

Ostotarjouskoodin uudistaminen

Kuulemistilaisuus 14.12.2021

Arvopaperimarkkinayhdistys



Taustaa uudistukselle



Ostotarjouskoodin uudistamisen tausta

- Nykyinen ostotarjouskoodi on ollut voimassa 1.1.2014 lukien
- Lainsäädännön kehitys
 - MAR- ja SHRD-muutoksia ei ole päivitetty
- Markkinoiden kehitys
 - First North Finlandin merkityksen kasvu (4 yhtiötä → 50+ yhtiötä)
 - Markkinakäytäntöjen kehittyminen, esim. yhdistymissopimusten ja rahoitusjärjestelyjen ehdot
 - Keskenään kilpailevat yritysjärjestelyt
 - Osakkeenomistaja-aktivismiin lisääntyminen yritysjärjestelytilanteissa
- Ostotarjouslautakunnan lausuntokäytäntöä ei ole syntynyt
 - Vrt. markkinatapalautakunta, joka on antanut samana aikana kolme lausuntoa hallinnointikoodista ja yhden lausunnon hyvästä arvopaperimarkkinatavasta

Koodityöryhmän mandaatti

- Lainsäädännön muutosten huomioon ottaminen
 - Erityisesti markkinoiden väärinkäyttöasetus ja osakkeenomistajien oikeudet -direktiivin implementointiin liittyvät OYL:n muutokset
- Muiden muutostarpeiden arviointi
 - Koodin soveltamiskäytännössä havaitut muutostarpeet
 - Keskenään kilpailevat yritysjärjestelyt
 - Koodin ulottaminen First North Finlandilla tehtäviin ostotarjouksiin
- Lisäksi arvioitava, miten ostotarjouskoodin soveltamiskäytännön läpinäkyvyyttä ja ostotarjouslautakunnan lausuntokäytännön syntymistä voitaisiin edistää

Koodityöryhmän työskentely

- Koodityöryhmä on kokoontunut huhti-marraskuun aikana kahdeksan kertaa
- Koodityöryhmän sihteeristö on kokoontunut 33 kertaa, lisäksi koodityöryhmän sihteeristö on keskustellut koodiuudistuksesta seuraavien tahojen kanssa:
 - Ostotarjouslautakunta
 - Finanssivalvonta
 - Nasdaq Helsingin First North Advisory Board

Puheenjohtaja

Jan Ollila (Dittmar & Indrenius)

Jäsenet

Pekka Hiltunen (Danske)

Mammu Kaario

Annika Paasikivi (Oras Invest)

Outi Raekivi (Technopolis)

Reima Rytsölä (Varma)

Juha Surve (eQ)

Arja Talma

Alexandra Therman-Londen (Nordea)

Susanna Tolppanen

Sihteeristö

Anniina Järvinen (Hannes Snellman)

Ville Kajala (AMY / Keskuskauppakamari)

Mia Mokka (Roschier)

Lausuntopyyntö koodiluonnoksesta

- Lausuntopyyntö ja koodiluonnos julkaistu 16.11.2021
 - Saatavilla AMYn verkkosivuilla www.cgfinland.fi
- Lausuntoaika 14.1.2022 asti
- Uudistetun ostotarjouskoodin on tarkoitus tulla voimaan arviolta kesällä 2022
 - Koodia on tarkoitus soveltaa koodin voimaantulon jälkeen julkistettaviin ostotarjouksiin/sulautumisiin ja koodin voimaantulon jälkeen tapahtuviin FN-tarjousvelvollisuusrajan ylityksiin

Keskeiset muutokset



Johdanto

- Koodin ja johdannon rakenne on muutettu lähemmäksi Hallinnointikoodia
 - Yksittäisten suositusten johdannot on poistettu ja korvattu lukukohtaisilla johdannoilla
- Noudata tai selitä -periaatteen soveltamista ja poikkeamien selostamista on kuvattu aiempaa yksityiskohtaisemmin
 - Mahdollisuus hakea lausuntoa ostotarjouslautakunnalta mm. koodin suositusten soveltamiseen tai hyvään arvopaperimarkkinatapaan liittyvissä kysymyksissä on tuotu aiempaa selkeämmin esille
- Hyvä arvopaperimarkkinatapa
 - Korostettu sitä, että neuvonantajien sitoutuminen hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseen on tärkeää arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja elinkeinoelämän itsesääntelyyn kohdistuvan luottamuksen ylläpitämiseksi.
 - Muistutettu siitä, että AML:n esitöiden mukaan hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltä koskee myös tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön toimeksiannosta toimivia

Luku I Tarjouksen valmistelu

- **Suositus 1:** Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen
 - Suosituksen perusteluja tarkennettu rahoituksen varmistamisen ja rahoituksen ehdollisuuden osalta
 - Lisäksi perusteluissa on kuvattu menettelyä tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä lähestyy kohdeyhtiön merkittäviä osakkeenomistajia, ja siirretty kuvaus kohdeyhtiön suorittamasta osakkeenomistajien kantojen selvittämisestä suosituksen 2 alle.



Luku II Kohdeyhtiön hallituksen asema ja velvollisuudet

- **Suositus 2:** Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta
 - Suosituksessa on viitattu osakkeenomistajien edun lisäksi myös yhtiön etuun. Yhtiön etua on kuvattu tarkemmin suosituksen perusteluissa. Lisäksi perusteluissa on kuvattu menettelyä tilanteessa, jossa hallituksen jäsenen otetaan yhteyttä osakkeenomistajana tai osakkeenomistajan edustajana.
- **Suositus 3:** Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa
 - Suosituksen sanamuoto on muutettu vastaamaan vallitsevaa markkinakäytäntöä. Suosituksen perusteluja on tarkennettu mm. irtaantumiskorvaukseen sitoutumisen osalta. Perusteluissa on myös kuvattu tarkemmin mahdollisten sopimusjärjestelyjen olennaiset ehdot, jotka on julkistettava suosituksen 11 mukaisesti.
- **Suositus 4:** Esteellisyysskysymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen
 - Suosituksen perusteluja on päivitetty osakkeenomistajien oikeudet -direktiivin implementointiin liittyvän lainsäädännön johdosta. Lisäksi perusteluissa on tarkennettu sitä, milloin sitoutuminen tarjouksen hyväksymiseen voi vaikuttaa hallituksen jäsenen mahdollisuuksiin ottaa kantaa tarjoukseen sivuvaikutteista vapaana.
- **Suositus 5:** Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta
 - Suosituksen perusteluissa on täsmennetty kohdeyhtiön hallituksen lausunnon näkökulmaa ja sisältöä sekä lausunnon valmistelussa huomioon otettavia seikkoja.
 - Suosituksessa on selvennetty, että mikäli hallitus ei pysty suosittelemaan hyväksymistä tai hylkäämistä, sen tulee perustella kyseisestä suosituksesta poikkeaminen.

Luku III Due diligence -tarkastus

- **Suositus 6:** Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä
 - Suosituksen perusteluja on täydennetty mm. viittauksella ns. clean team -järjestelyn käyttöön due diligence -tarkastuksen yhteydessä.
 - Suosituksen perusteluissa on selvennetty tiettyjen due diligence -tarkastuksessa annettujen tietojen mahdollista julkistamista markkinoille.
- **Suositus 7:** Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus
 - Suosituksen sanamuoto on muutettu johdonmukaiseksi suosituksen 6 kanssa.
 - Suosituksen perusteluissa on selvennetty, että mikäli tarjouksen tekijä ei salli suosituksen tarkoittamaa due diligence -tarkastusta, osapuolten on perusteltava poikkeaminen suosituksesta.

Luku IV Kilpailevat tarjoukset

- **Suositus 8:** Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa
 - Suosituksen perusteluissa on selvennetty, että kilpailevalla tarjouksella tarkoitetaan suosituksessa myös sulautumisia. Suosituksen perusteluissa on myös täsmennetty kilpailevan tarjouksen toteutumismahdollisuuksien arviointia.



Luku V Tarjous ja siihen liittyvät järjestelyt

- **Suositus 9:** Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta markkinoilta
 - Suosituksen perusteluihin on tehty MAR:sta johtuva täsmennys siitä, että tarjouksen tekijän antaman hankintatoimeksiannon peruminen ei ole mahdollista, jos tarjouksen tekijällä on sisäpiiritietoa.
- **Suositus 10:** Tietovuotoihin varautuminen
 - Suositukseen lisätty tarjouksen tekijälle velvollisuus ylläpitää "hankelistaa" henkilöistä, joilla on pääsy hanketta koskevaan sisäpiiritietoon. Suosituksella katettaisiin erityisesti tilanteet, joissa tarjouksen tekijällä ei ole MAR:iin perustuvaa velvollisuutta laatia sisäpiiriluettelo.
 - Suosituksen perusteluissa on täsmennetty tarvittavia toimenpiteitä luottamuksellisuuden turvaamiseksi MAR:n edellytysten mukaisesti.
- **Suositus 11:** Tarjouksen julkistaminen
 - Suositukseen lisätty vaatimus julkistaa osakkeenomistajien antamien ehdollisten sitoumusten olennaiset ehdot sekä yhdistymis-/transaktiosopimuksen olennaiset ehdot. Muutoksilla pyritään edistämään tarjousprosessin ja erityisesti kilpaileviin tarjouksiin liittyvien ehtojen läpinäkyvyyttä.
- **Suositus 12 (UUSI):** Tarjousprosessia koskevien aikomusten ja suunnitelmien sitovuus
 - Suositus kattaa kaikenlaiset tarjouksen tekijän julkistamat tiedot tarjousmenettelyyn liittyvistä aikomuksistaan tai suunnitelmistaan tehdä tai olla tekemättä jotain.
- **Suositus 13:** Tarjouksen toteuttamisehtoon vetoaminen
 - Suosituksen perusteluja on päivitetty suosituksen 1 perusteluihin ehdotettujen muutosten johdosta.

Luku VI Tarjouksen jälkeiset toimenpiteet

- **Suositus 14:** Aikomus hankkia kohdeyhtiön loput arvopaperit
 - Suositukseen ja sen perusteluihin on tehty täsmennys, joka laajentaa suosituksen koskemaan markkinalta ostamisen lisäksi myös muita tarjouksen jälkeen tehtäviä hankintoja.
- **Suositus 15:** Haltuunotto-toimenpiteet
 - Suosituksen perusteluissa on täsmennetty suosituksen soveltamisen ajallista ulottuvuutta.



Keskenään kilpailevat yritysjärjestelyt



Yritysjärjestelyt AML/OYL-rajapinnassa

- Kilpailevia ostotarjouksia koskevat säännökset (AML 11:17) soveltuvat vain julkisiin ostotarjouksiin
 - Jos kilpaileva transaktio on muu kuin ostotarjous, alkuperäisen tarjouksen tekijän reagointimahdollisuudet ovat rajoitetummat ja riippuvat osin ostotarjouksen ja mahdollisen yhdistymissopimuksen ehdoista; ei myöskään mahdollisuutta asettaa määräaikaa lopullisille tarjouksille
- Myös *put up or shut up* -säännös (AML 11:9.5) soveltuu vain julkisiin ostotarjouksiin
 - Markkinoiden manipuloinnin kieltä estänee kuitenkin puhtaasti haitantekotarkoituksessa julkistetut ehdotukset
- Sulautumisvastike vs. mahdolliset etukäteishankinnat
- AML 11:7 tasapuolinen kohtelu vs. OYL 1:7 yhdenvertaisuus
- Sulautuminen vs. muut vastaavat yritysjärjestelyt
 - AML 11:14 rajoittaa kohdeyhtiön hallituksen toimivaltaa ostotarjoustilanteessa; sulautumisen lisäksi myös muun tyyppiset yritysjärjestelyt edellyttäisivät ostotarjoustilanteessa usein yhtiökokouskäsitelyä

Luku VII Julkiseen ostotarjoukseen rinnastuvat yritysjärjestelyt (UUSI)

- **Suositus 16 (UUSI):** Julkiseen ostotarjoukseen rinnastuvat yritysjärjestelyt
 - Koodin suosituksia 1–4 ja 6–13 sovelletaan myös sulautumisiin
 - Sulautuva yhtiö rinnastetaan kohdeyhtiöön ja vastaanottava yhtiö tarjouksen tekijään
 - Vastaanottava yhtiö ei saa asettaa sulautuvan yhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan
 - Vastaanottavalla yhtiöllä velvollisuus julkistaa tiedot etukäteishankinnoista ja sulautumisprosessin ulkopuolella tehdyistä hankinnoista

Ostotarjouskoodin suositukset (pl. MTF-suositukset)

1. Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen
2. Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta
3. Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa
4. Esteellisyyskysymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen
5. Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta
6. Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä
7. Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus
8. Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa
9. Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta markkinoilta
10. Tietovuotoihin varautuminen
11. Tarjouksen julkistaminen
12. Tarjousprosessia koskevien aikomusten ja suunnitelmien sitovuus
13. Tarjouksen toteuttamisehtoon vetoaminen
14. Aikomus hankkia kohdeyhtiön loput arvopaperit
15. Haltuunottoimenpiteet
16. Julkiseen ostotarjoukseen rinnastuvat yritysjärjestelyt

Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

Luku VIII Julkinen ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (UUSI)

- AML 11:27 säännös MTF-ostotarjouksista suppea
 - Tasapuolinen kohtelu, olennaiset ja riittävät tiedot, tarjouksen julkistaminen, vastikkeesta varmistautuminen sekä hinnoittelusäännökset (ml. korotus- ja hyvitysvelvollisuus)
- Koodin suositukset heijastavat OYL:n yleisiä periaatteita ja hyvää arvopaperimarkkinatapaa ja ne on koettu tarpeellisiksi ulottaa myös MTF-ostotarjouksiin
- Erillisillä MTF-suosituksilla pyritään saattamaan MTF-ostotarjousten tarjousprosessi, sen läpinäkyvyys ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien suoja lähemmäksi pörssiyhtiöistä tehtäviä ostotarjouksia

MTF1: Ostotarjouskoodin soveltaminen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin ostotarjouksiin

MTF2: Velvollisuus edistää tarjouksen toteutumista

MTF3: Tarjouksen voimassaolo

MTF4: Tarjouksen ehdot

MTF5: Tarjouksen tekijän oikeus päättää tarjouksen raukeamisesta kilpailevan ostotarjouksen tilanteessa

MTF6: Tarjouksen tuloksen julkistaminen

MTF7: Kohdeyhtiön yhtiökokouksessa päätettävät asiat

MTF8: Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta

Tarjousvelvollisuus First North Finlandilla

- AML 11:19–22:n säännökset tarjousvelvollisuudesta eivät kata First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä
 - Myöskään liputussäännökset eivät sovellu FN-yhtiöihin
- Ainakin kahdella FN-yhtiöllä on liputus- ja tarjousvelvollisuuksiin rinnastuva yhtiöjärjestysmääräys
- Koodityöryhmän harkitsemissa etenemismahdollisuuksia:
 1. Ei muutosta nykytilaan
 2. Suositus siitä, että FN-yhtiöt harkitsevat tarvetta yhtiöjärjestysmääräykselle
 - Malli yhtiöjärjestysmääräykseksi ostotarjouskoodissa
 3. Suositus siitä, että tarjousvelvollisuusrajan ylittänyt osakkeenomistaja tekee julkisen ostotarjouksen

LUKU IX Tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (UUSI)

- Suositusten tavoitteena ulottaa pörssiyrityksiä vastaava tarjousvelvollisuus myös MTF-yhtiöihin
- Poikkeukset tarjousvelvollisuudesta vastaisivat AML:n ja Fivan MOK:n poikkeuksia
 - Sovellettavissa pääosin ilman ostotarjouslautakunnan lausuntoa
 - Lautakunnan lausuntoa edellytettäisiin niiden Fivan MOK:n mukaisten poikkeusten osalta, joihin liittyy harkintaa osakkeenomistajien suojan tarpeesta

MTF9: Tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

MTF10: Menettely tarjousvelvollisuuteen perustuvassa tarjouksessa

MTF11: Tarjousvastike tarjousvelvollisuuteen perustuvassa tarjouksessa

Tarjousvelvollisuus First North Finlandilla

- Puolesta
 - Osakkeenomistajien suoja lähemmäksi pörssiyhtiöiden tasoa
 - Kattaisi kaikki FN-yhtiöt
 - Vastaisi Ruotsin mallia
 - Aitoon itsesääntelyyn perustuvaa tarjousvelvollisuutta on noudatettu Ruotsissa poikkeuksetta
- Vastaan
 - Ei välttämättä yhtä tehokas kuin lakiin perustuva sääntely
 - Vaikuttaisi merkittävästi osakkeenomistajien oikeuksiin ja velvollisuuksiin ilman lainsäädäntöön perustuvaa velvoitetta
 - Poikkeuksellinen suomalaisessa itsesääntelykulttuurissa

Huomioita sääntelyn soveltamisesta



Huomioita sääntelyn soveltamisesta -jakso

- Huomioita kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuvista määräyksistä
 - Lukuun on lisätty viittauksia MTF-yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin.
- Huomioita tiedonantovelvollisuudesta ostotarjousprosessin eri vaiheissa
 - Lukuun on tehty MAR:sta johtuvat muutokset. Lisäksi lukuun on lisätty menettelyohjeita tiedonantovelvollisuudesta mm. tarjouksen olennaisen toteutumisedellytyksen täyttymiseen / täyttymättä jäämiseen, OYL:n mukaiseen lunastusprosessiin, pakollisiin ostotarjouksiin ja aikomustiedotteisiin liittyen.
- Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa
 - Lukuun on koottu voimassa olevan koodin eri suositusten perusteluissa olleita sisäpiirisääntelyyn liittyviä huomioita ja tehty niihin MAR:sta johtuvat muutokset. Lisäksi lukuun on lisätty menettelyohjeita mm. osakkeenomistajakeskusteluihin, osapuolten sisäpiiritiedon hallintaan ja suljettuun ikkunaan liittyen.