

Rahoitustarkastus
Markkina-
valvonta
PL 159
00101 Helsinki

KASOLA OYJ:N JA JOHN NURMINEN OY:N VÄLINEN JÄRJESTELY

1. Vireilletulo

Rahoitustarkastus on pyytänyt 23.11.2007 Keskuskauppakamarin yritys-
kauppala-autakunnan (jäljempänä "yritys-
kauppala-autakunta") lausuntoa koskien Kasola Oyj:n (jäljempänä "Kasola")
7.9.2007 julkistamaa järjestelyä, jonka toteutuessa Kasola muuttuu Nurminen
Logistics Oyj:ksi (kyseinen järjestely kokonaisuutena jäljempänä "Järjestely").

Lausunnon antamista varten yritys-
kauppala-autakunnan käytettävissä on ollut Rahoitustar-
kastuksen 23.11.2007 päivätty hakemus liitteineen (jäljempänä "Hakemus"),
Kasolan 28.11.2007 päivätty kirjallinen lausuma liitteineen, John Nurminen Oy:n
(jäljempänä "JN") 28.11.2007 päivätty kirjallinen lausuma liitteineen,
Maturiala Oy:n 28.11.2007 päivätty kirjallinen lausuma ja Kasolan
yhtiökokouksen 8.10.2007 pöytäkirja. Lisäksi yritys-
kauppala-
autakunta on kuullut kirjallisen lausuman jättäneitä Järjestelyn osapuolia
näiden pyynnöstä suullisesti 3.12.2007.

2. Hakemus

2.1. Kysymykset

Hakemuksessa yritys-
kauppala-autakunnalta pyydetään lausuntoa siitä, täyttävätkö Järjestelyyn
liittyvät

1. Kasolan liiketoiminnan kauppa,
2. JN:n logistiikkaliiketoiminnan siirto Kasolalle jakautumisen kautta,
3. Kasolan osakelajien yhdistäminen sekä
4. muut Järjestelyyn liittyvät toimenpiteet

osa-
keyhtiö-
lain 1 luvun 7 §:n vaatimuksen yhdenvertaisuudesta.

2.2. Lausunnon rajaaminen

Yrityskauppala-autakunta pitää kyseessä olevaa Hakemusta huomattavan laajana. Yrityskauppala-autakunta on tässä lausunnossaan arvioinut Järjestelyä Kasolan ja sen osakkeenomistajien kannalta. Yrityskauppala-autakunta ei ole arvioinut Järjestelyä muiden Järjestelyyn liittyvien yhtiöiden osakkeenomistajien kannalta.

Rahoitustarkastus pyytää yrityskauppala-autakunnan lausuntoa arvioidakseen sitä, täyttääkö Järjestelyyn liittyvä pakollinen ostotarjous kokonaisuutena arvioiden arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:n vaatimuksen tasapuolisesta kohtelusta. Rahoitustarkastuksen näkemyksen mukaan arvioon vaikuttaa myös se, täyttääkö Järjestely osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n vaatimuksen yhdenvertaisuudesta.

Yrityskauppala-autakunta on tässä lausunnossaan arvioinut Järjestelyä osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n kannalta. Yrityskauppala-autakunta ei ole arvioinut sitä, missä määrin osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n tulkinnalla tai sitä koskevalla yrityskauppala-autakunnan lausunnolla on vaikutusta arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:n tulkintaan nyt arvioitavana olevassa Järjestelyssä, koska asia on nyt käsillä olevassa tapauksessa Rahoitustarkastuksen arvioitavana. Samasta syystä yrityskauppala-autakunta ei myöskään arvioi lausunnossaan sitä, kohdellaanko Kasolan osakkeenomistajia arvopaperimarkkinalain tarkoittamalla tavalla tasapuolisesti Järjestelyyn liittyvissä tulevisissa julkisissa ostotarjouksissa. Nämä kysymykset on tarvittaessa saatettava yrityskauppala-autakunnan arvioitavaksi uudella hakemuksella.

Yrityskauppala-autakunta kuitenkin katsoo, että osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n tulkinta voi vaikuttaa arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:n tulkintaan ja päinvastoin. Sen johdosta yrityskauppala-autakunta viittaa lausunnossaan myös arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:ään ja sen perusteluihin.

3. Tausta

Järjestelyn pääkohdat ovat seuraavat:

1. JN ostaa Kasolan pääomistajilta Maturiala Oy:ltä, Jari Bachmannilta, Sanni Bachmannilta ja Kirta Forsströmiltä (jäljempänä "Kasolan Pääomistajat") 232.400 Kasolan A-osaketta hintaan 5,00 euroa osakkeelta. (Kaupan johdosta syntyy alla mainittu tarjousvelvollisuus, jossa Kasolan A-osakkeista on ilmoitettu maksettavaksi 5,00 euroa osakkeelta.)
2. Kasola myy koko liiketoimintansa yhteensä 7.000.000 euron kokonaiskaupahinnalla Kasolan Pääomistajille. (Kaupahintaa korotettiin myöhemmin alla mainitulla tavalla.)
3. JN siirtää kokonaisjakautumisen kautta Kasolalle JN:n logistiikkaliiketoiminnot sekä näihin liittyvät hallintoyksiköt. Siirtyvän liiketoiminnan arvoksi on sopimuksessa määritelty yhteensä 50.000.000 euroa, josta nettovarallisuutta on 20.000.000 euroa. Kasolalle siirtyvää omaisuutta vastaan annetaan yhteensä 10.000.000 Kasolan uutta A-osaketta. Uudet osakkeet annetaan jakautumisvastikkeena JN:n osakkeenomistajille.
4. Kasolan osakelajit yhdistetään muuttamalla äänivaltaiset K-osakkeet A-osakkeiksi ja antamalla kutakin viittä (5) K-osaketta kohti maksutta neljä (4) uutta A-osaketta. Osakelajien yhdistäminen toteutetaan samanaikaisesti tai välittömästi sen jälkeen, kun edellä tarkoitetut JN:n logistiikkaliiketoiminnoista vastikkeena maksettavat 10.000.000 Kasolan A-osaketta on asianmukaisesti rekisteröity. Edellä mainittujen toimenpiteiden jälkeen JN:n osakkeenomistajien osuus Kasolan osakkeista ja osakkeiden tuottamasta äänivallasta on noin 80 prosenttia ja Kasolan Pääomistajien osuus noin 10 prosenttia.

5. Kasolan uudeksi toiminimeksi muutetaan Nurminen Logistics Oyj.
6. JN ja sittemmin sen jakautumisessa syntyvä uusi John Nurminen Oy sitoutuvat ostamaan 6,80 euron osakekohtaisella hinnalla Kasolan osakkeenomistajilta 60 prosenttia niistä kunkin osakkeenomistajan omistuksessa olevista osakkeista kaikkina seuraavina kolmena (3) ajankohtana: a) ostotarjousta edeltävä pankkipäivä (arviolta 7.12.2007), b) ostotarjouksen päättymistä seuraava päivä ja c) 30.6.2010. Jos osakkeenomistajan osakkeiden lukumäärä vaihtelee edellä kuvattuna kolmena eri ajankohtana, lasketaan 60 prosentin määräosuus alhaisimmasta osakemäärästä.

JN ja Kasolan Pääomistajat ovat sopineet Järjestelyssä käytetyistä arvoista. Järjestely on ehdollinen sille, että Kasolan hallitus selvittää asianmukaisesti Järjestelyn kohtuullisuuden kaikkien Kasolan osakkeenomistajien kannalta ja hankkii tarvittavat asiantuntijaselvitykset ja niin sanotun fairness opinion -lausunnon (jäljempänä "FO") koskien Järjestelyä kokonaisuudessaan sekä sen eri osia. Järjestely on edellä mainitun lisäksi ehdollinen sille, että Kasolan ja JN:n ylimääräiset yhtiökokoukset hyväksyvät Järjestelyn ja että Järjestely on toteutettu 29.2.2008 mennessä tai osapuolet ovat sopineet Järjestelyn vaihtoehtoisesta toteuttamisesta.

Kasolan Pääomistajille ja edellä kohdassa 1 tarkoitetun osakekaupan toteuduttua JN:lle syntyi arvopaperimarkkinalain 6 luvun 10 §:ssä tarkoitettu tarjousvelvollisuus. Rahoitustarkastus myönsi Järjestelyyn liittyen poikkeusluvan tarjousvelvollisuuden perusteella tehtävän ostotarjouksen määräajoista siten, että ostotarjousmenettely aloitetaan viimeistään 10.12.2007.

Ostotarjouksessa Kasolan A-osakkeista on ilmoitettu maksettavaksi 5,00 euroa osakkeelta. Kaikki Kasolan K-osakkeet ovat tarjousvelvollisten joukkoon kuuluvien Kasolan Pääomistajien hallussa, joten niistä ei ole ilmoitettu tehtävän ostotarjousta.

Kasolan hallitus hankki Järjestelyyn liittyen FO:n Deloitte Corporate Finance Oy:ltä (jäljempänä "Deloitte"). Lausunnon mukaan Järjestely on kohtuullinen Kasolan osakkeenomistajien kannalta. Lausunnossa on todettu, että ehdotetussa Järjestelyssä käytetyt vastikkeet kustakin Järjestelyn osasta ovat kohtuullisia lukuun ottamatta Kasolan liiketoimintojen myynnistä perussopimuksen mukaan saatavaa vastiketta, johon olennaisimpana asiana vaikuttaa FO:a varten hankitut ja saadut uudet kiinteistöjen arvoja koskevat arviolausunnot. Lausunnon mukaan ehdotettu hyvitys äänioikeuden alenemisesta Järjestely kokonaisuutena huomioiden on kohtuullinen Kasolan osakkeenomistajien kannalta.

Lausunnon perusteella Kasolan hallitus muutti ehdotustaan ylimääräiselle yhtiökokoukselle, joka 8.10.2007 hyväksyi Järjestelyn hallituksen muutetun ehdotuksen mukaisesti.

JN:n yhtiökokous on 12.11.2007 hyväksynyt JN:n jakautumissuunnitelman mukaisen kokonaisjakautumisen. Kasolan hallitus on 22.11.2007 hyväksynyt JN:n jakautumisen jakautumissuunnitelman mukaisesti. Kasolan hallitus päätti myös 9.999.989 uuden Kasolan A-osakkeen suunnatusta annista jakautumisvastikkeena JN:n osakkeenomistajille. Uudet osakkeet lasketaan liikkeeseen jakautumisen täytäntöönpanon hetkellä.

Kasolan hallitus päätti 22.11.2007 Kasolan nykyisen liiketoiminnan myymisestä Maturiala Oy:lle. Liiketoiminnan kauppahinta on 8.040.494 euroa. Liiketoiminnan lisäksi Maturiala Oy ottaa vastatakseen myytävien Kasolan tytäryhtiöiden velkoja 2.300.000 euroa. Liiketoiminnan kauppakirjassa on myös sovittu mahdollisesta lisäkauppahinnasta.

Kasolan pörssitiedotteen mukaan JN ja Kasolan Pääomistajat ovat sopineet siitä, että JN suorittaa Järjestelyn toteuttamiseksi Kasolan Pääomistajille vahingonkorvausta 734.000 euroa. Vahingonkorvauksesta on sovittu, koska Kasola ei ole voinut toteuttaa liiketoiminnan kauppaa 7.9.2007 julkistetun Järjestelyn mukaisella arvolla.

4. Asiassa annetut lausumat

4.1. Kasola Oyj

4.1.1. Perussopimuksesta ja kokonaisjärjestelystä

Kasolan Pääomistajat ja JN olivat neuvotelleet perussopimuksen mukaisesta Järjestelystä. Kasolan Pääomistajien ja JN:n ilmoitettua aiotusta Järjestelystä Kasolan hallitukselle, Kasolan hallitus totesi Järjestelyn tarkoittavan merkittävää taloudellista etua Kasolan osakkeenomistajille, koska esitetty viiden (5) euron ostotarjous osakkeelta antaa Kasolan osakkeenomistajille merkittävän premion osakekurssiin nähden. Hallitus totesi velvollisuudekseen selvittää Kasolan Pääomistajien ja JN:n sopiman Järjestelyn edullisuuden Kasolan ja sen osakkeenomistajien kannalta. Tämä ei kuitenkaan ollut mahdollista ennen perussopimuksen julkistamista. Kasola kuitenkin edellytti, että se voi selvittää Järjestelyn taloudellisen kohtuullisuuden ja samalla Kasola sitoutui myötävaikuttamaan Järjestelyn toteuttamiseen, mikäli Järjestely ja sen eri osat ovat hyväksyttäviä Kasolan kaikkien osakkeenomistajien kannalta.

4.1.2. Osakelajien yhdistäminen

Perussopimuksen mukaan Kasolan Pääomistajat ja JN ovat sopineet Kasolan A- ja K-lajin osakkeiden osalta osakelajien yhdistämisestä. Deloitte FO:n mukaan osakelajien yhdistäminen ja Kasolan liiketoimintojen myyminen Kasolan Pääomistajille oli Kasolan osakkeenomistajien kannalta kohtuullista vain osana Järjestelyä. Kasolan hallitus on julkistanut perussopimuksen mukaisen hallituksen ehdotuksen ja FO:n lopputuloksen sekä alistanut asian Kasolan yhtiökokouksen päätettäväksi. Yhtiökokous on ilman äänestystä hyväksynyt osakelajien yhdistämistä koskevan päätösehdotuksen osana Järjestelyä.

Kasolan hallitus on arvioinut vähemmistöosakkeenomistajien asemaa yhdenvertaisen kohtelun kannalta.

Osakelajien yhdistäminen ei Kasolan hallituksen käsityksen mukaan osana Järjestelyä loukkaa Kasolan osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatetta, koska Järjestelyssä ja sen toteutumisen seurauksena

(i) vähemmistöosakkeenomistajilla on mahdollisuus välittömästi ostotarjouksen toteutumisen myötä luopua osakeomistuksestaan viiden (5) euron osakekohtaisella hinnalla, joka tarjoaa selkeän premion verrattuna osakkeen pörssikurssiin (3,50 euroa);

(ii) Kasola hankkii JN:ltä sen logistiikkaliiketoiminnan antaen jakautumisvastikkeena JN:n osakkeenomistajille kymmenen (10) miljoonaa Kasolan uutta osaketta. Deloitte FO:n mukaan liiketoimintojen myynti on Kasolan osakkeenomistajien kannalta taloudellisesti arvioiden kohtuullinen;

(iii) Kasolan osakkeenomistajilla on mahdollisuus jäädä osakkeenomistajaksi tulevaan Nurminen Logistics Oyj -nimiseen yhtiöön;

(iv) liiketoimintojen myynti Kasolan Pääomistajille on toteutettu markkinaehtoisesti käypään hintaan. Deloitte FO:n mukaan liiketoimintojen myynti on Kasolan osakkeenomistajien kannalta taloudellisesti arvioiden kohtuullinen;

(v) Kasolan osakeomistus muodostuu enää yhdestä (1) osakelajista, joka parantaa Kasolan osakkeen likviditeettiä ja lisää osaltaan osakkeen kiinnostavuutta markkinoilla;

- (vi) Kasolassa ei ole enää pääomistajatahoa, joka listaamattomien äänivaltaosakkeiden kautta käyttää yhtiössä tosiasiallista päätösvaltaa;
- (vii) vähemmistöosakkeenomistajilta siirtyy yhdistettäessä osakelajit vaihtosuhteella 1:1,8 (laskettuna viiden (5) euron osakekohtaisella hinnalla) noin 106.000 euron suuruinen etu Kasolan Pääomistajille verrattuna siihen, että vaihtosuhte olisi 1:1. Tämä vastaa yhdeksää (9) senttiä osakkeelta laskettuna Järjestelyn toteutumisen jälkeisestä osakemäärästä;
- (viii) Kasolan A-lajin osakkeenomistajien osakeomistuksen laimentuminen käytettäessä vaihtosuhdetta 1:1,8 on 1,9 prosenttia laskettuna Järjestelyn toteutumisen jälkeisestä osakemäärästä, mikä on merkittävästi alhaisempi verrattuna useisiin viimeaikaisiin muihin osakelajien yhdistämistä koskeviin tapauksiin;
- (ix) vähemmistöosakkeenomistajien äänivalta kasvaa noin 4 prosenttia verrattuna sitä edeltävään vaiheeseen (6,5 prosentista 9,3 prosenttiin) laskettuna Järjestelyn toteutumisen jälkeisestä osakemäärästä; ja
- (x) Kasolan osakkeenomistajilla on mahdollisuus, pitäessään omistamansa osakkeet Järjestelyn osana, hyödyntää myynti-optio, jossa uusi John Nurminen Oy on sitoutunut ostamaan 60 prosenttia osakkeista tiettyjen ehtojen täytyessä hintaan 6,80 euroa osakkeelta (jäljempänä "Vaihtoehtoinen Ostositoumus").

4.1.3. Kasolan liiketoimintojen myynti

Deloitte FO:n mukaan Kasolan liiketoiminnan myyminen Kasolan Pääomistajien määräysvallassa oleville yhtiöille oli Kasolan osakkeenomistajien kannalta kohtuullista ainoastaan Järjestely kokonaisuudessaan huomioon ottaen, koska Catellan arviolausunnon mukaan Kasolan omistamista kiinteistöistä yhden (1) kiinteistön arvo olisi arvion mukaan noussut kahdessa vuodessa 85 prosenttia.

Kasolan hallitus piti kohtuullisena neuvottelutulosta, jonka mukaan

- (i) Kasolan Pääomistajat maksavat siirtyvästä liiketoiminnasta 8,04 miljoonaa euroa eli 1,04 miljoonaa euroa enemmän kuin JN ja Kasolan Pääomistajat olivat perussopimuksessa sopineet; ja
- (ii) Kasolan Pääomistajat sitoutuivat siirtyvään liiketoimintaan kuuluvien kiinteistöjen myyntiin hyvämaineisen kiinteistövälittäjän toimesta siten, että myyntiprosessin seurauksena Kasolalla on mahdollisuus lisäkauppahintaan, mikäli osoittautuu, että kiinteistöjen arvo on markkinoilla korkeampi.

Kasolan hallitus pyysi neuvottelutuloksesta Deloitte päivitetyn lausunnon ja tässä lausunnossa Deloitte toteaa, että ehdotettu liiketoimintojen myyntiä koskeva järjestely on yksinkin arvioituna Kasolan osakkeenomistajien kannalta kohtuullinen.

Kasolan hallituksen käsityksen mukaan ja osaltaan perustuen Deloitteelta saatuun liiketoimintojen myyntiä koskevaan taloudelliseen selvitykseen, Kasolan hallitus on huolehtinut siitä, että liiketoimintojen myynti Kasolan Pääomistajille tapahtuu markkinaehtoiseen hintaan. Liiketoiminnan myynti ei siten erillisenäkään transaktiona voi tulla arvosteltavaksi yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisena toimenpiteenä.

4.1.4. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus

Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti osakkeenomistajia ei saa perusteettomasti asettaa eriarvoiseen asemaan. Eriarvoiseen asemaan asettamista ei voi olla se, mikä seuraa yhtiö-

järjestyksen määräyksistä, joiden perusteella osakkeet ovat oikeuksiltaan erilaisia. Oikeudenloukkaukselta edellytetään tiettyä olennaisuutta, jotta siihen voitaisiin vedota.

Arvioitaessa yhdenvertaisuuden toteutumista olennaista on kulloinkin käsillä olevan kokonaisjärjestelyn lopputulos, ja tässä tapauksessa osakelajien yhdistämistä on arvioitava suhteessa Järjestelyn toteutumiseen ja sen lopputulokseen.

Kasolan ylimääräinen yhtiökokous 8.10.2007 hyväksyi kaikki hallituksen ehdotukset ilman äänestystä. Vastustamalla osakelajien yhdistämistä yhtiökokouksessa läsnä olleillakin vähemmistöosakkeenomistajilla on ollut tosiasiallinen mahdollisuus estää Järjestelyn toteutuminen. Vähemmistöosakkeenomistajat eivät ole tätä halunneet. Vähemmistöosakkeenomistajien on katsottava hyväksyneen Järjestelyn.

Kasola katsoo, että Järjestely täyttää osakeyhtiölain 1:7 §:n vaatimukset yhdenvertaisuudesta. Kasolan osakkeenomistajille olisi taloudellisesti haitallista, mikäli Järjestely peruuntuisi.

4.1.5. Yrityskauppala-autakunnan toimivalta

Osakeyhtiölain mukaan osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden osalta asianosaiset määräytyvät ja yhdenvertaisuutta koskevat kysymykset voivat tulla arvioitavaksi osakeyhtiölain 21 ja 22 lukujen mukaisissa menettelyissä.

Yleisen periaatteen soveltaminen tiettyyn käytännön tilanteeseen edellyttää usein niiden asian ajamista, jotka kokevat oman etunsa loukatun, ja sen laatuista eri osatekijöiden keskinäistä punnintaa, että tämän arvion tekeminen on nimenomaan säädetty kuuluvaksi, ja tästä syystä kuuluu, tuomioistuimille. Kun asia on näin säädetty, tuntuu oudolta ajatukselta, että asiaan voitaisiin ottaa kantaa muun muassa todistustaakkaa koskevat säännökset syrjäyttäen.

4.2. John Nurminen Oy

Kasolan Pääomistajien, JN:n ja Kasolan tarkoituksena on ollut sopia Järjestelystä yhtenä kokonaisuutena, joka olisi toteutuessaan kaikilta osin kohtuullinen ja oikeudenmukainen Kasolan Pääomistajien, JN:n sekä Kasolan ja JN:n osakkeenomistajien kannalta. Osapuolten tavoitteena on muun muassa Kasolan liiketoiminnan kehittäminen ja laajentaminen, omistusrakenteen laajentamisen kautta Kasolan osakkeen likviditeetin parantaminen sekä mahdollisten tulevien yritysjärjestelyjen rahoittaminen. Kasolan A-osakkeen arvo on noussut ja sen likviditeetti on parantunut selvästi.

Järjestelyä koskevissa neuvotteluissa kiinnitettiin erityistä huomiota Kasolan vähemmistöosakkeenomistajien asemaan. Vähemmistöosakkeenomistajilla on mahdollisuus luopua omistuksestaan myymällä osakkeensa Järjestelyn yhteydessä tehtävässä ostotarjouksessa hintaan 5 euroa osakkeelta, joka on huomattavasti korkeampi kuin Järjestelyä edeltävän 12 kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskimurssi 3,61 euroa. Kasolan Pääomistajilla ei sen sijaan ole mahdollisuutta osallistua ostotarjoukseen. Vähemmistöosakkeenomistajat voivat myös jäädä uuden logistiikkayhtiön omistajiksi. Tällöin heillä on sama mahdollisuus kuin Kasolan Pääomistajilla eli myydä tietyin edellytyksin 60 prosenttia omistamistaan osakkeista JN:lle vuonna 2010 hintaan 6,80 euroa osakkeelta (hintaa mm. korjataan osakemäärän muutosten suhteessa).

Kasolan Pääomistajat ja JN sopivat Järjestelystä ja arvostuksista vilpittömässä mielessä ja tuolloin käytettävissä olleen tiedon perusteella. Jari Bachmann toimi tuolloin Kasolan toimitusjohtajana ja tunsu hyvin sen liiketoiminnan. Kiinteistöt arvostettiin Catella Property Oy:n vuonna 2005 laatiman arviolausunnon perusteella. Catellan päivitetyn lausunnon perusteella Kasolan liiketoiminnan kauppahintaa korotettiin Kasolan vaatimuksesta 7 miljoonasta eu-

rosta 8,04 miljoonaan euroon, vaikka Kasolan Pääomistajien ja JN:n käsitys on, että perussopimuksen mukaiset arvostukset ovat edelleen perusteltuja. Liiketoiminnan myynnistä kertyy Kasolaan JN:n käsityksen mukaan jopa käypää hintaa korkeampi hinta. Kauppahintaa korjataan ylöspäin, mikäli kiinteistöt myydään ja niistä saadaan ennakoitua suurempi kauppahinta. Ottaen huomioon Catellan päivitetyn arviolausunnon mukainen liikkumavara 10 - 20 prosenttia myös perussopimuksen mukainen liiketoiminnan kauppahinta olisi ollut arviolausunnon mukainen. Kasolan hallitus on aloittanut kiinteistöjen myyntiprosessin viipymättä selvittääkseen kiinteistöjen todellisen arvon.

Arvonnousu oli osapuolten kannalta ennakoimaton perussopimuksen ulkopuolinen tekijä. Perussopimuksen mukaan JN ja Kasolan Pääomistajat vakuuttivat muun muassa, että Järjestelyn osana toteutettavien transaktioiden kauppahinnat, arvot ja muut vastikkeet vastasivat niiden käypää arvoa. Kasolan Pääomistajat ja JN sopivat, että JN suorittaa Kasolan Pääomistajille vahingonkorvausta yhteensä 734.000 euroa, koska Kasola ei ole voinut toteuttaa liiketoiminnan kauppaa perussopimuksen mukaisella arvolla.

Kasola ei ole sitoutunut perussopimuksen mukaisiin arvostuksiin. Kasolalla ei ole velvollisuutta tehdä toimenpidettä, jonka se perustellusti katsoo olevan osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain tai osakkeenomistajien edun vastaista. Kasola on hankkinut asiasta Deloitte FO:n, jonka mukaan Järjestely on kohtuullinen osakkeenomistajien kannalta.

Yhdistettäessä Kasolan osakelajeja vaihtosuhteen 1:1,8 mukaisesti annettavien lisäosakkeiden määrä vastaa vain noin 1,8 prosenttia osakkeiden markkina-arvosta. Deloitte FO:n mukaan vaihtosuhte on kohtuullinen osana Järjestelyn kokonaisuutta. Osakelajien yhdistäminen edesauttaa yleensä myös osakkeen likviditeettiä. Yhdistämistä pidetään myös kansainvälisten yritysten hyvää hallintotapaa määrittelevien suositusten näkökulmasta osakkeenomistajien kannalta positiivisena.

Kasolan ylimääräinen yhtiökokous hyväksyi Järjestelyn 8.10.2007 ilman äänestyksiä.

JN:n näkökulmasta Kasola ja sen hallitus ovat pyrkineet poikkeuksellisen huolellisesti huolehtimaan Kasolan osakkeenomistajien edusta ja siitä, että Järjestely olisi myös Kasolan vähemmistöosakkeenomistajille kokonaisuutena oikeudenmukainen ja kohtuullinen.

Järjestely on kokonaisuus ja sitä on arvioitava kokonaisuutena. JN:n käsityksen mukaan Järjestely on myös vähemmistöosakkeenomistajien edun mukainen. Järjestelyn peruuttaminen olisi kohtuutonta myös Kasolan osakkeenomistajien kannalta.

JN:n käsityksen mukaan Järjestely on osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n mukainen. Lisäksi JN:n katsoo, että osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n arviointia ei voida suoraan liittää arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:n arviointiin.

4.3. Maturiala Oy

Maturiala Oy yhtyy Kasolan ja JN:n asiaa koskeviin lausumiin.

Järjestely on yhtenä kokonaisuutena toteutuessaan kaikilta osin myös Kasolan vähemmistöosakkeenomistajien kannalta kohtuullinen ja oikeudenmukainen. Vähemmistöosakkeenomistajille on varmistettu huomattava preemio verrattuna perussopimuksen allekirjoittamista edeltäneeseen tilanteeseen. Lisäksi Järjestely parantaa osakkeen likviditeettiä huomattavasti.

Perussopimuksen mukaiset kauppahinnat, arvot ja muut vastikkeet vastasivat osapuolten sen hetkisen käsityksen mukaan niiden käypää arvoa. Arvosta on hankittu Deloitte FO.

Kasolan hallitus on alistanut asian yhtiökokouksen päätettäväksi. Läsna olleet vähemmistöosakkeenomistajat olisivat voineet vastaan äänestämällä käytännössä estää Järjestelyn toteuttamisen. Järjestely kuitenkin hyväksyttiin ilman äänestyksiä.

Maturala Oy:n näkemyksen mukaan Järjestely on sekä erillisiltä osiltaan että erityisesti kokonaisuutena arvioiden osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n mukainen.

5. Päätös

5.1. Yrityskauppala-autakunnan toimivalta

Yrityskauppala-autakunnan tehtävät ja toimivalta on määritelty yrityskauppala-autakunnan säännöissä ja arvopaperimarkkinalaissa. Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n mukaan 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. Yrityskauppala-autakunnan laissa määritelty toimivalta ei estä sitä antamasta lausuntoja myös muissa kysymyksissä joko itsesääntelyn puitteissa tai esimerkiksi Rahoitustarkastuksen pyynnöstä.

Hakemuksessa pyydetään yrityskauppala-autakunnan lausuntoa siitä, täyttävätkö Järjestelyyn liittyvät Kasolan liiketoiminnan kauppa, JN:n logistiikkaliiketoiminnan siirto Kasolalle ja kautumisen kautta, Kasolan osakelajien yhdistäminen sekä muut Järjestelyyn liittyvät toimenpiteet osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n vaatimuksen yhdenvertaisuudesta. Yrityskauppala-autakunta on toimivaltainen käsittelemään Hakemuksen.

5.2. Osakkeenomistajien yhdenvertaisuus

Yrityskauppala-autakunta toteaa, että arvopaperimarkkinalain (495/1989) tasapuolisen kohtelun vaatimuksen ja osakeyhtiölain (624/2006) yhdenvertaisuusperiaatteen sisällöt ovat lähellä toisiaan, vaikkakaan eivät täysin yhteismitallisia. Arvopaperimarkkinalain vaatimusta osakkeenomistajien tasapuolisesta kohtelusta voidaan tietyssä määrin hyödyntää tulkintatapana noteeratun osakeyhtiön kohdalla selvitettäessä yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamista.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta säädetään osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä. Pykälän 2 virkkeen mukaan yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhdenvertaisuusperiaatteen keskeinen tarkoitus on ennen kaikkea suojata vähemmistöosakkeenomistajia määräävän osakkeenomistajan sellaiselta opportunistiselta käytäytymiseltä, joka ei edistä yhtiön, toisin sanoen yhtiön kaikkien osakkeenomistajien, etua. Epäoikeutettu etu voi liittyä esimerkiksi tiettyä osakkeenomistajaa suosivaan hinnoitteluun osakeannissa taikka osakesarjoja yhdistettäessä taikka yhtiön ja osakkeenomistajan väliseen liiketoimeen, jos liiketoimi tuottaa etua osakkeenomistajalle yhtiön kustannuksella. Yrityskauppala-autakunta toteaa, että yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei kuitenkaan ole vesittää enemmistöperiaatteeseen liittyvän enemmistövallan käyttämistä, vaan estää enemmistöosakkeenomistajien perusteeton suosiminen vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella.

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:n mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:ssä tarkoitettujen arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan. Säännös sisältää arvopapereiden haltijoiden tasapuolisen kohtelun

vaatimuksen, jota käsillä olevassa tapauksessa käytetään tulkinta-apuna selvitetäessä osakeyhtiölain mukaisen yhdenvertaisuusperiaatteen sisältöä ja ulottuvuutta.

Hallituksen esityksestä arvopaperimarkkinalain muuttamiseksi (HE 6/2006 vp. s. 33) ilmenee, että tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää silloin, kun tarjouksen kohteena on eri oikeuksia tuottavia arvopapereita, että tarjousten eri arvopaperilajeista tulee olla keskenään tai suhteessa toisiinsa järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa. Hallituksen esityksessä todetaan, että tasapuolisuus "on otettava huomioon myös silloin, kun ennen yleisön hallussa olevasta osakelajista tehtävää ostotarjousta tarjouksen tekijä on hankkinut omistukseensa määräysvallan perustavaan osakelajiin – joka ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena – kuuluvat osakkeet yksityisin kaupoin". Yrityskauppalautekunta toteaa, että hallituksen esityksessä kuvattu tilanne ei ole samanlainen nyt käsillä olevan Järjestelyn kanssa, mutta siitä kuitenkin ilmenee, mitä arvopaperimarkkinalain tasapuolisen kohtelun vaatimuksella tarkoitetaan.

Tasapuolisen kohtelun vaatimus tulee esille myös Suosituksen julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelyistä (jäljempänä "Suositus") numero 15 perusteluista (kohta b) ja myös Rahoitustarkastuksen Standardin 5.2c luvun 6.2 kohdasta 15. Kohtien mukaan tasapuolisen kohtelun toteutumista arvioitaessa otetaan huomioon myös ostotarjouksen tekijän ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden väliset ostotarjouksen ulkopuolella tehdyt sopimukset ja järjestelyt, jos niillä on yhteys ostotarjoukseen.

Selvitettäessä sitä, onko Järjestelyssä kohdeltu Kasolan osakkeenomistajia yhdenvertaisella tavalla, huomiota on kiinnitettävä siihen, mikä merkitys on tässä tapauksessa annettava Järjestelyssä toteutettavalle liiketoimintakaupalle ja siihen liittyvänä Kasolan Pääomistajille maksettavalle vahingonkorvaukselle, K-sarjan osakkeiden 1,8 kertaiselle muuntopreemioille sekä jakautumisvastikkeelle ja sen vastikkeena Kasolalle tulevalle omaisuudelle. Muuntopreemion osalta asian arviointiin voi vaikuttaa välillisesti myös se, onko muuntamisesta seuraavaa Kasolan osakeomistuksen laimentumista arvioitava ennen absorptiojakautumisen yhteydessä annettavaa jakautumisvastiketta vai sen antamisen jälkeen. Arviointitavalla on merkitystä arvioitaessa K-sarjan osakkeiden muuntamisessa tapahtuvaa Kasolan osakeomistuksen laimentumisen määrää.

5.3. Vahingonkorvaus

Yrityskauppalautekunta arvioi vahingonkorvauksen maksamista Kasolan ja sen osakkeenomistajien edun kannalta. Yrityskauppalautekunnan käytettävissä olleista asiakirjoista ilmenee, että Kasolan liiketoiminnan arvoa koskevan asiantuntijalausunnan perusteella Kasolan ja Kasolan Pääomistajien välisen liiketoimintakaupan arvoa on korotettu. Tämä on johtanut siihen, että JN suorittaa Kasolan Pääomistajille korotuksen johdosta vahingonkorvauksen. Lautakunnan käsityksen mukaan Kasolan liiketoimintakaupan arvon korottamista vastaavan määrän suorittaminen vahingonkorvauksena Kasolan Pääomistajille on toimenpide, joka sinänsä liittyy Järjestelyyn, mutta sen suorittaminen ei aseta Kasolan osakkeenomistajia eriarvoiseen asemaan vastoin osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä säädettyä yhdenvertaisuusperiaatetta, koska Kasola sai käyvän hinnan myydystä liiketoiminnasta, vahingonkorvauksen suorittaa JN, vahingonkorvauksen saajat tulevat olemaan arvopaperimarkkinalain 6 luvun 10 §:n mukaisen tarjouksen tekijöitä ja koska heillä ei ole itse oikeutta osallistua tarjoukseen ja koska vahingonkorvaus perustuu sopimusrikkomukseen.

5.4. Osakelajien yhdistäminen ja maksuton suunnattu osakeanti

Kasolan lausumassa on esitetty, että yhdistettäessä osakelajit suhteella 1:1,8 osakeomistus laimentuu 1,9 prosenttia laskettuna Järjestelyn jälkeisestä osakemäärästä. Jos arviointi suoritettaisiin ennen absorptiojakautumisessa annettavia uusia A-sarjan osakkeita, osakeomistuksen laimeneminen olisi noin 8,8 prosenttia.

Yrityskauppalautekunta toteaa, että osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena on suojata osakkeenomistajan etua. Kun Järjestelyä arvioidaan yhtenä kokonaisuutena ja ottamalla erityisesti huomioon Kasolan osakkeen aikaisempi kurssikehitys (Kasolan osakkeen kolmen kuukauden kaupankäyntimäärillä painotettu keskiparssi on ollut 3,63 euroa), tulevassa ostotarjouksessa tarjottavaksi esitetty 5,00 euron suuruinen vastike, osakkeenomistajan mahdollisuus jäädä omistajaksi tulevaan Nurminen Logistics Oyj:hin Kasolan Pääomistajien kanssa vastaavin eduin (ostotarjouksen sisältämä Vaihtoehtoinen Ostositoumus) sekä Kasolan osakkeen tulevaan hintakehitykseen ja likviditeettiin liittyvät odotukset, Järjestelyä on pidettävä vähemmistöosakkeenomistajan edun mukaisena

Yrityskauppalautekunta toteaa kuitenkin, että jos tarkasteltaisiin 1,8 kertaista muuntopremiä Järjestelystä irrallisena osana yksittäisenä toimenpiteenä, tällaista premiä voitaisiin pitää, ottamalla huomioon markkinakäytäntö, kohtuuttoman suurena ja osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä edellytetyn yhdenvertaisen kohtelun vastaisena.

5.5. Jakautumisvastike ja liiketoimintakaupassa siirtyvä omaisuus

Yrityskauppalautekunta toteaa, ettei sillä ole mahdollisuutta arvioida absorptiojakautumisessa annettavan jakautumisvastikkeen merkitystä Kasolan osakkeenomistajien yhdenvertaiselle kohtelulle, koska se edellyttäisi Kasolalle siirtyvän omaisuuden käyvän arvon selvittämistä ja sen suhteuttamista jakautumisessa annettavaan vastikkeeseen.

Yrityskauppalautekunnalla ei myöskään ole mahdollisuutta enemmälti arvioida liiketoimintakaupassa siirtyvän omaisuuden käypää arvoa ja siitä maksetun vastikkeen suhdetta.

6. Loppumerkinät

Asian ovat ratkaisseet puheenjohtaja Matti J. Sillanpää sekä jäsenet Juhani Erma, Timo Kaisanlahti (eri mieltä), Kari Rytkönen, Juha Salonen ja Seppo Villa (esittelijä).

Eri mieltä olevien jäsenten lausunnot

Jäsen Kaisanlahti: En voi yhtyä osakesarjojen yhdistämistä koskevaan yrityskauppalautekunnan enemmistön kannanottoon siitä, että Järjestelystä irrallisena yksittäisenä toimenpiteenä 1,8-kertaista muuntosuhdetta voitaisiin yleisesti pitää kohtuuttoman suurena ja yhdenvertaisen kohtelun vastaisena (kohdan 5.4 kolmas kappale). Käsitykseni mukaan kysymyksestä ei voida lausua kategorisesti, sillä muunnon vaikutukset määräytyvät tapauskohtaisesti asianomaisen yhtiön omistusrakenteen ja eri lajeihin kuuluvien osakemäärien perusteella. Tämä ilmenee hyvin lausunnon kohteena olevassa tilanteessa, jossa Kasolan Pääomistajat luopuvat K-lajiin perustuvasta määräysvallastaan, kun A-lajinen jakautumisvastike suunnataan JN:n omistajille, jolloin seuraavassa muunnossa osakesarjojen yhdistämisestä aiheutuva laimennusvaikutus kohdistuu noin 80 prosenttisesti JN:n osakkeenomistajien kannettavaksi, noin 10 prosenttisesti Kasolan Pääomistajien kannettavaksi ja vain noin 10 prosenttisesti vähemmistölle.

Muilta osin yhden yrityskauppalautekunnan enemmistön lausuntoon.

Keskuskauppakamarin yrityskauppalautekunta

Matti J. Sillanpää
puheenjohtaja

Anne Horttanainen
sihteeri

Tähän päätökseen ei voi hakea muutosta valittamalla.

Lisätiedot

Lautakunnan sihteeri
Anne Horttanainen
anne.horttanainen@chamber.fi
p. 040 510 4907

Lautakunnan sihteeri
Jaakko Turunen
jaakko.turunen@chamber.fi
p. 040 552 7663

Tiedoksi

Rahoitustarkastus
Kasola Oyj
John Nurminen Oy
Maturiala Oy
Jari Bachmann
Sanni Bachmann
Kirta Forsström