

## VELVOLLISUUS EDISTÄÄ TARJOUKSEN TOTEUTUMISTA

Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta (jäljempänä ”yrityskauppala-autakunta”) on antanut 11.5.2009 arvopaperimarkkinalain 6 luvun 17 §:n nojalla seuraavan lausunnon.

### 1. Asian vireilletulo

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 yrityskauppatalanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja. Yrityskauppala-autakunta on katsonut tarpeelliseksi antaa tämän lausunnon omasta aloitteestaan hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi.

### 2. Tulkintakannanotto

*Tarjouksen tekijän tulee pyrkiä, siinä määrin kuin mahdollista, vaikuttamaan siihen, että tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät (ks. suositus 19 ”Tarjouksen sitovuus ja ehdot” kohta c) ”Tarjouksen peruuttaminen”).*

**Yrityskauppala-autakunta katsoo, että tarjouksen tekijän tulee toiminnallaan edistää sitä, että julkinen ostotarjous ja sen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät. Tarjouksen tekijä tai tarjouksen tekijään rinnastettava henkilö ei lähtökohtaisesti saa luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita eikä ryhtyä muuhunkaan toimenpiteeseen, joka voi heikentää tarjouksen toteutumismahdollisuuksia.**

**Kohdeyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden tai osakkeisiin oikeuttavien arvopapereiden luovuttamiseen voi olla yllä todetusta huolimatta erityinen syy, mistä on suositeltavaa pyytää yrityskauppala-autakunnan lausunto. Tarjouksen tekijän tulee lisäksi julkistaa tieto aikomuksestaan luovuttaa kyseisiä arvopapereita siten, että luovutukseen liittyviä kauppoja ei tehdä eikä muihin luovutukseen liittyviin toimenpiteisiin sitouduta ennen kuin vähintään yksi pankkipäivä on kulunut tiedon julkistamisesta.**

### 3. Perustelut

#### 3.1. Velvollisuus edistää tarjouksen toteutumista

Ostotarjouksella ja sen julkistamisella voi olla huomattava vaikutus tarjouksen vaikutuspiirissä olevien arvopapereiden kurssiin. Tarjouksen toteutumatta jäämisellä voi olla huomattava vastakkainen vaikutus. Tarjous voi lisäksi vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen. Esimerkiksi tarjouksen tekijän mahdollinen vetäytyminen julkistetusta tarjouksesta due diligence -tarkastuksen suorittamisen jälkeen voi johtaa spekulatioon ja häiriöihin markkinoilla. Tarjous ja sen julkistaminen voi myös luoda epävarmuutta kohdeyhtiön toiminnan jatkumisesta entisen kaltaisena. Tarjouksen tekijällä on oltava sen vuoksi aito pyrkimys tarjouksen toteuttamiseen sen ehtojen mukaisesti (ks. myös ostotarjousdirektiivi art. 3(1)(d) ja 8(1) sekä AML 2:1 ja 5:12).

Julkisessa ostotarjouksessa tarjouksen tekijä sitoutuu hankkimaan kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen ehtojen mukaisesti. Tarjouksen tekijä voi asettaa tarjouksen ehdoksi esimerkiksi tietyn omistusosuuden saavuttamisen kohdeyhtiössä. Tarjousta ei lähtökohtaisesti tarvitse toteuttaa, jos jokin sen toteuttamiselle asetettu ehto ei täyty ja ehdon täyttymättä jäämisellä on huomattava merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta (ks. suositus 19 "Tarjouksen sitovuus ja ehdot" kohta c) "Tarjouksen peruuttaminen"). Tilannetta on kuitenkin arvioitava toisin, jos tarjouksen toteutumatta jääminen on johtunut tarjouksen tekijän omasta toiminnasta.

Tarjouksen toteutumatta jääminen ei saa johtua tarjouksen tekijän omasta toiminnasta. Tarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle, mutta ehdot eivät saa olla sellaisia, että tarjouksen toteuttaminen on tosiasiallisesti tarjouksen tekijän vapaassa harkinnassa (ks. tästä suositus 19 "Tarjouksen sitovuus ja ehdot"). Tarjouksen tekijä ei esimerkiksi saa vedota tarjouksen toteuttamiselle asettamaansa ehtoon tietyn omistusosuuden saavuttamisesta kohdeyhtiössä, jos ehdon täyttymättä jääminen johtuu siitä, että tarjouksen tekijä on luovuttanut omistamiaan kohdeyhtiön osakkeita.

Tarjouksen tekijän tulee pyrkiä, siinä määrin kuin mahdollista, vaikuttamaan siihen, että julkinen ostotarjous ja sen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät (ks. suositus 19 "Tarjouksen sitovuus ja ehdot" kohta c) "Tarjouksen peruuttaminen"). Velvollisuus alkaa siitä hetkestä, kun tarjouksen tekijä on julkistanut päätöksensä tehdä tarjous, ja on voimassa siihen asti, kun tarjouksen tekijä on julkistanut tiedon tarjouksen tuloksesta (ks. tästä suositus 22 "Tarjouksen tuloksen julkistaminen") ja, jos tarjouksen tekijä toteuttaa tarjouksen, tarjouksen toteutuskaupat on selvitetty.

Velvollisuus edistää tarjouksen toteutumista tarkoittaa esimerkiksi, että tarjouksen tekijän tulee toimia ripeästi viranomaislupien hakemisessa tai tarjouksen tekijän yhtiökokouksen koolle kutumisessa (ks. suositus 1 "Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen") taikka due diligence -tarkastuksen suorittamisessa (ks. suositus 12 "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä") tai sallimisessa tarpeellisessa laajuudessa (ks. suositus 13 "Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus"), jos tarjouksen toteutuminen vaatii tarjouksen tekijältä tällaisia toimenpiteitä.

#### 3.2. Arvopapereiden luovuttaminen tai ryhtyminen muuhun tarjousta heikentävään toimenpiteeseen

Tarjouksen tekijä ei saa luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita eikä ryhtyä muuhunkaan toimenpiteeseen, joka voi heikentää tarjouksen toteutumismahdollisuuksia, ellei toimenpiteeseen ryhtymiseen ole erityistä syytä. Kielto alkaa siitä hetkestä, kun tarjouksen tekijä on julkistanut päätöksensä tehdä tarjous, ja on voimassa siihen asti, kun tarjouksen tekijä on julkistanut tiedon tarjouksen tuloksesta ja, jos tarjouksen tekijä toteuttaa tarjouksen, tarjouksen toteutuskaupat on selvitetty.

Kielto täydentää tarjouksen tekijän velvollisuutta edistää tarjouksen toteutumista. Koska tarjouksen tekijän tulee pyrkiä vaikuttamaan siihen, että tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät, tarjouksen tekijä ei toisaalta saa omin toimenpitein heikentää tarjouksen toteutumismahdollisuuksia.

Kielto luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita soveltuu lähtökohtaisesti myös muihin toimenpiteisiin, jotka johtavat tosiasiaissa samaan lopputulokseen kuin arvopapereiden luovuttaminen. Tällaiset tilanteet on kuitenkin ratkaistava tapauskohtaisesti, ja niissä on suositeltavaa pyytää yrityskauppala-autakunnan lausunto.

Kiellosta huolimatta voi erityisestä syystä olla hyväksyttävää luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita. Erityisen syyn olemassaolosta on suositeltavaa pyytää yrityskauppala-autakunnan lausunto. Yrityskauppala-autakunta kiinnittää arvioinnissaan erityistä huomiota tarjouksen tekijän vaikuttamiin ja olosuhteissa tarjouksen tekemistä koskevan päätöksen tekemisen jälkeen tapahtuneisiin muutoksiin sekä siihen, heikentääkö toimenpide tarjouksen toteutumismahdollisuuksia.

Kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita hankittaessa tai luovutettaessa on huomioitava voimassa olevat sisäpiirisäännökset ja muut markkinoiden väärinkäyttöä koskevat säännökset (ks. AML 5 luku ja RL 51 luku). Arvopaperimarkkinalain, sen nojalla annettujen säännösten ja viranomaisten määräysten sekä viranomaisten arvopaperimarkkinalain nojalla vahvistamien sääntöjen noudattamista valvoo Finanssivalvonta (AML 7:1).

### 3.3. Esimerkkitalanteita arvopapereiden luovuttamisesta

**Luovutus tarjouksen tekijään rinnastettavalle henkilölle.** Tarjouksen tekijällä voi olla erityinen syy luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita tarjouksen tekijään rinnastettavalle henkilölle. Tarjouksen tekijään rinnastettavat henkilöt on määritelty alla kohdassa 3.5.

**Tarjouksen peruuttaminen.** Jos on selvää, että jokin tarjouksen toteuttamiselle asetettu ehto ei täyty ja ehdon täyttymättä jäämisellä on huomattava merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta (ks. suositus 19 ”Tarjouksen sitovuus ja ehdot” kohta c) ”Tarjouksen peruuttaminen”) eikä tarjouksen tekijä aio toteuttaa tarjousta, kohdeyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden tai osakkeisiin oikeuttavien arvopapereiden luovuttamiselle voi olla erityinen syy. Tällaisessa tilanteessa tarjouksen tekijän tulee julkistaa alla kohdassa 3.4 edellytettyjen tietojen julkistamisen yhteydessä lisäksi tieto siitä, ettei tarjouksen tekijä aio toteuttaa tarjousta ja tarjouksen toteuttamatta jättämisen syy.

**Kilpaileva tarjous.** Jos kilpaileva tarjous on tehty, voi ensimmäisen tarjouksen tekijä päättää tarjousaikana ennen kilpailevan tarjouksen voimassaolon päättymistä tarjouksensa raukeamisesta (AML 6:8.3). Tällöin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden tai osakkeisiin oikeuttavien arvopapereiden luovutukseen voi olla erityinen syy. Erityinen syy voi olla kysymyksessä esimerkiksi tilanteessa, jossa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista tai osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista on julkistettu kilpaileva tarjous ensimmäistä tarjousta korkeampaan hintaan ja molemmissa tarjouksissa tarjotaan ainoastaan käteisvastiketta eikä ensimmäisen tarjouksen tekijä aio korottaa omaa tarjoustaan.

### 3.4. Arvopapereiden luovuttamisen julkistaminen

Kohdeyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden tai osakkeisiin oikeuttavien arvopapereiden luovuttaminen tarjouksen aikana on epätavallinen toimenpide ja poikkeaa tarjouksen tekijän julkistamasta päätöksestä hankkia kohdeyhtiön arvopapereita julkisella ostotarjouksella

tarjouksen ehtojen mukaisesti. Tieto kohdeyhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden tai osakkeisiin oikeuttavien arvopapereiden luovuttamisesta on yleensä omiaan olennaisesti vaikuttamaan tarjouksen vaikutuspiirissä olevien arvopapereiden arvoon. Toimenpide voi myös vaikuttaa koko tarjouksen toteutumismahdollisuuksiin. Tämän vuoksi on tärkeää, että markkinoilla on asiasta ajantasaiset ja riittävät tiedot.

Tarjouksen tekijän tulee julkistaa tieto aikomuksestaan luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita siten, että luovutukseen liittyviä kauppvoja ei tehdä eikä muihin luovutukseen liittyviin toimenpiteisiin sitouduta ennen kuin vähintään yksi pankkipäivä on kulunut tiedon julkistamisesta. Riittävänä ei voida pitää tältä osin sitä, että tarjouksen tekijä on tarjouksen ehdoissa pidättänyt itsellään oikeuden luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita.

### 3.5. Tarjouksen tekijään rinnastettavat henkilöt

Mitä yllä on todettu tarjouksen tekijästä liittyen kieltoon luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita tai ryhtyä muuhun tarjousta heikentävään toimenpiteeseen, soveltuu myös seuraaviin luonnollisiin henkilöihin, yhteisöihin ja säätiöihin:

- 1) tarjouksen tekijän eläkesäätiöt, eläkekassat ja määräysvallassa olevat yhteisöt ja säätiöt sekä näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;
- 2) luonnollinen henkilö, yhteisö tai säätiö, jonka kanssa tarjouksen tekijä tai muu 1 kohdassa tarkoitettu yhteisö tai säätiö omistaa yhdessä kohdeyhtiön osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita; sekä
- 3) muut sellaiset luonnolliset henkilöt, yhteisöt ja säätiöt, jotka toimivat yksissä tuumin tarjouksen tekijän kanssa.

Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta

Matti J. Sillanpää  
puheenjohtaja

Jaakko Turunen  
sihteeri

Tähän päätökseen ei voi hakea muutosta valittamalla.

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

Lautakunnan sihteeri Anne Horttanainen  
anne.horttanainen@chamber.fi  
p. (09) 6969 6665