösten sisältöä ja soveltamiskäytäntöä. Suosituksen perusteluissa esitetyn kuvauksen mukainen toiminta ei sellaisenaan takaa, että suunnattu osakeanti täyttää OYL:n vaatimukset. Yhtiöiden on itse varmistuttava suunnatuille osakeanteille OYL:ssä säädettyjen edellytysten täyttymisestä kussakin yksittäistapauksessa.

### Suunnatusta osakeannista tiedottaminen

Tieto suunnattua osakeantia koskevasta ehdotuksesta tai päätöksestä on usein markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ((EU) N:o 2014/596) tarkoitettua sisäpiiritietoa, joka julkistetaan asetuksen vaatimusten mukaisesti. Silloin, kun tieto ei ole sisäpiiritietoa, se on

julkistettava pörssin sääntöjen mukaisesti.<sup>1</sup> Pörssin säännöissä on myös kuvattu tarkemmin julkistettavia tietoja. Joissakin tilanteissa kyse voi olla myös arvopaperimarkkinalain 8 luvun 1 a §:n mukaisesti julkistettavasta olennaisesta lähipiiritoimesta.

Osakkeenomistajien ja sijoittajien tiedonsaannin kannalta on tärkeää, että tiedot suunnatusta osakeannista ja sen perusteluista julkistetaan kattavasti ja selkeästi. Tällaisia tässä suosituksessa tarkoitettuja tai kauppapaikan säännöissä edellytettyjä tietoja ovat esimerkiksi tiedot osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiseen liittyvistä perusteluista, hankittavien varojen käyttötarkoituksesta, osakkeiden merkitsijöistä sekä osakkeiden merkintähinnan määräytymisestä ja lopullisesta merkintähinnasta sekä muista osakeantiin liittyvistä järjestelyistä, kuten ns. lock-up -sitoumuksista. Tiedot esitetään sellaisessa laajuudessa, että osakkeenomistajat ja muut sijoittajat voivat annettujen tietojen perusteella arvioida hallituksen päätöksentekoon vaikuttaneita seikkoja. Suositus ei kuitenkaan edellytä julkistamaan yhtiön kannalta liiketaloudellisesti herkkää tietoa.

Tilanteesta riippuen suosituksessa tarkoitettut tiedot voivat tulla julkistettavaksi yhdellä tai useammalla eri tiedotteella. Esimerkiksi silloin, kun kyse on yksittäisille merkitsijöille suunnatusta osakeannista, jonka ehdot neuvotellaan merkitsijöiden kanssa, suosituksessa tarkoitettut tiedot on usein mahdollista julkistaa yhdellä tiedotteella. Sen sijaan silloin, kun merkintöjä suunnattuun osakeantiin kerätään tarjouskirjamenettelyssä (book-building), julkistetaan ennen tarjouskirjamenettelyn alkamista tieto suunnatusta osakeannista, perustelut osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle sekä tieto siitä, että osakkeiden merkintähinta määräytyy tarjouskirjamenettelyssä. Tarjouskirjamenettelyn päätyttyä ja merkintöjen tultua hyväksytyksi julkistetaan suosituksessa tarkoitettut tiedot osakkeiden merkitsijöistä.

Suosituksessa tarkoitettuja tietoja ei ole tarpeen julkistaa vielä siinä vaiheessa, kun kyse on yhtiökokoukselle tehdystä yleisluonteisesta ehdotuksesta valtuuttaa hallitus päättämään suunnatusta osakeannista. Tiedot julkistetaan tällöin siinä vaiheessa, kun hallitus päättää yksittäisestä osakeannista. Jos yhtiökokoukselle tehty osakeantivaltuutusehdotus kuitenkin koskee konkreettisesta yksittäistä osakeantia, suosituksessa tarkoitettut tiedot julkistetaan soveltuvilta osin jo ennen yhtiökokousta.

### Osakkeenomistajien merkintäetuoikeus ja siitä poikkeaminen

OYL 9 luvun 3 §:n lähtökohtana on, että osakkeenomistajilla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin samassa suhteessa kuin heillä ennestään on yhtiön osakkeita. Jos yhtiössä on erilajisia osakkeita, etuoikeus on toteutettava antamalla kaikkien osakelajien osakkeita lajien suhteessa ja tarjoamalla kunkin osakelajin osakkeita osakkeenomistajille samassa suhteessa kuin heillä ennestään on senlajisia osakkeita. Saman luvun 4 §:n mukaan suunnatussa osakeannissa voidaan poiketa osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta, jos siihen on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy. Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on OYL:n mukaan kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Päätös suunnatusta osakeannista tai

---

<sup>1</sup> Nasdaq Helsinki: Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, kohdat 3.4. ja 3.7. sekä Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares, kohdat 4.2.2 ja 4.2.5.

hallituksen valtuuttamisesta päättämään suunnatusta osakeannista tehdään OYL 5 luvun 27 §:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä.

Säännöksen perustelujen mukaan yhtiön rahoitustarpeen turvaaminen voi edellyttää oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista muilta kuin osakkeenomistajilta. Suunnattua osakeantia voi olla tarpeen käyttää esimerkiksi yrityskauppojen rahoituksessa tai erilaisten yhtiön johdon ja työntekijöiden kannustinjärjestelmien yhteydessä. Toisaalta painavana taloudellisena syynä ei koskaan voida pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista.<sup>2</sup>

Yhtiökäytännössä painavaa taloudellista syytä on arvioitu kokonaisarviona. Kokonaisarviossa painavan taloudellisen syyn olemassaoloa puoltavia seikkoja voivat OYL:n esitöissä kuvattujen tilanteiden lisäksi olla esimerkiksi:

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

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

#### Yhdenvertaisuusperiaate sekä johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus

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

Yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) muun muassa estää yksittäisten osakkeenomistajien tai muiden henkilöiden suosimisen muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Suunnattuun osakeantiin liittyvä vaatimus yhtiön kannalta painavasta taloudellisesta syystä korostaa yhdenvertaisuusperiaatetta. Tapauskohtaisesti on arvioitava, onko suunnattu osakeanti kokonaisuutena arvioiden osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> HE 109/2005 vp., s. 102–103.

<sup>3</sup> HE 109/2005 vp., s. 102.

Myös suunnatun osakeannin merkintähinnalla on keskeinen merkitys yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta, koska suunnatun annin alihintaisuus yleensä tuottaa osakkeiden saajille etua niiden osakkeenomistajien kustannuksella, joiden etuoikeudesta poiketaan. Mitä enemmän merkintähinta alittaa osakkeen käyvän hinnan, sitä enemmän painavan taloudellisen syyn vaatimus korostuu.<sup>4</sup>

Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus edellyttää, että hallitus toimii suunnattua osakeantia koskevassa päätöksenteossaan yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukaisesti. Yhtiön edun mukaan toimiminen pitää sisällään velvollisuuden toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti ja siten myös lojaalisti suhteessa kaikkiin osakkeenomistajiin.

Silloin, kun suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, suunnattu osakeanti ei sellaisenaan yleensä ole yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen. Sitä, loukkaako suunnattu osakeanti osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, arvioidaan tulkinnanvaraisissa tilanteissa viime kädessä kokonaisarvion perusteella. Osakkeenomistajille aiheutuvia etuja ja haittoja arvioidaan tällöin osakeyhtiöoikeudellisesti siltä kannalta, mitä lähinnä taloudellisia seurauksia päätöksellä on heille yhtiön osakkeenomistajina.<sup>5</sup>

Jos osakeanti suunnataan tietyille ennalta määritellyille yksittäisille sijoittajille, suositus edellyttää yhtiötä perustelemaan, miksi osakkeita tarjotaan juuri näille sijoittajille. Suunnatun osakeannin toteuttaminen onnistuneesti saattaa joissakin tilanteissa edellyttää sitä, että yksi tai useampi yhtiön suurimmista osakkeenomistajista osallistuu myös antiin. Tällaisissa tilanteissa korostuu erityisesti tarve perustella se, miksi anti suunnataan myös tietyille osakkeenomistajille.

#### Merkintähinta suunnatussa osakeannissa

Suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa on OYL:n mukaan kiinnitettävä erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Arvopaperimarkkinayhdistys toteaa, että pörssikurssi ei kaikissa tilanteissa välttämättä täysin vastaa osakkeen käypää hintaa. Suunnatun osakeannin merkintähinta saattaa ylittää tai alittaa osakkeen vallitsevan pörssikurssin muun muassa osakeannin koosta ja syistä, osakkeen likviditeetistä ja markkinatilanteesta riippuen. Myös mahdolliset muut osakeantiin liittyvät sitoumukset, kuten osakkeenomistajan sitoumus olla myymättä osakkeita tietyn ajan kuluessa osakeannista (ns. lock-up) voivat vaikuttaa osakeannin hinnoitteluun.

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

Osakeannin voidaan yleensä katsoa toteutuvan markkinaehtoisesti esimerkiksi silloin, kun suunnatun osakeannin merkintähinta on määräytynyt asianmukaisesti järjestetyssä

---

<sup>4</sup> HE 109/2005 vp., s. 103.

<sup>5</sup> Ks. KKO:2018:19, kohdat 30–32.

instituutionaalisille sijoittajille kohdistetussa tarjouskirjamenettelyssä (bookbuilding).<sup>6</sup> Sama koskee tilanteita, joissa merkintähinta perustuu riippumattomaan arvonmäärittämiseen.

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

#### Hyvän arvopaperimarkkinatavan arviointi yksittäistapauksessa

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

---

<sup>6</sup> Tarjouskirjamenettely on yleensä järjestetty asianmukaisesti, kun (i) se on julkistettu, (ii) suurempi joukko sijoittajia (esimerkiksi esiteasetuksessa (EU) 2017/1129 tarkoitettut kokeneet sijoittajat) voi ilmoittaa kiinnostuksensa osallistua osakeantiin ja (iii) menettelyssä on ollut riittävästi osallistujia, jotta hinnanmuodostusta voidaan pitää luotettavana.