

Ostotarjouskoodi 2022

Arvopaperimarkkinayhdistys ry

Ostotarjouslautakunta

JOHDANTO	5
OSTOTARJOUKSKOODIN TAVOITTEET	5
JULKISIA OSTOTARJOUKSIA KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET JA NIIDEN SOVELTAMISALA	5
OSTOTARJOUKSKOODIN TULKINTAPERIAATTEET	6
OSTOTARJOUKSKOODIN NOUDATTAMINEN	7
<u>ESIPUHE</u>	<u>3</u>
<u>JOHDANTO</u>	<u>7</u>
<u>1. Ostotarjouskoodin tavoitteet</u>	<u>7</u>
<u>2. Ostotarjouskoodin rakenne</u>	<u>7</u>
<u>3. Ostotarjouskoodin noudattaminen</u>	<u>8</u>
<u>4. Ostotarjouksia ja sulautumisia koskevan sääntelyn keskeinen sisältö ja soveltamiskäytäntö</u>	<u>11</u>
<u>1I. TARJOUKSEN VALMISTELU</u>	<u>1016</u>
SUOSITUS 1 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISMAHDOLLISUUKSIEN VARMISTAMINEN	<u>1017</u>
<u>2II. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET</u>	<u>1420</u>
SUOSITUS 2 – HALLITUKSEN TOIMINTAVELVOLLISUUS YHTEYDENOTON JOHDOSTA	<u>1421</u>
SUOSITUS 3 – SOPIMUSJÄRJESTELYT TARJOUKSEN TEKIJÄN KANSSA	<u>1925</u>
SUOSITUS 4 - ESTEELLISYYSKYSYMYKSET JA MUUT HALLITUKSEN JÄSENTEN SIDOKSET TARJOUKSEEN.....	<u>2127</u>
SUOSITUS 5 - KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN LAUSUNTO TARJOUKSESTA	<u>2430</u>
<u>3III. DUE DILIGENCE -TARKASTUS</u>	<u>2835</u>
SUOSITUS 6 - DUE DILIGENCE -TARKASTUS KOHDEYHTIÖSSÄ	<u>2836</u>
SUOSITUS 7 - TARJOUKSEN TEKIJÄÄ KOSKEVA DUE DILIGENCE -TARKASTUS.	<u>3138</u>
<u>4IV. KILPAILEVAT TARJOUKSET</u>	<u>3240</u>
SUOSITUS 8 - KOHDEYHTIÖN TOIMINTA KILPAILEVAN TARJOUKSEN TILANTEESSA	<u>3241</u>
<u>5V. TARJOUS JA SIIHEN LIITTYVÄT JÄRJESTELYT</u>	<u>3544</u>
SUOSITUS 9 – KOHDEYHTIÖN ARVOPAPERIEN HANKINTA MARKKINOILTA	<u>3545</u>
SUOSITUS 10 - TIETOVUOTOIHIN VARAUTUMINEN	<u>3645</u>
SUOSITUS 11 - TARJOUKSEN JULKISTAMINEN	<u>3747</u>
SUOSITUS 12 – <u>TARJOUSPROSESSIA KOSKEVIEN AIKOMUSTEN JA SUUNNITELMIEN SITOVUUS</u>	<u>49</u>
<u>SUOSITUS 13 - TARJOUKSEN TOTEUTTAMISEHTOON VETOAMINEN</u>	<u>4050</u>
<u>6VI. TARJOUKSEN JÄLKEISET TOIMENPITEET</u>	<u>4253</u>
SUOSITUS 13 <u>14</u> – AIKOMUS HANKKIA KOHDEYHTIÖN LOPUT ARVOPAPERIT ..	<u>4254</u>
SUOSITUS 14 <u>15</u> - HALTUUNOTTOTOIMENPITEET	<u>4354</u>
<u>VII. SULAUTUMISET</u>	<u>56</u>
<u>SUOSITUS 16 – SULAUTUMISET</u>	<u>57</u>
<u>7. MUUTA HUOMIOITA</u> 45 <u>SÄÄNTELYN SOVELTAMISESTA</u>	<u>62</u>

HUOMIOITA KOHDEYHTIÖN YHTIÖJÄRJESTYKSEEN PERUSTUVISTA	
MÄÄRÄYKSISTÄ	4562
HUOMIOITA TIEDONANTOVELVOLLISUUDESTA OSTOTARJOUSPROSESSIN ERI	
VAIHEISSA.....	4865
HUOMIOITA SISÄPIIRISÄÄNTELYSTÄ OSTOTARJOUSPROSESSIN ERI VAIHEISSA..	69

ESIPUHE

Ostotarjouskoodin uudistuksen tausta ja tavoitteet

Uutta ostotarjouskoodia edeltävä ostotarjouskoodi tuli voimaan 1.1.2014. Tämän jälkeen ostotarjouskoodin kannalta relevantti lainsäädäntö on muuttunut muun muassa markkinoiden väärinkäyttöasetuksen¹ (MAR) voimaantulon sekä osakkeenomistajien oikeudet -direktiivin muutoksen² kansallisen täytäntöönpanon johdosta. Myös markkinakäytäntö on kehittynyt.

Ostotarjouskoodin uudistustyössä on otettu huomioon edellisen ostotarjouskoodin antamisen jälkeiset lainsäädännön muutokset sekä edellisen ostotarjouskoodin soveltamiskäytännöstä saadut kokemukset. Lisäksi ostotarjouskoodin uudistustyössä on arvioitu tarvetta kehittää itsesääntelyä keskenään kilpailevien yritysjärjestelyjen osalta ja tarvetta laajentaa ostotarjouskoodin soveltamisalaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (esim. First North Finland) tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Ostotarjouskoodin uudistamisessa on myös arvioitu keinoja edistää ostotarjouskoodin soveltamiskäytännön läpinäkyvyyttä sekä ostotarjouslautakunnan lausuntokäytännön muodostumista.

Ostotarjouskoodin valmistelun aikana harkittiin myös mahdollisuutta sisällyttää ostotarjouskoodiin suosituksia, jotka koskisivat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviä ostotarjouksia ja tarjousvelvollisuutta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Itsesääntelyn antamisen sijaan Arvopaperimarkkinayhdistys kuitenkin päätyi tekemään valtiovarainministeriölle aloitteen arvopaperimarkkinalain muuttamisesta.

Keskeiset muutokset

Ostotarjouskoodin soveltamisala

Ostotarjouskoodin soveltamisala on laajennettu kattamaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävät julkiset ostotarjoukset. Lisäksi uutta ostotarjouskoodia sovelletaan sulautumisiin. Sulautumisten ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävien julkisten ostotarjousten osalta ostotarjouskoodi perustuu ns. aitoon itsesääntelyyn, sillä arvopaperimarkkinalain 11 luvun säännösten mukainen lakiin perustuva noudata tai selitä -menettely soveltuu vain julkisiin ostotarjouksiin, joiden kohteena on pörssiyhtiö.

Ostotarjouskoodin rakenne

Ostotarjouskoodin rakenne on muutettu hallinnointikoodin rakennetta vastaavaksi siten, että suosituskohtaiset johdannot on korvattu osiokohtaisilla johdannoilla. Eri suositusten perusteluihin sisältyneet sisäpiirisääntelyä käsitelleet osiot on siirretty koodin loppuun erilliseen jaksoon Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.

Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa (suositus 3)

Suosituksen sanamuoto on muutettu vastaamaan vallitsevaa markkinakäytäntöä. Suosituksen perusteluja on samalla tarkennettu muun muassa irtaantumiskorvaukseen sitoutumisen osalta.

Tietovuotoihin varautuminen (suositus 10)

Suositukseseen on lisätty suositus, jonka mukaan tarjouksen tekijän on ylläpidettävä hankelistaa henkilöistä, joilla on pääsy hanketta koskevaan sisäpiiritietoon. Suosituksella katetaan erityisesti

¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivin 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta.

² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/828 direktiivin 2007/36/EY muuttamisesta osakkeenomistajien pitkäaikaiseen vaikuttamiseen kannustamisen osalta.

tilanteet, joissa tarjouksen tekijällä ei ole MAR:iin perustuvaa velvollisuutta laatia sisäpiiriluetteloa.

Tarjouksen julkistaminen (suositus 11)

Suositukseseen on lisätty vaatimus julkistaa osakkeenomistajien antamien ehdollisten sitoumusten olennaiset ehdot sekä yhdistymis- tai transaktiosopimuksen olennaiset ehdot. Muutosten tavoitteena on edistää tarjousprosessin ja erityisesti kilpaileviin tarjouksiin liittyvien ehtojen läpinäkyvyyttä.

Tarjousmenettelyä koskevien aikomusten ja suunnitelmien sitovuus (suositus 12)

Ostotarjouskoodiin on lisätty uusi suositus 12, joka käsittelee tarjouksen tekijän julkistamien tarjousmenettelyä koskevien aikomusten ja suunnitelmien sitovuutta. Suositus kattaa kaikenlaiset tarjouksen tekijän julkistamat tiedot tarjousmenettelyyn liittyvistä aikomuksistaan tai suunnitelmistaan tehdä tai olla tekemättä jotain, jos tällainen tieto on omiaan vaikuttamaan kohdeyhtiön, tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden tai muiden sijoittajien arvioon ostotarjouksesta.

Ostotarjouskoodin soveltaminen sulautumisiin (suositus 16)

Ostotarjouskoodiin on lisätty uusi suositus 16, joka käsittelee ostotarjouskoodin soveltamista sulautumisiin. Suosituksen mukaan suosituksia 1–4 ja 6–13 sovelletaan myös sulautumisiin. Vastaanottava yhtiö ei saa asettaa sulautuvan yhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan. Vastaanottavalla yhtiöllä on myös velvollisuus julkistaa tietoja hankkimistaan sulautuvan yhtiön arvopapereista ja niistä maksamistaan vastikkeista. Sulautuvan yhtiön hallituksella on puolestaan sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä velvollisuus julkistaa vastaavia tietoja kuin, mitä kohdeyhtiön hallituksen tulee julkistaa ostotarjouksista annettavassa lausunnossa.

Muut muutokset

Myös eräisiin muihin suosituksiin on tehty teknisluonteisia täsmennyksiä. Lisäksi kaikkien suositusten perusteluihin on tehty muutoksia ja täsmennyksiä lainsäädännön muutosten, suositusten muutosten ja markkinakäytännön johdosta.

Koodityöryhmä

OSTOTARJOUSLAUTAKUNTA

~~1.1.2013 voimaan tulleen arvopaperimarkkinalain (746/2012, ”AML”) 11:28:n mukaan pörssi-yhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräsvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi myös muita arvopaperimarkkinalain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia. Toimielin voi antaa näistä kysymyksistä myös lausuntoja. Arvopaperimarkkinayhdistys ry toimii edellä mainittuna arvopaperimarkkinalain mukaisena toimielimenä.~~

~~Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n ostotarjouslautakunta on yhdistyksen yhteydessä toimiva itsenäinen lautakunta, jonka tehtävänä on edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa Suomessa. Lautakunnan tehtävänä on laatia ja päivittää arvopaperimarkkinalain 11:28:n mukaisia suosituksia. Lautakunnan tehtävänä on myös antaa ratkaisusuosituksia ja kannanottoja ostotarjouskoodiin sekä muihin yritysjärjestelyihin liittyvistä kysymyksistä joko omasta aloitteestaan tai hakemuksen perusteella. Lautakunnan tehtävistä ja sen toiminnasta on säädetty tarkemmin lautakunnan työjärjestyksessä.~~

~~Ostotarjouslautakuntaan kuuluu 3–12 jäsentä, jotka yhdistyksen hallitus nimeää kolmeksi vuodeksi kerrallaan. Ostotarjouslautakunnan jäsenillä tulee olla hyvä elinkeinoelämän, yhtiölainsäädännön ja arvopaperimarkkinoiden tuntemus.~~

~~Lautakunta käsittelee tätä ostotarjouskoodia koskevat ratkaisut kokouksissa, johon kuuluu puheenjohtaja tai varapuheenjohtaja, kaksi jäsentä ja sihteeri, ellei ole erityistä perustetta käsitellä~~

asiaa muussa kokoonpanossa. Ostotarjouslautakunnan puheenjohtaja, tai hänen estyneenä ollessaan varapuheenjohtaja, määrää asiaa käsittelevän kokoonpanon sihteerin esityksestä. Nimeämisessä otetaan erityisesti huomioon mahdolliset esteellisyudet ja henkilön kokemus ja asiantuntemus käsiteltävänä olevassa asiassa. Kokoonpanon tulee pyrkiä yksimielisiin päätöksiin. Erimielisyyden sattuessa asia ratkaistaan äänestyksellä.

Toimikaudella 2013 – 2015 lautakunnan puheenjohtajana toimii laamanni Juhani Mäkinen, ja lautakunnan muut jäsenet ovat:

— professori Tom Berglund, Svenska Handelshögskolan

— talousjohtaja Henrik Ehmrooth, Kone Oyj

— johtaja Kari Hietanen, Wartsila Oyj

— professori Seppo Ikkäheimo, Aalto-Yliopisto

— johtaja Timo Kaisanlahti, Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma

— lakiasiainjohtaja Merja Karhapää, Sanoma Oyj

— KTM Juha Karttunen, Mirosa Capital Oyj

— toimitusjohtaja Sari Lounasmeri, Pörssisäätiö

— johtaja Juha Salonen, Huhtamäki Oyj

— johtaja Tarja Tyni, Mandatum-Henkivakuutusosakeyhtiö

Lautakunnan sihteerinä toimii lakimies Antti Turunen.

OSTOTARJOUSKODIN VALMISTELU

Arvopaperimarkkinalaisissa edellytetään elinkeinoelämää laajasti edustavan toimielimen antavan hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisistä rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Arvopaperimarkkinayhdistys ry on antanut ostotarjouslautakunnalle toimeksiannon valmistella lain tarkoittaman suosituksen (Ostotarjouskoodi).

Ostotarjouskoodista on ennen sen hyväksymistä pyydetty lausuntoa kaikkiaan 20 taholta mukaan lukien keskeiset ministeriöt, Finanssivalvonta, alan etujärjestöt, sekä asianajotoimistoja, tilintarkastusyhteisöjä, rahoituslaitoksia ja yliopistoja edustavat tahot.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen [hallitus asetti maaliskuussa 2021 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella ehdotus päivitetyn ostotarjouskoodiksi.](#)

[Työryhmän puheenjohtaja](#)

[Asianajaja, senior partner Jan Ollila \(Dittmar & Indrenius Asianajotoimisto\)](#)

[Työryhmän jäsenet](#)

[Head of Corporate Finance Pekka Hiltunen \(Danske Bank / Corporate Finance\)](#)

[Hallitusammattilainen Mammu Kaario](#)

[Toimitusjohtaja Annika Paasikivi \(Oras Invest\)](#)

[Lakiasiainjohtaja Outi Raekivi \(Technopolis\)](#)

[Toimitusjohtaja Reima Rytsölä \(Solidium\)](#)

[Lakiasiainjohtaja Juha Surve \(eQ\)](#)

[Hallitusammattilainen Arja Talma](#)

[Managing Director Alexandra Therman-Londen \(Nordea Bank / Corporate Finance\)](#)

[Head of Surveillance Susanna Tolppanen \(Nasdaq Helsinki\)](#)

[Työryhmän sihteeristö](#)

Asianajaja, Managing Associate Anniina Järvinen (Hannes Snellman Asianajotoimisto)
Johtava asiantuntija Ville Kajala (Keskuskauppakamari)
Asianajaja, Partner Mia Morkkila (Borenius Asianajotoimisto)

Ostotarjouskoodin hyväksyminen ja voimaantulo

Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n hallitus on hyväksynyt tämän ostotarjouskoodin ~~ja vahvistanut koodin voimaantulon 1.1.2014 alkaen~~ 30. toukokuuta 2022.

Uusi ostotarjouskoodi 2022 tulee voimaan 1.10.2022 alkaen ja se korvaa aiemman 1.1.2014 voimaan tulleen ostotarjouskoodin. Ostotarjouskoodia sovelletaan koodin voimaantulon jälkeen julkistettaviin ostotarjouksiin sekä sulautumisiin, joita koskeva sulautumissuunnitelma julkistetaan koodin voimaantulon jälkeen.

Helsinki, 30. toukokuuta 2022

Ostotarjouskoodi korvaa Keskuskauppakamarin yrityskauppalauskunnan vuonna 2006 antaman vastaavan suosituksen (Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, Helsinki Takeover Code). Ostotarjouskoodia on päivitetty ensisijaisesti 1.1.2013 voimaan tulleen arvopaperimarkkinalain johdosta. Suositusten rakenteeseen on vaikuttanut lakiin perustuva niin sanottu noudata tai selitä -periaate (comply or explain). Ostotarjouskoodia on lisäksi muokattu vuonna 2006 annetun suosituksen soveltamisesta saatujen kokemusten valossa. Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavat menettelytavat ja käytännöt kuitenkin kehittyvät jatkuvasti. Kotimaista ja kansainvälistä kehitystä on tämän vuoksi edelleen seurattava, ja ostotarjouskoodia on tarvittaessa päivitettävä.

Suosituksen laatimisesta vastaavan työryhmän puheenjohtajana on toiminut laamanni Juhani Mäkinen. Työryhmän jäseninä ovat toimineet KTM Juha Karttunen, johtaja Jaakko Raule ja johtaja Joakim Åberg. Työryhmän sihteeristöön ovat kuuluneet asiantuntijat Heidi Haanpää, Klaus Ilmonen, Paula Linna ja Mia Mekkila sekä lakimies Antti Turunen.

OSTOTARJOUSKOODI

~~Arvopaperimarkkinayhdistys ry on antanut arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitetun seuraavan suosituksen:~~

[Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n hallitus](#)

[Risto Murto](#) [Henrik Husman](#) [Timo Kokkila](#)
[puheenjohtaja](#) [varapuheenjohtaja](#)

[Leena Niemistö](#) [Laura Raitio](#)

[Arvopaperimarkkinayhdistys ry on Elinkeinoelämän keskusliitto ry:n, Keskuskauppakamarin ja Nasdaq Helsinki Oy:n joulukuussa 2006 perustama yhteistyöelin. Yhdistyksen tarkoituksena on edistää hyvää tapaa arvopaperimarkkinoilla sekä erityisesti markkinaosapuolten harjoittamaa itsesääntelyä. Yhdistys ylläpitää Hallinnointikoodia ja Ostotarjouskoodia sekä osallistuu muun itsesääntelyn kehittämiseen. Yhdistyksen lautakunnat antavat koodien soveltamista koskevia tulkintoja, ratkaisusuosituksia ja soveltamisohjeita. Tietoa yhdistyksestä ja ostotarjouskoodin historiasta löytyy Arvopaperimarkkinayhdistyksen kotisivuilta: \[www.cgfinland.fi\]\(http://www.cgfinland.fi\)](#)

JOHDANTO

~~1. OSTOTARJOUKKOODIN TAVOITTEET~~

1. Ostotarjouskoodin ~~tarkoituksena~~ on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja ohjata julkisissa ostotarjouksissa noudatettavia menettelytapoja. tavoitteet

Ostotarjouskoodi on arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettu suositus, jonka tarkoituksena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja ohjata julkisissa ostotarjouksissa ja sulautumisissa noudatettavia menettelytapoja.

Ostotarjouskoodin tavoitteena on yhdenmukaistaa julkisissa ostotarjouksissa ja sulautumisissa noudatettavia menettelytapoja Suomessa ja näin edistää ~~julkisten ostotarjousten näiden yritysjärjestelyjen~~ osapuolten oikeussuojan toteutumista. ~~2. JULKISIA OSTOTARJOUKSIA KOSKEVAT SÄÄNNÖKSET JA NIIDEN SOVELTAMISALA~~ Ostotarjouskoodi ~~on tarkoitettu täydentämään täydentää~~ julkisiin ostotarjouksiin ja sulautumisiin sovellettavaa lainsäädäntöä, ja koodia ~~tuleekin tulee~~ soveltaa ja tulkita arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain tavoitteiden ja säännösten mukaisesti.

~~Alla on lyhyesti mainittu keskeiset julkisissa ostotarjouksissa sovellettaviksi tulevat lainsäädännökset ja niiden perusteella annetut säännökset ja määräykset: Ostotarjousdirektiivi. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY julkisista ostotarjouksista kohdistuu kansallisiin sääntöihin, jotka koskevat jäsenvaltioiden lainsäädännön piiriin kuuluvan yhtiön arvopapereihin kohdistuvia ostotarjouksia, jos kaikki tai osa tällaisista arvopapereista on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Suomessa ostotarjousdirektiivi on saatettu voimaan pääosin arvopaperimarkkinalain säännöksin.~~

~~Arvopaperimarkkinalaki. Julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset sisältyvät arvopaperimarkkinalain (746/2012, jäljempänä "AML") 11 lukuun, joka sääntelee sekä vapaaehtoisia että pakollisia ostotarjouksia. Säännökset koskevat ostotarjousdirektiivin edellyttämällä tavalla tarjousta, joka tehdään Suomessa säännellyillä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista tai edellä mainittuihin arvopapereihin oikeuttavista arvopapereista. Arvopaperimarkkinalain säännökset koskevat tietyiltä osin myös tarjouksia muussa Euroopan talousalueen valtiossa säännellyillä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista, joiden liikkeeseenlaskija on Suomessa rekisteröity yhtiö. Arvopaperimarkkinalain julkisia ostotarjouksia koskevaa sääntelyä sovelletaan osin myös tarjouduttaessa julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.~~

~~Osakeyhtiölaki. Erityisesti kohdeyhtiön ja sen johdon toimintaan sovelletaan julkisen ostotarjousprosessin eri vaiheissa osakeyhtiölakia (624/2006, "OYL"). Osakeyhtiölaissa säädetään myös vähemmistön oikeudesta saada osakkeensa lunastetuiksi käypään hintaan silloin, kun enemmistöosakkaalla on yli 90 prosenttia yhtiön osakkeista ja niiden tuottamista äänistä. Tällaisessa tilanteessa myös enemmistöosakkaalla on osakeyhtiölain mukaan vastavuoroinen oikeus saada vähemmistön osakkeet lunastetuiksi käyvästä hinnasta. Lunastus muodostaa käytännössä usein ostotarjousmenettelyn viimeisen vaiheen.~~

~~Laki Finanssivalvonnasta. Finanssivalvonta valvoo arvopaperimarkkinalain noudattamista. Finanssivalvonnasta annettuun lakiin (878/2008) sisältyy erityisiä säännöksiä Finanssivalvonnan oikeudesta valvoa tiettyjen ostotarjouksiin osallistuvien tahojen toimintaa. Finanssivalvonnalla on valvontaoikeuteensa liittyen oikeus muun muassa määrätä hallinnollisia seuraamuksia sekä luovuttaa tietoja muulle viranomaiselle tai toimielimelle.~~

~~Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet. Finanssivalvonta on antanut julkisia ostotarjouksia koskevat määräykset ja ohjeet 9/2013 (jäljempänä "Fivan MOK ostotarjouksista"). Myös muut Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet, kuten liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta koskevat määräykset ja ohjeet 7/2013 (jäljempänä "Fivan MOK ostotarjouksista"), voivat tulla sovellettavaksi julkisen ostotarjousprosessin yhteydessä. Määräyksien ja ohjeiden säännökset perustuvat osin~~

~~Finanssivalvonnalle arvopaperimarkkinain 11 luvussa annettuihin tehtäviin ja osin Finanssivalvonnin toimivaltaan rahoitusmarkkinoiden valvojana.~~

~~Arvopaperimarkkinain 11:28:n tarkoittaman toimielimen suositukset ja lausunnot. Pörssiyhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi myös muita arvopaperimarkkinain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia. Suositukset voidaan ottaa osaksi arvopaperipörssin sääntöjä. Toimielin voi antaa suosituksiin liittyvistä kysymyksistä myös lausuntoja sekä eri hakemuksesta ratkaisusuosituksia suosituksiin liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä. Arvopaperimarkkinayhdistys ry toimii yllämainittuna toimielimenä ja tämä ostotarjouskoodi on arvopaperimarkkinain 11:28:n tarkoittama suositus. Pörssiyhtiöiden ja muiden arvopaperimarkkinoilla toimivien velvollisuutta noudattaa suositusta on kuvattu tarkemmin johdannon kohdassa Ostotarjouskoodin noudattaminen.~~

~~Ostotarjouskoodin suositukset koskevat julkisissa ostotarjouksissa Ostotarjouskoodin suositukset koskevat julkisissa ostotarjouksissa ja sulautumisissa esiin tulevia kysymyksiä ja ongelmia. Ostotarjouskoodissa annetaan suosituksia, jotka koskevat tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön sekä kohdeyhtiön järjestelyjen osapuolten sekä kohdeyhtiön ja sulautuvan yhtiön johdon ja osakkeenomistajien toimintaa. Ostotarjouskoodissa on myös käsitelty haltuunottoimenpiteitä ja osakeyhtiölain mukaista vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta, jotka usein seuraavat ostotarjoustensa toteuttamista. Ostotarjouskoodi on laadittu vapaaehtoista julkista ostotarjousta silmälläpitäen, mutta useat ostotarjouskoodin suosituksista soveltuvat myös pakolliseen ostotarjoukseen.~~

Ostotarjouskoodia sovelletaan julkisiin ostotarjouksiin ja sulautumisiin. Ostotarjouskoodissa on kuitenkin käsitelty kysymyksiä, jotka voivat tulla esille muissakin yritysjärjestelyissä. Koodin mukaisella toiminnalla voidaan siten soveltuvin osin varmistua hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta myös muiden yritysjärjestelyiden yhteydessä.

2. Ostotarjouskoodin rakenne

Ostotarjouskoodi jakaantuu kolmeen jaksoon: i) johdanto, ii) suositukset ja iii) huomioita sääntelyn soveltamisesta.

Johdantojaksossa kuvataan ostotarjouskoodin tavoitteet, rakenne ja soveltaminen sekä suositukseen sovellettava noudata tai selitä -periaate. Johdantojaksossa esitetään myös yleiskuvaus suomalaisissa ostotarjouksissa ja sulautumisissa noudatettavista käytännöistä.

Suositusjakso koostuu yksittäisistä suosituksista, jotka on jaettu erillisiin lukuihin I–VII. Kunkin luvun alussa esitetään kyseistä asiakokonaisuutta koskevaa sääntelyä ja yleisperiaatteita.

- Yksittäiset suositukset (1–16) esitetään numerojärjestyksessä lihavoituna tekstinä. Suosituksesta poikkeaminen ja sen perustelut on selostettava.
- Kutakin yksittäistä suositusta seuraa perusteluosa, joka sisältää suosituksen perustelut, suositusta selostavia ja täsmentäviä näkökohtia sekä mahdolliset viittaukset huomioita sääntelyn soveltamisesta -jaksoon. Perusteluosassa on soveltuvin osin kuvattu esimerkkejä tai toimintatapoja, joiden osalta poikkeamia ei tarvitse ilmoittaa tai perustella. Suosituksen perusteluosa ei siten sisällä suositustasoista noudatusvelvollisuutta, vaan ainoastaan varsinaisesta suosituksesta poikkeaminen tulee ilmoittaa ja perustella. Joidenkin suositusten perusteluosa sisältää myös viittauksia lainsäädännöstä tuleviin velvoitteisiin, joita on noudatettava.

Huomioita sääntelyn soveltamisesta -jaksossa kuvataan sääntelyn soveltamiseen liittyviä käytännön tulkinta- ja menettelytapakysymyksiä, joita esiintyy usein ostotarjous- ja sulautumistilanteissa. Jaksossa esitetään erikseen huomioita kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuvista

määräyksistä, tiedonantovelvollisuudesta ostotarjousprosessin eri vaiheissa ja sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa. Poikkeamia jaksossa kuvatuista menettelytavoista ei tarvitse ilmoittaa tai perustella. Siltä osin kuin jaksossa kuvatut menettelytavat perustuvat velvoittavaan lainsäädäntöön, ei tällaisesta veloitteesta kuitenkaan voi poiketa.

3. Ostotarjouskoodin noudattaminen

Ostotarjouskoodia sovelletaan:

- = julkiseen ostotarjoukseen, jonka kohdeyhtiön osakkeet on otettu Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai kohdeyhtiön hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä; ja
- = sulautumiseen, jossa sulautuvana yhtiönä on suomalainen osakeyhtiö, jonka osakkeet on otettu Suomessa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai kohdeyhtiön hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Lisäksi ostotarjouskoodin kohdeyhtiötä koskevia suosituksia sovelletaan julkiseen ostotarjoukseen tai sulautumiseen, jonka kohdeyhtiönä tai sulautuvana yhtiönä on suomalainen osakeyhtiö, jonka osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla muussa ETA-valtiossa kuin Suomessa.

Suosituksessa 16 määritellään, mitä yksittäisiä ostotarjouskoodin suosituksia sovelletaan sulautumisiin.

Ostotarjouskoodi ei sellaisenaan sovellu muihin yritysjärjestelyihin. Ostotarjouskoodissa on kuitenkin käsitelty kysymyksiä, jotka voivat tulla esille muissakin yritysjärjestelyissä. Koodin mukaisella toiminnalla voidaan siten soveltuvin osin varmistua hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta myös muiden yritysjärjestelyiden yhteydessä yritysjärjestelyjen yhteydessä. Esimerkiksi suosituksen 16 perusteluissa on kuvattu koodin periaatteiden soveltamista vastaanottavana yhtiönä olevaan suomalaiseen osakeyhtiöön.

(a) ”Noudata tai selitä” -periaate

Ostotarjouskoodia sovelletaan noudata tai selitä -periaatteen (*comply or explain*) mukaisesti. Pörssi-yhtiöitä koskevien julkisten ostotarjousten osalta tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön velvollisuus noudattaa ostotarjouskoodia noudata tai selitä -periaatteen mukaisesti perustuu arvopaperimarkkinain 11 luvun säännöksiin³. Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävien julkisten ostotarjousten sekä pörssi-yhtiöitä ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden sulautumisten osalta noudata tai selitä -menettely perustuu tähän ostotarjouskoodiin ja hyvään arvopaperimarkkinatapaan.

Edellä mainittu noudata tai selitä -periaate koskee sitoutumista ostotarjouskoodiin yleensä. Lähtökohtana on, että kaikkia ostotarjouskoodin suosituksia noudatetaan. Ostotarjouskoodia on kuitenkin mahdollista noudattaa myös siten, että poikkeaa yksittäisestä suosituksesta ja selostaa syyn poikkeamiselle.

Jos yhtiö poikkeaa ostotarjouskoodista tai sen yksittäisestä suosituksesta, annettujen perustelujen on oltava riittävän selkeitä ja yksityiskohtaisia, jotta kohdeyhtiön tai sulautuvan yhtiön arvopaperien haltijat ja muut sijoittajat voivat tehdä oman arvionsa suosituksesta poikkeamisen merkityksestä. Selitys, jossa kerrotaan poikkeamisen perusteet avoimesti ja kattavasti sekä selostetaan valittu vaihtoehtoinen toimintatapa, on omiaan vahvistamaan luottamusta hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen.

Kunkin poikkeaman osalta on selostettava seuraavat seikat:

³ Tarjouksen tekijän osalta AML 11:9.3 ja kohdeyhtiön osalta AML 11:13.3.

- miten suosituksesta on poikettu,
- poikkeamisen syy,
- miten päätös poikkeamisesta on tehty,
- tarvittaessa suosituksen noudattamisen sijasta toteutettu toimenpide, ja
- selvitys siitä, miten hyvän arvopaperimarkkinatavan ja, jos kyse on kohdeyhtiöstä, osakeyhtiölain yleisten periaatteiden noudattamisesta on varmistauduttu.

Tieto koodin noudattamisesta tai perustelut mahdolliselle noudattamatta jättämiselle on julkistettava viimeistään joko tarjouksen julkistamisen yhteydessä (tarjouksentekijä), kohdeyhtiön hallituksen lausunnon julkistamisen yhteydessä (kohdeyhtiö) tai sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä (vastaanottava ja sulautuva yhtiö). Tieto sitoutumisesta koodin noudattamiseen on yleensä kuitenkin perusteltua julkistaa mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, esimerkiksi silloin, kun tarjouksen tekijä tai kohdeyhtiö ensimmäisen kerran julkistaa tarjoukseen tai mahdolliseen tarjoukseen liittyviä tietoja. Jos tarjouksen tekijä, kohdeyhtiö, vastaanottava yhtiö tai sulautuva yhtiö on sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia, mutta poikkeaa sen yksittäisestä suosituksesta, perustelut poikkeamiselle on julkistettava mahdollisimman aikaisessa vaiheessa ja yleensä viimeistään silloin, kun tarve poikkeamiselle on tiedossa. Osa ostotarjouskoodin suosituksista koskee tilanteita, joissa tietoa ostotarjouksesta, sulautumisesta tai mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta ei vielä ole julkistettu. Mahdollinen poikkeaminen tällaisista suosituksista on julkistettava ainoastaan, mikäli tieto tarjouksesta, sulautumisesta tai mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta julkistetaan.

Jotta ostotarjouskoodi antaisi kattavan kuvan ostotarjous- ja sulautumistilanteissa noudatettavista menettelytavoista, koodin laadinnassa on otettu huomioon osakeyhtiölain (OYL) ja arvopaperimarkkinalain (AML) sekä markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) säännökset sekä Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet. Suositukset on pyritty laatimaan niin, että niiden mukaan toimiminen vastaisi sitovaa sääntelyä. Siltä osin kuin suosituksiin sisältyy lakiin tai viranomaissääntelyyn liittyviä velvollisuuksia, ei suosituksista poikkeaminen ole mahdollista noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Kunkin toimijan tuleekin tapauskohtaisesti varmistua osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja muiden pakottavien säännösten noudattamisesta.

(b) Ostotarjouskoodin tulkinta

3. — OSTOTARJOUSKOODIN TULKINTAPERIAATTEET

Julkisissa ostotarjouksissa ja sulautumisissa voi tulla esiin hyvin erilaisia kysymyksenasetteluja ja ostotarjousprosessit kehittyvät jatkuvasti. Julkisiin ostotarjouksiin liittyviä näihin järjestelyihin liittyvät menettelytavat ja käytännöt kehittyvät jatkuvasti. Lisäksi julkisten ostotarjousten ja sulautumisten yhteydessä esiin tulevat tilanteet voivat olla hyvin erilaisia. Tässä ostotarjouskoodissa ei voida ennakoivasti tai kattavasti ohjata hyvän tavan mukaista menettelyä kaikissa yksittäisissä tilanteissa. Voi myös esiintyä tilanteita, joissa on perusteltu syy poiketa ostotarjouskoodin mukaisista menettelytavoista.

Ostotarjouskoodin suosituksia tulee eri tilanteissa tulkita niille asetettujen ostotarjouskoodin tavoitteiden valossa. Tällöin on tärkeää, että yksittäisessä tapauksessa valittu menettelytapa on omiaan:

- lisäämään ostotarjousprosessin prosessin ennustettavuutta,
- ~~edesauttamaan ostotarjousprosesseissa noudatettavien menettelytapojen yhdenmukaistamista,~~
- lisäämään ostotarjouksen järjestelyn eri osapuolien tiedonsaantia ja arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyttä, ja
- varmistamaan ostotarjouksen järjestelyn eri osapuolten oikeussuojan toteutumista.

[Ostotarjouskoodin suositusten soveltamiseen liittyvissä tulkintakysymyksissä voi olla perusteltua hakea lausuntoa ostotarjouslautakunnalta. Ostotarjouslautakunnan lausuntoa voidaan hakea myös sen selvittämiseksi, onko suunniteltu menettely ostotarjouskoodin, hyvän arvopaperimarkkinatavan tai osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen. Lautakunnan julkistamat lausunnot ostotarjouskoodin soveltamisesta tukevat koodin yleistä tavoitetta menettelytapojen ja käytäntöjen yhdenmu-kaistamisesta.](#)

[Arvopaperimarkkinalain yksittäisten säännösten tulkinta kuuluu lähtökohtaisesti Finanssivalvonnan toimivaltaan. Finanssivalvonta suosittaa kuitenkin muun muassa, että kohdeyhtiön hallitus pyytää ostotarjouslautakunnalta lausunnon, jos se ei aio siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi suunnattua antia tai muuta arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettua toimea tai järjestelyä koskevaa asiaa \(Fivan MOK ostotarjouksista 4.4 \(18\)\). Finanssivalvonta voi myös ottaa huomioon ostotarjouslau-takunnan asiasta antaman lausunnon harkitessaan edellytyksiä poiketa tarjousvastikkeen vähim-mäismäärästä \(Fivan MOK ostotarjouksista 7.3.2 \(18\)\). Arvopaperimarkkinalain 11:26.1:n mukaan Finanssivalvonta voi erityisestä syystä hakemuksesta myöntää luvan poiketa tarjousvelvollisuu-desta edellyttäen, ettei poikkeus ole vastoin arvopaperimarkkinalain 1:2–4:n yleisiä säännöksiä eikä arvopaperimarkkinalain 11:7 ja 11:8:n eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita. Poikkeuslupaa haettaessa voi usein olla merkityksellistä, että järjestely on osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen ja että vähemmistöosakkeenomistajien oikeudet toteutuvat yritysjärjeste-lyn yhteydessä. Ostotarjouslautakunta voi hakemuksesta antaa lausunnon muun muassa siitä, onko suunnitellun yritysjärjestelyn lautakunnan näkemyksen mukaan katsottava olevan osakeyh-tiölain yleisten periaatteiden mukainen tai ovatko suunnitellut yhtiöoikeudelliset menettelytavat hy-vän arvopaperimarkkinatavan mukaisia. Jäljempänä suositusten perusteluissa on lisäksi annettu esimerkkejä seikoista, joista ostotarjouslautakunnan lausuntoa on mahdollista pyytää.](#)

Ostotarjousdirektiivissä on määrätty seuraavista periaatteista, jotka on otettava huomioon saatet-taessa direktiiviä voimaan jäsenvaltioissa:

- kaikkia kohdeyhtiön samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti; lisäksi muita arvopapereiden haltijoita on suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä;
- kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on oltava riittävästi aikaa ja tietoja voidakseen tehdä asianmukaisiin tietoihin perustuvan päätöksen tarjouksesta; kohdeyhtiön hallinto- tai joh-toelimen on, kun se neuvoo arvopapereiden haltijoita, esitettävä näkemyksensä tarjouksen toteutumisen vaikutuksista työllisyyteen, työehtoihin ja yhtiön toimipaikkojen sijaintiin;
- kohdeyhtiön hallinto- ja johtoelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä se saa evätä arvopapereiden haltijoilta mahdollisuutta tehdä päätöstään tarjousehtojen arvioinnin perusteella;
- kohdeyhtiön, tarjouksen tekijän tai muun tarjouksen vaikutuspiirissä olevan yhtiön arvopa-pereiden markkinoille ei saa aiheuttaa vääristymiä siten, että arvopaperikurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy;
- tarjouksen tekijä saa julkistaa tarjouksen vasta varmistuttuaan siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti kaikki mahdollisesti tarjottavat rahavastikkeet, ja toteututtuaan kaikki koh-tuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen kaikkien muuntyyppisten vastikkeiden suorittamisen; ja
- kohdeyhtiön arvopapereita koskeva tarjous ei saa kohtuuttoman pitkään estää yhtiötä har-joitamasta liiketoimintaansa.

Yllä mainitut periaatteet ovat jäsenvaltioita velvoittavia. Periaatteet tukevat asianmukaisen ostotar-jousprosessin toteutumista, ja niitä tulee soveltuvin osin noudattaa myös tämän ostotarjouskoodin suositusten tulkinnassa.

4. ~~OSTOTARJOUSKODIN NOUDATTAMINEN~~

~~Velvollisuus noudattaa ostotarjouskoodia perustuu arvopaperimarkkinalain säännöksiin. Lain 11:28:n tarkoittaman suosituksen osalta noudatetaan ns. "noudata tai selitä" -periaatetta (*comply or explain*), eli mikäli ostotarjouksen osapuoli ei sitoudu noudattamaan ostotarjouskoodia, tämä on perusteltava.~~

~~Ostotarjoustilanteissa noudatettavia menettelytapoja säännellään myös muun muassa osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa sekä viranomaismääräyksiin (erityisesti Fivan MOK ostotarjouksista). Jotta ostotarjouskoodi antaisi kattavan kuvan ostotarjoustilanteissa noudatettavista menettelytavoista, koodin laadinnassa on otettu huomioon osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain soveltuminen ostotarjoustilanteisiin. Suositukset on pyritty laatimaan niin, että niiden mukaan toimiminen vastaisi osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain vaatimuksia. Ostotarjouskoodin suosituksissa on otettu huomioon myös ostotarjoustilanteisiin soveltuvat Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet.~~

~~Siltä osin kuin suosituksiin sisältyy lakiin tai viranomaissääntelyyn liittyviä velvollisuuksia, ei suosituksista poikkeaminen ole mahdollista "noudata tai selitä" -periaatteen nojalla. Kunkin toimijan tulee tapauskohtaisesti varmistua osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain ja muiden pakottavien säännösten noudattamisesta.~~

~~(a) "Noudata tai selitä" -periaate~~

~~Arvopaperimarkkinalain mukaan niin ostotarjouksen tekijän kuin kohdeyhtiönkin on ilmoitettava, onko se sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia. Ostotarjouksen julkistamisesta on käytävä ilmi, onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut (AML 11:9.3). Kohdeyhtiön hallituksen tarjouksesta antamassa lausunnossa on oltava tieto siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut (AML 11:13).~~

~~Edellä mainittu lakiin perustuva "noudata tai selitä" -periaate koskee sitoutumista ostotarjouskoodiin yleensä. Ostotarjouskoodin puitteissa on kuitenkin mahdollista alla tarkemmin kuvatulla tavalla poiketa yksittäisestä suosituksesta ilman, että tätä pidetään poikkeamisena koodista. Poikkeaminen yksittäisestäkin suosituksesta on kuitenkin perusteltava.~~

~~(b) Poikkeaminen yksittäisestä suosituksesta~~

~~Tässä ostotarjouskoodissa on 14 yksittäistä ostotarjoustilanteita koskevaa suositusta. Suositusten yhteydessä on esitetty myös kuhunkin suositukseen liittyvä johdanto ja perustelut. Vain varsinainen suositusteksti on osa tätä ostotarjouskoodia. Johdanto- ja perustelutekstit on tarkoitettu kuvaamaan hyvää arvopaperimarkkinatapaa ja kuvaamaan eri tilanteisiin soveltuvia käytäntöjä ja menettelytapoja sekä taustoittamaan ja selventämään varsinaista suositusta, eivätkä siten kuulu varsinaiseen ostotarjouskoodiin. Johdanto- ja perusteluteksteissä on myös esitetty suositusten käsittelemiä tilanteita koskevia normeja, joista ei voida poiketa "noudata tai selitä" -periaatteen nojalla.~~

~~Osa ostotarjouskoodin suosituksista koskee tilanteita, joissa ostotarjousta ei vielä ole julkistettu. Mahdollinen poikkeaminen tällaisista suosituksista olisi julkistettava ainoastaan, mikäli tarjous julkistetaan.~~

~~Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavat menettelytavat ja käytännöt kehittyvät jatkuvasti. Lisäksi julkisten ostotarjousten yhteydessä esiin tulevat tilanteet voivat olla hyvin erilaisia. Tässä ostotarjouskoodissa ei voida ennakoivasti tai kattavasti ohjata hyvän tavan mukaista menettelyä kaikissa yksittäisissä tilanteissa. Voi myös esiintyä tilanteita, joissa on perusteltu syy poiketa ostotarjouskoodin mukaisista menettelytavoista. Tällaisiin tilanteisiin tulee kuitenkin soveltaa yllä kohdassa 3 kuvattuja tulkintaperiaatteita. Lisäksi menettelyn tulee aina olla lain ja muiden sitovien säännösten sekä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaista. Yksittäisestä suosituksesta voidaan poiketa niin, että poikkeamisesta huolimatta asianomaisen tahon voidaan katsoa noudattavan ostotarjouskoodia edellyttäen, että (i) ostotarjouskoodin kohdan 3 mukaisia tulkintaperiaatteita noudatetaan ja (ii)~~

~~menettely on lain ja muiden sitovien säännösten sekä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaista ja (iii) poikkeamat on selostettu ja perusteltu.~~

~~Syyt poikkeamiselle on perusteltava riittävän avoimesti ja yksityiskohtaisesti. Selkeä ja kattava perustelu vahvistaa luottamusta poikkeamista koskevaan ratkaisuun ja antaa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille ja muille toimijoille tarvittavat perusteet arvioida poikkeamista. Perustelut poikkeamiselle on lähtökohtaisesti julkistettava viimeistään joko tarjouksen julkistamisen yhteydessä (tarjouksentekijä) tai kohdeyhtiön hallituksen lausunnon julkistamisen yhteydessä (kohdeyhtiö) siltä osin kuin tarve poiketa yksittäisestä suosituksesta on tällöin ollut kohtuudella ennakoitavissa. Perustelut suosituksesta poikkeamiselle on joka tapauksessa julkistettava mahdollisimman aikaisessa vaiheessa, ja yleensä viimeistään silloin, kun tarve poikkeamiselle on tiedossa.~~

(c) Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen

Arvopaperimarkkinain 1:2:n mukaan arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielenpiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Tähän ostotarjouskoodiin ja suositusten perusteluihin on koottu sellaisia menettelytapoja ja parhaita käytäntöjä, joita voitaisiin pitää edellä mainitulla tavalla oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Ostotarjouskoodin mukaisten menettelytapojen noudattamista on pidettävä edellä mainittuna hyvänä arvopaperimarkkinatapana, jollei yksittäisistä olosuhteista muuta johdu.

Vaikka ostotarjouskoodia sovelletaankin ostotarjousten ja sulautumisten osapuoliin, arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja elinkeinoelämän itsesääntelyyn kohdistuvan luottamuksen ylläpitämisen näkökulmasta on tärkeää, että myös näiden osapuolten neuvonantajat sitoutuvat hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseen. Arvopaperimarkkinain esitöiden mukaan hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltä sovelletaan markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin. Säännöksen piiriin kuuluvat siten esimerkiksi sijoituspalvelun tarjoajat, arvopaperikaupan osapuolet (ostaja, myyjä ja mahdollinen välittäjä), arvopapereiden liikkeenlaskijat ja muut arvopapereiden tarjoajat, julkisen ostotarjouksen tekijät ja muut, jotka tarjoutuvat ostamaan arvopapereita sekä näiden edustajat ja näiden toimeksiannosta toimivat (HE 32/2012 vp., s. 95).

(d) Osakeyhtiölaki

Vaikka osakeyhtiölaki ei sisällä nimenomaisia julkisiin ostotarjouksiin liittyviä säännöksiä, sen tietyt säännökset koskevat kohdeyhtiön toimielinten toimintaa ostotarjoustilanteissa. Ostotarjouskoodin laadinnassa on otettu huomioon osakeyhtiölain määräysten soveltuminen kohdeyhtiön hallituksen ja yhtiökokouksen toimiin ostotarjouksen ja sulautumisen eri vaiheissa. Ostotarjouskoodin mukaisia menettelytapoja noudattamalla edistetään erityisesti osakeyhtiölain 1 luvussa mainittujen yleisten periaatteiden ja kohdeyhtiön tai sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien oikeuksien toteutumista ~~ostotarjoustilanteissa~~ ostotarjous- ja sulautumistilanteissa. Ostotarjouskoodin mukaisia menettelytapoja noudattamalla edesautetaan samalla sitä, että kohdeyhtiössä tai sulautuvassa yhtiössä ei ryhdytä osakeyhtiölain 1:7:ssä tarkoitettuun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella, ja että kohdeyhtiön tai sulautuvan yhtiön johto on osakeyhtiölain 1:8:n edellyttämällä tavalla huolellisesti toimien edistänyt osakkeenomistajien etua ~~ostotarjoustilanteessa~~ ostotarjous- tai sulautumistilanteessa. Sama soveltuu tarjouksen tekijään ja vastaanottavaan yhtiöön silloin, kun se on suomalainen osakeyhtiö.

4. Julkinen ostotarjous Ostotarjouksia ja sulautumisia koskevan sääntelyn keskeinen sisältö ja soveltamiskäytäntö

~~monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Arvopaperimarkkinain 11:27:ssä säädetään julkisesta ostotarjouksesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Arvopaperimarkkinain mukaan tällaisissa tarjouksissa ostotarjouksen tekijä ei esimerkiksi saa asettaa ostotarjouksen~~

kohteena olevien arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan. Arvopapereiden haltijoille on myös annettava olennaiset ja riittävät tiedot, joiden perusteella arvopapereiden haltijat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinalain säännökset muun muassa velvollisuudesta ilmoittaa sitoutumisesta ostotarjouksikoodin noudattamiseen eivät kuitenkaan suoraan sovellu julkisiin ostotarjouksiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (ks. AML 11:9.3, 11:13.3 ja 11:28).

Tämän ostotarjouksikoodin lähtökohtaisena tarkoituksena on hyvän arvopaperimarkkinatavan edistäminen ja ostotarjouksissa noudatettavien menettelytapojen yhtenäistäminen Suomessa. Ostotarjouksikoodissa on myös otettu huomioon osakeyhtiölain määräysten soveltuminen kohdeyhtiön hallituksen ja yhtiökokouksen toimiin ostotarjouksen eri vaiheissa. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen voidaan katsoa olevan samalla tavoin olennaista toimittaessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Ostotarjouksikoodin mukaiset menettelytavat soveltuvat siten myös julkisiin ostotarjouksiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

~~(f) Ostotarjouslautakunnan lausunnot~~

~~Ostotarjouslautakunnalta voidaan hakea lausuntoa ostotarjouksikoodin soveltamiseen liittyvissä yksittäisissä kysymyksissä. Lausunnon hakeminen ajankohtaistuu tyypillisesti Ostotarjouksikoodin soveltamiseen liittyvissä tulkintakysymyksissä. Lausuntoa voidaan hakea sen selvittämiseksi, onko suunniteltu menettely ostotarjouksikoodin tai hyvän arvopaperimarkkinatavan mukainen. Finanssivalvonta suosittaa muun muassa, että kohdeyhtiön hallitus pyytää ostotarjouslautakunnalta lausunnon, jos se ei aio siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi suunnattua antia tai muuta arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettua toimea tai järjestelyä koskevaa asiaa (Fivan MOK ostotarjouksista 4.4(18)). Finanssivalvonta voi myös ottaa huomioon ostotarjouslautakunnan asiasta antaman lausunnon harkitessaan edellytyksiä poiketa tarjousvastikkeen vähimmäismäärästä (Fivan MOK ostotarjouksista 7.3.2(18)).~~

Arvopaperimarkkinalain 11:26.1:n mukaan Finanssivalvonta voi erityisestä syystä hakemuksesta myöntää luvan poiketa tarjousvelvollisuudesta edellyttäen, ettei poikkeus ole vastoin arvopaperimarkkinalain 1:2–4:n yleisiä säännöksiä eikä arvopaperimarkkinalain 11:7 ja 11:8:n eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita. Poikkeuslupaa haettaessa voi usein olla merkityksellistä, että järjestely on osakeyhtiölain yleisten periaatteiden mukainen ja että vähemmistöosakkeenomistajien oikeudet toteutuvat yritysjärjestelyn yhteydessä. Ostotarjouslautakunta voi hakemuksesta antaa lausunnon muun muassa siitä, onko suunnitellun yritysjärjestelyn lautakunnan näemyksen mukaan katsottava olevan osakeyhtiölain yleisperiaatteiden mukainen tai ovatko suunnitellut yhtiöoikeudelliset menettelytavat hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia.

SUOSITUKSET

1. TARJOUKSEN VALMISTELU

SUOSITUS 1 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISMAHDOLLISUUKSIEN VARMISTAMINEN

Johdanto

Julkisella ostotarjouksella ja sen julkistamisella voi olla huomattava vaikutus kohdeyhtiön osakkeen kurssiin. Tieto julkisesta ostotarjouksesta voi myös vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen.

Markkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että julkisen ostotarjouksen ja sen julkistamisen yhteydessä annetaan tarjousta ja sen ehtoja koskevat olennaiset tiedot. Kohdeyhtiön osakkeenomistajien kannalta on tärkeää voida saatavilla olevien tietojen perusteella arvioida ostotarjousta ja edellytyksiä ostotarjouksen toteutumiselle ehtojensa mukaisesti.

[\(e\) Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista säädetään arvopaperimarkkinalain 11 luvussa sekä Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa 9/2013 Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus \(Fivan MOK ostotarjouksista\). Osakeyhtiölaissa puolestaan säädetään muun](#)

muassa kohdeyhtiön hallituksen velvollisuuksista ja osakkeiden lunastusmenettelystä sekä sulautumisesta. Tässä jaksossa kuvataan lyhyesti lainsäädännön keskeistä sisältöä sekä siihen liittyvää soveltamiskäytäntöä.

Tarjouksen tekijän velvollisuudet

Tarjouksen rahoituksen varmistaminen

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän tulee varmistautua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen muuntyyppisen vastikkeen suorittamisen (AML 11:9.4). Katso suositus 1 – Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen.

Tarjouksen toteutumisen edistäminen

Ostotarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8.1). Laki kieltää myös ostotarjouksen tekijää tai tämän kanssa yksissä tuumin toimivaa henkilöä ilman erityistä syytä luovuttamasta kohdeyhtiön osakkeita tai kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia sen osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita ostotarjouksen julkistamisen ja ostotarjouksen tuloksen julkistamisen välisenä aikana. Jos arvopapereita luovutetaan erityisen syyn nojalla, tarjouksen tekijän on julkistettava tieto suunnitellusta luovutuksesta hyvissä ajoin ja vähintään viisi pankkipäivää ennen arvopaperien luovutusta (AML 11:8.2).

Tasapuolinen kohtelu

Ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (AML 11:7). Säännöstä on tulkittu siten, että tasapuolisen kohtelun toteutumista arvioitaessa otetaan huomioon myös ostotarjouksen ulkopuoliset transaktiot ostotarjouksen tekijän ja tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden välillä, jos niillä on yhteys ostotarjoukseen. Ostotarjouksen tekijä ei siten voi esimerkiksi ostotarjousta edeltävissä osakekaupoissa sopia erityisistä näille osakkeenomistajille myönnettävistä etuuksista, jos tällaiset etuudet johtavat siihen, että nämä osakkeenomistajat saavat tosiasiallisesti paremman vastikkeen kuin ostotarjouksessa tarjotaan (Fivan MOK ostotarjouksista, 4.2.).

Tarjouskäytännössä ostotarjouksen ulkopuolisessa transaktiossa on ollut mahdollista sopia ostotarjousvastikkeesta poikkeavasta vastikkeesta, jos transaktio kokonaisuutena arvioiden on voitu katsoa ostotarjouksesta riittävän erilliseksi liiketoimeksi. Kokonaisarviossa on voitu ottaa huomioon myös osakekaupan tarkoitus ja muut kuin puhtaasti vastikkeen laatuun ja määrään liittyvät ehdot. Esimerkiksi konsortiotarjouksissa arviossa siitä, onko transaktio ostotarjouksesta riittävän erillinen liiketoimi, on voitu ottaa huomioon muun muassa joitakin seuraavista seikoista:

- = millä perusteilla konsortioon osallistuvat kohdeyhtiön osakkeenomistajat ovat valikoituneet,
- = ovatko konsortioon osallistuvat kohdeyhtiön osakkeenomistajat sitoutuneet konsortiotarjoukseen ennen sen julkistamista,
- = millä ehdoilla osuudet konsortiossa määräytyvät ja onko ne vahvistettu ennen ostotarjouksen julkistamista,
- = ottavatko konsortioon osallistuvat kohdeyhtiön osakkeenomistajat taloudellisen riskin ostotarjouksen valmistelusta ja sen toteutumisesta sekä kohdeyhtiön tulevasta kehityksestä,
- = kuinka pitkäksi aikaa konsortioon osallistuvat kohdeyhtiön osakkeenomistajat sitoutuvat konsortioon ja sitä kautta kohdeyhtiöön sekä
- = saavatko konsortion osapuolina olevat kohdeyhtiön osakkeenomistajat järjestelyn yhteydessä erityisiä etuja, kuten tosiasiallisesti paremman vastikkeen tai oikeuden tiettyyn taakuutoottoon irtautumisen yhteydessä.

Vastaavan tyyppisiä kriteereitä on sovellettu myös muita ostotarjouksen ulkopuolisia transaktioita arvioitaessa.

Tarjouksen hinnoittelu

Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa voidaan maksaa rahana, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä. Tilanteissa, joissa vastikkeena tarjottavat arvopaperit eivät ole kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, eikä niitä myöskään ostotarjouksen yhteydessä haeta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, rahavastike on tarjottava ainakin vaihtoehtona. Sama koskee tilannetta, jossa ostotarjouksen tekijä tai kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö on tarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden ja tarjouksen voimassaoloajan päättymisen välisenä aikana rahavastiketta vastaan arvopapereita, jotka edustavat vähintään viittä prosenttia kohdeyhtiön äänimäärästä (AML 11:24).

Jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista, tarjousvastiketta määritetäessä lähtökohtana on pidettävä korkeinta hintaa, jonka ostotarjouksen tekijä tai kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö on maksanut ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä (AML 11:24.3).

Jos ostotarjouksen tekijä tai kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö ostotarjouksen julkistamisen tai tarjousvelvollisuuden syntymisen jälkeen ja ennen tarjousajan päättymistä hankkii kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, on ostotarjouksen tekijän muutettava tarjoustaansa vastaamaan tätä paremmin ehdoin tapahtunutta hankintaa (korotusvelvollisuus). Vastaavasti, jos ostotarjouksen tekijä tai tämän kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö yhdeksän kuukauden kuluessa tarjousajan päättymisestä hankkii kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, tulee julkisen ostotarjouksen hyväksyneille arvopaperien haltijoille hyvittää paremmin ehdoin tapahtuneen hankinnan ja julkisessa ostotarjouksessa tarjotun vastikkeen välinen ero (hyvitysvelvollisuus) (AML 11:25.1-2).

Tarjouksen ehdot

Arvopaperimarkkinain mukaan vapaaehtoisen ostotarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Pakollinen ostotarjous voi olla ehdollinen vain tarvittavien viranomaispäätösten saamiselle (AML 11:15). Pakollista ostotarjousta lukuun ottamatta lainsäädännössä ei ole erityisesti säännelty mahdollisten ostotarjouksen toteuttamiselle asetettujen ehtojen sisältöä tai sitä, millaiset toteuttamisedot ovat vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa sallittuja.

Vapaaehtoisten ostotarjousten toteuttamiselle ei kuitenkaan voida asettaa millaisia ehtoja tahansa. Vapaaehtoisten ostotarjousten ehtoja rajoittavat tasapuolista kohtelua koskeva vaatimus (AML 11:7), hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kielto (AML 1:2) ja tarjouksen tekijän velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista (AML 11:8.1).

Tiedonantovelvollisuudet

Tarjouksen tekijän on julkistettava päätös julkisesta ostotarjouksesta välittömästi ja annettava se tiedoksi kohdeyhtiölle (AML 11:9.1). Sama koskee ostotarjouksen ehtojen muuttamista (AML 11:15.2). Tarjouksen tekijän on myös ennen ostotarjouksen voimaantuloa julkistettava tarjousasiakirja. Tarjousasiakirjan saa julkistaa, kun Finanssivalvonta on hyväksynyt sen (AML 11:11).

Lunastusoikeus ja -velvollisuus

Osakkeenomistaja, joka saa haltuunsa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (lunastaja), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa (vähemmistöosakkeenomistaja), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lunastajan on ilmoitettava kohdeyhtiölle lunastusoikeuden ja -velvollisuuden syntymisestä ja lakkaamisesta viipymättä.

Lunastusmenettelystä säädetään osakeyhtiölain 18 luvussa. Lunastusoikeutta ja lunastushinnan määrää koskevat erimielisyydet käsitellään välimiesmenettelyssä. Välimiehet nimeää Keskuskaupakamarin lunastuslautakunta. Tuomioistuin määrää Keskuskaupakamarin lunastuslautakunnan hakemuksesta uskotun miehen valvomaan välimiesmenettelyssä vähemmistöosakkeenomistajien

etua. Välimiesmenettelyn kustannuksista vastaa lunastaja, jos välimiehet eivät erityisestä syystä katso kohtuulliseksi määrätä toisin.

Osakkeen lunastushinta määritetään välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Kun lunastamista on edeltänyt pakollinen ostotarjous, käypänä hintana pidetään pakollisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä. Kun lunastusoikeus ja -velvollisuus on syntynyt vapaaehtoisessa **julkisessa ostotarjouksessa ja lunastaja on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista, käypänä hintana pidetään julkisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä.**

Kohdeyhtiön hallituksen velvollisuudet

Osakeyhtiölain yleiset periaatteet

Osakeyhtiön hallituksella on yleistoiivalta yhtiössä (OYL 6:2). Hallituksen on toimittava huolellisesti ja edistettävä yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua (huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus, OYL 1:8). Yhtiön edun mukaan toimiminen sisältää velvollisuuden toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä, yhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille (OYL 1:5). Kohdeyhtiön hallituksella on myös velvollisuus kohdella kaikkia yhtiön osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, eikä kohdeyhtiössä voida ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7). **Katso suositus 2 Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta.**

Suomalaisessa ostotarjous- ja sulautumiskäytännössä tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat usein allekirjoittaneet niin sanotun yhdistymis- tai transaktiosopimuksen **ennen tarjouksen julkistamista.** Tällaisen sopimuksen tekemiseen ei ole kuitenkaan velvollisuutta. Kohdeyhtiön hallitus arvioi tilannekohtaisesti, onko yhdistymis- tai **transaktiosopimusta tarkoituksenmukaista tehdä ja mikä on kyseisessä tilanteessa sopimuksen tarkoituksenmukainen sisältö.** Yhdistymis- tai transaktiosopimus on tyypillisesti eräänlainen prosessidokumentti, jossa tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat esimerkiksi osakkeenomistajien hyväksi tulevan tarjouksen ehdoista sekä menettelytavoista tarjouksen yhteydessä. Yhdistymis- tai transaktiosopimus ei velvoita kohdeyhtiön osakkeenomistajia, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia. **Katso suositus 3 Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa.**

Ostotarjouksen tai sen ehtojen toteutumisen estävät tai olennaisesti vaikeuttavat toimenpiteet

Mikäli kohdeyhtiön hallitus aikoo sen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeantivaltuutusta tai päättää yleistoiivaltaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista, laki edellyttää asian siirtämistä yhtiökokouksen päätettäväksi. Asiaa ei kuitenkaan tarvitse siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi, jos menettely on osakeyhtiölain 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen ja kohdeyhtiön hallitus julkistaa viipymättä siirtämättä jättämisen syyn (AML 11:14).

Lausunto ostotarjouksesta

Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus julkistaa lausuntonsa ostotarjouksesta. Lausuntoa on täydennettävä, jos ostotarjouksen ehtoja muutetaan tai jos kohdeyhtiöstä julkistetaan kilpaileva ostotarjous (AML 11:13, 11:15.3 ja 11:17.1). **Katso suositus 5 Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta.**

Ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden oikeudet

Perumisoikeus

Ostotarjoukseen annettu hyväksyntä lähtökohtaisesti sitoo ostotarjouksen hyväksyntyä osakkeenomistajaa, jollei ostotarjouksen ehdoissa ole toisin määrätty. Annetun hyväksynnän voi kuitenkin perua, jos ehdollisen ostotarjouksen tekijä on varannut itselleen oikeuden luopua joistakin

ostotarjouksen toteuttamiselle asetetuista ehdoista tai muuttaa niitä. Perumisoikeus on voimassa ostotarjouksen voimassaoloaikana niin kauan, kunnes ostotarjouksen tekijä on julkistanut kaikkien ostotarjouksen ehtojen täytyneen tai luopuneensa vaatimasta niiden täyttymistä.

Ostotarjouksen hyväksynyt osakkeenomistaja voi perua hyväksyntänsä myös silloin, jos ostotarjous on ollut voimassa yli kymmenen viikkoa, eikä ostotarjouksen toteutuskauppoja ole tehty tai, jos ostotarjoukselle on julkistettu kilpaileva ostotarjous eikä ostotarjouksen toteutuskauppoja ole vielä tehty. Kummassakin tapauksessa perumisoikeus on voimassa ostotarjouksen voimassaoloaikana.

Oikeus vaatia lunastusta

Osakkeenomistaja, joka saa haltuunsa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä (lunastaja), on oikeutettu käyvästä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa (vähemmistöosakkeenomistaja), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lunastusoikeutta ja -velvollisuutta on kuvattu tarkemmin edellä tarjouksen tekijää koskevien velvoitteiden yhteydessä.

Sulautuminen

Sulautumisessa sulautuva yhtiö sulautuu toiseen vastaanottavaan yhtiöön, jolloin sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille maksettavaa sulautumisvastiketta vastaan. Sulautumisvastike on tyypillisesti vastaanottavan yhtiön osakkeita, mutta se voi olla myös rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia. Katso suosituksen 15 Halltuunottoimenpiteet perustelut.

Sulautumista koskeva päätös perustuu aina sulautuvan yhtiön ja vastaanottavan yhtiön hallitusten allekirjoittamaan sulautumissuunnitelmaan. Sulautuvassa yhtiössä sulautumisesta päätetään aina yhtiökokouksessa. Päätös tehdään osakeyhtiölain 5:27:ssä tarkoitetulla määräenemmistöllä. Vastaanottavassa yhtiössä päätöksen sulautumisesta voi tietyn edellytyksin tehdä myös hallitus. Pörs-siyhtiöiden sulautumisissa on kuitenkin tavanomaista, että myös vastaanottavassa yhtiössä päätös tehdään yhtiökokouksessa.

Kun sulautumista koskeva päätös on tehty ja sulautumisen täytäntöönpano rekisteröity, sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat sulautumisvastikkeen ilman erillisiä toimenpiteitä. Sulautuvan yhtiön osakkeenomistaja voi kuitenkin sulautumisesta päättävässä yhtiökokouksessa vaatia osakkeidensa lunastamista ja hänelle on varattava siihen tilaisuus ennen kuin sulautumisesta päätetään. Vain ne osakkeet voidaan lunastaa, jotka on ilmoitettu merkittäviksi osakasluetteloon yhtiökokoukseen tai viimeiseen ilmoittautumispäivään mennessä taikka jos osakkeet kuuluvat arvo-osuusjärjestelmään, lunastusta vaativan osakkeenomistajan arvo-osuustilille yhtiökokouksen täsmäytyspäivään mennessä. Lunastusta vaativan osakkeenomistajan on äänestettävä sulautumis-päätöstä vastaan.

Jos osakkeiden lunastusoikeudesta tai lunastamisen ehdoista ei sovita vastaanottavan yhtiön kanssa, asia ratkaistaan välimiesmenettelyssä. Välimiehet nimeää Keskuskauppakamarin lunastuslautakunta. Lunastusta vaativan osakkeenomistajan on pantava asia vireille viimeistään kuu-kauden kuluttua yhtiökokouksesta. Välimiesmenettelystä säädetään osakeyhtiölain 18 luvun 3–5 ja 8–10 §:ssä.

I. TARJOUKSEN VALMISTELU

Julkisella ostotarjouksella ja sen julkistamisella voi olla huomattava vaikutus kohdeyhtiön osakkeen kurssiin. Tieto julkisesta ostotarjouksesta voi myös vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen.

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän tulee varmistautua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen muuntyyppisen vastikkeen suorittamisen (AML 11:9.4). Markkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että tarjouksen tekijä varmistuu tarjouksen toteuttamismahdollisuuksista myös muilta osin. Julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8.1).

Tieto kohdeyhtiötä koskevasta julkisesta ostotarjouksesta on käytännössä aina sisäpiiritietoa kohdeyhtiön osakkeen tai muiden rahoitusvälineiden kannalta. Tilanteesta riippuen tieto saattaa muodostaa sisäpiiritietoa myös tarjouksentekijän rahoitusvälineiden kannalta. Markkinoiden toiminnan kannalta on tärkeää, että tarjouksen tekijä hallinnoi kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiiritietoa asianmukaisesti myös niissä tilanteissa, joissa sillä ei ole markkinoiden väärinkäyttöasetukseen perustuvaa velvollisuutta laatia sisäpiirilueteloa. Katso suositus 10 Tietovuotoihin varautuminen ja Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.

SUOSITUS 1 – TARJOUKSEN TOTEUTTAMISMAHDOLLISUUKSIEN VARMISTAMINEN

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tai julkistetun ostotarjouksen ehtojen muuttamista tarjouksen tekijän on varmistuttava siitä, että sillä on arvopaperimarkkinain edellyttämän rahoituksen lisäksi myös muut tarvittavat edellytykset toteuttaa tarjous. Tarjouksen tekijän on myös selvitettävä, onko tarjoukselle erityisiä viranomaisluvista tai muista syistä johtuvia epävarmuustekijöitä.

Suosituksen perustelut

(a) Rahoituksen varmistaminen

Arvopaperimarkkinain pakottavan säännöksen mukaan tarjouksen tekijän tulee ennen ostotarjouksen julkistamista varmistautua rahoituksen saatavuudesta (AML 11:9.4), eikä tästä edellytyksestä siten voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Rahoituksen saatavuudesta on varmistuttava myös tilanteessa, jossa julkistetun tarjouksen ehtoja muutetaan, kuten vastiketta korotettaessa tai ostotarjouksen vähimmäishyväksymisrajaa alennettaessa. Finanssivalvonnan mukaan rahoituksen varmistaminen tarkoittaa sitä, että tarjouksen tekijällä on käytettävissään riittävät käteisvarat tai se on sopinut riittävällä varmuudella rahoitusjärjestelyistä tarjouksen toteuttamiseksi. Rahavastiketta vastaavan rahamäärän ei kuitenkaan tarvitse olla tarjouksen tekijän hallussa vielä tarjousta julkistettaessa. Rahavastikkeen rahoitusjärjestely voi Finanssivalvonnan mukaan olla myös ehdollinen. Osakevastikkeen suorittamisen osalta rahoituksen varmistaminen edellyttää Finanssivalvonnan mukaan, että ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä tarjouksen tekijä tarvittaessa kutsuu tai sitoutuu kutsumaan yhtiökokouksen koolle päättämään suunnatusta osakeannista. [Katso tästä Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (21–22)]. Rahoitusjärjestelyihin liittyvät tarjouksen arvioimisen kannalta olennaiset ehdot ja epävarmuustekijät on julkistettava tarjouksen julkistamisen yhteydessä. [Katso suositus 11 ”Tarjouksen julkistaminen” ja Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (20) ja (21)]. Tarjouksen tekijän on kuvattava rahoituksen saatavuuteen liittyvät olennaiset ehdot ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä ja tarjousasiakirjassa. Näissä perusteluissa kuvataan, miten rahoituksen saatavuudesta voidaan käytännössä varmistautua hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Katso suositus 11 Tarjouksen julkistaminen ja Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 (20)–(22).

Julkisen ostotarjouksen tekijä asettaa usein tarjouksen toteuttamisen ehdoksi tietyn omistuosuuden saavuttamisen kohdeyhtiössä. Mikäli kohdeyhtiöllä on tietty merkittävä osakkeenomistaja tai muutama suurehko omistaja, näiden osakkeenomistajien kielteinen suhtautuminen tarjoukseen voi estää tarjouksen toteutumisen. Tarjouksen tekijän voikin olla perusteltua kartoittaa tarjouksensa toteutumisedellytyksiä keskustelemalla etukäteen kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa. Jos kohdeyhtiön hallitus saa tiedon ostotarjouksesta ennen sen julkistamista, myös kohdeyhtiön hallituksen voi olla syytä arvioida, voiko ja tuleeko hallituksen selvittää tällaisten osakkeenomistajien suhtautumista tarjoukseen jo ennen tarjouksen julkistamista.

Mahdollisissa osakkeenomistajakeskusteluissa tulee ottaa huomioon sisäpiirintiedon käyttöä koskevat säännökset. Arvopaperimarkkinain 14:2:n mukaan sisäpiirintietoa ei saa ilmaista toiselle, ellei se tapahdu osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Fivan MOK tiedonatovelvollisuudesta 5.5 (40) mukaan työn, ammatin tai tehtävien tavanomaisena suorittamisena voidaan tietyissä tilanteissa pitää sisäpiirintiedon ilmaisemista yhtiön merkittävälle osakkeenomistajille. [Katso tarkemmin alla perustelut 1-(c) ”Keskustelut kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa”]

Suositus 1

Ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista tarjouksen tekijän on varmistuttava siitä, että sillä on arvopaperimarkkinain edellyttämän tarjouksen rahoituksen lisäksi myös muut

~~tarvittavat edellytykset toteuttaa tarjous. Tarjouksen tekijän on myös selvitettävä, onko tarjoukselle erityisiä viranomaisluvista tai muista syistä johtuvia epävarmuustekijöitä.~~

Perustelut

(a) Rahoituksen varmistaminen

~~Pakottavan arvopaperimarkkinalain säännöksen mukaan tarjouksen tekijän tulee ennen ostotarjouksen julkistamista varmistautua rahoituksen saatavuudesta (AML 11:9.4), eikä tästä edellytyksestä siten voida poiketa noudata tai selitä periaatteen nojalla. Näissä perusteluissa kuvataan, miten rahoituksen saatavuudesta voidaan käytännössä varmistautua hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti.~~

Rahavastikkeen rahoitusjärjestely voi muodostua esimerkiksi olemassa olevista kassavaroista, olemassa olevan tai uuden rahoitusjärjestelyn alla tarjouksen tekijän käytettävissä olevasta rahoitus-sitoumuksesta, tai pääomasijoitustoiminnassa yleisesti käytettävistä sitoumuksista (equity commitment letter) rahoittaa tarjouksentekijää. Mikäli tarjouksen rahoitus edellyttää ulkopuolista lainarahoitusta, rahoituksen varmistamisen osalta voidaan lähtökohtaisesti pitää riittävänä, että rahoituksen saatavuudesta on päätetty (esimerkiksi rahoituksen antajan asianomaisen toimielimen hyväksyvä päätös rahoituksen myöntämisestä) ja rahoituksen määrä ja pääasialliset ehdot on sovittu riittävällä varmuudella luottolaitoksen, rahoittajan tai rahoituksen järjestäjän ja tarjouksen tekijän kesken siten, ettei rahoittaja voi yksipuolisesti perusteetta vetäytyä rahoituksesta. Pelkkä yksittäisen rahoittajan yksipuolinen kiinnostuksen ilmaisu järjestää rahoitus (letter of interest tai letter of strong interest) ei yksin ole riittävä osoitus siitä, että rahoituksen saatavuudesta on varmistauduttu, mutta riittävä varmistautuminen ei myöskään aina edellytä, että kaikki osapuolet olisivat tarjouksen julkistamiseen mennessä allekirjoittaneet lopullisen rahoitussopimuksen. ~~Rahoituksen saatavuus voidaan sopia ehdolliseksi esimerkiksi sille, ettei rahoitusmarkkinoilla tai kohdeyhtiössä tapahdu olennaisia haitallisia muutoksia, tai että ostotarjous toteutuu ehtojensa mukaisesti. [Katso rahoituksen ehdollisuudesta tarkemmin Finan MOK-ostotarjouksista 5-2-2 (24)].~~ Rahoitusjärjestelyn riittävän varmuuden turvaamiseksi tarvittava dokumentaatio voi vaihdella tarjouksen tekijän ja mahdollisen rahoittajan oikeudellisesta luonteesta, taustasta ja taloudellisesta asemasta riippuen. Rahoituksen saatavuuden arviointiin voivat vaikuttaa myös mahdolliset sitoumuksen täytäntönpantavuuteen vaikuttavat seikat ja rajoitukset, kuten rahoituksen ehdollisuus, valuuttasäätelyä johtuvat rajoitukset tai muut varojen siirtoon liittyvät rajoitukset. Jos tarjouksen rahoittaja on muu kuin luottolaitos (esimerkiksi velkarahasto, pääomasijoitusrahasto tai muu sijoitusyhteisö), varmistautumisen riittävyttä arviotaessa voi olla merkitystä muun muassa rahoittajan rahoituskapasiteetilla, oikeudellisella rakenteella, toimialalla, rahoittajaan sovellettavalla sääntelyllä sekä sitoumuksen täytäntönpantavuuteen vaikuttavilla seikoilla.

Tarjouksen tekijän on syytä varmistua siitä, että ostotarjouksen rahoitussitoumuksessa määritelty rahoituksen käyttötarkoitus kattaa varsinaisen ostotarjouksessa maksettavan rahavastikkeen lisäksi myös mahdollisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä maksettavan tarjousvastiketta vastaavan lunastuskorvauksen. Katso rahoituksen varmistamisesta sulautumisen yhteydessä myös suosituksen 16 Sulautuminen perustelut, kohta (b).

Rahoituksen saatavuus voidaan sopia ehdolliseksi esimerkiksi sille, että ostotarjous toteutuu ehtojensa mukaisesti, tai ettei rahoitusmarkkinoilla tai kohdeyhtiössä tapahdu olennaisia haitallisia muutoksia. Markkinakäytännössä ulkopuolinen rahoitus onkin usein ehdollinen tällaisille ehdoille. Rahoituksen saatavuuteen vetoaminen edellyttää, että se on asetettu nimenomaisesti tarjouksen toteuttamisen ehdoksi. Sellaiset rahoituksen saatavuuteen liittyvät ehdot, jotka eivät muutoin sisälly tarjouksen ehtoihin ja joiden toteutumiseen tarjouksen tekijä ei voi vaikuttaa, on kuvattava riittävän yksityiskohtaisesti rahoituksen saatavuutta koskevassa ehdossa, jotta sijoittajat voivat arvioida ehdon täyttymisen todennäköisyyttä. Yleisluonteinen viittaus siihen, että rahoituksen saatavuuteen liittyy rahoitusmarkkinoilla tavanomaisesti käytettyjä ehtoja, ei tältä osin ole riittävä. Rahoituksen mahdollisten ehtojen on oltava riittävän yksiselitteisiä, jotta niiden täyttymisen arviointi ei tosiasiallisesti jäisi tarjouksen tekijän vapaaseen harkintaan. Jos ostotarjouksen julkistamisen jälkeen käy ilmi, ettei rahoitus ole olennaisen haitallisen muutoksen tai muun syyn takia enää saatavilla, arvopaperimarkkinalain 11:8:n mukainen tarjouksen tekijän velvollisuus edistää ostotarjouksen

[toteutumista voi käytännössä edellyttää sitä, että tarjouksen tekijä ryhtyy kaikkiin kohtuudella edellytettäviin toimenpiteisiin uuden rahoituksen hankkimiseksi. Tarjouksen tekijällä ei kuitenkaan tällaisessa tilanteessa lähtökohtaisesti ole velvollisuutta hankkia uutta rahoitusta alkuperäistä rahoitusta olennaisesti huonommilla ehdoilla. Mikäli rahoituksen saatavuutta ei ole asetettu tarjouksen toteuttamisen ehdoksi, tarjouksen tekijä vastaa siitä, että se voi suorittaa vastikkeen täysimääräisesti. Katso myös suositus 11 Tarjouksen julkistaminen, suositus 13 Tarjouksen toteuttamiseksi vetoaminen ja Fivan MOK ostotarjouksista 5.4 \(44\) ja \(45\).](#)

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo tarjouksen yhteydessä hankkia tarjoukseensa rahoitusta pääomamarkkinoilta (esimerkiksi osakeannilla tai laskemalla liikkeelle muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, kuten joukkovelkakirjoja), tarjouksen tekijän tulisi ennen tarjouksen julkistamista ryhtyä tarvittaviin toimenpiteisiin kyseessä olevan liikkeeseenlaskun valmistelemiseksi sekä varmistaa yhdessä tällaisen arvopapereiden liikkeeseenlaskun järjestäjän kanssa liikkeeseenlaskun toteutumisedellytykset. Liikkeeseenlaskun toteutumisedellytykset voidaan varmistaa esimerkiksi hankkimalla etukäteen merkintäsitoumukset ja/tai merkintätakaus sellaiselle määrälle arvopapereita, joka kohtuullisesti arvioiden turvaa ostotarjouksen rahoittamiseksi tarvittavan liikkeeseenlaskun toteutumisen. Suunniteltu arvopapereiden liikkeeseenlasku tulee kuvata tarjouksen julkistamisen yhteydessä sekä tarjousasiakirjassa.

Jos tarjouksen tekijä on osakeyhtiö, osakkeen tai muun oman pääoman ehtoisen arvopaperivastikkeen liikkeeseenlasku edellyttää tavallisesti yhtiökokouspäätöstä. Poikkeuksen voi muodostaa tilanne, jossa hallitukselle on etukäteen myönnetty liikkeeseenlaskuun soveltuva valtuutus. Osakevastikkeen suorittamisesta varmistautuminen edellyttää Finanssivalvonnan mukaan tarvittaessa yhtiökokouksen koolle kutsumista päättämään suunnatusta osakeannista. Muussakin tilanteessa, jossa tarjousvastikkeen suorittamiseen tai tarjouksen toteuttamiseen tarvitaan tarjouksen tekijän yhtiökokouksen tai muun vastaavan toimielimen päätös, tarjouksen toteutumisedellytyksistä varmistuminen edellyttää tavallisesti sitä, että viimeistään ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä tarjouksen tekijä kutsuu tai sitoutuu kutsumaan kyseisen toimielimen kokouksen koolle päättämään asiasta. Tarjouksen tekijän ei kuitenkaan yleensä edellytetä selvittävän etukäteen tarjouksen tekijän osakkeenomistajien kantaa tarvittaviin päätöksiin, ellei tarjouksen tekijällä ole erityistä aihetta olettaa, ettei tarvittavaa päätöstä tule kannattamaan riittävä määrä osakkeenomistajia. Tällaisissa tilanteissa on yleensä perusteltua selvittää ennen tarjouksen julkistamista – sisäpiirisääntelyn mahdollistamissa rajoissa – sellaisten tarjouksen tekijän osakkeenomistajien kanta tarjoukseen, joiden myötävaikutusta käytännössä tarvitaan kyseessä olevien päätösten aikaansaamiseksi. [Katso suositus 10 Tietovuotoihin varautuminen, suositus 11 Tarjouksen julkistaminen ja osakevastikkeen osalta Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.2 \(22\).](#)

Jos vastikkeena tarjotaan muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita (esimerkiksi joukkovelkakirjoja), tarjouksen tekijän tulee antaa arvopapereista tarjouksen yhteydessä riittävät tiedot vastikkeen arvioimiseksi. [Katso AML 1:4, AML 11:11 ja valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyin tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta 20.12.2012/1022.](#)

(b) Viranomaisluvut ja -määräykset

Hyvä arvopaperimarkkinatapa edellyttää, että tarjouksen tekijä pyrkii käytettävissään olevin keinoin selvittämään, mitä viranomaislupia se tarvitsee tarjouksen toteuttamiseksi ja täytäntöönpanemiseksi. Kyseeseen voivat tulla kilpailuviranomaisten luvat, [ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta annetun lain tarkoittamat viranomaisvahvistukset](#) sekä eri liiketoiminta-alueilla vaadittavat luvat, kuten vakuutus- ja pankkialalla vaadittavat luvat. Tarjouksen tekijän tulee myös käytettävissään olevin keinoin pyrkiä varmistamaan, että se täyttää tai pystyy täyttämään mahdolliset muut viranomaisten kyseessä olevalla toimialalla asettamat vaatimukset tai toimintaedellytykset.

Viranomaislupien hakeminen saattaa olla prosessina pitkäkestoinen ja vaikuttaa tarjouksen toteuttamisen aikatauluun. Prosessien kesto voi vaikuttaa kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien asemaan, ja niitä koskevat tiedot ovat osakkeenomistajille tärkeitä. Tarjouksen tekijän tulisi mainita

tarjousta julkistettaessa käsityksensä tarvittavista viranomaisluvista ja mahdollisuuksien mukaan arvionsa menettelyn kestosta. [Katso suositus 11 Tarjouksen julkistaminen](#).

Mikäli tarjouksen tekijällä ei ole mahdollisuutta tehdä arviota tarvittavista viranomaisluvista ja niiden saamisen edellytyksistä, tämä tulee mainita tarjouksen julkistamisen yhteydessä.

Tässä yhteydessä on myös huomattava, että arvopaperimarkkinalain 11:8.1:n pakottava säännös kieltää julkisen ostotarjouksen tekijää omilla toimenpiteillään estämästä tai olennaisesti vaikeuttamasta julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista. [Katso Fivan MOK-ostotarjouksista 5.4 \(45\)](#). Kyseisistä säännöksistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. [Katso suositus 13 Tarjouksen toteuttamiseksi vetoaminen ja Fivan MOK-ostotarjouksista 5.4 \(45\)](#).

(c) Keskustelut kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa

Joissakin tilanteissa tarjouksen tekijän voi olla perusteltua lähestyä kohdeyhtiön tiettyjä osakkeenomistajia ennen tarjouksen julkistamista. Jos esimerkiksi tarjouksen toteuttamisen ehtona on tietyn omistuosuuden saavuttaminen ja jos kohdeyhtiössä on yksi tai muutama merkittävä osakkeenomistaja, joka voisi yksin tai yhdessä estää tarjouksen toteutumisen, tarjouksen tekijän voi olla perusteltua pyrkiä selvittämään tällaisten osakkeenomistajien kanta tarjoukseen.

~~Myös kohdeyhtiön hallituksen voi tietyissä tilanteissa olla perusteltua pyrkiä selvittämään tällaisten yksittäisten merkittävien osakkeenomistajien kanta ennen kuin hallitus päättää ottaa kantaa tarjoukseen. Kohdeyhtiön hallituksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta keskustella tarjouksesta etukäteen osakkeenomistajien kanssa. Kohdeyhtiön hallituksen näkökulmasta voidaan yleisesti ottaen katsoa, että tarjouksen toteuttamisedellytysten selvittäminen on sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista. Jos keskusteluissa käy ilmi, että tarjouksella ei ole toteuttamisedellytyksiä, koska merkittävät osakkeenomistajat vastustavat tarjousta eivätkä tule sitä hyväksymään, hallituksen on arvioitava, onko perusteltua käyttää yhtiön voimavaroja tarjoukseen myötävaikuttamiseen.~~

~~Mahdollisten osakkeenomistajakeskusteluiden yhteydessä tulee ottaa huomioon sisäpiirintiedon ilmaisua koskevat rajoitukset. Sisäpiirintiedon ilmaisemista yhtiön merkittävälle osakkeenomistajille voidaan kuitenkin tietyissä tilanteissa pitää hyväksyttävänä työn, ammatin tai tehtävien suorittamisena. Tällainen tilanne voi olla käsillä esimerkiksi silloin, kun yhtiön johto harkitsee toimenpidettä, joka myöhemmässä vaiheessa vaatisi osakkeenomistajien nimenomaisen hyväksynnän tai jota ei käytännössä muutoin ole tarkoituksenmukaista suunnitella ilman merkittävien osakkeenomistajien etukäteen antamaa suostumusta tai tukea. [Katso Fivan MOK-tiedonantovelvollisuudesta 5.5 \(40\)](#).~~

~~Esimerkiksi kohdeyhtiön päätös myötävaikuttaa suunnitteilla olevaan julkiseen ostotarjoukseen tai tarjouksen tekijän suunnitelma tehdä tarjous, jossa tarjotaan vastikkeena tarjouksen tekijän osakkeita, voivat tyypillisesti muodostaa tällaisen tilanteen.~~

~~Sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei siten lähtökohtaisesti rajoita tarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta keskustella ehdotetusta tarjouksesta merkittävien osakkeenomistajien kanssa edellyttäen, että tällainen keskustelu on perusteltua ja että sisäpiirintiedon hallinnan ja salassapitonäkökohtien järjestämisestä huolehditaan asianmukaisesti. Mahdollisten keskustelujen yhteydessä ehdotetusta tarjouksesta tiedon saaneista osakkeenomistajista tulee yleensä sisäpiiriläisiä, minkä vuoksi osakkeenomistajakeskustelujen ajoitusta on syytä huolellisesti harkita. Tieto tarjousvalmisteluista voi muodostaa sisäpiirintietoa kohdeyhtiön ja, mikäli tarjouksen tekijä on listattu yhtiö, myös tarjouksen tekijän arvopapereiden osalta. Vaikka ensimmäisiä yhteydenottoja ei katsottaisi sisäpiirintiedoksi, tällaisia yhteydenottoja koskevan tiedon ilmaisemisessa ja kaupankäynnissä kohdeyhtiön ja, mikäli tarjouksen tekijä on listattu, myös tarjouksen tekijän arvopapereilla on perusteltua noudattaa varovaisuutta. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa tiedon luonteen arviointiin.~~

~~Siltä osin kuin sisäpiirintiedon hallintaa ja salassapitonäkökohtia koskevat velvoitteet perustuvat pakottavaan lainsäädäntöön, velvoittaviin viranomais määräyksiin tai arvopaperipörssin sääntöihin,~~

niistä ei voida poiketa noudattaen periaatteen nojalla. [\[Katso esimerkiksi hankekohtaisten sisäpiirirekisterien ylläpitämisestä suositus 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta" - kohta \(d\) "Sisäpiirinäkökohdat" - arvopaperimarkkinalaki 13:6 – 13:8, Finanssivalvonnan standardi 5-3 \(Sisäpiiri-ilmoitukset ja rekisterit\) sekä NASDAQ OMX Helsingin sisäpiiri-ohje pörssi-yhtiöille \(äljempänä "Pörssin sisäpiiri-ohjesäännöt"\).\]](#)

Kohdeyhtiön lisäksi myös tarjouksen tekijän on syytä pitää omaa hankekohtaista sisäpiirirekisteriä tarjousvalmistelujen yhteydessä riippumatta siitä, onko tarjouksen tekijä listattu-yhtiö.

[Mahdollisten osakkeenomistajakeskusteluiden yhteydessä tulee ottaa huomioon sisäpiiritiedon laittonta ilmaisemista ja markkinoiden tunnustelua koskevat MAR:n säännökset. MAR 11 artiklan 2 kohta sallii tarjouksen tekijän lähestyä kohdeyhtiön merkittäviä osakkeenomistajia markkinoiden tunnustelua käyttäen selvittääkseen kyseisten osakkeenomistajien kantaa ostotarjoukseen \(esimerkiksi hankkiakseen peruuttamattomia sitoumuksia hyväksyä ostotarjous\), mikäli kyseisen kohdan edellytykset täyttyvät. *Katso Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa, kohta \(b\).*](#)

[Jos osakkeenomistaja tai osakkeenomistajaa edustava henkilö on myös kohdeyhtiön hallituksen jäsen, on tarjouksen tekijän usein käytännössä suositeltavaa pyrkiä lähestymään ensi vaiheessa muuta henkilöä kuin kohdeyhtiön hallituksen jäsentä. Mikäli tarjouksen tekijä lähestyy kohdeyhtiön hallituksen jäsentä tarkoituksenaan selvittää tämän tai tämän työnantaja- tai taustayhteisön edellytyksiä luopua omistuksestaan, tulisi yhteydenotosta ilmetä selvästi, mikäli tarjouksen tekijän on ollut tarkoitus lähestyä kyseistä henkilöä osakkeenomistajan ominaisuudessa. *Katso myös suosituksen 2 Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta perustelut, kohta \(a\).*](#)

2II. KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN ASEMA JA VELVOLLISUUDET

SUOSITUS 2 – HALLITUKSEN TOIMINTAVELVOLLISUUS YHTEYDENOTON JOHDOSTA

Johdanto

~~Tarjouksen tekijä lähestyy usein kohdeyhtiön hallitusta tai toimitusjohtajaa ennen tarjouksen julkistamista. Viimeistään arvopaperimarkkinalain tarkoittama tarjouksen tekijän päätös tehdä julkinen ostotarjous on julkistettava ja annettava tiedoksi kohdeyhtiölle (AML 11:9.1). Arvopaperimarkkinalaki asettaa myös kohdeyhtiön hallitukselle tiettyjä julkiseen ostotarjoukseen liittyviä velvollisuuksia (AML 11:10-11, 11:13-15 ja 11:17).~~

Kohdeyhtiön hallituksen on arvopaperimarkkinalain nojalla laadittava ja julkistettava lausunto julkisesta ostotarjouksesta (AML 11:13). Hallituksen lausunnolla on usein suuri merkitys tarjouksen toteutumisen kannalta. Kohdeyhtiön osakkeenomistajille on tärkeää tietää hallituksen käsitys tarjouksen edullisuudesta. Hallitus on usein myös parhaassa asemassa lausumaan tarjouksesta suhteessa yhtiön liiketoimintaan.

~~Osakeyhtiölakiin Sen sijaan osakeyhtiölakiin ei sisälly nimenomaisesti ostotarjoustilanteeseen liittyviä kohdeyhtiön hallituksen asemaa ja velvollisuuksia koskevia säännöksiä (ks. kuitenkin OYL 6:7.3 viittaussäännös).⁴ Hallituksen roolia on arvioitava arvioidaan siten yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa asettaen lähtökohdaksi yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu.~~

Osakeyhtiön hallituksella on yleistoiMivalta yhtiössä (OYL 6:2). Hallituksen on toimittava huolellisesti ja edistettävä yhtiön ja sen osakkeenomistajien etua (huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus, OYL 1:8). Yhtiön edun mukaan toimiminen sisältää velvollisuuden toimia yhtiön tarkoituksen mukaisesti. Jollei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä, yhtiön tarkoituksena on tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille (OYL 1:5). Osakeyhtiölain esitöiden mukaan (HE 109/2005, s. 41) yhtiön toiminnan aikana saattaa olla tilanteita, joissa yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus ja velvollisuus toimia yhtiön, viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti kohdistuu yhtiön sijasta välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon. Esimerkiksi sulautumisessa tai yhtiön osakkeiden tullessa julkisen ostotarjouksen kohteeksi yhtiön johdolla on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Sulautumisneuvotteluissa tämä tarkoittaa mahdollisimman arvokasta sulautumisvastiketta ja julkisessa ostotarjouksessa sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi. Kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus kohdella kaikkia yhtiön osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, eikä kohdeyhtiössä voida ryhtyä toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella (OYL 1:7).

~~Kun kohdeyhtiön hallitus on saanut tiedon vakavasti otettavasta julkisesta ostotarjousta koskevasta aikomuksesta, hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen pyrkiminen tarkoittaa ostotarjoustilanteessa sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi (HE 109/2005, s. 41). Ehdotettu ostotarjous ei kuitenkaan välttämättä ole osakkeenomistajien kannalta paras ratkaisu. Yhtiöllä voi olla myös muita vaihtoehtoja. Näiden vaihtoehtojen selvittäminen ja arviointi muodostaa osan tarjouksen arviointia.~~

~~Julkista ostotarjousta, joka tehdään ilman kohdeyhtiön hallituksen tai johdon myötävaikutusta, saatetaan pitää myös vihamielisenä ja kohdeyhtiön hallitus tai johto saattaa pyrkiä vastustamaan tällaista tarjousta. Ostotarjouksen vastustamiseen tähtäävät toimenpiteet saattavat edellyttää yhtiökokouksen koolle kutsumista. Hallitukselle on arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä asetettu velvollisuus kutsua yhtiökokous koolle tietyissä tilanteissa, joissa hallitus aikoo tietoonsa tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeantivaltuutusta tai päättää muista yleistoiMivaltaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa~~

⁴ Ks. kuitenkin OYL 6:7.3 viittaussäännös.

~~ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista. Finanssivalvonta suosittaa, että mikäli kohdeyhtiön hallitus aikoo olla siirtämättä yhtiökokouksen päätettäväksi suunnattua antia tai muuta arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettua toimea tai järjestelyä koskevan asian, se pyytää asiasta arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitetun toimielimen lausunnon. [Katso yhtiökokouksen käsiteltäväksi siirrettävistä asioista Finan MOK-ostotarjouksista 4.4 (18) – (19)].~~

Hallitus voi katsoa, että yhtiökokous on perusteltua kutsua koolle myös muissa kuin arvopaperimarkkinalain 11:14 tarkoittamissa tilanteissa. Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta määrätä tarjouksen voimassaoloajan ja ostotarjouksen toteutuskauppojen tekemiselle asetetun rajoituksen pidentämisestä, jotta kohdeyhtiö voi kutsua koolle yhtiökokouksen tarkastelemaan tarjousta (AML 11:12.3). Tarjouksen tekijällä on pidentämisen johdosta oikeus luopua tarjouksesta. Finanssivalvonnan mukaan päätös ostotarjouksen voimassaoloajan pidentämisestä voi tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, jos yhtiökokouksen koolle kutsuminen on perusteltua tarjousaikana ilmenevien seikkojen kuten kilpailevan ostotarjouksen tai kohdeyhtiön yksittäistä liiketoimintaa koskevan ostotarjouksen johdosta. [Katso Finan MOK-ostotarjouksista 5.3.3 (34) – (35)].

~~Ostotarjousten yhteydessä tulee ottaa huomioon myös sisäpiirikysymykset, sillä — ostotarjouksen valmisteluasteesta riippuen — tieto kohdeyhtiön saamasta tarjousta koskevasta yhteydenotosta saattaa olla sisäpiirintietoa. [Katso perustelut (d) "Sisäpiirinäkökohdat".]~~

Suositus 2

Suomalaisessa ostotarjous- ja sulautumiskäytännössä tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat usein allekirjoittaneet niin sanotun yhdistymis- tai transaktiosopimuksen ennen tarjouksen julkistamista. Yhdistymis- tai transaktiosopimus ei välttämättä ole kaikissa tilanteissa tarkoituksenmukainen eikä tällaisen sopimuksen tekemiseen ole velvollisuutta. Yhdistymis- tai transaktiosopimus on tyypillisesti eräänlainen prosessidokumentti, jossa tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat esimerkiksi osakkeenomistajien hyväksi tulevan tarjouksen ehdoista sekä menettelytavoista tarjouksen yhteydessä. Yhdistymis- tai transaktiosopimus ei velvoita kohdeyhtiön osakkeenomistajia, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia. Yhdistymis- tai transaktiosopimus voi palvella yhtäältä tarjouksen tekijän ja toisaalta kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien etuja. Kohdeyhtiön hallitus arvioi tilannekohtaisesti, onko yhdistymis- tai transaktiosopimusta tarkoituksenmukaista tehdä ja mikä on kyseisessä tilanteessa sopimuksen tarkoituksenmukainen sisältö.

SUOSITUS 2 – HALLITUKSEN TOIMINTAVELVOLLISUUS YHTEYDENOTON JOHDOSTA

Jos kohdeyhtiön hallitukseen otetaan yhteyttä ostotarjoustarkoituksessa ja hallitus arvioi yhteydenoton vakavasti otettavaksi, hallituksen on arvioitava, millaisia toimenpiteitä osakkeenomistajien [ja yhtiön](#) etujen turvaaminen mahdollisesti edellyttää. Hallituksen on toimitava aktiivisesti osakkeenomistajien kannalta parhaan lopputuloksen saavuttamiseksi.

Perustelut

Suosituksen perustelut

(a) Hallituksen velvollisuus käsitellä tarjousta koskeva yhteydenotto

Julkinen ostotarjous tehdään yhtiön osakkeenomistajille, ei itse yhtiölle. Ostotarjoustilanteessa yhtiön etu yleensä samastuu osakkeenomistajakollektiivin etuun, jolloin hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden voidaan katsoa kohdistuvan välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon. [Yhtiön edun voidaan kuitenkin katsoa lisäksi edellyttävän, että kohdeyhtiön hallitus esimerkiksi huolehtii asianmukaisesti salassapito- ja luottamuksellisuusnäkökohdista tarjousprosessin yhteydessä sekä mahdollisen tietojen luovutuksen asianmukaisuudesta.](#) Suosituksesta ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla siltä osin kuin hallituksen velvoitteet seuraavat osakeyhtiölain periaatteista tai muista pakottavista säännöksistä.

Jos kohdeyhtiön hallitusta lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, ensimmäisen yhteydenoton saa usein kohdeyhtiön hallituksen puheenjohtaja. Jos yhteydenoton saa yksittäinen henkilö (hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja), hänen tulee yleensä viedä asia viipymättä yhtiön hallituksen käsiteltäväksi, ellei ole perusteltua syytä olettaa, että yhteydenotto ei ole vakavasti otettava tai että asia ei yhteydenoton luonteeseen tai muun syyn vuoksi vaadi hallituskäsittelyä. Vaikka asia ei yhteydenoton saajan mielestä vaatisi hallituskäsittelyä, on yleensä perusteltua informoida koko hallitusta siitä, että tällainen yhteydenotto on tapahtunut. ~~Yhteydenoton katsotaan tulleen kohdeyhtiön hallituksen tietoon, kun se on tullut yhdenkin hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon.~~

[Mikäli hallituksen jäsen on myös yhtiön osakkeenomistaja tai osakkeenomistajan edustaja ja mahdollisen tarjouksen tekijä ottaa hallituksen jäsenen yhteyttä osakkeenomistajan tai sen edustajan ominaisuudessa mahdolliseen tarjoukseen liittyen, hallituksen jäsenen on syytä arvioida, edellyttääkö huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus sitä, että tällainen yhteydenotto saatetaan koko hallituksen tietoon. Huolellisuus- ja lojaliteettivelvoite ei välttämättä edellytä esimerkiksi sellaisen yhteydenoton viemistä koko hallituksen tietoon, joka ei koske konkreettista mahdollista tarjousta vaan yleisemmin omistajakysymyksiä taikka jonka osalta hallituksen jäsenenellä ei ole syytä olettaa, että yhteydenoton tekijä tulisi jatkamaan asian valmistelua. Myös MAR 10 artiklan säännökset sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta voivat rajoittaa tarjousta koskevan suunnitelman saattamista kohdeyhtiön koko hallituksen tietoon. Näin voi olla esimerkiksi tilanteessa, jossa mahdollisen tarjouksen tekijä kohdistaa hallituksen jäsenen tai hänen edustamaansa yhtiön MAR:n mukaista markkinoiden tunnustelua koskien osakkeenomistajan halukkuutta myydä osakkeensa mahdollisessa ostotarjouksessa. Katso myös suositus 4 Esteellisyyksymykset ja muut hallituksen jäsenen sidonnaisuudet tarjoukseen.](#)

Kun kohdeyhtiön hallitus arvioi, onko sen tiedoksi saama julkista ostotarjousta koskeva yhteydenotto vakavasti otettava, arviointiin vaikuttavat muun muassa seuraavat seikat:

- yhteydenoton konkreettisuus ja uskottavuus (esim. yhteydenoton muoto ja tapa, kuka on ottanut yhteyttä, onko yhteydenottoa ja tarjousta valmisteltu),
- tarjottavan vastikkeen määrä ja muoto,
- tarjouksen toteutumismahdollisuudet (esim. tarjouksen rahoittaminen-, [tarvittavat viranomaisluvut](#) ja tarjouksen toteuttamiselle asetettavat ehdot), ja
- muut kuhunkin yksittäiseen tilanteeseen liittyvät seikat.

Mikäli hallitus pitää yhteydenottoa vakavasti otettavana, hallituksen on selvitettävä asiaa, arvioitava ehdotettua tarjousta sekä hankittava arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Hallituksen on pyrittävä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämä edellyttää mahdollisuuksien mukaan paitsi itse tarjouksen, myös yhtiön muiden vaihtoehtojen huolellista arviointia.

[Tarjouksen rahoituksen saatavuus ja riittävyys voi tulla arvioitavaksi tarjousprosessin eri vaiheissa. Kohdeyhtiön hallituksen on usein perusteltua arvioida tarjouksen rahoitusta koskevia suunnitelmia arvioidessaan sitä, onko yhteydenotto vakavasti otettava. Arvio voi siten vaikuttaa myös siihen, onko perusteltua antaa tarjouksen tekijälle oikeus tehdä due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä. Kohdeyhtiön hallituksen huolellinen toiminta edellyttää yleensä sitä, että hallitus selvittää olosuhteisiin nähden riittävällä tavalla viimeistään ennen mahdollisen yhdistymis-/transaktiosopimuksen allekirjoittamista, että tarjouksen tekijä on varmistautunut rahoituksen saatavuudesta ja riittävydestä arvopaperimarkkinalaissa ja suosituksessa 1 edellytetyllä tavalla. Katso suositus 6 Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä.](#)

Mikäli hallitus päättää ryhtyä asiassa toimenpiteisiin, sen on kohdeltava kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti eikä se saa suosia yksittäistä osakkeenomistajaa tai -omistajaryhmää yhtiön tai muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Hallituksen tulee myös huolehtia siitä, etteivät yksittäisten hallituksen jäsenten mahdolliset intressiristiriidat tai muut sivuvaikutteet vaikuta hallituksen toimintaan. **Katso esteellisyystilanteista OYL 6:4 ja 6:4a sekä suositus 4 Esteellisyyksymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen.**

(b) ~~(b)~~ Yhtiön vaihtoehtojen arviointi

[Kun kohdeyhtiön hallitus on arvioinut julkista ostotarjousta koskevan yhteydenoton vakavasti otettavaksi, hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Osakeyhtiölain esitöiden mukaan osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen pyrkiminen tarkoittaa ostotarjoustilanteessa sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi \(HE 109/2005, s. 41\). Ehdotettu ostotarjous ei kuitenkaan välttämättä ole osakkeenomistajien kannalta paras ratkaisu. Yhtiön eri vaihtoehtojen selvittäminen ja arviointi muodostaa osan tarjouksen arviointia.](#)

Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajien etu edellyttää, että hallitus arvioi itse tarjousta ja sen seurauksia ja mahdollisuuksien mukaan myös vertaa sitä yhtiön muihin vaihtoehtoihin, joita voivat olla esimerkiksi jatkaminen itsenäisenä yhtiönä ennalta määritetyn strategian mukaisesti tai jonkin rakenteellisen ratkaisun toteuttaminen. [Tarjouksen arviointiin voi vaikuttaa myös vastikkeiden muoto: käteistarjouksessa osakkeenomistajat realisoivat omistuksensa tarjouksen toteuduttua, kun taas vaihtotarjouksessa osakkeenomistajat saavat vastikearvopapereita, joiden arvonmuodostukseen liittyviä näkökohtia voidaan arvioida myös laajemmin.](#)

Kohdeyhtiön hallitus voi myös etsiä kilpailevia tarjouksia [sisäpiirisääntelyn asettamat rajoitukset ja etenkin sisäpiiritiedon ilmaisukiellon huomioiden](#). Velvollisuutta kilpailevan tarjouksen etsimiseen ei kuitenkaan ole. Jos hallituksella on tiedossaan mahdollinen muu ostaja, hallituksen on perusteltua harkita, edellyttääkö osakkeenomistajien etu tällaisen toimijan lähestymistä. [Eri vaihtoehtojen järjestelyjen arviointiin voivat vaikuttaa esimerkiksi niiden toteutumisen todennäköisyys ja odotettavissa oleva toteutusaiakataulu.](#)

Kohdeyhtiön hallitus voi saada ostotarjousprosessin aikana pyytämättään yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Kilpaileviin tarjouksiin liittyviä kysymyksiä on käsitelty erikseen suosituksessa 8 ”Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa”.

Hallituksen on syytä hankkia arviointinsa pohjaksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Tämä tarkoittaa yleensä tietoa kohdeyhtiön arvosta eri arvonmääritysmenetelmiin perustuen ja tietoa kohdeyhtiön arvoon vaikuttavista tekijöistä. Tämä voi myös tarkoittaa lisätietojen pyytämistä ja keskustelujen käymistä tarjouksen tekijän kanssa. Osakkeenomistajien kannalta parhaan vaihtoehdon löytäminen voi lisäksi tarkoittaa, että hallitus käy samanaikaisesti keskusteluja myös muiden toimijoiden kuin tarjouksen tekijän kanssa.

Osakkeenomistaja ja tarjouksen tekijä saattavat keskenään sopia etukäteiskaupoista tai sitoumuksesta, jossa osakkeenomistaja sitoutuu myymään omat osakkeensa tulevassa tarjouksessa. Jos kohdeyhtiön hallitus saa tiedon tällaisista järjestelyistä, hallituksen tulee pyrkiä selvittämään asiaa ja ottaa järjestelyt huomioon arvioidessaan tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja. Etukäteiskaupat tai yhtiön merkittävien osakkeenomistajien antama sitoumus hyväksyä tuleva tarjous voivat parantaa tarjouksen toteutumisedellytyksiä [tai toisaalta pienentää todennäköisyyttä kilpaileville tarjouksille](#), ja siten vaikuttaa hallituksen tarjousta koskevaan arvioon.

[Kohdeyhtiön hallituksen voi tietyissä tilanteissa olla myös perusteltua pyrkiä selvittämään yksittäisten merkittävien osakkeenomistajien kanta ennen kuin hallitus päättää ottaa kantaa tarjoukseen. Kohdeyhtiön hallituksella ei kuitenkaan ole velvollisuutta keskustella tarjouksesta etukäteen osakkeenomistajien kanssa. Kohdeyhtiön hallituksen näkökulmasta voidaan yleisesti ottaen katsoa, että tarjouksen toteuttamisedellytysten selvittäminen on sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista. Jos keskusteluissa käy ilmi, että tarjouksella ei ole toteutumisedellytyksiä, koska merkittävät osakkeenomistajat vastustavat tarjousta eivätkä tule sitä hyväksymään, hallituksen on arvioitava, onko perusteltua käyttää yhtiön voimavaroja tarjoukseen myötävaikuttamiseen.](#)

Arvioidessaan tarjousta ja yhtiön muita vaihtoehtoja hallituksen on hyvä harkita tarvetta käyttää arvioinnissa apuna ulkopuolisia asiantuntijoita.

Jos hallitus päätyy arvioinnissaan siihen, että tarjous on osakkeenomistajien ~~kannalta edullisin~~ [edun mukainen](#) vaihtoehto, hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaansaamiseksi. Hallituksen tulee lähtökohtaisesti tavoitella yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkeaa arvoa, ja käytettävissään olevin keinoin selvittää, onko tarjouksen tekijällä edellytykset toteuttaa tarjous. Käytännössä tämä voi tarkoittaa neuvotte- lujen aloittamista tarjouksen tekijän kanssa.

Jos hallitus päättää aloittaa neuvottelut tarjouksen tekijän kanssa, hallitus päättää tavallisesti myös siitä, kuka edustaa yhtiötä neuvotteluissa. [Hallitus voi myös perustaa tilapäisen valiokunnan val- mistelemaan ostotarjoukseen liittyviä hallituksen päätöksiä.](#) Päätöksenteossa on otettava huomi- oon hallituksen jäsenten mahdolliset ~~esteellisyyssymykset~~ [esteellisyydet ja muut sidonnaisuudet tarjoukseen](#). [Katso suositus 4 Esteellisyyssymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tar- joukseen](#).

[Osakkeenomistajien riittävän tiedonsaannin turvaamiseksi hallituksen tulee yleensä lausunnos- saan kuvata sitä, missä määrin hallitus on kartoittanut yhtiön vaihtoehtoja sekä arvioida tarjousta suhteessa niihin. Katso suositus 5 Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta.](#)

Hallituksella ei ole velvollisuutta aloittaa tarjousta koskevia neuvotteluja tarjouksen tekijän kanssa, mikäli tarjousta ei voida hallituksen käsityksen mukaan pitää osakkeenomistajien edun mukaisena. Arvopaperimarkkinalain 11:9.5 nojalla kohdeyhtiön hallituksella on tietyissä tilanteissa myös mah- dollisuus pyytää Finanssivalvontaa asettamaan tarjousta suunnittelevalle taholle määräaika, johon mennessä tämän tulee joko julkistaa ostotarjous tai ilmoittaa, ettei tule tekemään tarjousta.

[\(c\)](#) ~~(e)~~ Mahdolliset toimenpiteet tarjouksen torjumiseksi ja tarve yhtiökokouksen koolle kut- sumiseen

Arvioidessaan yhtiön vaihtoehtoja ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallitus voi päätyä siihen, että tehty tai suunnitteilla oleva tarjous ei ole osakkeenomistajille edullinen vaihtoehto. Hallitus voi pyrkiä saamaan aikaan kilpailevan tarjouksen tai muun vaihtoehtoisen transaktion, jonka hallitus arvioi olevan edullisempi yhtiölle ja sen osakkeenomistajille. Hallitus voi myös katsoa, että on yhtiön osakkeenomistajille edullisinta, että yhtiö jatkaa liiketoimintaansa yhtiön aikaisemman strategian mukaisesti.

Hallituksella ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta toimia yhteistyössä tarjouksen tekijän kanssa, mi- käli se ei pidä ehdotettua tarjousta vakavasti otettavana ja osakkeenomistajien edun mukaisena. Saatuaan tiedon mahdollisesta tulevasta ostotarjouksesta hallituksen ei kuitenkaan yleensä tulisi

ilman yhtiökokouksen hyväksyntää ryhtyä toimiin, jotka saattavat vaarantaa osakkeenomistajille edullisen tarjouksen tekemisen tai toteutumisen.

Toimia, jotka estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista voivat olla esimerkiksi suunnattu osakeanti, varojenjakoa, osakkeiden muuntaminen toisenlaisiksi tai huomattavan liiketoiminnan myynti. Myös yhtiön yhtiöjärjestystä voidaan ehdottaa muutettavaksi ostotarjouksen toteutumisen estämiseksi. Mainituista toimenpiteistä päättäminen kuuluu liiketoiminnan myyntiä lukuun ottamatta lähtökohtaisesti yhtiökokouksen toimivaltaan. Hallitukselle on kuitenkin voitu antaa esimerkiksi valtuutus päättää osakeannista tai varojenjaosta, ja liiketoimintojen myynnistä päättäminen kuuluu lähtökohtaisesti hallituksen yleistoimivaltaan.

Mikäli hallitus aikoo sen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeantivaltuutusta tai päättää yleistoimivaltaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten, että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista, laki edellyttää asian siirtämistä yhtiökokouksen päätettäväksi (AML 11:14). [Yhtiökokouksen käsittelyn osalta on huomioitava, että osakeyhtiölain 5:14a:n säännös osakkeenomistajan esteellisyydestä yhtiökokouksessa voi tulla sovellettavaksi erityisesti silloin, kun hallituksen yleistoimivaltaan kuuluva asia siirretään ostotarjoustilanteessa yhtiökokouksen päätettäväksi.](#) Ostotarjouksen julkistamisen jälkeen hallitus voi olla siirtämättä arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettuja toimenpiteitä yhtiökokouksen päätettäväksi ainoastaan sillä edellytyksellä, että menettely on sekä osakeyhtiölain 1 luvun että ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen. Osakeyhtiölain yleisistä periaatteista tässä yhteydessä erityisen merkityksellisiä lienevät yhtiön toiminnan tarkoitus (OYL 1:5), yhdenvertaisuusperiaate (OYL 1:7) sekä johdon huolellisuus- ja lojaliteetiperiaatteet (OYL 1:8). Ostotarjousdirektiivin yleisistä periaatteista tulee erityisesti ottaa huomioon periaate, jonka mukaisesti kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä se saa evätä arvopapereiden haltijoilta mahdollisuutta tehdä päätöstään tarjousehtojen arvioinnin perusteella (ostotarjousdirektiivin 3 artiklan c) -kohta). Hallituksen on myös julkistettava siirtämättä jättämisen syy, ja julkistus on tehtävä viipymättä, kun siirtämättä jättämistä koskeva päätös on tehty. [Katso Fivan MOK ostotarjouksista 4.4 \(18\)-\(19\) - \(10\) koskien yhtiökokouksen käsiteltäviksi siirrettäviä asioita.](#)

Mahdollisina syinä, joiden vuoksi siirtoa yhtiökokoukseen ei tehtäisi, voisi tulla kyseeseen esimerkiksi, että hallituksen arvion mukaan tarjous on ilmeisen riittämätön tai muutoin osakkeenomistajien etujen vastainen, tai jos yhtiökokouksen käsittely ei muusta ostotarjoukseen liittyvästä syystä tai hallituksen suunnitteleman toimen tai järjestelyn luonteesta johtuen olisi tarkoituksenmukaista. Tällöinkin menettelyn tulee kokonaisuudessaan olla osakeyhtiölain 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen. Arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan ostotarjouksen julkistaminen ei myöskään itsessään estä kohdeyhtiön hallitusta ryhtymästä esimerkiksi yritys- tai muihin vastaaviin järjestelyihin, tai jatkamasta jo vireillä olevien järjestelyjen suunnittelua ja toimeenpanoa, jos se on yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista (HE 32/2012, s. 145). Saattaa siis olla tilanteita, joissa hallitus, tarkasteltuaan tilannetta kokonaisuudessaan osakeyhtiölain ja ostotarjousdirektiivin yleisten periaatteiden valossa, katsoo, ettei yhtiökokouksen koolle kutsuminen ole osakkeenomistajien kannalta tarpeellista. Tilanteet on arvioitava tapauskohtaisesti. [Finanssivalvonta suosittaa, että mikäli kohdeyhtiön hallitus aikoo olla siirtämättä yhtiökokouksen päätettäväksi suunnattua antia tai muuta arvopaperimarkkinalain 11:14:ssä tarkoitettua toimea tai järjestelyä koskevan asian, se pyytää asiasta ostotarjouslautakunnan lausunnon. Ostotarjouslautakunnan lausunto on mahdollista pyytää myös silloin, jos hallitus saatuaan tiedon vakavasti otettavasta mahdollisesta ostotarjouksesta aikoo ryhtyä toimeen tai järjestelyyn, joka saattaa estää tai olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumisen. Katso asian siirtämisestä yhtiökokouksen käsiteltäväksi julkistetun ostotarjouksen tilanteessa myös arvopaperimarkkinalain esityöt \(HE 32/2012, s. 143-146\).](#)

[Hallitus voi katsoa, että yhtiökokous on perusteltua kutsua koolle myös muissa kuin arvopaperimarkkinalain 11:14 tarkoittamissa tilanteissa.](#) Joissakin tapauksissa tarjouksen ehdot edellyttävät yhtiökokouksen päätöstä. Tarjouksen tekijä voi esimerkiksi edellyttää yhtiöjärjestyksen muuttamista toteuttaakseen tarjouksensa (esimerkiksi äänileikkurin tai lunastuslausekkeen poistaminen). Osakeyhtiölain perustelujen mukaan osakeyhtiölain huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta

johtuva yhtiön johdon velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen tarkoittaa ostotarjoustilanteessa toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen aikaan saamiseksi. Tämä velvollisuus voi ulottua myös yhtiökokouksen koollekutsumiseen.

(d) Sisäpiirinäkökohdat

~~Ostotarjouksen valmisteluasteesta riippuen tieto kohdeyhtiön saamasta ostotarjousta koskevasta yhteydenotosta saattaa olla sisäpiirintietoa.~~

~~Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupan käyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon (AML 12:2.1). Markkinoiden häiriöttömän toiminnan kannalta on tärkeää, että tieto mahdollisesta tarjouksesta ja sitä koskevasta valmisteluista säilyy luottamuksellisena tarjouksen julkistamiseen asti. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslaisissa (51:1-2) ja arvopaperimarkkinalaki asettaa yleisen kiellon käyttää sisäpiirintietoa rahoitusvälineiden hankinnassa tai luovutuksessa sekä ilmaista sisäpiirintietoa perusteettomasti toiselle (AML 14:2). Arvopaperimarkkinalaki asettaa kohdeyhtiölle lukuisia sisäpiirintiedon hallinnointia koskevia velvoitteita.~~

[Katso Pörssin sisäpiiriohje.]

Hallitus, sen yksittäiset jäsenet tai toimitusjohtaja voivat jatkuvasti saada erilaisia yhteydenottoja ja ehdotuksia yhtiön osakekannan ostamisesta tai muista rakenteellisista järjestelyistä. Tällaisia luonteeltaan alustavia yhteydenottoja tai ehdotuksia ei yleensä ole katsottava ~~sisäpiirintiedoksi~~, vaan vain vakavasti otettavat yhteydenotot voivat lähtökohtaisesti muodostaa ~~sisäpiirintietoa~~. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa ensimmäistä yhteydenottoa koskevan tiedon luonteen arviointiin. Tarjousta koskevat keskustelut etenevät vaiheittain ja arviointi siitä, missä vaiheessa tieto mahdollista tarjousta koskevasta valmisteluista kehittyy ~~sisäpiirintiedoksi~~, on suoritettava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Jos kohdeyhtiötä lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, kohdeyhtiön on arvioitava, onko kyseessä (asian tässä vaiheessa) sisäpiirihanke. ~~NASDAQ OMX Helsingin sisäpiiriohjeessa pörssiyhtiöille on lueteltu kriteereitä, joita voidaan käyttää apuna arvioitaessa, onko tietty järjestely syytä luokitella sisäpiirihankkeeksi. [Katso Pörssin sisäpiiriohje, kohta 7.3.1].~~

Ostotarjoustilanteessa tarjousta koskevat valmistelut on yleensä syytä määritellä sisäpiirihankkeeksi, jos kohdeyhtiö on saanut yhteydenoton, jota hallitus pitää vakavasti otettavana. Arvioitaessa yhteydenoton sisäpiiriluonnetta voidaan arviointikriteereinä siten usein pitää samoja kriteereitä kuin arvioitaessa hallituksen velvollisuutta ryhtyä asiassa toimenpiteisiin, erityisesti yhteydenoton konkreettisuutta ja uskottavuutta, tarjotun vastikkeen määrää sekä tarjouksen toteutumismahdollisuuksia. Tieto tarjousta koskevasta yhteydenotosta voi olla ~~sisäpiirintietoa~~ siitä tietoisille henkilöille jo ennen kuin kohdeyhtiö on ehtinyt tehdä päätöksen hankekohtaisen ~~sisäpiirirekisterin perustamisesta~~.

Hallituksen tulee yleensä määritellä asia sisäpiirihankkeeksi ainakin seuraavissa tilanteissa:

- ~~hallitus pitää tarjousta koskevaa yhteydenottoa niin vakavasti otettavana, että se katsoo aiheelliseksi ryhtyä asiassa toimenpiteisiin;~~
- ~~kohdeyhtiön hallitus on sopinut tarjousta koskevien neuvottelujen aloittamisesta tarjouksen tekijän kanssa;~~
- ~~kohdeyhtiön hallitus on muuten päättänyt ryhtyä asiassa konkreettisiin valmistelutoimiin; tai~~
- ~~kohdeyhtiön hallitus on — mahdollisesta tarjousta koskevasta yhteydenotosta riippumatta — itse päättänyt ryhtyä konkreettisiin toimiin, joiden tarkoituksena on saada aikaan yhtiön arvopapereista tehtävä julkinen ostotarjous.~~

Arvopaperimarkkinalain 13:6.2:n mukaan liikkeeseenlaskijan ja sen puolesta tai lukuun toimivien on pidettävä hankekohtaista sisäpiirirekisteriä henkilöistä, joille liikkeeseenlaskija antaa yksilöityä hanketta koskevaa sisäpiirintietoa. Ostotarjoustilanteissa voidaan usein sopia, että sisäpiirintietoa saava taho puolestaan ylläpitää luetteloa henkilöistä, joille asianomaista tietoa annetaan edelleen (esimerkiksi ostotarjouksen tekijän oman organisaation sisällä tai neuvonantajille). Erityisesti laajoissa tai rajat ylittävissä yritysjärjestelyissä voi olla tarkoituksenmukaista sopia luetteloiden ylläpitämisestä edellä mainitulla tavalla. Hallituksen tulee huolehtia myös siitä, että hankekohtainen sisäpiirirekisteri päätetään viivytyksettä sen jälkeen, kun tarjousta koskeva hanke on päättynyt (tarjouksen julkistamisen tai hankkeen raukeamisen myötä). Arviointi hankkeen päättymisajankohdasta tulee tehdä kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Yleensä hankkeen voidaan katsoa rauenneen, jos

- osapuolet ovat yhteisesti päättäneet lopettaa asiaa koskevat keskustelut;
- tarjouksen tekijän toimivaltainen edustaja (yleensä hallituksen puheenjohtaja tai toimitusjohtaja tai muu tähän valtuutettu taho, esimerkiksi neuvonantaja) on ilmoittanut, ettei tarjouksen tekijä aio enää jatkaa tarjousta koskevia valmisteluja; tai
- kohdeyhtiön hallitus päättää lopettaa tarjousta koskevat keskustelut ja ilmoittaa tästä tarjouksen tekijälle.

Ennen kuin kohdeyhtiön hallitus päättää hankkeen raukeamisesta, sen tulee arvioida, onko hallituksen käytettävissä olevien tietojen nojalla kuitenkin perusteltua syytä olettaa, että tarjouksen tekijä palaisi lähitulevaisuudessa asiaan tai että tarjouksen tekijä muuten tulisi jatkamaan asian valmistelua.

Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta määrätä tarjouksen voimassaoloajan ja ostotarjouksen toteutuskauppojen tekemiselle asetetun rajoituksen pidentämisestä, jotta kohdeyhtiö voi kutsua koolle yhtiökokouksen tarkastelemaan tarjousta (AML 11:12.3). Tarjouksen tekijällä on pidentämisen johdosta oikeus luopua tarjouksesta. Finanssivalvonnan mukaan päätös ostotarjouksen voimassaoloajan pidentämisestä voi tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, jos yhtiökokouksen koolle kutsuminen on perusteltua tarjousaikana ilmenevien seikkojen kuten kilpailevan ostotarjouksen tai kohdeyhtiön yksittäistä liiketoimintoa koskevan ostotarjouksen johdosta. Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.3.3 (34)–(35).

SUOSITUS 3 – SOPIMUSJÄRJESTELYT TARJOUKSEN TEKIJÄN KANSSA

Johdanto

Tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat usein ostotarjousprosessiin liittyvistä kysymyksistä ja menettelytavoista erilaisin sopimuksin.

Kohdeyhtiön hallituksen ei tule ostotarjoustilanteessa ilman perusteltua syytä sitoutua sel-laisiin sopimusjärjestelyihin, jotka rajoittavat yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia. Jos kohdeyhtiön hallitus sitoutuu tällaiseen sopimusjärjestelyyn, sitoutumisen on oltava osakkeenomistajien etujen mukaista. Kohdeyhtiön hallituksen on lausunnossaan esitettävä perustelut olennaisille yhtiön tai hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittaville sitoumuksille.

Suosituksen perustelut

(a) Yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittavat järjestelyt

Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallituksen tulee huolellisesti toimien pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Osakkeenomistajien etu tavallisesti edellyttää, että hallitus kartoittaa mahdollisuuksien mukaan myös yhtiön muita vaihtoehtoja ja on lähtökohtaisesti vapaa toimimaan, mikäli hallitus saa yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Hallituksen tulee myös pystyä kaikissa tilanteissa täyttämään lakiin perustuva huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa sekä noudattamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta, mistä velvollisuuksista ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Yksinoikeusjärjestelyt ovat siten hallituksen velvollisuuksien kannalta ongelmallisia. Tällaisiin yksinoikeusjärjestelyihin ei tule sitoutua ilman perusteltua syytä.

Kohdeyhtiön hallituksen on lausunnossaan esitettävä perustelut olennaisille yhtiön tai hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittaville sitoumuksille. Olennaisiksi sitoumuksiksi katsotaan kaikki tarjouksen julkistamishetkellä voimassa olleet tai sen jälkeen annetut sitoumukset, mukaan lukien mahdollinen yhdistymis-/transaktiosopimus. Suosituksen perusteella julkistettavaksi voi tulla myös olennaisia yksinoikeusjärjestelyjä, joiden voimassaolo on päättynyt ennen tarjouksen julkistamista. Neuvotteluprosessin aikana tai esimerkiksi due diligence -tarkastuksen ajaksi annettuja lyhytaikaisia sitoumuksia ei kuitenkaan yleensä katsota sellaisiksi olennaisiksi sitoumuksiksi, joita hallituksen lausunnossa tulisi perustella, jos kohdeyhtiön hallitus on ennen sitoumuksen antamista kartoittanut yhtiön vaihtoehtoja eikä hallituksen tiedossa ole sitoumuksen antamisen hetkellä ollut mahdollista kilpailevaa tarjoutua.

(b) Sitoutuminen neuvottelukielttoon

Tarjouksen tekijä saattaa pyytää tai edellyttää kohdeyhtiön hallitusta sitoutumaan niin sanottuun neuvottelukielttoon eli siihen, ettei hallitus keskustelee samanaikaisesti muiden toimijoiden kanssa yhtiön osakkeita koskevasta kilpailevasta tarjouksesta tai muusta järjestelystä, joka voi estää tarjouksen toteuttamisen. Neuvottelukiellot voidaan yleensä jakaa kahteen eri tyyppiin:

- niin sanottuihin eksklusiviteetti- eli yksinoikeusjärjestelyihin, jossa hallitusta pyydetään sitoutumaan siihen, ettei se missään tilanteissa keskustelee mahdollisista kilpailevista järjestelyistä muiden toimijoiden kanssa, ja
- niin sanottuihin non-solicitation -sitoumuksiin, joissa neuvottelukielto rajoittuu siihen, että hallitus ei itse aktiivisesti etsi kilpailevia tarjouksia tai muita vaihtoehtoisia järjestelyjä.

Kohdeyhtiön hallitus joutuu tällöin arvioimaan, voiko se ja missä rajoissa suostua mahdollista neuvottelukieltoa koskevaan pyyntöön.

~~Kohdeyhtiö voi harkita tarvetta tarjouksen tekijän kaupankäynnin rajoittamiselle sopimusteitse allekirjoittamalla tarjouksen tekijän kanssa sopimuksen, jossa tämä sitoutuu siihen, ettei se käy kohdeyhtiön osakkeilla kauppaa tietyssä ajanjaksona (ns. stand still -sopimus). Tällainen sitoumus voidaan yhdistää myös salassapitosopimukseen.~~

~~Suomalaisessa ostotarjouskäytännössä tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat usein allekirjoittaneet niin sanotun yhdistymis- tai transaktiosopimuksen ennen tarjouksen julkistamista. Yhdistymis-/transaktiosopimus ei välttämättä ole kaikissa tilanteissa tarkoituksenmukainen eikä tällaisen sopimuksen tekemiseen ole velvollisuutta.~~

~~Yhdistymis-/transaktiosopimus on tyypillisesti eräänlainen prosessidokumentti, jossa tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö sopivat esimerkiksi osakkeenomistajien hyväksi tulevan tarjouksen ehdoista sekä menettelytavoista tarjouksen yhteydessä. Yhdistymis-/transaktiosopimus ei velvoita kohdeyhtiön osakkeenomistajia, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia.~~

~~Yhdistymis-/transaktiosopimus voi palvella yhtäältä tarjouksen tekijän ja toisaalta kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien etuja. Kohdeyhtiön hallitus arvioi tilannekohtaisesti, onko yhdistymis-/transaktiosopimusta tarkoituksenmukaista tehdä ja mikä on kyseisessä tilanteessa sopimuksen tarkoituksenmukainen sisältö.~~

Suositus 3

Kohdeyhtiön hallituksen ei tule ostotarjoustilanteessa sitoutua sellaisiin sopimusjärjestelyihin, jotka rajoittavat yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia. Tällaisia ovat yleensä esimerkiksi erilaiset yksinoikeusjärjestelyt.

Perustelut

(a) Sitoutuminen neuvottelukieltoon

Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön hallituksen tulee huolellisesti toimien pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Osakkeenomistajien etu tavallisesti edellyttää, että hallitus kartoittaa mahdollisuuksien mukaan myös yhtiön muita vaihtoehtoja ja on lähtökohtaisesti vapaa toimimaan, mikäli hallitus saa yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Hallituksen tulee myös pystyä kaikissa tilanteissa täyttämään lakiin perustuva huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa sekä noudattamaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta, mistä velvollisuuksista ei voida poiketa noudata tai selitä periaatteen nojalla. Yksinoikeusjärjestelyt ovat siten hallituksen velvollisuuksien kannalta ongelmallisia.

Toisinaan voi kuitenkin olla perusteltua, että hallitus sitoutuu rajoitettuun neuvottelukieltoon eli ns. non-solicitation -sitoumukseen. Sitoutumisen tulee olla vain määräaikaista ja osakkeenomistajien etujen mukaista. Rajoitettuun neuvottelukieltoon sitoutuminen saattaa olla osakkeenomistajien edun mukaista esimerkiksi tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä asettaa neuvottelukiellon osakkeenomistajille edullisen tarjouksen tekemisen ja julkistamisen edellytykseksi. Neuvottelukielto ei kuitenkaan saa estää hallitusta selvittämästä mahdollista kilpailevaa tarjousta ja siten toimimasta huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa mukaisesti tilanteessa, jossa hallitus on saanut kilpailevan yhteydenoton ilman, että hallitus on itse ollut asiassa aloitteentekijänä, tai jos olosuhteet muuten olennaisesti muuttuvat. Katso kilpailevista tarjouksista tarkemmin suositus 5 ja suositus 8 Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa.

Yleensä rajoitettuun neuvottelukieltoon sitoutuminen voi olla perusteltua vasta, kun hallitus on kartoittanut yhtiön vaihtoehtoja ja todennut, että ehdotettu tarjous on hallituksen käsityksen mukaan osakkeenomistajien kannalta hyvä edun mukainen vaihtoehto.

Käytännössä neuvottelukiellosta saatetaan sopia esimerkiksi ennen due diligence -tarkastuksen aloittamista tai tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välisessä yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa, jonka allekirjoittamisen yhteydessä hallitus yleensä myös päättää suositella tarjousta, mutta neuvottelukiellosta voidaan tilanteen mukaan sopia myös muussa yhteydessä.

Kohdeyhtiö voi puolestaan harkita tarvetta tarjouksen tekijän kaupankäynnin rajoittamiselle sopimusteitse allekirjoittamalla tarjouksen tekijän kanssa sopimuksen, jossa tämä sitoutuu siihen, ettei se käy kohdeyhtiön osakkeilla kauppaa tietynä ajanjaksona (ns. stand still -sopimus). Tällainen sitoumus voidaan yhdistää myös salassapitosopimukseen.

Kohdeyhtiön hallituksen on lausunnossaan esitettävä perustelut mahdollisten yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittavien sitoumuksen antamiselle. Katso suositus 5 Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta.

(c) ~~(b)~~ Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa

Arviointi yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tarkoituksenmukaisuudesta liittyy yleensä läheisesti yhtiön ja sen osakkeenomistajien etuun. Neuvottelemalla yhdistymis- tai transaktiosopimuksen hallitus voi mahdollisesti vaikuttaa osakkeenomistajille yhtiön arvopapereista tarjottavaan hintaan ja muihin tarjousehtoihin osakkeenomistajien kannalta myönteisellä tavalla. Yhdistymis- tai transaktiosopimuksella voidaan myös lisätä tarjouksen toteutumisen todennäköisyyttä. Voi myös olla yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaista sopia etukäteen tarjouksen yhteydessä noudatettavista menettelytavoista.

Hallituksen on huolehdittava siitä, että yhdistymis-~~/tai~~ transaktiosopimus ei estä hallitusta toimimasta osakkeenomistajien edun mukaisesti esimerkiksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa tai olosuhteiden muuten olennaisesti muuttuessa. Hallitus voi muun muassa sitoutua antamaan tarjousta koskevan mahdollisen suosituksensa sillä varauksella, että hallituksella on mahdollisuus selvittää mahdollista kilpailevaa tarjousta sekä tarvittaessa muuttaa tai perua suosituksensa. [Yhdistymis- tai transaktiosopimus ei saa myöskään estää hallitusta sitoutumasta suosittelemaan paremmaksi arvioimaansa kilpailevaa tarjousta. Yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa voidaan sopia tällaisissa tilanteissa noudatettavista menettelytavoista ja ensimmäistä tarjouksentekijää koskevista informointivelvoitteista ja niiden määräajoista.](#) Hallituksen on hyvä myös varmistua siitä, ettei yhdistymis-~~/tai~~ transaktiosopimus kohtuuttomasti rajoita kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamista sopimuksen voimassaoloaikana.

[Kohdeyhtiön hallituksen ei tule ilman perusteltua syytä tehdä yhtiön puolesta sellaisia sitoumuksia, jotka rajoittavat osakkeenomistajien mahdollisuuksia joko vapaasti harkita haluavatko he hyväksyä tarjouksen tai päättää mahdollisista toimenpiteistä tarjouksen torjumiseksi sitä varten koolle kutsutussa yhtiökokouksessa. Katso suosituksen 2 Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta perustelut, kohta \(c\).](#)

Kohdeyhtiön hallituksen on [siksi](#) syytä huolellisesti harkita mahdollisuuksia [myös](#) niin sanotun irtaantumiskorvauksen ("break-up fee") maksamiseen. Irtantumiskorvaus tarkoittaa järjestelyä, jossa kohdeyhtiö ja/tai tarjouksen tekijä sitoutuu maksamaan tarjouksen tekijälle ja/tai kohdeyhtiölle tietyn etukäteen sovitun korvauksen siinä tilanteessa, että tarjous ei toteudu tietyistä etukäteen määritellyistä syistä. Irtantumiskorvauksesta voidaan sopia osapuolten välisessä yhdistymis-~~/tai~~ transaktiosopimuksessa tai muuten.

~~Kohdeyhtiön hallituksen ei tule ilman perusteltua syytä tehdä yhtiön puolesta sellaisia sitoumuksia, jotka rajoittavat osakkeenomistajien mahdollisuuksia joko vapaasti harkita haluavatko he hyväksyä tarjouksen tai päättää mahdollisista toimenpiteistä tarjouksen torjumiseksi sitä varten koolle kutsutussa yhtiökokouksessa. Katso suositus 2 "Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta" -kohta (c) "Mahdolliset toimenpiteet tarjouksen torjumiseksi ja tarve yhtiökokouksen koolle kutsumiseen".~~

Jos tarjouksen tekijä asettaa osakkeenomistajien kannalta edullisen tarjouksen tekemisen edellytykseksi, että kohdeyhtiö sitoutuu maksamaan irtaantumiskorvauksen tietyissä tilanteissa, järjestely voi olla perusteltavissa edellyttäen, että

- järjestelyn hyväksyminen ja tarjouksen saaminen on kohdeyhtiön hallituksen käsityksen mukaan osakkeenomistajien edun mukaista ja
- irtaantumiskorvaus on määrältään kohtuullinen ~~ottaen huomioon muun muassa ja perustuu~~ [lähtökohtaisesti](#) tarjouksen tekijälle tarjouksen valmistelusta

~~syntyneet kulut.~~

~~Kohdeyhtiön ei ole perusteltua maksaa irtaantumiskorvausta sellaisessa tilanteessa, jossa tarjous jää toteutumatta tarjouksen tekijästä johtuvasta syystä [syntyneisiin kuluihin](#).~~

[Irtantumiskorvauksen määrän kohtuullisuuden arviointiin ei vaikuta se, minkä suuruiseen irtaantumiskorvaukseen tarjouksen tekijä on mahdollisesti sitoutunut. Kohdeyhtiön on syytä huolellisesti määritellä tilanteet, joissa irtaantumiskorvaus voi tulla maksettavaksi. Kohdeyhtiön ei ole perusteltua maksaa irtaantumiskorvausta sellaisessa tilanteessa, jossa tarjous jää toteutumatta tarjouksen tekijästä johtuvasta syystä. Kohdeyhtiön hallituksen voi olla usein perusteltua varmistua siitä, että tarjouksentekijän rahoitussitoumus kattaa tarvittaessa myös tarjouksen tekijän tarjousta koskevat sopimusvelvoitteet, kuten irtaantumiskorvauksen maksamisen.](#)

Kohdeyhtiön tulee julkistaa tieto yhdistymis-~~/tai~~ transaktiosopimuksen allekirjoittamisesta ja [kuvaus](#) sopimuksen olennaisista ehdoista yhtiön omalla pörssitiedotteella välittömästi sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen ~~arvopaperimarkkinalain mukaisesti~~. Sopimuksen olennaisiksi ehdoiksi

voidaan yleensä katsoa muun muassa tarjousvastiketta, aikataulua, mahdollista irtaantumiskorvausta, sen suuruutta ja maksamisen edellytyksiä ja neuvottelukieltoa koskevat ehdot, samoin kuin kaikki itse tarjouksen arviointiin vaikuttavat ehdot. Sopimuksen olennaisia ehtoja ovat myös mahdollisen kilpailevan tarjouksen yhteydessä noudatettavia menettelytapoja koskevat ehdot samoin kuin kaikki itse tarjouksen arviointiin vaikuttavat ehdot, kuten ensimmäiselle tarjouksentekijälle mahdollisesti annettu oikeus harkita kilpailevaa tarjousta ja tarjouksensa korottamista edellytyksenä hallituksen antaman suosituksen muuttamiselle (mukaan lukien näihin liittyvät odotusajat). Näin kilpailevaa tarjousta harkitsevien mahdollisten tarjouksentekijöiden on helpompaa arvioida yhdistymis- tai transaktiosopimuksen mahdollisia vaikutuksia kilpailevan tarjouksen tekemiseen ja toteuttamisaikatauluun. Myös perustelut yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittavaan sopimusjärjestelyyn sitoutumiselle julkistetaan yhdistymis- tai transaktiosopimuksen julkistamisen yhteydessä tai viimeistään hallituksen lausunnossa tarjouksesta. Katso myös suositus 11 Tarjouksen julkistaminen.

SUOSITUS 4 - ESTEELLISYYSKYSYMYKSET JA MUUT HALLITUKSEN JÄSENTEN SIDOKSET TARJOUKSEEN

Johdanto

Yhtiön osakkeenomistajien kannalta on tärkeää, että hallitus ja sen yksittäiset jäsenet voivat ostotarjoustilanteessa sivuvaikutteista vapaana edistää osakkeenomistajakollektiivin etua.

Hallituksen jäsenten on tärkeää aina arvioida mahdollisuuksiaan osallistua tarjouksen käsittelyyn osakeyhtiölain esteellisyysääntöjen perusteella (OYL 6:4). Hallituksen jäsenen on noudatettava osakeyhtiölain esteellisyysääntöjä eikä esteellinen hallituksen jäsen saa osakeyhtiölain mukaan osallistua julkista ostotarjousta koskevaan päätöksentekoon. Hallituksen lojaliteettivelvollisuus (OYL 1:8) edellyttää, että jäsenet toimivat päätöksenteossa sivuvaikutteista vapaana. Hallituksen jäsen, joka ei ole muodollisesti osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla esteellinen, saattaa joutua harkitsemaan, tulisiko hänen kuitenkin mahdollisten sivuvaikutteiden johdosta olla osallistumatta päätöksentekoon.

Suositus 4

Kohdeyhtiön hallituksen tulee ennen tarjouksen käsittelyä kehottaa hallituksen jäseniä ilmoittamaan hallitukselle tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen liittyvät sidonnaisuutensa, jotka ovat merkityksellisiä hallituksen jäsenen arvioidessa mahdollisuuksiin osallistua tarjouksen käsittelyyn sivuvaikutteista vapaana.

Jos hallituksella tai sen jäsenillä on olennaisia sidonnaisuuksia tarjouksen tekijään tai tarjoukseen liittyvä etujen yhteys tarjouksen tekijän kanssa tai jos hallituksen jäsen itse suoraan tai välillisesti osallistuu tarjouksen tekemiseen, hallituksen on erityisesti varmistuttava siitä, että hallitus pystyy kaikilta osin toimimaan itsenäisesti ja riippumattomasti yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Hallituksen tulee julkistaa ostotarjousta koskevan lausunnon yhteydessä tiedossaan olevat hallituksen jäsenten esteellisyydet ja olennaiset sidonnaisuudet tarjouksen tekijään tai tarjouksen toteutumiseen sekä se, miten nämä on otettu huomioon hallituksen arvioidessa tarjousta, ketkä hallituksen jäsenet ovat osallistuneet tarjouksen käsittelyyn ja lausunnon antamiseen, sekä ovatko vain ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole edellä mainittuja sidonnaisuuksia, valmistelleet hallituksen tarjouksesta johtuvia toimenpiteitä.

Perustelut

[Suosituksen perustelut](#)

(a) Esteellisyys ja olennaiset sidonnaisuudet

Hallituksen jäsenen on noudatettava osakeyhtiölain esteellisyyssääntöjä (OYL 6:4 ja 6:4a) eikä esteellinen hallituksen jäsen saa osakeyhtiölain mukaan osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon. Koska tarjous ei ole osa kohdeyhtiön tavanomaista liiketoimintaa, osakeyhtiölain yleisen esteellisyyssäännöksen (OYL 6:4) lisäksi tarjoustilanteissa voi tulla sovellettavaksi myös pörssiyhtiön hallituksen jäsenten esteellisyyttä koskeva erityissäännös (OYL 6:4a), joka kieltää hallituksen jäsentä osallistumasta päätöksentekoon sellaisesta sopimuksesta tai oikeustoimesta, jonka osapuolena on pörssiyhtiön lähipiiriin kuuluva henkilö, jonka lähipiirisuhde pörssiyhtiöön on muodostunut hallituksen jäsenen kautta (HE 305/2018 vp, s. 166). Osakeyhtiölain mukaisista esteellisyyssäännöistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

Hallituksen lojaliteettivelvollisuus (OYL 1:8) edellyttää, että jäsenet toimivat päätöksenteossa sivuvaikutteista vapaana. Hallituksella tai sen jäsenillä voi olla myös sellaisia sidonnaisuuksia tarjouksen tekijään tai yhtiön merkittäviin osakkeenomistajiin taikka muu yhteys tarjoukseen, jotka eivät sinänsä tee hallituksen jäsentä osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla esteelliseksi, mutta jotka voivat vaikuttaa hallituksen jäsenen tarjousta koskevaan harkintaan ja osakeyhtiölain mukaisen lojaliteettivelvollisuuden täyttämiseen. Näissä tilanteissa on tärkeää, että asianomainen hallituksen jäsen arvioi, voiko hän osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon sivuvaikutteista vapaana. Hallituksen jäsenen ei toisaalta tule jättäytyä pois asian käsittelystä ilman perusteltua syytä. ~~Osakeyhtiölain mukaisista esteellisyyssäännöistä ei voida poiketa noudata tai selitä periaatteen nojalla.~~ Esimerkkejä tilanteista, joissa esteellisyys- ja sidonnaisuuskysymyksiä usein esiintyy, on käsitelty jäljempänä kohdassa (c). Tässä suosituksessa tarkoitettujen esteellisyystilanteiden tulkinnasta on yksittäistapauksessa mahdollista pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto.

On tärkeää, että hallituksen jäsen ilmoittaa hallitukselle kaikki tarjouksen tekijään ja tarjouksen toteutumiseen liittyvät sidonnaisuutensa, jotka ovat merkityksellisiä hallituksen jäsenen arvioidessa esteellisyyttään tai mahdollisuuksiaan osallistua sivuvaikutteista vapaana tarjouksen käsittelyyn. Sidonnaisuusarviointi tehdään tarjoustilanteessa erikseen, eikä hallinnointikoodin suosituksen 10 mukainen yleinen riippumattomuusarviointi ole tältä osin riittävä. Kohdeyhtiön osakkeenomistajien ja muiden sijoittajien tulisi saada tieto tällaisista sidonnaisuuksista tai yhteyksistä tarjousta arvioidessaan, minkä vuoksi ne on tärkeä julkistaa. Julkistaminen voidaan toteuttaa kohdeyhtiön hallituksen tarjouksesta antaman lausunnon julkistamisen yhteydessä. Ostotarjoukseen liittyvät sidonnaisuudet ja yhteydet tarjoukseen julkistetaan aina ostotarjousta koskevassa lausunnossa myös silloin, kun tieto kohdeyhtiön hallituksen jäsenen riippumattomuusarviointista suhteessa merkittävään osakkeenomistajaan olisikin aiemmin julkaistu hallinnointikoodin mukaisesti. Sidonnaisuusarviointi on tehtävä uudelleen hallituksen tietoon tulleen kilpailevan yhteydenoton tai muun vastaavan olosuhteiden olennaisen muutoksen johdosta.

Kohdeyhtiön hallituksen asemaan suhteessa yhtiön osakkeenomistajiin on kiinnitettävä erityistä huomiota tilanteessa, jossa hallitukseen tai yhtiön johtoon kuuluvat henkilöt, yksin tai yhdessä toisten kanssa, tekevät julkisen ostotarjouksen kohdeyhtiöstä tai jossa hallituksen jäsen on tarjouksen tekijän merkittävä osakkeenomistaja. Kohdeyhtiön hallituksen jäsenen tai sen johtoon kuuluvan henkilön voidaan katsoa osallistuvan tarjouksen tekemiseen ainakin, jos hän on voinut vaikuttaa tarjouksen ehtoihin tai tarjousvastikkeen määrään. Tarjouksen tekijän hallitukseen tai muuhun johtoon kuuluvan henkilön voidaan yleensä katsoa voivan vaikuttaa tarjouksen ehtoihin ja tarjousvastikkeen määrään. Sen sijaan pelkästään se seikka, että henkilö omistaa tarjouksen tekijän liikkeen laskemia arvopapereita, ei tarkoita, että hän osallistuisi tarjouksen tekemiseen.

Tilanteissa, joissa hallituksen jäsen tai yhtiön johtoon kuuluva henkilö osallistuu tarjouksen tekemiseen, ulkopuolisen neuvonantajan käyttäminen tarjouksen käsittelyn yhteydessä voi lisätä hallituksen edellytyksiä varmistua menettelyn ja tarjouksen käsittelyn asianmukaisuudesta.

(b) Kohdeyhtiön hallituksen toimenpiteiden valmistelu ja päätöksenteko

Osakeyhtiölain perusteella hallituksella on oikeus ja velvollisuus käsitellä sille kuuluvat asiat. Hallituksen jäsenen ei tule jättäytyä pois asian käsittelystä ilman perusteltua syytä. Hallituksen toimenpiteiden tulee kaikissa olosuhteissa täyttää osakeyhtiölain huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden

asettamat vaatimukset. Ostotarjoustilanteessa voi lisäksi olla kohdeyhtiön osakkeenomistajien edun mukaista, että tämä on myös selkeästi todettavissa.

Jos joillain kohdeyhtiön hallituksen jäsenillä on suosituksessa tarkoitettuja sidonnaisuuksia, kohdeyhtiön hallitus voi tarvittaessa nimetä keskuudestaan ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole tällaisia sidonnaisuuksia, valmistelemaan tarjoukseen liittyviä hallituksen toimenpiteitä, jolloin sidonnaisuuksia omaavat hallituksen jäsenet eivät osallistu tarjouksen arviointiin. Sidonnaisuuksista vapaiden jäsenten avuksi voidaan ottaa ulkopuolisia neuvonantajia esimerkiksi tarjousvastikkeen edullisuuden arvioimiseksi. Nimetyt hallituksen jäsenet voivat yhdessä neuvotella tarjouksen tekijän kanssa arvopapereiden haltijoiden kannalta parhaan mahdollisen tarjouksen aikaansaamiseksi. Mikäli kaikilla hallituksen jäsenillä on tarjoustilanteessa yllä kuvattuja sidonnaisuuksia, hallitus voi harkita hallituksen ulkopuolisen, sidonnaisuuksista vapaan tahon nimittämistä valmistelemaan tarjoukseen liittyviä toimenpiteitä. Tällaisen ulkopuolisen tahon nimittäminen ei kuitenkaan kavenna hallituksen vastuuta ja velvoitteita.

Ostotarjoustilanteissa hallitus voi lisäksi harkita, osallistuvatko tarjouksesta johtuvaan hallituksen varsinaiseen päätöksentekoon vain sellaiset sidonnaisuuksista vapaat hallituksen jäsenet, jotka ovat osallistuneet tarjouksen valmisteluun edellä kuvatulla tavalla. Jos hallitus ei tällöin olisi osakeyhtiölain tarkoittamalla tavalla päätösvaltainen, voidaan harkita menettelyä, jossa sidonnaisuuksista vapaat hallituksen jäsenet valmistelevat hallituksen toimenpiteitä ja muut kuin osakeyhtiölain perusteella esteelliset hallituksen jäsenet kuitenkin osallistuisivat hallituksen varsinaiseen päätöksentekoon, jotta hallitus olisi päätösvaltainen.

(c) Esimerkitilanteita

Seuraavassa on esitetty esimerkkejä eri tilanteista, joissa hallituksen jäsenten sidonnaisuus tarjouksen tekijään tai tarjoukseen voi tulla arvioitavaksi:

Osakeomistus. Hallituksen jäsenet, heidän työnantajatahonsa tai muut taustayhteisönsä voivat omistaa kohdeyhtiön osakkeita tai muita kohdeyhtiön osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita. Osakkeiden tai muiden kohdeyhtiön arvopapereiden omistus ei sinänsä estä hallituksen jäsentä käsittelemästä tarjousta sivuvaikutteista vapaana. Joissain tapauksissa optio- tai muihin kannustinohjelmiin sisältyy julkisen ostotarjouksen toteutumiseen liittyviä ehtoja esimerkiksi merkintäoikeuksien käyttämisestä tai erityisistä palkkioista. Tällaiset järjestelyt voidaan pääsääntöisesti rinnastaa osakeomistukseen, eivätkä ne siten itsessään vaikuta hallituksen asemaan. On kuitenkin tärkeää, että tällaiset järjestelyt ovat osakkeenomistajien tiedossa.

Sidonnaisuudet tarjouksen tekijään. Kohdeyhtiön hallituksen jäsenellä voi olla erityinen sidos tarjouksen tekijään esimerkiksi työntekijänä, [tarjouksen tekijän tai tämän kanssa samaan määräysvaltapäätöksiin kuuluvan yhteisön](#) hallituksen jäsenenä, [muuna tarjouksen tekijän lähipiiriin kuuluvana henkilönä \(kuten pääomasijoittajan neuvonantajana tai sijoituskomitean jäsenenä\)](#) tai merkittävänä osakkeenomistajana. Tällainen sidonnaisuus ~~voi luoda~~ ~~luo yleensä~~ olettaman siitä, että kyseinen hallituksen jäsen ei ole sivuvaikutteista vapaa osallistumaan tarjouksen käsittelyyn kohdeyhtiössä. ~~Esimerkiksi työntekijäasema voi luoda riippuvuussuhteen tarjouksen tekijään.~~ Intressiristiriidan välttämiseksi hallituksen jäsenen ei milloinkaan tulisi osallistua tarjousta koskevaan päätöksentekoon sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksessa. Koska julkisen ostotarjouksen tavoitteena on määräysvallan siirtyminen tarjouksen tekijälle, tarjouksen tekijään sidonnaisen henkilön ei tulisi osallistua tarjouksen käsittelyyn ainakaan kohdeyhtiön hallituksessa. Tällainen henkilö on joka tapauksessa asemassaan kohdeyhtiön hallituksen jäsenenä edelleen sidottu osakeyhtiölain mukaiseen lojaliteettivelvollisuuteen eikä saa esimerkiksi ilmaista tarjouksen tekijälle kohdeyhtiön luottamuksellista tietoa.

Tarjouksen toteutumiseen liittyvät palkkiot. Mikäli hallituksen jäsen voi saada tarjouksen toteutumiseen liittyvän palkkion tai muun vastaavan etuuden, on tämä julkistettava. Lisäksi tulee harkittavaksi, onko kyseinen hallituksen jäsen esteellinen käsittelemään ostotarjousta tai voidaanko palkkiota muuten pitää tekijänä, jonka perusteella hallituksen jäsentä ei voitaisi pitää sivuvaikutteista vapaana käsittelemään tarjousta.

Tarjouksen hyväksyminen. Tarjouksen tekijä pyrkii usein saamaan keskeisiltä osakkeenomistajilta etukäteen tarjouksen hyväksymistä koskevat sitoumukset. Jos hallituksen jäsen tai tämän työnantajataho tai muu taustayhteisö, joka omistaa kohdearvopapereita, antaa on antanut tällaisen sitoumuksen, tämä vaikuttaa lähtökohtaisesti hallituksen jäsenen on arvioitava, vaikuttaako sitoumus hallituksen jäsenen edellytyksiin ottaa kantaa tarjoukseen sivuvaikutteista vapaana. Sitoumuksen kattamalla osake- ja äänimäärällä ei tällöin ole merkitystä arvion kannalta. Hallituksen jäsenen edellytykset ottaa kantaa tarjoukseen sivuvaikutteista vapaana ottaa kantaa tarjoukseen esimerkiksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa tai muiden vastaavien olosuhteiden muutosten jälkeen voivat vaarantua, jos sitoumuksen antaneen tahon intressit poikkeavat kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien intresseistä esimerkiksi sitoumuksen ehdottomuuden, sitoumuksen sisältävän myötävaikutusehdon tai sitoumuksen raukeamiseen tai irtisanomiseen liittyvän kynnyksarvon johdosta. Sitoumuksen antaneen tahon intressit eivät välttämättä poikkea kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien intresseistä tilanteessa, jossa hallituksen jäsenen työnantajataho tai muu taustayhteisö on antanut sitoumuksensa ehdollisena sille, että kohdeyhtiön hallitus suosittelee tarjouksen hyväksymistä eikä tietoa mahdollisista kilpailevista tarjouksista ole.

Tarjouksesta aiheutuva haitta. Hallituksen jäsenellä voi olla olennainen sidonnaisuus sellaiseen tahoon, jolle tarjouksen toteutuminen aiheuttaa erityistä haittaa (esim. tarjouksen tekijän kilpailija). Tällainen sidonnaisuus voi vaikuttaa hallituksen jäsenen mahdollisuuksiin toimia sivuvaikutteista vapaana. Hallituksen jäsen voi myös olla sellaisessa toimessa, johon tarjouksen toteutuminen vaikuttaisi. Esimerkiksi kohdeyhtiön toimitusjohtaja voi olla siten riippuvainen kohdeyhtiöstä, ettei hän voi sivuvaikutteista vapaana osallistua tarjouksen käsittelyyn kohdeyhtiön hallituksessa. Pelkäämään se seikka, että hallituksen jäsenet todennäköisesti menettävät hallituspaikkansa tarjouksen toteuduttua, ei lähtökohtaisesti vaikuta hallituksen jäsenten asemaan tarjousta käsiteltäessä.

Hallituksen jäsenen mahdollinen sidonnaisuus tarjouksen tekijään tai tarjoukseen ja toimenpiteet sen johdosta tulee aina arvioida tapauskohtaisesti.

SUOSITUS 5 - KOHDEYHTIÖN HALLITUKSEN LAUSUNTO TARJOUKSESTA

Johdanto

Kohdeyhtiön hallituksen on arvopaperimarkkinalain nojalla laadittava ja julkistettava lausunto julkisesta ostotarjouksesta (AML 11:13). Hallituksen lausunnolla on usein suuri merkitys tarjouksen toteutumisen kannalta. Kohdeyhtiön osakkeenomistajille on tärkeää tietää hallituksen käsitys tarjouksen edullisuudesta. Hallitus on usein myös parhaassa asemassa lausumaan tarjouksesta suhteessa yhtiön liiketoimintaan.

Lausunnossa on arvopaperimarkkinalain mukaan esitettävä perusteltu arvio ostotarjouksesta kohdeyhtiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta sekä arvio tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Lausunnossa on myös oltava tietoa siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menetelytavoista annettua arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut.

Suositus 5

Kohdeyhtiön hallituksen on laadittava arvopaperimarkkinalain edellyttämä perusteltu arvio julkisesta ostotarjouksesta ja tarjouksen tekijän suunnitelmista huolellisen valmistelun perusteella. Hallituksen on lausunnossaan suositeltava joko tarjouksen hyväksymistä tai sen hylkäämistä.

Mikäli hallituksen kanta lausunnosta ei ole yksimielinen, tämä tulee mainita lausunnossa.

Perustelut

Suosituksen perustelut

(a) Lausunnon valmistelu

Lausunnon antaminen tarjouksesta kuuluu hallituksen tehtäviin ja lausunnon valmistelussa lähtökohtana voidaan pitää osakeyhtiölain periaatteiden mukaista huolellista toimintaa. Toimiakseen huolellisesti hallituksen tulee riittävässä määrin selvittää tarjousta ja sen vaikutusta kohdeyhtiön sekä yhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta. Osakkeenomistajien tiedonsaantia tukee se, että hallitus perustelee lausuntoaan mahdollisimman kattavasti. Näin ollen hallituksen tulisi pyrkiä ottamaan kantaa tarjouksen edullisuuteen suhteessa yhtiön nykyarvoon mutta myös suhteessa muihin tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoille tarjolla oleviin vaihtoehtoihin. Tältä osin ~~voi olla olennaista, että hallitus lausunnossaan arvioi tarjousta myös suhteessa mahdollisiin vaihtoehtoihin järjestelyihin~~ hallituksen tulee yleensä lausunnossaan kuvata yleisellä tasolla sitä, missä määrin hallitus on kartoittanut yhtiön vaihtoehtoja sekä arvioida tarjousta suhteessa muihin vaihtoehtoihin. Tällaisia vaihtoehtoja voivat olla mahdolliset kilpailevat tarjoukset, muut strategisesti järjestelyt tai yhtiön liiketoiminnan jatkaminen oman strategian mukaisesti itsenäisenä yhtiönä, mahdolliset kilpailevat tarjoukset tai muut strategisesti järjestelyt. Kohdeyhtiön hallituksen on lausunnossaan esitettävä perustelut mahdollisten yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittavien olennaisten sitoumusten antamiselle. Katso suositus 2 Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta ja suositus 3 Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa.

Velvollisuus laatia ja julkistaa lausunto seuraa arvopaperimarkkina- eikä velvollisuudesta näin ollen voi poiketa noudata tai selittää -periaatteen nojalla. Arvopaperimarkkinain mukaan kohdeyhtiön hallituksen on esitettävä perusteltu arvionsa tarjouksesta sekä kohdeyhtiön että tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta. Hallituksen lausunto ei kuitenkaan ole luonteeltaan osakkeenomistajien sijoitusneuvontaa, eikä hallituksen voida edellyttää erityisesti arvioivan yleistä kurssikehitystä tai sijoittamiseen yleensä liittyviä riskejä. Tarjouksen hyväksyminen tai hylkääminen on aina osakkeenomistajien itsensä päätettävä asia, jossa tulee lähtökohtaisesti tukeutua tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämiin tietoihin.

Mikäli tarjottava vastike muodostuu arvopapereista, hallituksen tulee pyrkiä muodostamaan perusteltu arvio vastikkeena tarjottavien arvopapereiden arvosta voidakseen arvioida tarjousta. Katso suositus 7 Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus.

Ostotarjoustilanteessa sekä sulautumisessa kohdeyhtiön hallituksen huolellisuusvelvollisuus ja velvollisuus toimia yhtiön, viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien etujen mukaisesti kohdistuu osakeyhtiölain esitöiden mukaan yhtiön sijasta välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon (HE 109/2005, s. 41). Arvopaperimarkkinain mukaan hallituksen tulee lausua myös tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Kun arviointi perustuu tarjouksen tekijän esittämiin lausumiin, hallituksen voi olla vaikeaa ottaa yksityiskohtaisesti kantaa niiden seuraamuksiin. Laissa tai sen esitöissä ei kuitenkaan aseteta hallitukselle tässä suhteessa velvollisuutta selvittää tarjouksen tekijän suunnitelmia laajemmin kuin mitä tarjousasiakirjassa on kuvattu. Hallituksen tulee kuitenkin pyrkiä arvioimaan tarjouksen tekijän julkistamia suunnitelmia etenkin suhteessa yhtiön omaan strategiaan. Samalla, kun hallitus lausuu arvopaperimarkkinain edellyttämällä tavalla tarjouksen tekijän strategisten suunnitelmien todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä, se voi osakkeenomistajien päätöksentekoa tukeakseen tuoda esiin esimerkiksi, miten vastuullisuusnäkökulmat ovat vaikuttaneet hallituksen arvioon tarjouksesta. Vastuullisuusnäkökulmilla voi olla merkitystä esimerkiksi vaihtotarjoustilanteessa. Arvio tarjouksen edullisuudesta tehdään kuitenkin aina osakkeenomistajien edun kannalta.

Kohdeyhtiön on lausunnon valmistelussa huomioitava tarjouksen tekijän tarjoukselle asettamat toteuttamisedellytykset sekä se mahdollisuus, että tarjouksen tekijä luopuu jostain tarjouksen toteuttamiselle asettamastaan edellytyksestä. Erityisesti kohdeyhtiön hallituksen on kiinnitettävä huomiota siihen, millaiseksi kohdeyhtiön ja sen osakkeenomistajien asema muodostuu, mikäli tarjouksen tekijä toteuttaa tarjouksensa alle 90 prosentin omistus- ja ääniosuudella eikä siten saa

[lunastettua koko yhtiön osakekantaa. Mikäli tarjouksen tekijä muuttaa tarjouksensa ehtoja, hallituksella on lain mukaan velvollisuus täydentää lausuntoaan mahdollisimman pian sen jälkeen, kun muutetut ehdot on toimitettu hallitukselle. Vastaavasti hallituksen on täydennettävä lausuntoaan mahdollisimman pian, mikäli kohdeyhtiöstä julkistetaan kilpaileva tarjous. Kohdeyhtiön tulee säilyttää toimintavapautensa päivittää lausuntoaan myös muun olosuhteiden muutoksen johdosta, mikäli kohdeyhtiön huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus sitä edellyttää.](#)

Kun hallituksen lausuntoa koskevat määräykset otettiin arvopaperimarkkinalakiin, lain esitöissä (HE 6/2006, s. 40) katsottiin, että ei riitä, että hallitus neutraalisti kuvaa tarjousta, vaan sen on otettava kantaa tarjoukseen. Tämä ei kuitenkaan voi tarkoittaa, että hallituksen tulee lain nojalla aina joko suositella tarjouksen hyväksymistä tai sen hylkäämistä, vaikka ostotarjouskoodin suositus on, että hallitus antaa tästä selkeän suosituksen. Tarjouksen edullisuuden arviointi ei kaikissa tapauksissa ole yksiselitteistä. On mahdollista, että tarjouksen ehdot tai tarjottu vastike ovat sellaisia, ettei hallitus pysty suosittelemaan tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä. Esimerkiksi osittaisten tarjousten edullisuutta voi olla vaikea arvioida. Tarjottu vastike voi myös olla luonteeltaan sellainen, että sen arvon määrittäminen ei ole yksiselitteistä. Tällaisessa tilanteessa hallituksella voi olla perusteltu syy poiketa suosituksesta. Jos hallitus ei pysty suosittelemaan tarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä, hallituksen tulee [perustella poikkeaminen ostotarjouskoodin yksittäisestä suosituksesta ja](#) selostaa lausunnossaan perustelut kannalleen.

Koska arvopaperimarkkinalaki velvoittaa nimenomaisesti hallituksen antamaan lausunnon ostotarjouksesta, on hallituksen jäsenillä lain esitöiden mukaan arvopaperimarkkinalain mukainen korvausvastuu kyseisen säännöksen rikkomisesta. Toisaalta esitöiden mukaan arvopaperimarkkinalaki ei sulje pois muuta vahingonkorvausvastuuta, kuten osakeyhtiölakiin perustuvaa vastuuta. Vastuu voi kuitenkin tulla kyseeseen vain, jos vahinko on aiheutettu tahallisuudella tai huolimattomuudesta. [Katso](#) (HE 32/2012, s. 160-173.)

Arvioitaessa hallituksen toiminnan huolellisuutta on luonnollista käyttää osakeyhtiölain huolellisuusperiaatteen mukaisia lähtökohtia. Osakeyhtiölain huolellisuusperiaatteen noudattamisen arvioinnissa käytetään vakiintuneesti ns. business judgment -sääntöä, jonka mukaisesti huolellisuusvelvoitteen katsottaisiin täyttyneen, jos hallitus on toimen valmistelemiseksi hankkinut riittävät taustatiedot, näiden pohjalta rationaalisesti arvioinut eri toimintavaihtoehtoja ja niiden seurauksia sekä huolellisen harkinnan pohjalta ilman eturistiriitoja tehnyt toimen siinä uskossa, että toimi on yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukainen. Hallituksen onkin hyvä kiinnittää erityisesti huomiota siihen, että huolellisen toiminnan vaatimukset täyttyvät lausunnon valmistelussa, ja että valmistelu myös dokumentoidaan, jotta huolellinen toiminta on jälkikäteen todennettavissa.

Mikäli hallituksen kanta lausunnosta ei ole yksimielinen, tämä tulee mainita lausunnossa. Tämä voi olla olennainen tieto kohdeyhtiön osakkeenomistajille tarjouksen arvioimisen kannalta. Hallitus voi myös tapauskohtaisesti arvioida, onko lausunnosta eri mieltä olevien hallituksen jäsenten eriävä mielipide perusteluineen syytä julkistaa. Hallituksen tulee lausunnon yhteydessä myös julkistaa tieto siitä, onko hallitus kokonaisuudessaan osallistunut lausunnon antamiseen vai onko osa hallituksen jäsenistä esteellisyysyistä tai muiden sidonnaisuuksien johdosta ollut osallistumatta asian käsittelyyn, [sekä mahdollisuuksien mukaan avata esteellisyiden tai muun sidonnaisuuden peruste.](#) [Katso tarkemmin suositus 4 Esteellisyyskysymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen.](#)

Lausunnossa on myös oltava tieto siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista annettua arvopaperimarkkinalain 11:28:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole. Koska tämän ostotarjouskoodin sisältämien kohdeyhtiön ja sen hallituksen toimintaa koskevien suositusten tavoitteena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien oikeusturvan toteutumista, tulisi kohdeyhtiön lähtökohtaisesti sitoutua noudattamaan ostotarjouskoodia. [Mikäli kohdeyhtiö poikkeaa yksittäisistä suosituksista, sen tulisi lausunnossaan esittää perustelut tällaisille poikkeamisille. Katso myös Suositus 3 Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa.](#)

(b) Asiantuntijan lausunto

Kohdeyhtiön hallitus voi käyttää neuvonantajia arvioidessaan julkista ostotarjousta tai valmistellessaan tarjouksesta annettavaa lausuntoaan. Lainsäädäntö tai tämä suositus eivät edellytä hallitukselta asiantuntijan käyttöä lausunnon antamisessa, mutta se voi tukea hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden täyttämistä. Ulkopuolisen neuvonantajan käyttöä olisi harkittava erityisesti, jos hallituksen jäsenet tai muut kohdeyhtiön johtoon kuuluvat henkilöt [tai näiden taustayhteisöt](#) osallistuvat tarjouksen tekemiseen tai ovat sitoutuneet hyväksymään sen osaltaan. [Katsota myös suositus 4 Esteellisyyskysymykset ja muut hallituksen jäsenten sidokset tarjoukseen](#).

Ulkopuolisia neuvonantajia voidaan käyttää esimerkiksi tarjousvastikkeen edullisuuden arvioimiseksi (ns. fairness opinion). Tällaisessa tilanteessa taloudellinen neuvonantaja pyrkii analysoimaan yhtiön arvoa liiketaloudellisin perustein ja antaa kohdeyhtiön hallitukselle lausunnon tarjotun vastikkeen riittävydestä tai kohtuullisuudesta kohdeyhtiön osakkeenomistajien kannalta. On huomattava, että lausunnon tarkoitus on ainoastaan tukea hallituksen omaa arviointia tarjouksen edullisuudesta, eikä hallituksen siten tule perustaa lausuntoaan ainoastaan fairness opinion -lausuntoon. [Jos fairness opinion -lausunto on pyydetty, se on yleensä perusteltua julkistaa. Fairness opinion -lausunnosta tulisi käydä ilmi lausunnonantajan mahdolliset tarjoukseen liittyvät intressit ja eturistiriidat, tai se, ettei näitä ole.](#)

(c) Henkilöstön edustajien mahdollisesti antama lausunto

Kohdeyhtiön henkilöstön edustajilla on mahdollisuus antaa erillinen lausunto tarjouksen vaikutuksista työllisyyteen yhtiössä. Jos kohdeyhtiö saa henkilöstön edustajilta lausunnon ennen hallituksen antaman lausunnon julkistamista, henkilöstön edustajien lausunto on liitettävä hallituksen lausuntoon (AML 11:13:5).

Vaikka lainsäädännössä ei ole asetettu hallitukselle velvollisuutta pyytää henkilöstöltä lausuntoa tai tiedottaa henkilöstölle mahdollisuudesta antaa lausunto, on suotavaa, että hallitus sopivaksi katsomallaan tavalla tiedottaa tästä mahdollisuudesta sen jälkeen, kun tieto tarjouksesta on julkistettu. Tämä voidaan tehdä esimerkiksi, kun tarjous annetaan arvopaperimarkkinalain 11:10.2:n edellyttämällä tavalla tiedoksi henkilöstölle.

(d) Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laatimiseen

Tarjouksen tekijän tulee esittää tarjousasiakirjassa kohdeyhtiötä koskevat strategiset suunnitelmansa sekä arvionsa niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Tarjousasiakirjassa tulee tämän lisäksi antaa tiettyjä tietoja kohdeyhtiöstä. Kohdeyhtiön hallitukselle ei kuitenkaan ole asetettu velvollisuutta myötävaikuttaa tarjousasiakirjan laatimiseen esimerkiksi antamalla tarjouksen tekijälle tarjousasiakirjaan vaadittavia tietoja. Arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan kohdeyhtiöllä ei ole myötävaikuttamisvelvollisuutta ostotarjouksen edistämiseen (HE 32/2012, s. 140). Tarjousasiakirjan tiedot kohdeyhtiöstä saattavat siten perustua puhtaasti julkisesti saatavilla oleviin tietoihin. Tarjouksen tekijä ei vastaa sellaisista kohdeyhtiötä koskevista tiedoista, jotka kohdeyhtiö on julkistanut. Tarjouksen tekijä vastaa kuitenkin siitä, että kohdeyhtiön julkistamat tiedot toistetaan oikein tarjousasiakirjassa. Tarjouksen tekijän tulee tarjousasiakirjassa ilmoittaa, mihin lähteisiin tarjousasiakirjassa esitetyt, kohdeyhtiötä koskevat tiedot perustuvat.

Yllä esitetty ei kuitenkaan rajoita kohdeyhtiön hallituksen toimintamahdollisuuksia. Hallitus voi päättää antaa tarjouksen tekijälle tarjousasiakirjan laatimiseksi tarvittavia tietoja, mikäli tämä on yhtiön osakkeenomistajien edun mukaista. Hallitus voi myös julkistaa oman käsityksensä tarjousasiakirjasta ja siinä annetuista tiedoista esimerkiksi hallituksen tarjousta koskevan lausunnon yhteydessä. Mikäli hallitus katsoo, ettei jo julkistettu tarjousasiakirja anna arvopapereiden haltijoille riittäviä ja oikeita tietoja, hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden täyttäminen voi jopa edellyttää, että hallitus julkistaa asiaa koskevan käsityksensä tarjousta koskevan lausuntonsa yhteydessä. Julkistamista saattavat edellyttää myös arvopaperimarkkinalain [tai markkinoiden väärinkäyttöasetuksen](#) mukainen tiedonantovelvollisuus tai arvopaperipörssin säännöt.

[Katsota tarjousasiakirjaa, sen sisältöä ja julkistamista koskevista kysymyksistä tarkemmin arvopaperimarkkinalain säännökset \(AML 11:11\), valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella](#)

hyväksytyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012) sekä Fivan MOK ostotarjouksista.

3III. DUE DILIGENCE -TARKASTUS

SUOSITUS 6 – DUE DILIGENCE –TARKASTUS KOHDEYHTIÖSSÄ

Johdanto

Julkisen ostotarjouksen valmistelun yhteydessä tarjouksen tekijä pyytää usein mahdollisuutta suorittaa niin sanottu due diligence -tarkastus (yritystarkastus) kohdeyhtiössä saadakseen lisää tietoja yhtiöstä. Due diligence -tarkastus voi käsittää muun muassa oikeudellisen, taloudellisen, kaupallisen, teknisen tai ympäristöasioita koskevan tarkastuksen. Due diligence -tarkastuksesta ja sen salimiseista ei ole laintasoista sääntelyä, vaan kysymystä on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa.

~~Due-diligence -tarkastuksessa saatetaan joissakin tapauksissa luovuttaa tarjouksen tekijälle myös kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa. Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden [7/2013] (Liik-keeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus) 5.5 (39) ja (40) mukaan arvopaperimarkkinalakiin sisältyvä sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei yleensä estä sisäpiirintiedon ilmaisemista neuvottelutilanteissa (esim. yritysjärjestely) neuvottelun vastapuolelle ja tämän neuvonantajalle.~~

~~Sisäpiirintiedon käyttäminen arvopapereiden hankinnassa, neuvomistarkoituksessa tai muuten on arvopaperimarkkinalaissa kielletty ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö on myös rikoslainsa (39/1889, "RL") kriminalisoitu (AML 14:2, RL 51:1 ja 51:2). Jos tarjouksen tekijä saa due diligence -tarkastuk-sen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei saa tehdä kohdeyhtiön arvopapereita koskevaa julkista ostotarjousta ennen kuin due diligence -tarkastuksessa saatu sisäpiirintieto on julkistettu (eikä siten enää muodosta sisäpiirintietoa).~~

Tarjousta koskevassa lausunnossaan kohdeyhtiön hallituksen tulee esittää perusteltu arvio tarjouk-sesta (AML 11:13). Mikäli tarjottava vastike muodostuu arvopapereista, hallituksen tulee pyrkiä muodostamaan perusteltu arvio vastikkeena tarjottavien arvopapereiden arvosta voidakseen arvi-oida tarjousta. Tarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa jul-kisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8).

SUOSITUS 6 - DUE DILIGENCE -TARKASTUS KOHDEYHTIÖSSÄ

Suositus 6

Mikäli kohdeyhtiön hallitus on saanut vakavasti otettavan ostotarjousehdotuksen, jota hallitus pitää osakkeenomistajien edun mukaisena, kohdeyhtiön hallituksen tulee pyynnöstä sallia tarjouksen tekijälle kohdeyhtiötä koskeva due diligence -tarkastus tarkoituksenmukaisessa laajuudessa.

Perustelut

Suosituksen perustelut

(a) Due diligence -tarkastuksen salliminen

Yhtiötä koskevien tietojen antaminen yhtiön ulkopuoliselle toimijalle edellyttää lähtökohtaisesti erityistä syytä. Due diligence -tarkastus voidaan yleensä sallia tilanteessa, jossa [ostotarjousehdotus on vakavasti otettava ja](#) tarkastuksen katsotaan olevan osakkeenomistajien etujen mukaista. [Arvioidessa ehdotuksen vakavasti otettavuutta on otettava huomioon suosituksen 2 perusteluissa esitetyt seikat.](#)

Ostotarjoustilanteessa hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Jos due diligence -tarkastuksen suorittaminen on osakkeenomistajille tehtävän julkisen ostotarjouksen edellytyksenä ja kyseessä on osakkeenomistajien kannalta kokonaisuutena arvioiden edullinen tarjous, tarkastuksen salliminen on yleensä osakkeenomistajien edun mukaista. Tarkastuksen laajuus ja aikataulu tulee kuitenkin harkita aina erikseen ottaen huomioon kuhunkin yksittäistapaukseen liittyvät olosuhteet, mahdolliset kilpailuoikeudelliset näkökohdat ja se mahdollisuus, että tarjous ei koskaan toteudu.

Kohdeyhtiön hallituksen ei lähtökohtaisesti tulisi sallia due diligence -tarkastusta, mikäli ehdotettua tarjousta ei voida hallituksen käsityksen mukaan pitää vakavasti otettavana tai osakkeenomistajien edun mukaisena. Jos hallitus sallii tarkastuksen, sen on huolehdittava salassapito- ja sisäpiirikysymysten asianmukaisesta järjestämisestä.

(b) Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuskysymykset

Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen sallimisen tarkoituksena on luoda edellytykset kaikille osakkeenomistajille tehtävän tarjouksen toteutumiseksi riippumatta siitä, omistaako tarjouksen tekijä ennestään kohdeyhtiön osakkeita vai ei. Jos tarjous on osakkeenomistajien kannalta edullinen, tietojen antamisesta ei yleensä voida katsoa aiheutuvan osakeyhtiölaissa tarkoitettua epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle muiden osakkeenomistajien (tai yhtiön) kustannuksella, vaikka tarjouksen tekijä olisi ennestään yhtiön osakkeenomistaja. Osakeyhtiölain yhdenvertaisuussäännökset eivät siten lähtökohtaisesti rajoita kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta sallia due diligence -tarkastus tai velvoita hallitusta antamaan due diligence -tarkastuksessa annettavia tietoja yhtiön muille osakkeenomistajille.

(c) Salassapitonäkökohdat

Jos hallitus päättää sallia due diligence -tarkastuksen, tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön tulisi allekirjoittaa salassapitosopimus ennen tarkastuksen aloittamista, jollei tällaista sopimusta ole allekirjoitettu jo prosessin aikaisemmassa vaiheessa. Salassapitosopimuksessa on hyvä muun muassa rajoittaa tarjouksen tekijän (ja tämän neuvonantajien ja muiden mahdollisten toimijoiden, jotka saavat due diligence -tarkastuksessa annettavaa tietoa) oikeutta käyttää tarkastuksessa annettavaa tietoa muuhun tarkoitukseen kuin itse tarjouksen arviointiin samoin kuin oikeutta ilmaista tällaista tietoa kolmansille osapuolille. Salassapitosopimuksessa on myös hyvä varautua siihen tilanteeseen, ettei mahdollinen tarjous koskaan toteudu.

(d) Annettavan tiedon luonne ja laajuus

~~Sisäpiirintietoa~~ Sisäpiiritietoa koskevia rajoituksia ja osakeyhtiölain yleisperiaatteita lukuun ottamatta osakeyhtiölaki ja arvopaperimarkkinalaki eivät aseta rajoituksia annettavan tiedon laadulle ja määrälle. Hallituksen tulee kuitenkin pyrkiä suojaamaan yhtiön etuja sekä suojata yhtiön liikese-laisuuksia asianmukaisesti päättäessään tietyille tarjouksen tekijälle annettavasta tiedosta. Jos tarjouksen tekijä ja yhtiö ovat kilpailijoita, myös kilpailulainsäädäntö voi asettaa annettavalle tiedolle rajoituksia.

Tarkastuksen laajuus tulee arvioida kussakin yksittäisessä tilanteessa erikseen. Arviointiin voi vaikuttaa myös tarjouksen tekijän henkilö, eli onko kyseessä kohdeyhtiön kilpailija tai muu strateginen ostaja vai esimerkiksi pääomasijoittaja. Tietoja voidaan antaa myös eri vaiheissa ja eri tavoilla. Kaupallisesti ja kilpailuoikeudellisesti sensitiivisen tiedon jakamisessa voidaan käyttää niin sanot-tuja clean-team järjestelyjä, joissa sensitiivistä tietoa luovutetaan vain neuvonantajien välillä tai hy-
vin rajoitetulle joukolle vastapuolen edustajia, jotka puolestaan sitoutuvat olemaan luovuttamatta yksityiskohtaista tietoa eteenpäin päämiehelleen tai oman organisaationsa sisällä. Clean-team jär-jestely on vakiintunut menettelytapa, mutta tiedon jakamiseen ja raportointiin liittyvät periaatteet tulee aina räätälöidä tapauskohtaisesti kunkin tarjouksen tekijän henkilön ja kilpailija-asetelman perusteella, eikä kaikkea tarjouksen tekijän pyytämää tietoa ole välttämätöntä luovuttaa tarjouksen tekijälle.

~~Usein voi olla~~ On tyypillistä ja usein kohdeyhtiön edun mukaista, että due diligence -tarkastus suori-tetaan kokonaisuudessaan ennen tarjouksen julkistamista. Tarjouksen tekijän mahdollinen vetäy-tyminen jo julkistetusta tarjouksesta due diligence -tarkastuksen suorittamisen jälkeen voi johtaa spekulatioon ja häiriöihin markkinoilla. Jos tarjouksen tekijä ei ole yhteydessä kohdeyhtiön halli-tukseen ja pyydä lupaa due diligence -tarkastuksen suorittamiseen ennen tarjouksen julkistamista, vaan esimerkiksi asettaa tarkastuksen suorittamisen tarjouksen toteuttamisen ehdoksi, hallitus voi joutua ottamaan kantaa due diligence -tarkastusta koskevaan pyyntöön myös tarjouksen julkista-misen jälkeen. Tällöinkin ostotarjouksen toteuttamisehtoon vetoaminen edellyttää, että ehdon to-teutumatta jäämisellä on olennainen merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta. Katso suositus 13 Tarjouksen toteuttamisehtoon vetoaminen sekä Fivan MOK 5.3.3 (45).

Due diligence -tarkastuksen sallimista kilpailevien tarjousten tilanteessa on tarkasteltu erikseen suosituksessa 8 ”Kohdeyhtiön toiminta kilpailevan tarjouksen tilanteessa”.

Due diligence -prosessi on aina hyvä dokumentoida asianmukaisesti niin, että kohdeyhtiölle jäisi jälkikäteen todennettavissa oleva tieto siitä, mitä tietoa due diligence -tarkastuksessa on annettu, kenelle tämä tieto on annettu ja milloin. Katso due diligence -tarkastuksessa mahdollisesti luovu-tettavan sisäpiiritiedon osalta Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.

(e) ~~Sisäpiirikysymykset~~

~~Kohdeyhtiön tulee huolehtia sisäpiiritiedon~~ asianmukaisesta hallinnasta due diligence -prosessin aikana erityisesti, jos due diligence -tarkastus suoritetaan ajankohtana, jolloin kohdeyhtiössä on vireillä ostotarjousprosessin lisäksi joku muu sisäpiirihanke tai muuten yhtiöön liittyvää ~~sisäpiirin-tietoa~~. Tässä yhteydessä on syytä huomata, että kaikki kohdeyhtiöllä oleva julkistamaton tieto ei välttämättä muodosta ~~sisäpiirintietoa~~.

~~Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen suorittaminen muodostaa yleensä osan tarjouk-sen tekijän ja kohdeyhtiön välisiä neuvotteluja. Jos due diligence -tarkastus on osakkeenomistajille tehtävän edullisen tarjouksen edellytyksenä, tarkastuksen salliminen on lähtökohtaisesti myös osakkeenomistajien edun mukaista. Sisäpiiritiedon ilmaisukiellon ei siten yleensä katsota estävän kohdeyhtiötä antamasta tarjouksen tekijälle sisäpiirintietoa due diligence -tarkastuksen yhtey-
dessä. Kohdeyhtiön tulee kuitenkin ilmoittaa tarjouksen tekijälle tiedon sisäpiiriluonteesta ja tähän liittyvistä oikeudellisista velvollisuuksista sekä huolehtia salassapitonäkökohdista sekä asianmu-kaisista sisäpiirirekisterijärjestelyistä varmistaakseen tiedon säilymisen luottamuksellisena. [Katso sisäpiirikysymyksistä ja rekistereistä tarkemmin suositus 2 ”Hallituksen toimintavelvollisuus yhtey-denoten johdosta”, — kohta — (d) — ”Sisäpiirinäkökohdat”, — AML — 12-14 — luku, — Fivan — MOK~~

Tiedonantovelvollisuudesta 5-4-4, Finanssivalvonnan standardi 5-3 (Sisäpiiri-ilmoitukset ja rekisterit) sekä Pörsissäsisäpiiriöhye

~~Jos tarjouksen tekijä saa due diligence-tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei lähtökohtaisesti voi tehdä tarjousta tai muuten käydä kauppaa kohdeyhtiön arvopapereilla ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu. Mikäli kohdeyhtiössä on sellaista sisäpiirintietoa, jota ei voida julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa (esim. käynnissä olevat yrityskauppaneuvottelut, joiden julkistaminen vaarantaisi kaupan toteutumisen), tilanteeseen liittyvät sisäpiirikysymykset ja mahdollisuus antaa tällaista tietoa tarjouksen tekijälle tulisi harkita kussakin tilanteessa erikseen. Usein tarjouksen tekijä ei halua saada tällaista tietoa, koska se estää tarjouksen tekemisen. Kohdeyhtiön ei myöskään tulisi pyrkiä tietoisesti estämään ostotarjouksen tekemistä luovuttamalla tarjouksen tekijälle sisäpiirintietoa. Tilanteeseen sovellettavat periaatteet on hyvä sopia jo ennen kuin tarjouksen tekijä aloittaa due diligence-tarkastuksen ja saa mahdollista kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa.~~

~~Mikäli tarjouksen tekijä on saanut due diligence-tarkastuksessa sellaista sisäpiirintietoa, joka voidaan julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa, kyseinen sisäpiirintieto tulee julkistaa viimeistään tarjouksen yhteydessä, jollei sitä ole julkistettava kohdeyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla jo aikaisemmin. Kyseinen (sisäpiiriin)tieto tulee myös sisällyttää tarjouksen tekijän laatimaan tarjousasiakirjaan.~~

(e) (f) Tiedonantovelvollisuus

Päätöstä due diligence -tarkastuksen sallimisesta ei yleensä itsessään tarvitse julkistaa. Due diligence -tarkastus voidaan katsoa osaksi mahdollisen julkisen ostotarjouksen tai muun transaktion valmistelua, jolloin tarkastuksen sallimista ~~koskeva päätös ei pääsääntöisesti kuulu kohdeyhtiön tiedonantovelvollisuuden piiriin.~~ koskevaan päätökseen soveltuvat samat lykkäysperusteet kuin ostotarjoushanketta koskeviin keskeneräisiin neuvotteluihin. Tiettyyn yksittäiseen tilanteeseen liittyvät erityispiirteet sekä tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä mahdollisesti sovitut järjestelyt voivat kuitenkin vaikuttaa arviointiin. Julkistamiskysymystä tulee tämän vuoksi arvioida kussakin tilanteessa erikseen.

Kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän tulisi varautua due diligence -prosessin aikana myös siihen, että tieto suunnittelusta ostotarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille. **Katso suositus 10 Tietovuotoihin varautuminen**.

Kohdeyhtiöllä ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta julkistaa markkinoille tarjouksen tekijälle due diligence -tarkastuksessa annettuja tietoja. Mikäli due diligence -tarkastus kuitenkin paljastaa sellaisen olennaisen seikan, joka ei ole aikaisemmin ollut kohdeyhtiön tiedossa, kohdeyhtiön hallituksen tulee viivytyksettä arvioida, onko muodostaako tällainen seikka omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön arvopaperin arvoon sisäpiirintietoa ja tuleeko se siten julkistaa yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti.

Tarjouksen tekijälle mahdollisesti luovutetun sisäpiiritiedon osalta katso Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa. Vaikka due diligence -tarkastuksessa tarjouksen tekijälle annettu tieto ei olisikaan luonteeltaan sisäpiirintietoa, kohdeyhtiön hallituksen on syytä arvioida, voiko tieto olla olennainen tarjouksen edullisuuden arvioinnin kannalta ja onko tieto siksi tarpeen julkistaa. Esimerkiksi ennakkotieto kohdeyhtiön tulevan taloudellisen raportin sisällöstä saattaa vaikuttaa kohdeyhtiön arvopaperien haltijoiden arviointiin ostotarjouksesta, vaikka se ei olisikaan luonteeltaan sisäpiirintietoa. Toisaalta mikäli tällainen taloudellinen raportti julkistetaan tarjousaikana, hallitus voi myös perustellusti arvioida, ettei ennakkotietoja ole tarpeen julkistaa.

SUOSITUS 7 - TARJOUKSEN TEKIJÄÄ KOSKEVA DUE DILIGENCE -TARKASTUS

Johdanto

Vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa tarjottava vastike voidaan maksaa käteisenä, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä (AML 11:24). Pakollisessa ostotarjouksessa voidaan rahavastikkeen vaihtoehtona tarjota arvopaperivastiketta tai arvopaperi- ja rahavastikkeen yhdistelmää (AML 11:23). Tarjousta koskevassa lausunnossa kohdeyhtiön hallituksen tulee esittää perusteltu arvio tarjouksesta (AML 11:13). Mikäli tarjottava vastike muodostuu arvopapereista, hallituksen tulee pyrkiä muodostamaan perusteltu arvio vastikkeena tarjottavien arvopapereiden arvosta voidakseen arvioida tarjousta. Tarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8).

Suositus 7

Jotta kohdeyhtiön hallitus voi tehdä perustellun arvion julkisesta ostotarjouksesta, sen tulee hankkia vastikkeena mahdollisesti tarjottavista arvopapereista riittävät ja asianmukaiset tiedot ja tätä varten tarvittaessa suorittaa due diligence -tarkastus tarjouksen tekijässä. Tarjouksen tekijän tulee sallia tällainen due diligence -tarkastus **siinä tarkoituksenmukaisessa laajuudessa kuin se on kussakin yksittäisessä tilanteessa tarpeen, jotta kohdeyhtiön hallitus voi kohtuullisesti arvioida tarjottavaa vastiketta.**

Perustelut

Suosituksen perustelut

Arvioidessaan tarjousta kohdeyhtiön hallituksen tulee toimia huolellisesti osakkeenomistajien edun mukaisesti. Jotta hallituksella olisi edellytyksiä tehdä perusteltu arvio tarjotusta arvopaperivastikkeesta, hallituksen tulee hankkia arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Kohdeyhtiön hallituksen tulee tapauskohtaisesti harkita, riittääkö julkisesti saatavilla oleva tieto perustellun arvion tekemiseen vai vaatiiko arvion tekeminen due diligence -tarkastuksen suorittamista tarjouksen tekijässä.

Jos tarjouksen tekijä saa kohdeyhtiöltä due diligence -tarkastusta koskevan pyynnön, tarjouksen tekijän tulee sallia tällainen tarkastus siinä määrin kuin se on tarpeen, jotta kohdeyhtiön hallitus voi kohtuullisesti arvioida tarjottavaa vastiketta. Due diligence -tarkastuksen laajuus tulee ratkaista kussakin yksittäisessä tilanteessa erikseen ottaen huomioon myös kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän henkilö (esimerkiksi kilpailija-asetelma). Arviointiin voivat vaikuttaa myös vastikkeena tarjottavan arvopaperin **pörssinoteeraus** [julkisen kaupankäynti \(esimerkiksi pörssissä tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä\)](#), arvopaperista julkisesti saatavilla oleva tieto ja arvopaperin likviditeetti. [Mikäli vastikkeena tarjottava arvopaperi on listattu, kohdeyhtiön hallituksen on due diligence -tarkastuksen yhteydessä lähtökohtaisesti perusteltua pyrkiä selvittämään kyseisen arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat, mukaan lukien tarjouksen tekijässä mahdollisesti vireillä olevat sisäpiirihankkeet. Sisäpiirinäkökulmista katso myös Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.](#)

Mikäli tarjouksen tekijä ei toimi yhteistyössä kohdeyhtiön hallituksen kanssa, hallituksen voi olla mahdotonta saada edellä tarkoitettuja tietoja. Tällaisissa tilanteissa kohdeyhtiön hallituksella on perusteltu syy poiketa suosituksesta. [Tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön on tällöin samassa yhteydessä, kun ne ilmoittavat, ovatko ne sitoutuneet noudattamaan ostotarjouskoodia perusteltava, miksi ne poikkeavat ostotarjouskoodin yksittäisestä suosituksesta. Jos kysymys ei ole tullut ajankohtaiseksi vielä siinä vaiheessa, kun tieto ostotarjouksesta tai mahdollisesta ostotarjouksesta julkistetaan ensimmäisen kerran, tarjouksen tekijän tulee julkistaa perustelut yksittäisestä suosituksesta poikkeamiselle siinä vaiheessa, kun kysymys tulee ajankohtaiseksi eli kun kohdeyhtiö on esittänyt due diligence -tarkastuksen tekemistä koskevan pyynnön.](#)

Jos kohdeyhtiön hallitus havaitsee suorittamansa due diligence -tarkastuksen perusteella tai muuten, ettei tarjouksen tekijän laatima tarjousasiakirja anna arvopapereiden haltijoille riittäviä ja oikeita tietoja tarjottavasta vastikkeesta ja että nämä tiedot voivat olla olennaisia tarjouksen arvioimisen kannalta, eikä tarjouksen tekijä täydennä tietoja, hallituksen tulisi lähtökohtaisesti julkistaa

käsityksensä asiasta hallituksen tarjousta koskevassa lausunnossa tai tarvittaessa erillisellä tiedotteella. [Katsotaan myös suosituksen 5 Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta perustelut](#), [Kohdeyhtiön myötävaikuttaminen tarjousasiakirjan laadintaan](#) ja [kohda \(d\)](#).

4IV. KILPAILEVAT TARJOUKSET

SUOSITUS 8 – KOHDEYHTIÖN TOIMINTA KILPAILEVAN TARJOUKSEN TILANTEESSA

Johdanto

Kun kohdeyhtiötä koskeva tarjous on julkistettu, on mahdollista, että kohdeyhtiön hallitus saa yhteydenoton mahdollisen kilpailevan tarjouksen tekijältä. Kilpaileva yhteydenotto voi tulla myös ennen ensimmäisen tarjouksen julkistamista. Kohdeyhtiön hallitus voi myös itse ottaa yhteyttä kilpailevan tarjouksen tekijään vaihtoehtoisen tarjouksen aikaansaamiseksi.

Mikäli kilpaileva yhteydenotto johtaa kilpailevan tarjouksen julkistamiseen ensimmäisen tarjouksen tarjousaikana tilanteessa, jossa kohdeyhtiön hallitus on jo julkistanut ensimmäistä tarjousta koskevan lausunnon, kohdeyhtiön hallituksen on täydennettävä lausuntoaan mahdollisimman pian sen jälkeen, kun kilpaileva tarjous on julkistettu, kuitenkin viimeistään viisi pankkipäivää ennen ensimmäisen tarjouksen voimassaoloajan aikaisinta mahdollista päättymistä (AML 11:17.1).

Kilpaileva tarjous voi johtaa siihen, että ensimmäisen tarjouksen tekijä pidentää oman tarjouksensa tarjousaikaa tai muuten muuttaa tarjouksensa ehtoja arvopaperimarkkinalain 11:17.1 nojalla. Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden [9/2013] (~~Julkiset ostotarjoukset ja tarjousvelvollisuus~~) kohdassa 5.5 (53) annetun ohjeistuksen mukaan kilpailevan tarjouksen julkistaminen synnyttää velvollisuuden täydentää tarjousasiakirjaa, ja täydennyksen hyväksymisen yhteydessä Finanssivalvonta voi edellyttää tarjousaikaa jatkettavaksi enintään kymmenellä pankkipäivällä, jotta tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijat voivat harkita tarjousta uudelleen (AML 11:11.4). Jos kilpailevat ostotarjoukset ovat omiaan vaikeuttamaan kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamista kohtuuttoman kauan, Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta asettaa kilpailevien ostotarjousten tekijöille määräajan, jonka jälkeen ostotarjouksen ehtoja ei saa enää muuttaa (AML 11:17.3).

Suositus 8

SUOSITUS 8 - KOHDEYHTIÖN TOIMINTA KILPAILEVAN TARJOUKSEN TILANTEESSA

Kohdeyhtiön hallituksen on kohdeltava tasapuolisesti kaikkia vakavasti otettavia tarjouksen tekijöitä.

Perustelut

Suosituksen perustelut

(a) Kohdeyhtiön hallituksen yleiset velvollisuudet

Kohdeyhtiö voi saada ostotarjousprosessin aikana yhteydenottoja useammalta keskenään kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Arvopaperimarkkinapaperilaissa asetettujen nimenomaisten velvoitteiden lisäksi kilpailevan tarjouksen tilanteessa hallituksen roolia ja velvollisuuksia on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa noudattaen soveltuvin osin samoja periaatteita kuin edellä jaksossa 2 ”Kohdeyhtiön hallituksen asema ja velvollisuudet” on esitetty.

Kilpailevalla tarjouksella tarkoitetaan tässä suosituksessa kilpailevaa ostotarjousta sekä suosituksessa 16 tarkoitettuja sulautumisia. Muun tyyppisissä yritysjärjestelyissä kohdeyhtiön hallituksen roolia ja velvollisuuksia on arvioitava yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa. Osakeyhtiölain huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta johtuva yhtiön johdon velvollisuus pyrkiä yhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen voi edellyttää eri tarjouksen tekijöiden tasapuoliseen kohteluun liittyvien näkökohtien huomioon ottamista myös tällaisissa järjestelyissä.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee osakeyhtiölain yleisten periaatteiden nojalla ostotarjoustilanteessa pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen. Jos hallitus saa vakavasti otettavan yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä, hallituksen tulee selvittää asiaa, hankkia kilpailevasta ehdotuksesta riittävät ja asianmukaiset tiedot sekä verrata ehdotusta aiempaan tarjoukseen. Katso soveltuvin osin myös suositus 2. Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta.

Osakkeenomistajien etujen ajaminen yleensä edellyttää, että hallitus pyrkii saamaan yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean arvon, mutta toisaalta myös varmistaa, että kilpaileva tarjous on toteuttamiskelpoinen. Käytännössä tämä voi vaatia neuvottelujen aloittamista kilpailevan tarjouksen tekijän kanssa. Kohdeyhtiön hallituksen ensimmäisen tarjouksen tekijän kanssa mahdollisesti tekemä yhdistymis- tai transaktiosopimus tai neuvottelukielto ei lähtökohtaisesti saa estää hallituksen mahdollisuutta arvioida kilpailevaa yhteydenottoa tai neuvotella kilpailevan tarjouksen tekijän kanssa, mikäli tämä on osakkeenomistajien edun mukaista. Katso tarkemmin suositus 3. Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa.

Jotta kohdeyhtiön hallitus saisi aikaan aidon kilpailutilanteen mahdollisten tarjouksen tekijöiden välillä ja tätä kautta yhtiön arvopapereille mahdollisimman korkean arvon, kohdeyhtiön hallituksen tulee lähtökohtaisesti toimia niin, että kaikille vakavasti otettaville kilpaileville tarjouksen tekijöille tarjotaan yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva tarjous. Hallituksen tulee kuitenkin ottaa huomioon kuhunkin tarjouksen tekijään ja ehdotettuun tarjoukseen liittyvät tapauskohtaiset olosuhteet, ja näistä syistä hallituksella saattaa olla perusteltu syy poiketa suosituksesta.

Jos kohdeyhtiön hallitus on esimerkiksi sallinut ensimmäiselle tarjouksen tekijälle due diligence -tarkastuksen, hallituksen tulee vakavasti otettavan kilpailevan tarjouksen tekijän pyynnöstä lähtökohtaisesti sallia tälle olennaisilta osiltaan vastaavan laajuinen due diligence -tarkastus edellyttäen, että tämä on osakkeenomistajien edun mukaista, ja että kilpailevia tarjouksia ja niiden tekijöitä koskevat olosuhteet ovat muuten vastaavanlaiset. Tarkastuksen salliminen ja mahdollisen tarkastuksen laajuus on harkittava kussakin yksittäistapauksessa erikseen. Katso tarkemmin suositus 6. Yksinomaan sitä, että kilpailevan tarjouksen tekijän due diligence -tarkastus toteutetaan

tarvittaessa niin sanotulla clean team -järjestelyllä, ei katsota suosituksesta poikkeamiseksi. Katso tarkemmin suosituksen 6 Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä, perustelut, kohta (d) ”Annetaan tiedon luonne ja laajuus”.

Jos ensimmäinen tarjous on jo julkistettu, due diligence -tarkastuksen salliminen edellyttää lisäksi, että ehdotetulla kilpailevalla tarjouksella on kohdeyhtiön hallituksen arvion mukaan realistiset mahdollisuudet toteutua, jolloin tarjouksen, Tällöin tarjousvastikkeen on yleensä oltava yhtiön osakkeenomistajien kannalta edullisempi parempi tai tarjottaessa erilaisia vastikkeita vähintään yhtä edullinen kuin jo julkistettu ensimmäinen tarjous hyvä kuin jo julkistetun ensimmäisen tarjouksen vastike. Arvioinnissa voidaan ottaa huomioon myös muita tarjouksen toteutumismahdollisuuksiin vaikuttavia tekijöitä, kuten viranomaislupien ja toteutumisaikatauluun liittyviä näkökohtia. Mikäli kilpailevan tarjouksen toteutumismahdollisuudet ovat selvästi heikommat kuin ensimmäisen tarjouksen toteutumismahdollisuudet, kohdeyhtiön hallituksella voi olla perusteltu syy katsoa, ettei osakkeenomistajien etu edellytä due diligence -tarkastuksen sallimista.

Jos kohdeyhtiön hallitus saa yhteydenoton mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta, ja kohdeyhtiön hallituksen käsityksen mukaan yhteydenotto on vakavasti otettava ja toteutumismahdollisuuksiltaan realistinen, hallituksen tulee pyrkiä osakkeenomistajien kannalta mahdollisimman hyvään lopputulokseen noudattaen myös kilpailevaa tarjousta koskevan yhteydenoton osalta suositusta 2.2 ”Hallituksen toimintavelvollisuus yhteydenoton johdosta”. Kilpailevan tarjouksen tilanteessa noudattavista menettelytavoista saattaa olla määräyksiä myös kohdeyhtiön ja ensimmäisen tarjouksen tekijän välillä mahdollisesti jo tehdyssä yhdistymis-~~transaktiosopimuksessa~~ tai transaktiosopimuksessa. Katso tarkemmin suositus 3 suosituksen 3 Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa 3.2 kohta (b) ”Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa” perustelut, kohta (b).

~~Koska yhdistymis- /transaktiosopimukseen sisältyvät~~ Koska yhdistymis- /transaktiosopimuksen olennaiset ehdot, mukaan lukien kilpailevia tarjouksia koskevat menettelytavat tulee kuvata pääpiirteissään, tulee julkistaa ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä ja tarjousasiakirjassa, ne ovat myös kilpailevan tarjouksen tekijän tiedossa tämän suunnitellessa kilpailevan tarjouksen tekemistä.

(b) Kohdeyhtiön hallituksen lausunto ja sen mahdollinen muuttaminen

Täydentäessään lausuntoaan kilpailevan tarjouksen johdosta arvopaperimarkkinalain 11:17.1 mukaisesti hallituksen tulee verrata ensimmäistä tarjousta kilpailevaan tarjoukseen sekä ottaa arvopaperimarkkinalain 11:13:n edellyttämällä tavalla kantaa uuteen kilpailevaan tarjoukseen. Mikäli hallitus päätyy arvioinnissaan suosittamaan yhtiön arvopapereiden haltijoille kilpailevan tarjouksen hyväksymistä, hallituksen tulee käytännössä perua ensimmäiselle tarjoukselle mahdollisesti antamansa suositus ja julkistaa uusi kilpailevan tarjouksen hyväksymistä suosittava lausunto. Hallituksen lausunnon täydentämisessä tulee noudattaa soveltuvin osin suosituksessa 5 ”Kohdeyhtiön hallituksen lausunto tarjouksesta” esitettyjä periaatteita.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee kilpailevan tarjouksen tilanteessa jatkuvasti arvioida myös muilta osin tarvetta tiedottaa markkinoille mahdollisesti tulevasta kilpailevasta tarjouksesta tai hallituksen tarjousta koskevan lausunnon mahdollisesta täydentämisestä.

(c) Kilpailevan tarjouksen vaikutukset ensimmäiseen tarjoukseen ja kohdeyhtiön hakemus määräajasta ostotarjouksen ehtojen muuttamiselle

Arvopaperimarkkinalain mukaan ensimmäisellä tarjouksen tekijällä on oikeus pidentää oman tarjouksensa tarjousaikaa kilpailevan tarjouksen ostotarjouksen mukaiseksi ja myös muuten muuttaa tarjouksensa ehtoja (AML 11:17.1). Vapaaehtoisissa ostotarjouksissa ensimmäisen tarjouksen tekijä voi myös päättää tarjouksensa raukeamisesta ennen kilpailevan tarjouksen voimassaolon päättymistä (AML 11:17.2). Jos kilpaileva tarjous ostotarjous on julkistettu, ensimmäisen tarjouksen hyväksyneillä kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoilla on oikeus perua ensimmäistä tarjousta koskeva hyväksymisensä ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana edellyttäen, että ensimmäisen ostotarjouksen toteutuskauppoja ei ole vielä tehty (AML 11:16.3).

Silloin, kun kilpaileva tarjous on muu kuin julkinen ostotarjous, arvopaperimarkkinalain säännökset kilpailevista ostotarjouksista eivät sovellu. Näissäkin tilanteissa ensimmäisen tarjouksen tekijällä on kuitenkin lähtökohtaisesti oikeus parantaa tarjouksensa ehtoja. Julkistettu kilpaileva tarjous voi myös olla arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu erityinen syy jatkaa tarjousaikaa yli kymmenen viikon (AML 11:12.2). Ensimmäisen tarjouksen tekijällä ei tällaisessa tilanteessa kuitenkaan ole oikeutta päättää tarjouksensa raukeamisesta, ellei tarjouksen tekijä ole nimenomaisesti varannut siihen oikeutta tarjouksensa ehdoissa. Julkistettu tieto kilpailevasta tarjouksesta edellyttää yleensä myös tarjousasiakirjan täydentämistä, jolloin tarjouksen hyväksyneille kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille saattaa syntyä oikeus perua hyväksyntänsä.

Joissakin tilanteissa kilpailevien ~~ostotarjouksien~~ tarjouksien voidaan katsoa vaikeuttavan kohdeyhtiön liiketoimintaa kohtuuttoman kauan. ~~Tällaisissa tilanteissa~~ Silloin, kun kyse on julkistetuista kilpailevista ostotarjouksista, Finanssivalvonta voi, ~~kohdeyhtiön hakemuksesta,~~ asettaa kilpailevien ostotarjousten tekijöille määräajan, jonka jälkeen ostotarjouksen ehtoja ei saa enää muuttaa. Määräaika voidaan asettaa aikaisintaan kymmenen viikon kuluttua ensimmäisen ostotarjouksen julkistamisesta (AML 11:17.3). Harkittaessa määräajan asettamisen hakemista on tilannetta asianmukaista pohtia osakeyhtiölain yleisten periaatteiden valossa, huomioiden sekä yhtiön että sen kaikkien osakkeenomistajien etu. Jos kilpailutilanne vaikeuttaa kohdeyhtiön liiketoimintaa kohtuuttoman kauan sellaisessa tilanteessa, jossa arvopaperimarkkinalain säännös ei sovellu (esimerkiksi jos kyse on julkistamattomista ostotarjouksista tai toinen tarjouksista on muu kuin julkinen ostotarjous), kohdeyhtiöllä on mahdollisuus pyytää ostotarjouslautakunnan näkemystä hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta.

~~(d) Sisäpiirikysymykset~~

~~Tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta saattaa tarjouksen valmisteluasteesta riippuen olla sisäpiirintietoa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista. Sekä tarjouksen tekijällä että kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus hallinnoida sisäpiirintietoa ja varmistaa sen pysyminen luottamuksellisena ostotarjousprosessin edellyttämällä tavalla. [Katse sisäpiiriasioista tarkemmin suositus-1 "Tarjouksen toteuttamismahdollisuuksien varmistaminen", kohta (c) "Keskustelut kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa" ja suositus-2 "Hallituksen toimintavelvollisuus-yhteydenoton ehdosta", kohta (d) "Sisäpiirinäkökohdat".]~~

~~Jos ensimmäisen tarjouksen tekijä saa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista tiedon tulevasta kilpailevasta tarjouksesta, tarjouksen tekijästä tulee sisäpiiriläinen. Tulevaa kilpailevaa tarjousta koskeva tieto ei kuitenkaan estä ensimmäistä tarjouksen tekijää toteuttamasta jo julkistettua omaa tarjoustaan tarjouksen ehtojen mukaisesti. Kun tarjouksen ehdot on tällaisessa tapauksessa laadittu ja julkistettu jo ennen kuin ensimmäisen tarjouksen tekijä sai sisäpiirintietoa (eli tiedon tulevasta kilpailevasta tarjouksesta), tällainen tieto ei rajoita tarjouksen tekijän oikeutta hankkia kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen ehtojen mukaisesti (AML 14:2.8). Tieto kilpailevasta tarjouksesta estää kuitenkin hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella.~~

5V. TARJOUS JA SIIHEN LIITTYVÄT JÄRJESTELYT

SUOSITUS 9 – KOHDEYHTIÖN ARVOPAPEREIDEN HANKINTA MARKKINOILTA

Johdanto

Tarjouksen tekijä voi pyrkiä hankkimaan kohdeyhtiön arvopapereita myös suoraan markkinoilta ennen kuin tarjouksen tekijä on tehnyt päätöksen julkisen ostotarjouksen tekemisestä ja julkistanut päätöksen arvopaperimarkkinalain mukaisesti (AML 11:9). Arvopaperihankintojen tarkoituksena ennen ostotarjouksen julkistamista on yleensä parantaa tulevan tarjouksen toteutumisedellytyksiä. Hankintojen edellytyksenä on, että tarjouksen tekijällä ei ole kohdeyhtiötä tai sen arvopapereita koskevaa sisäpiirintietoa sisäpiiritietoa. Ostotarjousta suunnittelevan tahon on syytä kiinnittää huomiota myös siihen, että päätös tehdä julkinen ostotarjous on julkistettava välittömästi ja annettava tiedoksi kohdeyhtiölle (katso AML 11:9).

Tarjouksen julkistamista edeltävät kohdeyhtiön arvopapereiden hankinnat voivat vaikuttaa tarjottavan vastikkeen määrään ja muotoon. Fivan MOK ostotarjouksista sisältää tulkintoja tarjousvastikkeesta sekä siitä, millaisissa tilanteissa ja millä perusteilla arvopaperimarkkinalain pääsäännön mukaisesta hinnasta voidaan tai tulee poiketa. Mahdolliset arvopapereiden hankinnat tulee tiettyjen rajojen rikkoutuessa myös julkistaa arvopaperimarkkinalain 9 luvun liputussäännösten mukaisesti. Muilta osin arvopaperimarkkinalaissa ei ole asiaa koskevia nimenomaisia säännöksiä.

~~Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslaissa (ks. RL 51:1-2). Arvopaperimarkkinalaki asettaa lisäksi yleisen kiellon käyttää sisäpiirintietoa arvopaperikaupassa (AML 14:2). Aikaisemmin voimassa olleen arvopaperimarkkinalain esitöissä on kuitenkin todettu, että sisäpiirintietoa ei ole luonnollisen henkilön julkistamaton tieto omasta päätöksestään, kuten tarjouksen tekijälle tieto julkisesta ostotarjouksesta ennen siitä päättämistä tai sen julkistamista (HE 318/1992, s. 35), eikä asiaintilassa ole sen jälkeen tapahtunut muutoksia. Myös muissa maissa on omaksuttu vastaavia kantoja.~~

Julkisen ostotarjouksen julkistamisen jälkeen arvopapereiden haltijat myyvät monissa tapauksissa arvopapereitaan pörssissä. Usein tarjouksen tekijälle tarjotaan myös suoraan suurempia eriä kohdeyhtiön arvopapereita. Tarjouksen tekijälle, joka pyrkii saamaan kohdeyhtiön kokonaan omistukseensa, on tärkeää voida hankkia myytävänä olevia arvopapereita myös ostotarjouksen ulkopuolella. Ostotarjouksen ulkopuoliset hankinnat voivat tarjouksen julkistamisen jälkeen tapahtua sisäpiirintiedon sisäpiiritiedon käyttöä koskevan sääntelyn puitteissa pörssissä tai sen ulkopuolella joko ennen tarjousajan alkamista, tarjousajan aikana tai tarjousajan päättymisen jälkeen.

Suositus 9

Julkista ostotarjousta koskevat valmistelut tapahtuvat yleensä luottamuksellisesti eikä tietoa tulevasta tarjouksesta julkisteta ennen kuin tarjouksen tekemisestä on tehty lopullinen päätös. Sijoittajien suojan kannalta on tärkeää, että yhtiön osakkeenomistajat saavat tarjouksen yhteydessä riittävät ja asianmukaiset tiedot. Markkinoiden häiriötön toiminta taas edellyttää, ettei tietoa mahdollisesta tarjouksesta tai sitä koskevista valmisteluista vuoda markkinoille ennen tarjouksen julkistamista.

Julkista ostotarjousta koskevan tiedon julkistamisella voi olla huomattava vaikutus kohdeyhtiön arvopapereiden kurssiin. Tieto julkisesta ostotarjouksesta voi myös vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen. Markkinoiden luotettavan toiminnan kannalta on tärkeää, että tarjouksen tekijä julkistaa tarjouksen arviointiin vaikuttavat seikat oikea-aikaisesti ja riittävässä laajuudessa.

SUOSITUS 9 – KOHDEYHTIÖN ARVOPAPEREIDEN HANKINTA MARKKINOILTA

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo hankkia tarjouksen julkistamisen jälkeen tarjouksen kohteena olevia arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella, tarjouksen tekijän on tiedotettava aikomuksestaan ennen hankintojen aloittamista.

Perustelut

(a) Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta ennen julkisen ostotarjouksen julkistamista

~~Yleensä on katsottu, ettei tarjouksen tekijän tieto omasta aikomuksestaan tehdä julkinen ostotarjous estä hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen tekijän lukuun ennen tarjouksen julkistamista.~~

~~Tilannetta voidaan kuitenkin arvioida toisin, jos tarjouksen tekijä on aloittanut tarjousta koskevat keskustelut kohdeyhtiön hallituksen tai yhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa ja saanut näiltä myönteisen vastaanoton. Jos esimerkiksi kohdeyhtiön merkittävät osakkeenomistajat ovat ilmoittaneet alustavan kiinnostuksensa hyväksyä mahdollinen tarjous tarjouksen tekijän esittämään hintaan tai jos kohdeyhtiön hallitus on ilmoittanut olevansa valmis harkitsemaan tarjouksen suosittelemista, tieto tällaisista keskusteluista on omiaan lisäämään tarjouksen toteutumisen todennäköisyyttä. Mitä varmempi tieto tarjouksen tekijällä on kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien tai kohdeyhtiön hallituksen suhtautumisesta ehdotettuun tarjoukseen, sitä lähempänä ollaan sellaista tietoa, joka estää tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita ennen tarjouksen julkistamista.~~

Tässä yhteydessä on syytä myös huomata, että tarjouksen tekijän palveluksessa olevat tai muuten tarjousvalmisteluista tietoiset luonnolliset henkilöt eivät voi missään tilanteissa hankkia kohdeyhtiön arvopapereita omaan tai jonkun muun kuin tarjouksen tekijän lukuun syyllistymättä sisäpiirintiedon kiellettyyn käyttöön.

Jos tarjouksen tekijällä on muuten kohdeyhtiötä tai sen arvopapereita koskevaa sisäpiirintietoa (esim. due diligence tarkastuksessa saatu tieto yhtiössä vireillä olevasta sisäpiirihankkeesta), tarjouksen tekijä ei voi hankkia kohdeyhtiön arvopapereita eikä tehdä tarjousta ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu.

~~Tarjousta edeltäneet kohdeyhtiön arvopapereiden hankinnat voivat vaikuttaa tulevan tarjouksen hinnoitteluun. Fivan MOK ostotarjouksista sisältää tulkintoja tarjousvastikkeesta sekä siitä, millaisissa tilanteissa ja millä perusteilla arvopaperimarkkinalain pääsäännön mukaisesta hinnasta voidaan tai tulee poiketa.~~

[Katso tarjousta edeltäneisiin arvopaperihankintoihin liittyvistä julkistamis- ja liputusksymyksistä arvopaperimarkkinalain liputussäännökset (AML-9 luku) sekä Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 8/2013 (Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen).]

Ostotarjousta suunnittelevan tahon on syytä kiinnittää huomiota myös siihen, että päätös tehdä julkinen ostotarjous on julkistettava välittömästi ja annettava tiedoksi kohdeyhtiölle (katso AML 11:9).

(b) Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta tarjouksen julkistamisen jälkeen

Suosituksen perustelut

Tarjouksen tekijä voi tarjouksen julkistamisen jälkeen ennen tarjousajan alkamista ja sen aikana hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita myös julkisen ostotarjouksen ulkopuolella, esimerkiksi pörssin jatkuvan kaupankäynnin kautta. Tarjouksen tekijä voi itse päättää hankinta-ajan kohdista ja voi halutessaan keskeyttää tai lopettaa hankinnat kokonaan. Hankintoja ei kuitenkaan voi tehdä tai aiemmin annettua hankintatoimeksiantoa muuttaa tai peruuttaa, mikäli tarjouksen tekijällä on hallussaan sisäpiirintietoa sisäpiirintietoa.

~~[Katso suositus 6 "Due diligence - tarkastus kohdeyhtiössä" kohta e) "Sisäpiirikysymykset"]~~

[Katso sisäpiirikysymyksistä tarkemmin Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.](#)

Tarjouksen tekijä voi hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita myös pörssin kautta toteutettuina ns. blokkikauppoina tai pörssin ulkopuolisin kaupoin.

Tieto aikomuksesta hankkia arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella tulee julkistaa. Tieto voidaan sisällyttää tarjoukseen liittyviin muihin tiedotteisiin, kuten tarjouksen julkistamista koskevaan tiedotteeseen ja/tai tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen siitä riippuen, missä vaiheessa hankintoja suunnitellaan tehtäväksi.

Tarjouksen tekijä ei voi hankkia tarjouksen kohteena olevia arvopapereita tarjousvastiketta korkeampaan hintaan tarjouksen ulkopuolella tarjousaikana tai yhdeksän (9) kuukauden aikana tarjouksen toteuttamisen jälkeen korottamatta tarjousvastiketta tai maksamatta hyvitystä (ks. [katso](#) AML 11:25).

SUOSITUS 10 - TIETOVUOTOIHIN VARAUTUMINEN

Johdanto

~~Julkista ostotarjousta koskevat valmistelut tapahtuvat yleensä luottamuksellisesti eikä tietoa tulevasta tarjouksesta julkisteta ennen kuin tarjouksen tekemisestä on tehty lopullinen päätös.~~

~~Sijoittajien suojan kannalta on tärkeää, että yhtiön osakkeenomistajat saavat tarjouksen yhteydessä riittävät ja asianmukaiset tiedot. Markkinoiden häiriötön toiminta taas edellyttää, ettei tieto mahdollisesta tarjouksesta tai sitä koskevista valmisteluista vuoda markkinoille ennen tarjouksen julkistamista.~~

~~Jos liikkeeseenlaskija tai sen lukuun taikka puolesta toimiva ilmaisee taholle, joka ei ole velvollinen pitämään tietoa salassa, julkistamattoman tiedon, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, arvopaperimarkkinalaki edellyttää, että yhtiö julkistaa tiedon markkinoille samanaikaisesti. Jos tieto on ilmaistu tahattomasti, yhtiön on julkistettava tieto markkinoille ilman aiheetonta viivytystä. (AML 6:6)~~

Suositus 10

Sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksen on huolehdittava ostotarjousprosessin eri vaiheissa salassapitönäkökohdista tietovuotojen ehkäisemiseksi. Tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön hallituksen on kuitenkin ennakolta varauduttava siihen, että tieto ehdotetusta julkisesta ostotarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista, ja luotava riittävä valmius huolehtia tiedotuksesta mahdollisissa vuototilanteissa.

Perustelut

[Tarjouksen tekijän on ylläpidettävä hankelistaa henkilöistä, joilla on pääsy hanketta koskevaan tietoon. Hankelista on laadittava viimeistään silloin, kun tieto hankkeesta muodostaa kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiiritietoa.](#)

[Suosituksen perustelut](#)

[\(a\) Tietovuotoihin varautuminen](#)

Sekä tarjouksen tekijän että kohdeyhtiön hallituksen on hyvä varautua siihen, että tieto tulevasta tarjouksesta saattaa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista. Tämän vuoksi on tärkeää

luoda riittävä valmius tiedotuksen hoitamiseksi hallitusti ja asianmukaisesti prosessin aikana mahdollisesti esiintyvissä erilaisissa vuototilanteissa. [Käytännössä tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön on usein tarkoituksenmukaista sopia yhdessä tietovuototilanteissa noudatettavista menettelytavoista niin sanotun vuotosuunnitelman \(leak plan\) muodossa, jotta varmistetaan, että tiedottaminen vuototilanteessa onnistuu oikea-aikaisesti, viipymättä ja koordinoitusti.](#)

Jos tieto kohdeyhtiön hallituksen tiedossa olevasta vakavasti otettavasta tulevasta tarjouksesta on vuotanut markkinoille, kohdeyhtiön hallituksen tulee ilman aiheetonta viivytyksiä julkistaa asiointilaa koskeva tiedote. Hallituksen on syytä myös muuten seurata yhtiöstä julkisuudessa liikkuvia tietoja sekä yhtiön [arvopaperikurssin kehittymistä arvopaperien kurssikehitystä](#). Mikäli näissä ilmenee tavallisuudesta poikkeavaa, hallituksen tulee arvioida, tuleeko yhtiön julkistaa asiointilaa koskeva tiedote. [Katsotaan tiedottamisesta tarkemmin arvopaperimarkkinain 6:6 MAR 17 artikla, Pörssin säännöt sekä Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1. sekä Huomioita tiedonantovelvollisuudesta ostotarjousprosessin eri vaiheissa.](#)

Tietovuotojen välttämiseksi kohdeyhtiön ja tarjouksen tekijän on syytä tehdä salassapitosopimus mahdollisimman aikaisessa vaiheessa prosessia. [Sisäpiiritiedon luottamuksellisuuden turvaamiseksi MAR:n lykkäämisedellytysten tarkoittamalla tavalla riittää yleensä vähimmillään se, että osapuolten välillä, tyypillisesti salassapitosopimuksessa, sovitaan osapuolten välisten keskustelujen säilymisestä luottamuksellisena ja vain sellaisten henkilöiden tietoisuudessa, jotka tarvitsevat tietoa ostotarjoushankkeen edistämiseksi ja että osapuolet sitoutuvat toimittamaan tarvittaessa toimivaltaiselle viranomaisille tiedon siitä, kenelle tietoa on luovutettu. Salassapitosopimuksella ei kuitenkaan voi välttää tai kiertää tiedonantovelvollisuutta, mikäli muut MAR:n edellytykset sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämiselle eivät täyty.](#) Mikäli tarjouksen valmistelu edellyttää kohdeyhtiöltä keskusteluja myös muiden tahojen kanssa, kohdeyhtiön hallituksen on tärkeää huolehtia, että kukin tällainen taho allekirjoittaa salassapitosopimuksen tai on muuten velvollinen pitämään tiedon salassa. Muuten kohdeyhtiölle voi syntyä velvollisuus julkistaa tieto markkinoille [arvopaperimarkkinain 6:6:n perusteella sen johdosta, ettei MAR:n mukainen lykkäämisperuste tiedon säilymisestä luottamuksellisena enää täyty.](#) [Katsotaan myös Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.](#)

Myös tarjouksen tekijän tulee luonnollisesti huolehtia salassapitonäkökohdista kohdeyhtiöitä vastaavalla tavalla. Jos tarjouksen tekijä on listattu yhtiö ja tieto tarjousvalmisteluista on omiaan olennaisesti vaikuttamaan myös tarjouksen tekijän arvopaperin arvoon, myös tarjouksen tekijälle voi syntyä yllä kuvattu velvollisuus julkistaa tieto sitä koskevien tiedonantovelvollisuussääntöjen mukaisesti.

Siltä osin kuin ~~sisäpiiritiedon~~ [sisäpiiritiedon](#) hallintaa, salassapitonäkökohtia ja tiedonantovelvollisuutta koskevat velvoitteet perustuvat pakottavaan lainsäädäntöön, velvoittaviin viranomaismääräyksiin tai arvopaperipörssin sääntöihin, niistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

~~Tiedonantovelvollisuuteen liittyviä kysymyksiä kohdeyhtiössä suoritettavan due diligence -tarkastuksen yhteydessä on tarkasteltu erikseen suosituksessa 6 "Due diligence -tarkastus kohdeyhtiössä" kohdassa f) "Tiedonantovelvollisuus".~~

(b) Hankelistan ylläpitäminen

[Suosituksessa tarkoitettu hankelista on laadittava silloin, kun tarjouksen tekijällä ei ole siihen soveltuvan lainsäädännön perusteella velvollisuutta laatia MAR 18 artiklassa tarkoitettua sisäpiirilueteloa.⁵ Tarjousprosessin luonteesta riippuen kohdeyhtiö ja tarjouksen tekijä voivat myös keskenään sopia asianmukaisten listojen pitämisestä. Katsotaan Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa, kohta \(c\).](#)

⁵ MAR:n 18 artiklassa tarkoitettua velvollisuutta laatia sisäpiiriluetelo sovelletaan liikkeeseenlaskijoihin, jotka ovat pyytäneet rahoitusvälineidensä ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Euroopan talousalueella tai ovat hyväksyneet sen, tai ovat hyväksyneet kaupankäynnin rahoitusvälineillään organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä Euroopan talousalueella.

Velvollisuus laatia suosituksessa tarkoitettu hankelista syntyy tarjouksen tekijälle silloin, kun tieto tarjousta koskevasta hankkeesta muodostaa kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiiritietoa, eli kun tarjouksen tekijä katsoo MAR:n kriteerien tiedon olennaisuudesta, julkistamattomuudesta ja täsmällisyydestä täyttyvän. Vaikka tieto tarjouksen tekijän aikomuksesta tehdä ostotarjous muodostaisikin sisäpiiritietoa ja siten synnyttäisi velvollisuuden laatia suosituksessa tarkoitettu hankelista, pelkätään omaa aikomusta koskeva sisäpiiritieto ei MAR 9(5) artiklan mukaan itsessään estä tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita ennen aikomuksen julkistamista (stakebuilding). Mahdollisuus hankkia kohdeyhtiön arvopapereita valmisteluvaiheessa tulee kuitenkin arvioida huolellisesti tapauskohtaisesti. *Katso tarkemmin Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.*

Silloin, kun velvollisuus laatia sisäpiiriluettelu syntyy tarjouksen tekijälle MAR:n nojalla, sisäpiirilutelon tietosisältö on säädetty komission täytäntöönpanoasetuksessa. Niissä tilanteissa, joissa tarjouksen tekijään ei sovelleta MAR:n 18 artiklan säännöstä, hankelistan on sisällettävä vähintään seuraavat tiedot:

- = [Henkilön nimi ja organisaatio](#)
- = [Päivä ja kellonaika, jolloin henkilö sai tiedon hankkeesta](#)
- = [Henkilön yhteystiedot, kuten esim. sähköposti ja/tai puhelinnumero](#)

Tarjouksen tekijä voi sopia sen puolesta tai lukuun toimivien henkilöiden kanssa erikseen, pitävätkö nämä omaa hankelistaa vai merkitseekö tarjouksen tekijä tällaiset henkilöt omaan listaansa. Hankelistalle merkityille tulee ilmoittaa merkinnästä ja sisäpiiritietoon liittyvästä ilmaisu- ja kaupankäyntikiellosta. [Hyvän arvopaperimarkkinatavan](#) mukaista on, että tarjouksen tekijä hallinnoi sisäpiiritietoa luottamuksellisesti ja pystyy osoittamaan, kenelle se on luovuttanut sisäpiiritietoa ja milloin.

SUOSITUS 11 - TARJOUKSEN JULKISTAMINEN

Johdanto

Julkista-ostotarjousta koskevan tiedon julkistamisella voi olla huomattava vaikutus kohdeyhtiön arvopapereiden kurssiin. Tieto julkisesta ostotarjouksesta voi myös vaikuttaa kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamiseen. Markkinoiden luotettavan toiminnan kannalta on tärkeää, että tarjouksen tekijä julkistaa tarjouksen arviointiin vaikuttavat seikat oikea-aikaisesti ja riittävässä laajuudessa.

Tarjouksen tekijän on julkistettava tieto julkisesta ostotarjouksesta heti sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on tehnyt asiasta päätöksen. Arvopaperimarkkinain mukaan päätös julkisesta ostotarjouksesta on julkistettava välittömästi sekä annettava tiedoksi tarjouksen kohteena olevat arvopaperit liikkeeseen laskeneelle yhtiölle (kohdeyhtiö). Julkistamisen jälkeen päätös on annettava viipymättä tiedoksi kohdeyhtiössä ja tarjouksen tehneessä yrityksessä henkilöstön edustajalle tai, jollei tällaista ole, henkilöstölle. [\[Katso AML 11:9.1.2 ja Finan MOK ostotarjouksista 5.2.1.\]](#)

Arvopaperimarkkinain 11:9.3 mukaan julkisen ostotarjouksen julkistamisessa on mainittava seuraavat seikat:

- * — tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä;
- * — tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike;
- * — muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset ehdot;
- * — miten menetellään, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita; ja

- ~~onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan arvopaperimarkkinalain 11:28.1:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut.~~

~~Ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä tulee julkistaa edellä mainittujen lisäksi myös muut ostotarjouksen edullisuuden arviointiin olennaisesti liittyvät seikat. [\[Katso Fivan MOK-ostotarjouksista 5.2.1 \(10\)\].](#)~~

~~Arvopaperimarkkinalain mukaan sillä, jolla on arvopaperimarkkinalain 11 luvun mukaan tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollisuus pitää sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon (AML 1:4). Tarjouksen tekijä ei saa asettaa tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (AML 11:7).~~

~~Mikäli ostotarjousta suunnitteleva joutuu esimerkiksi tietovuotojen takia julkistamaan mahdollista tarjousta koskevia suunnitelmiaan, julkistamisessa on kiinnitettävä huomiota siihen, että osapuolet pystyvät julkistettavien tietojen perusteella arvioimaan, millä todennäköisyydellä ostotarjous myöhemmin julkistetaan sekä mikä on mahdollisen tarjouksen ajankohta. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan ostotarjousta suunnittelevan on tällöin julkistettava tiedossaan olevat ostotarjouksen edullisuuden arviointiin olennaisesti vaikuttavat seikat ja kerrottava ostotarjoussuunnitelmiensa toteutumiseen liittyvistä epävarmuustekijöistä. [\[Katso ostotarjoussuunnitelmien julkistamisesta Fivan MOK-ostotarjouksista 5.2.1\(13\) – \(15\)\].](#)~~

Suositus 11

Tarjouksen tekijän on ostotarjouksen julkistamista koskevassa tiedotteessaan julkistettava tiedossaan olevat tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset seikat. Tällaisia ovat arvopaperimarkkinalain edellyttämien tietojen lisäksi seuraavat seikat:

- tiedot tarjouksen tekijästä;
- tiedot tarjouksen tekijän omistamista tai muutoin hallinnoimista tarjouksen kohteena olevista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista;
- tarjouksen tekijän osuus kohdeyhtiön ~~osakepääomasta ja kohdeyhtiön osakkeista ja~~ äänimäärästä;
- tarjouksen kohteena olevat arvopaperit;
- tarjouksen keskeiset ehdot, mukaan lukien tarjousvastikkeen tarkoittama premio suhteessa kohdeyhtiön markkina-arvoon sekä premion laskemisessa käytetyt periaatteet;
- tiedot tarvittavasta rahoituksesta tai muista tarvittavista vastikkeeseen liittyvistä järjestelyistä sekä näihin mahdollisesti liittyvistä olennaisista ehdoista ja epävarmuustekijöistä;
- tiedot tarjouksen tekijän osakkeenomistajista, jotka ovat ilmoittaneet kannattavansa tarjouksen toteuttamiseen mahdollisesti liittyviä toimia tarjouksen tekijän yhtiökokouksessa;
- tieto ~~siitä, kuinka suuri määrä osakkeenomistajia on sitoutunut~~ sellaisten kohdeyhtiön osakkeenomistajien, jotka ovat sitoutuneet ehdollisesti tai ehdottomasti hyväksymään tarjouksen ~~ja kuinka suuri määrä on muuten ilmoittanut kannattavansa tarjousta; edustamasta osuudesta kohdeyhtiön osakkeista ja äänimäärästä sekä tällaisten sitoumusten olennaiset ehdot~~;

- tieto sellaisten kohdeyhtiön osakkeenomistajien, jotka ovat muuten ilmoittaneet kannattavansa tarjousta, edustamasta osuudesta kohdeyhtiön osakkeista ja äänimäärästä;

- tiedot muista tarjouksen tekijän ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden välisistä tarjoukseen liittyvistä järjestelyistä;

- tiedot tarjouksen syistä;

- mikäli tarjousvastikkeena tarjotaan tarjouksen tekijän arvopapereita, tiedot tarjouksen ja maksetun tarjousvastikkeen vaikutuksista tarjouksen tekijän liiketoimintaan, tulokseen ja taloudelliseen asemaan (vaikutus laskettuna myös osakekohtaisesti, mikäli mahdollista);

- arvio siitä, koska tarjousasiakirja julkistetaan;

- tiedot tarvittavista viranomaisluvista; ja

- arvio ostotarjousprosessin kestosta ja siihen liittyvien toimien toteuttamisesta tai tieto siitä, miksi tarjouksen tekijä ei voi tehdä edellä mainittua arviota.

[Jos tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö ovat solmineet yhdistymis- tai transaktiosopimuksen, tarjouksen tekijän on lisäksi kuvattava yhdistymissopimuksen olennaiset ehdot.](#)

Tarjouksen tekijän on lisäksi ilmoitettava, miten se on varmistunut siitä, että sillä on tarvittavat edellytykset tarjouksen toteuttamiselle. Erityisesti on mainittava, mikäli tarjouksen toteuttamiseen liittyy erityisiä epävarmuustekijöitä.

Perustelut

Suosituksen perustelut

(a) Tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaisten seikkojen julkistaminen

Arvopaperimarkkinalain 11:9.3 mukaan julkisen ostotarjouksen julkistamisessa on mainittava seuraavat seikat:

- tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä;
- tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike;
- muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset ehdot;
- miten menetellään, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita; ja
- onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan arvopaperimarkkinalain 11:28.1:ssä tarkoitettua suositusta ja jollei ole, perustelut sille, miksei ole sitoutunut.

Jotta tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden hinnanmuodostus ei häiriintyisi, on tärkeää, että tarjouksen julkistamisen yhteydessä julkistetaan edellä mainittujen lisäksi kaikki tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset arvopapereiden arvoon vaikuttavat tarjouksen tekijän tiedossa olevat seikat. Arvopaperimarkkinalain edellyttämien tietojen julkistamisesta ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1 (10).

Tieto siitä, kuinka suuri osuus kohdeyhtiön osakkeenomistajista on ennakkolisesti sitoutunut hyväksymään tarjouksen, voi edesauttaa osapuolten mahdollisuuksia arvioida todennäköisyyttä tarjouksen toteutumiselle tai mahdollisen kilpailevan tarjouksen edellytyksiä. Siksi on tärkeää, että näiden sitoumusten edustaman omistus- ja ääniosuuden lisäksi julkistetaan tiedot sitoumusten olennaisista ehdoista. Tällaisia olennaisia ehtoja ovat yleensä ehdot, joiden mukaisesti sitoumuksen antaneet osakkeenomistajat voivat irtautua sitoumuksista ja jotka voivat vaikuttaa sitoumuksen antaneiden osakkeenomistajien mahdollisuuteen hyväksyä kilpaileva tarjous, mukaan lukien sitoumuksiin mahdollisesti sisältyvän kynnsarvon suuruus sekä sitoumusten ajallinen kesto.

Mahdollisen yhdistymis- tai transaktiosopimuksen olennaisia, tarjouksen julkistamisen yhteydessä julkistettavia ehtoja on kuvattu suosituksessa 3 Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa.

Mikäli tarjouksen tekijä on tehnyt päätöksen hankkia tarjouksen julkistamisen jälkeen tarjouksen kohteena olevia arvopapereita mahdollisesti myös julkisen ostotarjouksen ulkopuolella, tarjouksen tekijän on tiedotettava päätöksestä tarjouksen julkistamista koskevassa tiedotteessaan. *Katso suositus 9 Kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta markkinoilta.*

(b) Mahdollista tarjousta koskevien seikkojen julkistaminen

Joissakin tilanteissa, esimerkiksi uhkaavien tai jo tapahtuneiden ostotarjoushanketta koskevien tietovuotojen takia, voi olla erityinen tarve tiedottaa myös suunnitteilla olevasta julkisesta ostotarjouksesta, josta ei kuitenkaan vielä ole tehty päätöstä. Vaikka vielä ei olisi varmuutta siitä, että tarjous tehdään, niin jo tieto siitä, että julkinen ostotarjous on suunnitteilla, voi vaikuttaa sekä kohdeyhtiön osakkeen kurssiin että sen liiketoiminnan harjoittamiseen. Tarjouksen tekijän tulisi erityisesti huolehtia siitä, että kohdeyhtiön arvopapereiden markkinoille ei aiheudu vääristymiä siten, että arvopaperikurssi nousee tai laskee keinotekoisesti ja markkinoiden tavanomainen toiminta häiriintyy. **[Katso tästä myös Fivan MOK ostotarjouksista 5.2 (13)–(15).]**

Mikäli ostotarjousta suunnitteleva joutuu esimerkiksi tietovuotojen takia julkistamaan mahdollista tarjousta koskevia suunnitelmiaan, julkistamisessa on kiinnitettävä huomiota siihen, että osapuolet pystyvät julkistettavien tietojen perusteella arvioimaan, millä todennäköisyydellä ostotarjous myöhemmin julkistetaan sekä mikä on mahdollisen tarjouksen ajankohta. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan ostotarjousta suunnittelevan on tällöin julkistettava tiedossaan olevat ostotarjouksen edullisuuden arviointiin olennaisesti vaikuttavat seikat ja kerrottava ostotarjoussuunnitelmien toteutumiseen liittyvistä epävarmuustekijöistä. *Katso ostotarjoussuunnitelmien julkistamisesta Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1(13)–(15).*

Julkista ostotarjousta koskevaan päätökseen liittyvää julkistamisvelvoitetta ei saa kiertää esimerkiksi lykkäämällä tarjousta koskevan muodollisen päätöksen tekemistä keinotekoisesti. Kohdeyhtiön tulee yllä mainituissa vuototilanteissa joka tapauksessa seurata arvopaperimarkkinalain–MAR:n ja pörssin sääntöjen mukaisia tiedottamisvelvoitteita. *Katso myös suositus 10 Tietovuotoihin varautuminen.*

(c) Tarjouksen julkistamisen kansainväliset ulottuvuudet

Tarjous tulee yleensä tasapuolisen kohtelun periaatetta noudattaen ulottaa kaikille tietyn arvopaperilajin haltijoille. Ostotarjousta koskevien tiedotteiden tai tarjousasiakirjojen toimittaminen arvopapereiden haltijoille, joiden kotipaikka tai osoite on Suomen ulkopuolella, saattaa kuitenkin edellyttää kyseisen maan lainsäädännön (erityisesti arvopaperimarkkinasäätelyn) tai muiden erityismääräysten noudattamista. Tämä voi aiheuttaa huomattavia lisäkustannuksia tarjouksen tekijälle, ja joissakin tilanteissa edellyttää kohtuuttomia selvityksiä tai toimenpiteitä. Tarjouksen tasapuolisuusvaatimuksen kannalta on pidettävä riittävänä, että ostotarjousta koskevat tiedotteet ja tarjousasiakirjat pidetään saatavilla arvopaperimarkkinalain edellyttämällä tavalla. Erityistapauksissa voi tasapuolinen kohtelu kuitenkin edellyttää, että julkinen ostotarjous ulotetaan tällaisiin maihin. Tällainen erityistilanne voi syntyä esimerkiksi silloin, jos yhtiö on järjestänyt yleisöanteja tietyissä maissa tai tietyssä maassa sijaitsee suuri määrä kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita. Erityistilanteet on aina arvioitava tapauskohtaisesti.

SUOSITUS 12 – TARJOUSPROSESSIA KOSKEVIEN AIKOMUSTEN JA SUUNNITELMIEN SI-TOVUUS

Tarjouksen tekijä on sidottu tarjouksen yhteydessä mahdollisesti julkistamaansa tarjousmenettelyä koskevaan aikomukseen tai suunnitelmaan, jos tällainen aikomus tai suunnitelma on omiaan vaikuttamaan arvioon ostotarjouksesta.

Suosituksen perustelut

Arvopaperimarkkinalain yleisiin periaatteisiin sisältyvä harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltö (AML 1:3) koskee kaikkea arvopaperien vaihdantaa ja siten myös ostotarjouksia eikä siitä voi poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla. Myös ostotarjousdirektiivin yleisten periaatteiden, erityisesti kiellon aiheuttaa kohdeyhtiön, tarjouksen tekijän tai muun tarjouksen vaikutuspiirissä olevan yhtiön arvopapereiden markkinoille vääristymiä, voidaan katsoa edellyttävän, että kohdeyhtiön arvopaperien haltijat ja muut sijoittajat voivat luottaa tarjouksen tekijän tarjouksen yhteydessä julkistamiin tarjousprosessia koskeviin aikomuksiin tai suunnitelmiin.

Suositus kattaa kaikenlaiset tarjouksen tekijän julkistamat tiedot tarjousmenettelyyn liittyvistä aikomuksistaan tai suunnitelmistaan tehdä tai olla tekemättä jotain. Edellytyksenä on, että tieto on omiaan vaikuttamaan kohdeyhtiön, tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden tai muiden sijoittajien arvioon ostotarjouksesta. Tieto voi olla omiaan vaikuttamaan arvioon ostotarjouksesta, vaikka se ei välittömästi vaikuttaisikaan kohdeyhtiön arvopaperien arvoon. Tällaisia tietoja, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvioon ostotarjouksesta, voivat olla esimerkiksi tieto siitä, ettei tarjousta koroteta, ettei tarjousaikaa jatketa tai ettei tarjouksen tekijä tule luopumaan tietystä tarjouksen toteuttamisesta.

Tarjouksen tekijä voi tehdä aikomuksiinsa tai suunnitelmiinsa varaumia tai rajoittaa aikomuksen tai sitoumuksen voimassaoloaikaa. Tarjouksen tekijä voi esimerkiksi ilmoittaa, ettei aio korottaa tarjousta, ellei kohdeyhtiöstä julkisteta kilpailevaa tarjousta. Tällaisten varaumien tai voimassaoloa koskevien rajoitusten on oltava riittävän täsmällisiä ja ne on ilmaistava selkeästi ja julkistettava aikomuksen tai suunnitelman julkistamisen yhteydessä. Jollei varaumia tai voimassaoloa koskevia rajoituksia ole julkistettu, julkistettu aikomus tai suunnitelma sitoo tarjouksen tekijää myös olosuhteiden muuttuessa. Ostotarjouslautakunta voi kuitenkin perustellusta syystä katsoa, että hyvä arvopaperimarkkinatapa ei olosuhteiden muuttumisen johdosta enää edellytä, että tarjouksen tekijä pitäytyy julkistamassaan aikomuksessa tai suunnitelmassa.

Suositus kattaa myös tilanteet, joissa tarjousta suunnitteleva ilmoittaa julkisesti suunnittelevansa tarjousta tai ettei aio tehdä tarjousta. Suunniteltua tarjousta koskevat ilmoitukset kattavat lähtökohtaisesti myös tiedotteet, jotka julkistetaan tietovuodon takia. Näissä tilanteissa tarjousta suunnittelevan on syytä selkeästi ilmoittaa, että päätöstä tarjouksesta ei ole vielä tehty ja että vielä ei ole varmaa, tuleeko tarjousta suunnitteleva tekemään tarjouksen. Silloin, kun tarjousta suunnitteleva ilmoittaa julkisesti, ettei aio tehdä tarjousta, tällainen ilmoitus sitoo sen tekijää arvopaperimarkkinalain 11:9.5:n säännöstä vastaavasti ilmoitusta seuraavan kuuden kuukauden ajan, jollei ilmoituksessa erikseen sitouduta pidempään ajanjaksoon. Rajoitus päättyy, jos muu henkilö kuin tarjousta suunnitteleva tai tämän kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö tekee tarjouksen kohdeyhtiön arvopapereista. Silloin, kun arvopaperimarkkinalain 11:9.5:n säännös ei suunnitelmien luonteesta johtuen sovellu (esimerkiksi, jos kyse on suunnitellusta sulautumisesta), kohdeyhtiön on mahdollista pyytää ostotarjouslautakunnalta lausuntoa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta.

Tarjouksen toteuttamiseksi ei katsota suosituksessa tarkoitetuiksi aikomuksiksi tai suunnitelmiksi silloin, kun tarjouksen ehtojen mukaan tarjouksen tekijä voi luopua niistä. Suositus ei koske myöskään tarjouksen tekijän mahdollisesti julkistamia kohdeyhtiön ja sen henkilöstöön liittyviä strategisia suunnitelmia. Näitä suunnitelmia arvioidaan arvopaperimarkkinalain yleisiin periaatteisiin sisältyvän totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellon perusteella.

SUOSITUS 13 - TARJOUKSEN TOTEUTTAMISEHTOON VETOAMINEN

~~Tarjouksen tekijälle voi olla tärkeää asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Arvopaperimarkkinalain mukaan vapaaehtoisen ostotarjouksen tekijä voi asettaa ehtoja tarjouksen toteuttamiselle. Pakollinen ostotarjous voi olla ehdollinen vain tarvittavien viranomaispäätösten saamiselle (AML 11:15). Pakollista ostotarjousta lukuun ottamatta lainsäädännössä ei ole erityisesti säännelty mahdollisten ostotarjouksen toteuttamiselle asetettujen ehtojen sisältöä tai sitä, millaiset toteuttamisedot ovat vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa sallittuja.~~

Vapaaehtoisten ostotarjousten toteuttamiselle ei kuitenkaan voida asettaa millaisia ehtoja tahansa. Arvopaperimarkkinalain mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan (AML 11:7). Arvopaperimarkkinalain 1:2:n yleissäännön mukaan arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista (AML 11:8.1).

Finanssivalvonnan mukaan ostotarjouksen tekijän ei tule vedota ostotarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon, ellei ehdon toteutumatta jäämisellä ole ostotarjouksen tekijälle olennainen merkitys suunnitellun yritysoston kannalta. Finanssivalvonta suosittaa, että tarjouksen tekijä pyrkii, siinä määrin kuin mahdollista, vaikuttamaan siihen, että tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät. **Katso Fivan MOK ostotarjouksista 4.3 (15) ja 5.4 (45).**

Suositus 12

Mikäli tarjouksen tekijä päättää vedota tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon ja jättää tarjouksen toteuttamatta, peruste tällaiselle päätökselle tulee julkistaa asiaa koskevassa tiedotteessa.

Perustelut

Suosituksen perustelut

Jos tarjouksen tekijä on asettanut tarjouksen toteuttamiselle ehtoja ja on selvää, että jokin näistä ehdoista jää täyttymättä, tarjouksen tekijän tulisi huolellisesti arvioida, onko ehdon täyttymättä jäämisellä tarjouksen tekijälle suunnitellun yritysoston kannalta sellainen olennainen merkitys, että on perusteltua jättää tarjous toteuttamatta. **Katso ostotarjouksen ehtoon vetoamisesta myös Finanssivalvonnan mukaan ostotarjouksen tekijän ei tule vedota ostotarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon, ellei ehdon toteutumatta jäämisellä ole ostotarjouksen tekijälle olennainen merkitys suunnitellun yritysoston kannalta. Finanssivalvonta suosittaa, että tarjouksen tekijä pyrkii, siinä määrin kuin mahdollista, vaikuttamaan siihen, että tarjouksen toteuttamiselle asetetut ehdot täyttyvät. Katso Fivan MOK ostotarjouksista 4.3 (15) ja 5.4 (45).**

Ostotarjouksen ehtoon vetoamista koskevista arvopaperimarkkinalain säännöksistä ja Finanssivalvonnan määräyksistä ei voida poiketa noudata tai selitä -periaatteen nojalla.

Vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa usein käytettyihin ehtoihin kuuluu muun muassa se, että tarjouksen tekijä saa kohdeyhtiön hankkimiseen tarvittavat viranomaisluvut ja että lupien ehdot ovat tarjouksen tekijän kannalta liiketoiminnallisesti hyväksyttävissä. Erityisesti kilpailuviranomaisen luvat ovat usein keskeisiä tarjouksen toteuttamiselle.

Yritysoston loppuun saattaminen saattaa edellyttää kilpailuviranomaisten hyväksyntää useammalla kuin yhdellä lainkäyttöalueella. Tällöin saattaa syntyä tilanne, jossa viranomaisen käsittelyaika on joissakin maissa huomattavasti pidempi kuin yritysoston kannalta merkittävimmillä markkina-alueilla. Jotta tarjouksen toteutuminen ei vaarantuisi tai kohtuuttomasti venyisi vähemmän merkittävien alueiden viranomaisprosessin keston takia, tarjouksen tekijä voi tällaisissa tilanteissa harkita mahdollisuuksia luopua vaatimasta tarjouksen toteuttamiselle asetetun kilpailuviranomaisen hyväksyntää koskevan ehdon täyttymistä sellaisen maan osalta, joka ei ole yritysoston kannalta merkittävä markkina-alue. Tarjouksen tekijän ei pääsääntöisesti tulisi vedota viranomaishyväksyntää koskevaan ehtoon, jos se ei kokonaisarvioinnin kannalta ole tarjousprosessin asianomaisessa vaiheessa olennainen ja siitä on mahdollista luopua.

Tarjouksen tekijälle on usein tärkeää saada kohdeyhtiö kokonaan haltuunsa, minkä vuoksi esimerkiksi 90 prosentin lunastusoikeusrajan saavuttaminen on usein tarjouksen toteuttamisen ehtona. Tarjouksen tekijä voi perua tarjouksen esimerkiksi, jos tarjouksen tekijä on asettanut tarjouksen toteuttamisen ehdoksi tietyn omistusoosuuden saavuttamisen kohdeyhtiössä tai tietyn kohdeyhtiön yhtiökokouksen päätöksen ja on selvää, ettei tällainen ehto tule täyttymään. Kun tarjous lisäksi tehdään tarjouksen tekijän saatavilla olevan tiedon perusteella, tarjouksen tekijä voi edellyttää, ettei

kohdeyhtiössä ole tapahtunut sellaista olennaista [haitallista](#) muutosta, josta tarjouksen tekijä ei ole ollut tietoinen tai joka muuten olennaisesti vaikuttaa tarjoukseen.

Jos tarjouksen toteuttamisen ehtona on ollut due diligence -tarkastuksen suorittaminen kohdeyhtiössä, tarjouksen tekijän ei tulisi vedota due diligence -ehtoon sellaisten seikkojen osalta, jotka ovat selvästi olleet tarjouksen tekijän tiedossa jo tarjousta tehtäessä. [Katso tästä myöskin Fivan MOK ostotarjouksista 4.3 \(15\).](#)

Ehtoon vetoaminen edellyttäisi lähtökohtaisesti, että tarjouksen julkistamisen jälkeen suoritettavassa due diligence -tarkastuksessa tai muuten paljastuu sellaisia seikkoja, jotka eivät ole olleet tarjouksen tekijän tiedossa tarjouksen ehtoja laadittaessa ja joilla on olennainen merkitys tarjouksen tekijälle suunnitellun yritystalon kannalta.

Mikäli julkinen ostotarjous toteutetaan yhteisymmärryksessä kohdeyhtiön hallituksen kanssa, on mahdollista, että tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiö laativat erityisen yhdistymis- tai transaktiosopimuksen. Osapuolille voi olla tärkeää, että tarjous toteutetaan kyseisen sopimuksen mukaisesti ja vain, mikäli osapuolet ovat edelleen yhteisymmärryksessä tarjouksen toteutumisajankohtana. Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen voimassaolo on siten usein asetettu ehdoksi tarjouksen toteuttamiselle. Kohdeyhtiö antaa usein yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa tavanomaisia vakuutuksia kohdeyhtiöstä ja sen liiketoiminnasta. Tällaisten vakuutusten vähäpätöistä tai epäolennaista rikkomusta ei yleensä katsota sellaiseksi seikaksi, joka oikeuttaa tarjouksen tekijän vetäytymään tarjouksesta yhdistymis- tai transaktiosopimuksen mahdollisen irtisanomisen tai päättymisen johdosta.

Rahoituksen ehdollisuuteen vetoaminen edellyttää, että rahoituksen saatavuus on asetettu nimenomaisesti tarjouksen toteuttamisen ehdoksi. ~~Rahoituksen saatavuutta ei voida asettaa tarjouksen toteuttamisen ehdoksi, mikäli tarjouksen rahoitus ei ole ehdollinen.~~ [Tarjouksen tekijä ei voi vedota sellaiseen rahoituksen saatavuutta koskevaan ehtoon, joka on tarjouksen tekijän kontrollissa \(AML 11:8\).](#)

6VI. TARJOUKSEN JÄLKEISET TOIMENPITEET

SUOSITUS 13 – AIKOMUS HANKKIA KOHDEYHTIÖN LOPUT ARVOPAPERIT

Johdanto

Tarjousajan päätyttyä tarjouksen tekijän on viipymättä julkistettava tarjouksen tulos arvopaperimarkkinalain määräysten mukaisesti. Jos tarjous on ollut ehdollinen, samalla on ilmoitettava, toteuttaako tarjouksen tekijä tarjouksen (AML 11:18). Tarjouksen tekijän on myös mahdollista jatkaa tarjousaikaa sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä vahvistaa toteuttavansa tarjouksen ja tarjous muuttuu ehdottomaksi. Tämä mahdollistaa tarjouksen tekijälle lisäosakkeiden hankkimisen markkinoilta sekä jäljelle jääneille osakkeenomistajille tilaisuuden hyväksyä tarjous vielä sen jälkeen, kun tarjouksen toteuttaminen on vahvistunut ja tarjouksen ensimmäiset toteutuskaupat on jo tehty. Katso myös Fivan MOK ostotarjouksista 5.3.2 (32).

Tarjouksen tekijä voi tarjousajan päätyttyä myös muuten pyrkiä hankkimaan markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita omistusosuuttaan kasvattaakseen. Markkinoiden avoimuuden turvaamiseksi tarjouksen tekijän tulisi julkistaa tällaiset aikomuksensa.

Tarjouksen tekijän tarkoituksena on usein saada omistusoikeus kaikkiin kohdeyhtiön osakkeisiin, poistaa yhtiön arvopaperit julkisesta kaupankäynnistä sekä integroida kohdeyhtiön liiketoiminta tai ryhtyä muihin kohdeyhtiötä ja sen liiketoimintaa koskeviin haltuunotto toimiin. Haltuunottoimenpiteet eivät saa loukata vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia.

Ostotarjouksessa harvoin saavutetaan 100 prosentin hyväksymisastetta, minkä vuoksi tarjouksen tekijä pyrkii usein saamaan tarjouksen avulla omistukseensa ensin vähintään 90 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä tarjouksen avulla ja tämän jälkeen hankkimaan loput osakkeet osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä.

Osakeyhtiölain mukaan osakkeenomistajalla, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa (9/10) yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä (lunastaja), on oikeus käyvästä hinnasta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osake voidaan lunastaa, on oikeus vaatia osakkeensa lunastamista (OYL 18:1). Sekä tarjouksen tekijällä että vähemmistöosakkeenomistajilla on siis oikeus, mutta ei velvollisuutta, vaatia lunastusta. Lunastusoikeus liittyy vain kohdeyhtiön osakkeisiin, mutta ei muihin kohdeyhtiön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin.

~~Tarjousajan päätyttyä tarjouksen tekijän on viipymättä julkistettava tarjouksen tulos arvopaperimarkkinalain määräysten mukaisesti. Jos tarjous on ollut ehdollinen, samalla on ilmoitettava, toteuttaako tarjouksen tekijä tarjouksen (AML 11:18).~~

~~Tarjouksen tekijän on myös mahdollista jatkaa tarjousaikaa sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä vahvistaa toteuttavansa tarjouksen ja tarjous muuttuu ehdottomaksi. Tämä mahdollistaa tarjouksen tekijälle lisäosakkeiden hankkimisen markkinoilta sekä jäljelle jääneille osakkeenomistajille tilaisuuden hyväksyä tarjous vielä sen jälkeen, kun tarjouksen toteuttaminen on vahvistunut ja tarjouksen ensimmäiset toteutuskaupat on jo tehty. **Katso tästä** myös Fivan MOK ostotarjouksista 5.3.2 (32).~~

~~Tarjouksen tekijä voi tarjousajan päätyttyä myös muuten pyrkiä hankkimaan markkinoilta lisää kohdeyhtiön arvopapereita omistusosuuttaan kasvattaakseen. Markkinoiden avoimuuden turvaamiseksi tarjouksen tekijän tulisi julkistaa tällaiset aikomuksensa.~~

Suositus 13

Tarjouksen tekijä saattaa harkita sulautumista mahdollisena vaihtoehtoisena toimintamallina tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä ei saa julkisen ostotarjouksen kautta haltuunsa yli yhdeksää kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Osakeyhtiö voi sulautua toiseen osakeyhtiöön, jolloin sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle

yhtiölle ja sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat sulautumisvastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita. Sulautumisvastike saa olla myös rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia (OYL 16:1). Yleensä lähtökohtana sulautumisessa on yhdenvertaisuusperiaate ottaen huomioon, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat voivat halutessaan jatkaa vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina. Mikäli ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin tarjouksen tekijän osakkeita, tähän tulee olla perusteltu syy.

SUOSITUS 14 – AIKOMUS HANKKIA KOHDEYHTIÖN LOPUT ARVOPAPERIT

Tarjouksen tekijän on jo julkista ostotarjousta koskevassa tarjousasiakirjassa ilmoitettava mahdollisesta aikomuksestaan vaatia osakeyhtiölain mukaista vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta. Tarjouksen tekijän on ostotarjouksen tulosta koskevassa tiedotteessaan julkistettava aikomuksensa käynnistää osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely tai ~~ostaa markkinoilta hankkia muutoin~~ lisää kohdeyhtiön arvopapereita. Mikäli tarjouksen tekijä on ilmoittanut aikovansa käynnistää osakeyhtiölain mukaisen lunastusmenettelyn, tarjouksen tekijän tulee vaatia lunastusta ilman aiheutonta viivytystä sen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on saanut haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä.

Perustelut

Suosituksen perustelut

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo lunastaa kohdeyhtiön muiden osakkeenomistajien osakkeet saatuaan omistukseensa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa (9/10) yhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, tarjouksen tekijän tulee ilmoittaa tästä aikomuksestaan jo tarjousasiakirjassa.

Sekä vähemmistöosakkeenomistaja että tarjouksen tekijä voi osaltaan vaatia osakeyhtiölain mukaista vähemmistöosakkeiden lunastusta ja käynnistää lunastusmenettelyn. Tarjouksen tekijä voi vaatia kaikkien vähemmistöosakkeenomistajien osakkeiden lunastusta samassa menettelyssä. On yleensä tarkoituksenmukaista, että tarjouksen tekijä käynnistää lunastusmenettelyn ja että kaikkien jäljellä olevien vähemmistöosakkeiden lunastus käsitellään samassa menettelyssä.

Mikäli tarjouksen tekijä on saanut julkisen ostotarjouksen kautta tai muuten ostotarjouksen yhteydessä haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä, ja tarjouksen tekijä aikoo aloittaa osakeyhtiölain mukaisen vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyn, tieto tulevasta lunastusmenettelystä tulee sisällyttää tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen.

Jos tarjouksen tekijä on päättänyt ~~ostaa hankkia muutoin~~ lisää kohdeyhtiön arvopapereita ~~markkinoilta~~ tarjousajan päättymisen jälkeen esimerkiksi käynnistämällä jälkikäteisen tarjousajan, tekemällä hankintoja markkinoilta tai ryhtymällä muihin järjestelyihin kohdeyhtiön arvopapereiden hankkimiseksi, myös tieto tällaisesta aikomuksesta tulee sisällyttää tarjouksen tulosta koskevaan tiedotteeseen.

SUOSITUS ~~14-15~~ - HALTUUNOTTOTOIMENPITEET

Johdanto

~~Julkisen ostotarjouksen tekijän tarkoituksena on yleensä saada haltuunsa kohdeyhtiön koko osakekanta ja muut osakkeisiin oikeuttavat arvopaperit ja poistaa yhtiön arvopaperit julkisesta kaupan käynnistä sekä integroida kohdeyhtiön liiketoiminta tai ryhtyä muihin kohdeyhtiötä ja sen liiketoimintaa koskeviin haltuunottoimiin. Haltuunottotoimenpiteet eivät saa loukata vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksia.~~

Tarjouksen tekijä saattaa harkita sulautumista mahdollisena vaihtoehtoisena toimintamallina tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä ei saa julkisen ostotarjouksen kautta haltuunsa yli yhdeksää kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Osakeyhtiö voi sulautua toiseen osakeyhtiöön, jolloin sulautuvan yhtiön varat ja velat siirtyvät vastaanottavalle yhtiölle ja sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat sulautumisvastikkeena vastaanottavan yhtiön

osakkeita. Sulautumisvastike saa olla myös rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia (OYL 16:1). Yleensä lähtökohtana sulautumisessa on yhdenvertaisuusperiaate ottaen huomioon, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajat voivat halutessaan jatkaa vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajina. Mikäli ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin tarjouksen tekijän osakkeita, tähän tulee olla perusteltu syy.

Suositus 14

Mikäli tarjouksen tekijän tarkoituksena on ostotarjouksen yhteydessä yhdistää kohdeyhtiö tarjouksen tekijään sulautumisen kautta tai toteuttaa kohdeyhtiötä koskevia muita vastaavia yritysjärjestelyjä, tästä on mainittava, kun tarjouksen tekijä julkistaa tarjousasiakirjassa suunnitelmiaan kohdeyhtiön toiminnan jatkamisesta.

Jos sulautumisessa on tarkoitus tarjota muuta vastiketta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita, tästä on mainittava tarjousasiakirjassa.

Perustelut

Suosituksen perustelut

Integraatio- ja muut haltuunottoimenpiteet toteutetaan usein julkisten ostotarjousten toteuttamisen jälkeen, kun tarjouksen tekijä on varmistanut saavansa kohdeyhtiön koko osakekannan omistukseensa. On kuitenkin mahdollista, että tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä toteutetaan liiketoimia myös silloin, kun tarjouksen tekijä ei omista kohdeyhtiön koko osakekantaa. Kohdeyhtiö on kuitenkin tarjouksen tekijästä erillinen yhtiö, ja sen toiminnassa on jatkuvasti noudatettava osakeyhtiölain [ja niin kauan kuin yhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena myös arvopaperimarkkinainsäädännön](#) vaatimuksia. Tarjouksen tekijän saatua määräysvallan kohdeyhtiössä kohdeyhtiön hallituksen on syytä varmistaa, ettei liiketoimilla tuoteta epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle kohdeyhtiön tai sen muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Ostotarjoustilanteissa on tärkeää erityisesti kiinnittää huomiota siihen, että tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä toteutettavat liiketoimet täyttävät osakeyhtiölain yleisperiaatteiden vaatimukset [sekä lähipiiritoimia koskevat osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain vaatimukset](#). ~~Niin kauan kuin tarjouksen tekijä ei omista yhtiön koko osakekantaa, on erityisen tärkeää varmistua osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumisesta.~~

[Suositusta sovelletaan tilanteissa, joissa tarjouksen tekijä ei omista kohdeyhtiön koko osakekantaa. Arvopaperimarkkinalaissa säädettyä hyvitysvelvollisuutta \(AML 11:25\) vastaavasti suositus kattaa haltuunottoimenpiteet, jotka on tarkoitus toteuttaa yhdeksän kuukauden kuluessa ostotarjouksen päättymisestä. Tämän jälkeenkin on erityisen tärkeää varmistua osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumisesta niin kauan kuin tarjouksen tekijä ei omista yhtiön koko osakekantaa.](#)

Tarjouksen toteuttamisen ehdoksi asetetaan usein se, että tarjouksen tekijä saa haltuunsa yli yhdeksän kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä, jotta tarjouksen tekijä voi lunastaa vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet ja hallita kohdeyhtiötä ainoana osakkeenomistajana. Voi kuitenkin olla mahdollista yhdistää kohdeyhtiö tarjouksen tekijään, vaikka tarjouksen tekijä ei olisi saanut kohdeyhtiön koko osakekantaa haltuunsa. Mikäli tarjouksen tekijä on esimerkiksi saanut haltuunsa yli kaksi kolmasosaa (2/3) kohdeyhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, tarjouksen tekijällä on yleensä hallussaan riittävä enemmistö päättämään kohdeyhtiön sulauttamisesta tarjouksen tekijään. Tarjouksen tekijä saattaa harkita sulautumista mahdollisena vaihtoehtoisena toimintamallina tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä ei saa julkisen ostotarjouksen kautta haltuunsa yli yhdeksää kymmenesosaa (9/10) kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamasta äänimäärästä. Mikäli tarjouksen tekijän tarkoituksena on sulauttaa kohdeyhtiö itseensä tällaisessa tapauksessa, tieto tästä tulisi julkistaa tarjousasiakirjassa. Tarjousasiakirjassa on myös syytä kuvata sulautumisvastikkeen määrää ja laatua, jos se on mahdollista.

Jos ostotarjousta seuraavassa sulautumisessa tarjotaan vastikkeena muuta kuin vastaanottavan yhtiön osakkeita, tähän tulisi olla erityinen syy. [Erityisen syyn olemassaolosta on yleensä perusteltua pyytää ostotarjouslautakunnan lausunto.](#) Tällainen [erityinen](#) syy voi esimerkiksi perustua yhtiön liiketoiminnan edellytyksiin tai omistusrakenteen myötä saataviin synergioihin. Jos muulla vastikkeella pyritään esimerkiksi estämään tiettyjä osakkeenomistajia pääsemästä vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajiksi, menettely voi olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastaista. Osakeyhtiölain esitöistä (HE 109/2005, s. 146) ilmenevällä tavalla rahavastikkeen käyttö saattaa olla tarpeen myös esimerkiksi siltä osin, kuin osakkeiden vaihtosuhte muuten johtaisi murto-osaisten osakkeiden antamiseen. Osakkeiden vaihtosuhdetta ei ilman perusteltua syytä saa asettaa sellaiseksi, että sulautumisessa pienen osakkeenomistajat saisivat pelkän rahavastikkeen suurempien osakkeenomistajien saadessa pääosin osakevastikkeen.

VII. SULAUTUMINEN

Yritysjärjestelyn toteuttamiselle on usein erilaisia vaihtoehtoisia toteutustapoja. Erityisesti sulautuminen voi sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta johtaa samaan taloudelliseen lopputulokseen kuin ostotarjous, jossa vastikkeena tarjotaan tarjouksen tekijän osakkeita.

Sulautumisiin ja ostotarjouksiin sovelletaan pääosin eri säännöksiä ja niitä koskevat prosessit eroavat toisistaan. Toisin kuin ostotarjous, sulautuminen edellyttää aina sulautuvan yhtiön hallituksen myötävaikutusta. Hallituksen roolia arvioidaan sulautumisissa ostotarjousten tavoin yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa asettaen lähtökohdaksi yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu.

Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien asemaa suojataan mm. osakeyhtiölain 1 luvun yleisten periaatteiden ja 16 luvun sulautumisprosessia koskevien säännösten kautta sekä sulautumista vastaan äänestävän osakkeenomistajan oikeudella vaatia osakkeidensa lunastusta. Vastaanottavalle yhtiölle ei ole osakeyhtiölaissa säädetty arvopaperimarkkinalain 11:7:ää vastaavaa velvoitetta kohdella sulautuvan yhtiön osakkeenomistajia tasapuolisesti. Osakeyhtiölain yleisiin periaatteisiin sisältyvä osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden periaate ei yleensä ulotu esimerkiksi vastaanottavan yhtiön ennen sulautumissuunnitelman julkistamista tekemiin sulautuvan yhtiön osakehankintoihin.

Osakeyhtiölaissa ei myöskään säädetä sulautumisvastikkeesta yhtä yksityiskohtaisesti kuin tarjousvastikkeesta säädetään arvopaperimarkkinalain 11 luvussa. Sulautuvan yhtiön hallituksen velvollisuutena on varmistaa, että sulautumisvastike on yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukainen.

SUOSITUS 16 – SULAUTUMINEN

Ostotarjouskoodin suosituksia 1-4 ja 6-13 sovelletaan soveltuvin osin myös sulautumiseen, jossa sulautuva yhtiö on suomalainen osakeyhtiö, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai yhtiön suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Vastaanottavaan yhtiöön sovelletaan tällöin tarjouksen tekijää koskevia suosituksia ja sulautuvaan yhtiöön kohdeyhtiötä koskevia suosituksia.

Vastaanottavan yhtiön ja sulautuvan yhtiön on sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä ilmoitettava, ovatko ne sitoutuneet noudattamaan ostotarjouskoodia ja jolleivät ole, perustelut sille, mikseivät ole sitoutuneet.

Vastaanottava yhtiö ei saa asettaa sulautuvan yhtiön osakkeiden tai osakkeisiin oikeuttavien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan.

Vastaanottavan yhtiön on sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä julkistettava tiedot vastaanottavan yhtiön tai tämän kanssa arvopaperimarkkinalain 11:5:ssä tarkoitetulla tavalla yksissä tuumin toimivan henkilön sulautumissuunnitelman allekirjoittamista edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkimista kohdeyhtiön osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista sekä niistä maksetuista vastikkeista. Vastaanottavan yhtiön on myös julkistettava vastaavat tiedot arvopapereista, jotka vastaanottava yhtiö tai tämän kanssa arvopaperimarkkinalain 11:5:ssä tarkoitetulla tavalla yksissä tuumin toimiva henkilö hankkii sulautumissuunnitelman julkistamisen jälkeen ja ennen sulautumisesta päättävää sulautuvan yhtiön yhtiökokousta.

Sulautuvan yhtiön hallituksen on sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä esitettävä perusteltu arvio vastaanottavan yhtiön mahdollisesti julkistamista sulautumiseen liittyvistä strategisista suunnitelmista. Lisäksi sulautuvan yhtiön hallituksen on julkistettava hallituksen tiedossa olevat hallituksen jäsenten esteellisyydet ja olennaiset sidonnaisuudet vastaanottavaan yhtiöön tai sulautumiseen sekä se, miten nämä on otettu huomioon hallituksen arvioidessa sulautumista, ketkä hallituksen jäsenet ovat osallistuneet sulautumisen käsittelyyn sekä ovatko vain ne hallituksen jäsenet, joilla ei ole edellä mainittuja sidonnaisuuksia, valmistelleet sulautumiseen liittyviä hallituksen toimenpiteitä. Mikäli sulautuvan yhtiön hallituksen kanta sulautumissuunnitelmaan ei ole yksimielinen, tämä tulee mainita sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä.

Suosituksen perustelut

(a) Ostotarjouskoodin soveltaminen sulautumisiin

Ostotarjouskoodin suosituksissa käsitellään laajasti kohdeyhtiön hallituksen velvoitteita sekä hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien aseman turvaamiseksi ja hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseksi ostotarjouskoodin suositukset on katsottu tarpeelliseksi ulottaa koskemaan myös sulautumisia. Suosituksia sovelletaan jäljempänä kuvatulla tavalla soveltuvin osin. Sulautumis- ja ostotarjousprosessien eroista johtuen sulautumisiin ei sovelleta kohdeyhtiön hallituksen lausuntoa koskevaa suositusta 5 eikä haltuunotto-toimenpiteitä koskevia suosituksia 14 ja 15.

Suositusta sovelletaan osakeyhtiölain 16 luvussa tarkoitettuihin sulautumisiin ja rajat ylittäviin sulautumisiin silloin, kun sulautuva yhtiö on suomalainen osakeyhtiö. Koodin suosituksia sovellettaessa vastaanottava yhtiö rinnastetaan tarjouksen tekijään, sulautuva yhtiö kohdeyhtiöön ja tarjouksen julkistaminen sulautumissuunnitelman julkistamiseen.

Hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden näkökulmasta suositusten 2–4 ja 6–8 mukainen toiminta on usein perusteltua myös vastaanottavassa yhtiössä. Esimerkiksi suosituksessa 3 esitetty kielto sitoutua yhtiön ja hallituksen toimintamahdollisuuksia rajoittaviin sopimusjärjestelyihin

ja suosituksessa 4 kuvatut esteellisyyteen ja muihin sidonnaisuuksiin liittyvät seikat ovat usein relevantteja myös vastaanottavana yhtiönä olevan suomalaisen osakeyhtiön osalta. Edellä mainittujen suositusten soveltaminen sulautumisen molempiin osapuoliin voi olla tarpeen myös siitä syystä, että sulautumisneuvottelujen alkuvaiheessa ei aina välttämättä ole tiedossa, kumpi yhtiöistä lopulta tulee olemaan sulautuva ja kumpi vastaanottava yhtiö. Ratkaisuun siitä, kumpi sulautumiseen osallistuvista yhtiöistä on sulautuva ja kumpi vastaanottava yhtiö, voivat vaikuttaa esimerkiksi kirjanpitoon ja verotukseen liittyvät syyt. Samasta syystä myös sulautuvan yhtiön voi olla perusteltua varmistua osaltaan sulautumisen toteutumismahdollisuuksista.

Kombinaatiosulautumisen luonteen vuoksi suositus ei kaikilta osin sovellu kombinaatiosulautumisiin. Ostotarjouskoodia sovelletaan kombinaatiosulautumisessa lähtökohtaisesti vain sulautuviin yhtiöihin. Sulautuvissa yhtiöissä hallituksen jäsenten esteellisyyttä ja sidonnaisuuksia arvioidaan suhteessa toiseen sulautuvaan yhtiöön.

Ostotarjouskoodin noudattaminen perustuu noudata tai selitä -periaatteeseen. Siksi vastaanottavan yhtiön ja sulautuvan yhtiön on sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä julkistettava tieto koodin noudattamisesta tai perusteltava koodista poikkeaminen. Yleensä vastaanottava yhtiö ja sulautuva yhtiö allekirjoittavat sulautumissuunnitelman kanssa samanaikaisesti yhdistymis-/transaktiosopimuksen. Sulautumisen olennaiset ehdot käytännössä sovitaan yhdistymis-/transaktiosopimuksessa myös silloin, jos se allekirjoitetaan ennen varsinaisen sulautumissuunnitelman allekirjoittamista. Niissä tilanteissa, joissa yhdistymis-/transaktiosopimus allekirjoitetaan ennen sulautumissuunnitelman allekirjoittamista, sulautumissuunnitelman julkistamisella viitataan yhdistymis-/transaktiosopimuksen allekirjoittamisen yhteydessä tapahtuvaan sulautumisen olennaisten ehtojen julkistamiseen.

Jotta sulautumisen osapuolina olevien yhtiöiden arvopapereiden hinnanmuodostus ei häiriintyisi, on tärkeää, että sulautumissuunnitelman tai yhdistymis-/transaktiosopimuksen julkistamisen yhteydessä julkistetaan sulautumisen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset arvopaperien arvoon vaikuttavat seikat. Ostotarjouskoodin suosituksissa julkistettaviksi edellytetyt tiedot ei ole kuitenkaan tarpeen sisällyttää itse sulautumissuunnitelmaan, jonka sisällöstä säädetään osakeyhtiölaissa.

(b) Vastaanottavaa yhtiötä koskevat suositukset

Osakeyhtiölain vaatimus osakkeenomistajien yhdenvertaisesta kohtelusta (OYL 1:7) koskee sulautuvassa yhtiössä vain yhtiökokouksen, hallituksen ja toimitusjohtajan sekä mahdollisen hallintoneuvoston päätöksiä ja toimenpiteitä. Sen sijaan vastaanottavan yhtiön ja sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien välisiin sopimuksiin ja oikeustoimiin yhdenvertaisen kohtelun vaatimusta ei lähtökohtaisesti sovelleta. Siksi suosituksessa on kielletty vastaanottavaa yhtiötä asettamasta sulautuvan yhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan. Suositus vastaa sisällöltään arvopaperimarkkinalain säännöstä kohdeyhtiön arvopaperien haltijoiden tasapuolisesta kohtelusta (AML 11:7) ja sitä sovellettaessa voidaan noudattaa arvopaperimarkkinalain 11:7:n soveltamisessa vakiintuneita tulkintoja.

Tasapuolisen kohtelun toteutumista arvioitaessa otetaan huomioon myös vastaanottavan yhtiön ja sulautuvan yhtiön osakkeenomistajien väliset sulautumisprosessin ulkopuoliset sopimukset ja järjestelyt, jos niillä on yhteys sulautumiseen. Vaatimus tasapuolisesta kohtelusta edellyttää käytännössä muun muassa, ettei vastaanottava yhtiö hanki sulautuvan yhtiön arvopapereita sulautumismenettelyn ulkopuolella sulautumisvastiketta paremmin ehdoin yksittäisiltä arvopaperien haltijoilta. Paremmin ehdoin tapahtuvaksi hankinnaksi ei katsota sulautumista vastaan äänestäneen osakkeenomistajan osakkeiden hankintaa osakeyhtiölain 16:13:n mukaisessa lunastusmenettelyssä tai muutoin edellyttäen, että vastaanottava yhtiö ei ole tarjoutunut hankkimaan osakkeita sulautumisvastiketta paremmin ehdoin. Vastaanottava yhtiö ei saa myöskään kiertää tasapuolisen kohtelun vaatimusta toteuttamalla hankintoja esimerkiksi määräysvallassaan olevan yhtiön tai muun arvopaperimarkkinalain 11:5:ssä tarkoitetun yksissä tuumin toimivan henkilön avustuksella. Suosituksen mukaisen tasapuolisen kohtelun vaatimuksen toteutumisesta on mahdollista pyytää myös ostotarjouslautakunnan lausunto.

Tasapuolisen kohtelun vaatimuksen merkitys korostuu osin myös siksi, että sulautumisiin ei sovelleta arvopaperimarkkinalain säännöksiä ostotarjouksen hinnoittelusta (AML 11:23-25), vaan sulautumisvastike määritellään vastaanottavan yhtiön ja sulautuvan yhtiön hallitusten allekirjoittamassa sulautumissuunnitelmassa. Jotta sulautuvan yhtiön osakkeenomistajilla olisi käytettävissään riittävät tiedot sulautumisvastikkeen arvioimiseksi, vastaanottavan yhtiön on suosituksen mukaan julkistettava tiedot sen tai sen kanssa yksissä tuumin toimivien henkilöiden mahdollisesti hankkimista kohdeyhtiön arvopapereista ja niistä maksetuista vastikkeista. Julkistamisvaatimus koskee hankintoja, jotka on tehty kuuden kuukauden sisällä ennen sulautumissuunnitelman julkistamista sekä sulautumissuunnitelman julkistamisen ja sulautumisesta päättävän yhtiökokouksen välisenä aikana. Tiedot ennen sulautumissuunnitelman julkistamista tehdyistä hankinnoista julkistetaan sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä. Sulautumissuunnitelman julkistamisen jälkeen tehtyjä hankintoja koskevat tiedot tulisi julkistaa ennen kuin ilmoittautumisaika ja mahdollinen ennakkoäänestys sulautumisesta päättävään yhtiökokoukseen päättyy tai, jos hankinta tehdään tämän jälkeen, viipymättä.

Vaikka sulautumisen ulkopuolella tehtyjen kauppojen julkistamisvaatimus päättyykin sulautumisesta päättävään sulautuvan yhtiön yhtiökokoukseen, tasapuolisen kohtelun vaatimus koskee vastaanottavaa yhtiötä myös yhtiökokouksen jälkeen aina siihen saakka, kunnes sulautuminen on pantu täytäntöön ja vastaanottava yhtiö on lunastanut mahdolliset lunastusta vaatineiden osakkeenomistajien osakkeet. Sulautumissuunnitelmassa tai mahdollisessa vastaanottavan ja sulautuvan yhtiön välisessä yhdistymis-/transaktiosopimuksessa on myös mahdollista rajoittaa sulautumismenettelyn ulkopuolella tehtäviä hankintoja tai kieltää ne kokonaan. Tämä on perusteltua myös siitä näkökohdasta, että suositus ei luo arvopaperimarkkinalain säännöksiä vastaavaa korotus- tai hyvitysvelvollisuutta niissä tilanteissa, joissa vastaanottava yhtiö on hankkinut sulautuvan yhtiön arvopapereita sulautumisvastiketta paremmin ehdoin.

Suosituksen 1 perusteella vastaanottavalla yhtiöllä on velvollisuus varmistautua sulautumisen toteutumismahdollisuuksista ennen sulautumissuunnitelman julkistamista. Toteutumismahdollisuuksien varmistaminen koskee erityisesti sulautumisvastikkeesta varmistautumista, vaikka arvopaperimarkkinalaki ei sitä sulautumisissa edellytäkään. Suosituksen perusteluissa on kuvattu tarkemmin, mitä arvopaperivastikkeen suorittamisesta varmistautuminen edellyttää. Sulautumisvastikkeesta varmistautuminen kattaa myös sen, että vastaanottava yhtiö varmistautuu kohtuullisella varmuudella mahdollisen sulautumista vastaan äänestäneiden osakkeenomistajien osakkeiden lunastuksen rahoituksesta. Osana tätä varmistautumista sulautumiseen osallistuvat yhtiöt voivat myös sopia ehdosta, jonka mukaan osapuolilla ei ole velvollisuutta toteuttaa sulautumista, jos sulautuminen johtaisi siihen, että vähemmistöosakkeita olisi lunastettava suuremmalla summalla tai suurempi määrä kuin mihin osapuolet ovat varautuneet. Sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä vastaanottavan yhtiön tulisi julkistaa soveltuvin osin **suosituksen 11** mukaiset tiedot. Sulautumiseen voi kuitenkin liittyä sopimuksia esimerkiksi erilaisista pääomajärjestelyistä sekä sulautuvassa että vastaanottavassa yhtiössä tai vastaanottavan yhtiön hallintoon sulautumisen jälkeen liittyvistä seikoista, kuten hallituspaikoista, ylimpään johtoon kuuluvien henkilöiden nimityksistä, yhdistyneen yhtiön nimestä tai pääkonttorin sijainnista. Sulautumisvastikkeen ilmentämän laskennallisen preemion sijaan voi siksi olla tarkoituksenmukaisempaa antaa tieto sulautumiseen osallistuvien yhtiöiden suhteellista arvostusta heijastavasta vaihtosuhteesta ja yhtiöiden osakkeenomistajien saamasta osuudesta yhdistyneestä yhtiöstä. Myös tiedot vastaanottavan yhtiön hallintoon sulautumisen jälkeen liittyvistä seikoista on yleensä perusteltua julkistaa.

Sulautumisissa osapuolten oikeus vedota sulautumisen täytäntöönpanolle asetettuun ehtoon määritellään osapuolten välillä sulautumissuunnitelmassa ja sen allekirjoittamisen yhteydessä mahdollisesti solmitussa yhdistymis- tai transaktiosopimuksessa, eikä sulautumisen täytäntöönpanolle asetettuihin ehtoihin sovelleta Finanssivalvonnan suositusta, jonka mukaan tarjouksen tekijän ei tulisi vedota tarjouksen toteuttamiselle asetettuun ehtoon, ellei ehdon toteutumatta jäämisellä ole olennaista merkitystä tarjouksen tekijälle. Jos vastaanottava yhtiö vetoaa sulautumisen täytäntöönpanolle asetettuun ehtoon ja jättää sulautumisen toteuttamatta, peruste tällaiselle päätökselle tulee julkistaa **suosituksen 13** mukaisesti.

(c) Sulautuvaa yhtiötä koskevat suositukset

Toisin kuin ostotarjous, sulautuminen edellyttää aina sulautuvan yhtiön hallituksen myötävaikutusta. Sulautuvan yhtiön hallituksen roolia ja velvollisuuksia arvioidaan sulautumisissakin yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden valossa asettaen lähtökohdaksi yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu.

Sulautuvan yhtiön hallituksella on **suosituksen 2** mukaisesti velvollisuus käsitellä sulautumista koskeva yhteydenotto ja, jos hallitus arvioi yhteydenoton vakavaksi, arvioida millaisia toimenpiteitä osakkeenomistajien ja yhtiön etujen turvaaminen edellyttää. Jos hallitus päätyy arvioinnissaan siihen, että sulautuminen on osakkeenomistajien edun mukainen vaihtoehto, hallituksen tulee ryhtyä sellaisiin toimenpiteisiin, jotka ovat tarpeen mahdollisimman hyvän järjestelyn aikaansaamiseksi. Hallituksen arvioon osakkeenomistajien edusta voi vaikuttaa myös se, ovatko vastikearvopaperit kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai onko ne sulautumisen yhteydessä aikomus hakea kaupankäynnin kohteeksi. Hallituksella ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta toimia yhteistyössä vastaanottavan yhtiön kanssa, mikäli se ei pidä ehdotettua sulautumista vakavasti otettavana ja osakkeenomistajien edun mukaisena. Sulautumisiin ei sovelleta arvopaperimarkkinalain 11:14:n säännöstä hallituksen velvollisuudesta siirtää yhtiökokouksen käsiteltäväksi toimet ja järjestelyt, jotka saattavat **estää tai olennaisesti vaikeuttaa** tarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumisen. Due diligence -tarkastuksen sallimiseen ja sen tekemiseen vastaanottavassa yhtiössä sovelletaan **suosituksia 6 ja 7**.

Suosituksista 3 sovelletaan sulautumissuunnitelmaa koskeviin neuvotteluihin sekä sulautumissuunnitelman yhteydessä mahdollisesti allekirjoitettavaan yhdistymis-/transaktiosopimukseen. Osakkeenomistajien etu tavallisesti edellyttää, että ennen sulautumissuunnitelman allekirjoittamista sulautuvan yhtiön hallitus kartoittaa myös yhtiön muita vaihtoehtoja ja on lähtökohtaisesti vapaa toimimaan, mikäli hallitus saa yhteydenoton kilpailevalta tarjouksen tekijältä. Sulautumissuunnitelman allekirjoittaminen on itsessään lakisääteinen osa sulautumisprosessia. Hallituksen on huolehdittava siitä, että sulautumissuunnitelma tai sen yhteydessä mahdollisesti allekirjoitettava yhdistymis-/transaktiosopimus ei estä hallitusta toimimasta osakkeenomistajien edun mukaisesti esimerkiksi kilpailevan tarjouksen tai sitä koskevan ehdotuksen tilanteessa tai olosuhteiden muuten olennaisesti muuttuessa. Sulautuvan yhtiön hallituksen ei tule ilman perusteltua syytä tehdä yhtiön puolesta sellaisia sitoumuksia, jotka rajoittavat osakkeenomistajien mahdollisuuksia päättää sulautumisesta yhtiökokouksessa. Sulautuvan yhtiön hallituksen sitoutumiseen irtaantumiskorvauksen (break-up fee) maksamiseen sovelletaan, mitä suosituksen 3 perusteluissa sanotaan.

Sulautuvan yhtiön hallituksella ei ole ostotarjoustilanteita vastaavaa velvollisuutta julkistaa lausuntoa tarjouksesta. Sulautuvan yhtiön hallituksen tulisi sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä kuitenkin käsitellä **suosituksen 5** perusteluissa kuvattuja seikkoja. Jos vastaanottava yhtiö julkistaa sulautumiseen liittyviä strategisia suunnitelmia, hallituksen tulisi esittää arvionsa näistä suunnitelmista sulautuvan yhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta ja suhteessa sulautuvan yhtiön omaan strategiaan. Hallituksen tulisi myös esittää arvionsa suunnitelmien todennäköisistä vaikutuksista sulautuvan yhtiön toimintaan ja työllisyyteen sulautuvassa yhtiössä. Hallitus voi myös tuoda esiin esimerkiksi, miten vastuullisuusnäkökulmat ovat vaikuttaneet hallituksen arvioon sulautumisesta. Rajat ylittävissä sulautumisissa arvio voidaan esittää osana hallituksen selvitystä sulautumisen todennäköisistä seurauksista. Jos sulautuvan yhtiön hallitus on pyytänyt sulautumisvastikkeesta ulkopuolisen neuvonantajan lausunnon (ns. fairness opinion), tällaiseen lausuntoon sovelletaan myös, mitä suosituksen 5 perusteluissa sanotaan.

Sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä esitetään myös tiedot hallituksen jäsenten esteellisyyksistä ja muista sidonnaisuuksista sekä tieto siitä, ketkä hallituksen jäsenet ovat osallistuneet sulautumisen käsittelyyn. Sulautuvan yhtiön hallituksen jäsenten esteellisyyteen ja muihin sulautumiseen liittyviin sidonnaisuuksiin sovelletaan, mitä **suosituksessa 4** ja sen perusteluissa sanotaan. Hallituksen jäsenen tai tämän työnantajatahon tai muun taustayhteisön antama sitoumus äänestää sulautumisen puolesta sulautuvan yhteisön yhtiökokouksessa rinnastuu tällöin annettuun sitoumukseen hyväksyä ostotarjous. Tilanteissa, joissa sitoumuksen on antanut hallituksen jäsenen työnantajataho tai muu taustayhteisö, tällainen sitoumus ei lähtökohtaisesti vaikuta sulautuvan yhtiön hallituksen jäsenen mahdollisuuksiin osallistua sulautumisen käsittelyyn sivuvaikutteista vapaana, jos tietoa mahdollisista kilpailevista tarjouksista ei ole. Jos hallituksen päätös sulautumissuunnitelman allekirjoittamisesta ei ole ollut yksimielinen, tieto siitä on myös esitettävä

sulautumissuunnitelman julkistamisen yhteydessä. Hallitus voi myös tapauskohtaisesti arvioida, onko eri mieltä olevien hallituksen jäsenten eriävä mielipide perusteluineen syytä julkistaa.

7. ~~MUITA~~ HUOMIOITA SÄÄNTELYN SOVELTAMISESTA

HUOMIOITA KOHDEYHTIÖN YHTIÖJÄRJESTYKSEEN PERUSTUVISTA MÄÄRÄYKSISTÄ

(a) Johdanto

Julkisen ostotarjouksen valmisteluun, ehtoihin ja toteuttamiseen saattavat vaikuttaa arvopaperimarkkinalain säännösten lisäksi myös erilaiset kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuvat määräykset.

Joidenkin suomalaisten pörssi-yhtiöiden yhtiöjärjestyksessä asetetaan tietyn omistusosuuden saavuttavalle osakkeenomistajalle velvollisuus lunastaa yhtiön muut osakkeet. Lunastusraja on yleensä yksi kolmasosa (1/3) ja puolet (1/2) yhtiön osakkeista tai osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Yhtiöjärjestyksessä on tyypillisesti yksityiskohtaiset määräykset lunastushinnasta ja lunastuksen yhteydessä noudatettavista menettelytavoista. Sekä lunastushintaa että menettelytapoja koskevat määräykset eroavat usein arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain vastaavista säännöksistä. Tämä aiheuttaa erilaisia käytännön ongelmia ja johtaa ylimääräiseen, lakisääteisistä lunastusmenettelyistä erilliseen tarjousprosessiin. [Joidenkin suomalaisten monenkeskisessä kaupan-käyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden yhtiöjärjestykseen puolestaan sisältyy määräyksiä, jotka mukailevat arvopaperimarkkinalain 11 luvun säännöksiä tarjousvelvollisuudesta.](#)

Pörssi-yhtiö voi sisällyttää yhtiöjärjestykseensä myös ostotarjousdirektiivin niin sanottuihin vapaaehtoisin artikloihin perustuvia määräyksiä. Ostotarjousdirektiivin mukaan sen 9 artiklan (kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen velvollisuudet) ja 11 artiklan (suojatoimenpiteiden kumoaminen) mukaisten määräysten voimaansaattaminen on jäsenvaltioiden harkinnassa. Jos jäsenvaltio ei ole saattanut kyseisiä artikloja voimaan kuuluu direktiivin nojalla kohdeyhtiölle kuitenkin aina itsenäinen mahdollisuus ottaa käyttöön nämä säännökset, jos yhtiökokous tekee tästä päätöksen (artikla 12(2)). Arvopaperimarkkinalain 11:14:n ja osakeyhtiölain säännösten on katsottava täyttävän artiklan 9 vaatimukset. Suomi ei ole saattanut voimaan artiklan 11 määräyksiä. Alla olevassa kommenttijaksossa b) kuvataan voimassaolevan lainsäädännön ja suositusten mukaista menettelyä, jolla suomalainen osakeyhtiö voisi halutessaan artiklan 12(2) edellyttämällä tavalla ottaa käyttöön ostotarjousdirektiivin 11 artiklan mukaisia tarkempia määräyksiä.

(b) ~~(a)~~ Yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain aikaisemmin voimassa olleiden säännösten mukainen tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuusraja oli kaksi kolmasosaa (2/3) kohdeyhtiön äänimäärästä. Kun tosiasiallinen määräysvalta voidaan saavuttaa pörssi-yhtiössä yleensä jo huomattavasti alhaisemmalla ääniosuudella, yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus katsottiin keinoksi suojata yhtiön vähemmistöomistajia tilanteessa, jossa yhtiön määräysvalta keskittyy tietyille taholle.

Nykyisin voimassa olevien arvopaperimarkkinalain säännösten mukaan osakkeenomistajalle syntyy velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous kaikista yhtiön osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista, mikäli osakkeenomistajan osuus yhtiössä kasvaa yli kolmen kymmenesosan (3/10) tai vaihtoehtoisesti yli puoleen (1/2) yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä (~~ks.~~ [katso](#) AML 11:19). Tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuusraja vastaa siten pitkälti yhtiöjärjestyksissä perinteisesti vahvistettuja lunastusrajoja. Tämä on vähentänyt tarvetta ylläpitää erillisiä lunastusvelvollisuutta koskevia yhtiöjärjestysmääräyksiä.

Arvopaperimarkkinalaki sisältää poikkeuksen tarjousvelvollisuudesta tilanteessa, jossa tarjousvelvollisuuden synnyttävä raja on saavutettu hankkimalla arvopaperit sellaisen julkisen ostotarjouksen kautta, joka on tehty kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista (~~ks.~~ [katso](#) AML 11:21). Tämä periaate vastaa ostotarjousdirektiivin määräyksiä. Yhtiöjärjestyksiin sisältyvät tyypilliset lunastusvelvollisuutta koskevat määräykset eivät sisällä tällaista poikkeusta. Yhtiöjärjestyksessä voidaan siten määrätä myös kaikista kohdeyhtiön arvopapereista tehdyn vapaaehtoisen ostotarjouksen jälkeen syntyvästä lunastusvelvollisuudesta.

Yhtiöjärjestyksestä aiheutuva lakisääteisistä prosesseista erillinen tai rinnakkainen prosessi aiheuttaa käytännön hankaluuksia ja epäselvyyttä, ei vähiten siksi, että yhtiöjärjestykseen sisältyvät lunastushintaa ja menettelytapoja koskevat määräykset eroavat usein arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain vastaavista määräyksistä. Yhtiöjärjestykseen sisältyvä lunastusmääräys voi myös aiheuttaa spekulatiivista kaupankäyntiä markkinoilla. [Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön yhtiöjärjestyksessä voi tulla tarpeettomaksi, jos yhtiön osakkeet haetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle.](#)

Yhtiöjärjestyksen lunastusmääräyksen aiheuttamien ongelmien vuoksi tarjouksen tekijät ovat monissa Suomessa toteutetuissa julkisissa ostotarjouksissa asettaneet vapaaehtoisin ostotarjouksen toteuttamisen ehdoksi, että lunastusvelvollisuutta koskeva määräys poistetaan kohdeyhtiön yhtiöjärjestyksestä yhtiökokouspäätöksellä ennen kuin omistusoikeus tarjouksessa tarjottuihin arvopapereihin siirtyy tarjouksen tekijälle. Mikäli tarjoukseen on sisällynyt tällainen ehto, kohdeyhtiön yhtiökokous on yleensä päättänyt lunastusvelvollisuutta koskevan määräyksen poistamisesta tarjouksen ehtojen mukaisesti, jolloin lunastusmääräys ei ole tuottanut yhtiön vähemmistöomistajille määräyksen alkuperäisen tarkoituksen mukaista suojaa.

Mikäli lunastusvelvollisuutta koskeva yhtiöjärjestyksessä määrätty katsotaan arvopaperimarkkinalain pakollisia ostotarjouksia koskevista säännöksistä huolimatta tarpeelliseksi, on hyvä, että yhtiöjärjestyksessä määrätty hinnoittelu sekä siinä säädetty menettelytavat vastaavat arvopaperimarkkinalain vastaavia säännöksiä. Menettely- ja hinnoittelusäännösten yhtenäisyys on omiaan vähentämään edellä kuvattuja käytännön ongelmia. ~~Pörssiyhtiöiden yhtiöjärjestyksiin~~ [Yhtiöjärjestyksiin](#) jo sisältyvien lunastuslausekkeiden osalta tällainen yhtenäistäminen edellyttää yhtiöjärjestyksen muutosta. Jo olemassa olevan lunastuslausekkeen muuttaminen tai poistaminen kokonaan yhtiöjärjestyksestä voi olla käytännössä vaikeaa, jos tällaisen lausekkeen muuttamiselle tai poistamiselle on [esimerkiksi](#) asetettu yhtiöjärjestyksessä erityisen korkea määränemmistövaatimus.

Mikäli yhtiöjärjestykseen perustuva lunastuslauseke ei vastaa arvopaperimarkkinalain säännöksiä edellä kuvatulla tavalla ja yhtiöjärjestyksen määräykset johtavat esimerkiksi korkeampaan hintaan kuin arvopaperimarkkinalain säännökset, tarjouksen tekijän tulee tehdä kaksi erillistä, mahdollisesti samanaikaisesti voimassa olevaa tarjousta, toinen arvopaperimarkkinalain ja toinen yhtiöjärjestyksen määräysten mukaisesti. Tarjouksen tekijän on selkeästi esitettävä tarjousten väliset erot tarjouksia koskevissa tarjousasiakirjoissa tai muussa tarjousdokumentaatioissa. Tilanteeseen saattavat tulla sovellettaviksi myös arvopaperimarkkinalain korotus- ja hyvitysvelvollisuutta koskevat säännökset (~~ks.~~ [katso](#) AML 11:25).

Mikäli tarjouksen tekijälle syntyy kohdeyhtiön yhtiöjärjestykseen perustuva lunastusvelvollisuus, yhtiöjärjestykseen perustuvan lunastustarjouksen yhteydessä on noudatettava julkisia ostotarjouksia koskevia säännöksiä soveltuvin osin ja yhtiöjärjestyksen määräykset huomioon ottaen.

[Katso Fivan MOK ostotarjouksista kohta 5.1 \(5\).](#)

[\(c\)](#) ~~(b)~~ Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan läpimurtolauseke

Ostotarjousdirektiivin valinnaisen 11 artiklan mukaan jäsenvaltioiden tulisi varmistaa, että tiettyjä osakkeiden luovutus- ja äänioikeusrajoituksia ei sovelleta julkisen ostotarjouksen tekijään tarjousaikana tai tarjouksen tekijän saatua tarjouksen perusteella haltuunsa vähintään kolme neljäsosaa (3/4) yhtiön äänioikeutetusta pääomasta. Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan mukaan tarjousaikana ei voida vedota sellaisiin arvopapereiden siirrettävyyttä koskeviin rajoituksiin, jotka estävät tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita. Samoin olisi tietyissä olosuhteissa poistettava sellaiset äänioikeusrajoitusten vaikutukset, jotka estävät kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita käyttämästä arvopapereihin liittyviä oikeuksiaan silloin, kun yhtiökokous päättää suojatoimenpiteistä julkisesta ostotarjouksesta ilmoittamisen jälkeen. Tällaisia rajoituksia ovat esimerkiksi äänileikkurit, jotka rajoittavat oikeutta käyttää osakkeisiin liittyviä äänioikeuksia yhtiökokouksessa, sekä arvopapereiden haltijoiden kesken tehdyt sopimukset, joilla on rajoitettu äänioikeuden käyttöä tai osakkeiden tai muiden arvopapereiden siirrettävyyttä. Ostotarjousdirektiivin kyseisiä määräyksiä ei ole saatettu voimaan Suomen lainsäädännössä.

HUOMIOITA TIEDONANTOVELVOLLISUUDESTA OSTOTARJOUSPROSESSIN ERI VAIHEISSA

~~Kohdeyhtiöllä on niin sanotun jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan velvollisuus julkistaa kaikki sellaiset päätöksensä ja muut yhtiötä koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön arvopaperin arvoon (AML 6:4). Valmisteilla olevia asioita ei kuitenkaan tarvitse julkistaa. Tarjouksen tekijän ollessa arvopaperimarkkinalain 6:1.2:ssa tarkoitettu liikkeeseenlaskija arvopaperimarkkinalain jatkuva tiedonantovelvollisuus soveltuu myös tarjouksen tekijään.~~

Kohdeyhtiöllä on niin sanotun jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan velvollisuus ilmoittaa yleisölle mahdollisimman pian sisäpiiritiedosta, joka koskee suoraan sitä itseään (MAR 17 artikla). Liikkeeseenlaskija voi omalla vastuullaan lykätä sisäpiiritiedon julkistamista, jos kaikki lykkäämiselle MAR 17 artiklan 4 kohdassa asetetut edellytykset täyttyvät. Yksi näistä edellytyksistä on, että välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut. ESMAn ohjeen mukaan esimerkki tilanteesta, jossa sisäpiiritiedon välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut, on tilanne, jossa liikkeeseenlaskija on käymässä neuvotteluja, joiden lopputulos todennäköisesti vaarantuisi välittömästi julkistamisesta. Ostotarjous- tai sulautumisneuvottelu muodostaa tyypillisesti tällaisen tilanteen. Katso ESMAn Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet – Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen, ESMA/2016/1478.

Pörssin sisäpiiriohjeessa, jota sovelletaan listayhtiöihin Nasdaq Helsinki Oy:n markkinapaikoilla (Nasdaq Helsinki Oy, Nasdaq First North Growth Market Finland sekä Nasdaq First North Bond Market), on annettu suuntaviivoja siitä, milloin kohdeyhtiön tulee yleensä pitää julkista ostotarjousta koskevaa yhteydenottoa sisäpiirihankkeena. Katso Pörssin sisäpiiriohje.

Jos tarjouksen tekijän on MAR 3 artiklan 1 kohdan 21 alakohdassa tarkoitettu liikkeeseenlaskija, MAR 17 artiklan mukainen tiedonantovelvollisuus soveltuu myös tarjouksen tekijään niiden tietojen osalta, jotka koskevat suoraan sitä liikkeeseenlaskijana. Aikomus tehdä ostotarjous kohdeyhtiöstä ei kuitenkaan välttämättä muodosta MAR 17 artiklan nojalla julkistettavaa sisäpiiritietoa tarjouksen tekijän ja sen rahoitusvälineiden kannalta, vaan arvio tulee tehdä tapauskohtaisesti.

(a) Tiedonantovelvollisuus säännellyllä markkinalla

Kun tarjouksen tekijä päättää tehdä julkisen ostotarjouksen, tarjouksen tekijän on arvopaperimarkkinalain nojalla välittömästi julkistettava päätöksensä (AML 11:9.1; Katso suositus 11 Tarjouksen julkistaminen).

Julkistamisessa noudatetaan arvopaperimarkkinalain 10 luvun säännöksiä säänneltyjen tietojen julkistamisesta. Tarjouksen tekijän julkistama päätös ostotarjouksesta on toimitettava tiedoksi myös pörssille (AML 10:3.2). Mikäli tarjouksen tekijällä ei ole käytössään jakelukanavaa, joka turvaa säänneltyjen tietojen nopean ja tasapuolisen jakelun Suomessa ja Euroopan talousalueella, ostotarjous on suositeltavaa julkistaa Nasdaq Helsinki Oy:n kautta markkinapaikan ilmoituksena, jotta tiedon jakelu täyttää arvopaperimarkkinalain vaatimukset (katso AML 11:10 ja AML 10:3).

Kohdeyhtiön tulee jatkuvan tiedonantovelvollisuutensa mukaisesti julkistaa tieto tarjouksen tekijän päätöksestä myös yhtiön omalla pörssitiedotteella. Jos kohdeyhtiö ja tarjouksen tekijä ovat tehneet yhdistymis- tai transaktiosopimuksen, kohdeyhtiön on julkistettava tieto sopimuksesta ja sen olennaisista ehdoista viipymättä sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Katso suositus 3 "Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa", kohta (b) "Yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen tarjouksen tekijän kanssa" olennaisiksi katsottavista ehdoista suosituksen 3 Sopimusjärjestelyt tarjouksen tekijän kanssa perustelut, kohta (b).

Yleensä yhdistymis- tai transaktiosopimuksen tekeminen ja tarjouksen tekijän lopullinen päätös tehdä tarjous tapahtuvat samanaikaisesti, jolloin ne myös julkistetaan samanaikaisesti. Mahdollisen yhdistymis- tai transaktiosopimuksen allekirjoittamista ja tarjouksen julkistamista edeltää yleensä osapuolten välinen tarjouksen valmisteluvaihe.

Tarjouksen valmisteluvaiheeseen kuuluu usein esimerkiksi salassapitosopimuksen neuvottelu ja allekirjoittaminen, mahdollinen due diligence -tarkastus sekä tarjousta koskevat neuvottelut. Kohdeyhtiö ja tarjouksen tekijä voivat valmisteluvaiheen aikana tehdä myös erilaisia prosessisopimuksia. Yleensä tällaisten sopimusten ja esimerkiksi kohdeyhtiön due diligence -tarkastusta koskevan päätöksen voidaan katsoa olevan osa tarjouksen valmistelua, jolloin niitä ei [MAR:n lykkäysperusteiden täytyessä](#) lähtökohtaisesti tarvitse julkistaa. Julkistamiskysymyksiä on kuitenkin arvioitava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee myös tarjousprosessin myöhemmissä vaiheissa huolehtia yhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä. [Hyvänä sijoittajien tiedonsaantia tukevana käytäntönä voidaan pitää, että kohdeyhtiö toistaa omalla pörssitiedotteellaan tai sen liitteenä kaikki tarjouksen tekijän antamat ostotarjousta koskevat tiedotteet tai niiden sisältämät olennaiset tiedot.](#) Tyypillisesti kohdeyhtiön julkistettavaksi ~~tulevat~~ [voivat tulla](#) muun muassa:

- hallituksen tarjouksesta antama lausunto sisältäen myös tiedon siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia, ja jollei ole, perustelut miksi ei ole, sekä lausuntoon mahdollisesti myöhemmin tehtävät muutokset,
- kohdeyhtiön henkilöstön tarjouksesta mahdollisesti antama lausunto,
- [tieto tarjousasiakirjan hyväksymisestä ja tarjousajan alkamisesta,](#)
- tieto tarjouksen johdosta mahdollisesti pidettävästä yhtiökokouksesta,
- ~~Arvopaperimarkkinain~~ [arvopaperimarkkinain](#) 11:14:n mukaisesti syy mahdolliselle päätökselle olla siirtämättä asiaa yhtiökokouksen käsiteltäväksi,
- tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta,
- [tieto tarjouksen olennaisen toteuttamisedellytyksen täytymisestä,](#)
- tieto tarjouksen [alustavasta tuloksesta, lopullisesta tuloksesta, mahdollisen jälkikäteisen tarjousajan alkamisesta, sekä jälkikäteisen tarjousajan alustavasta ja lopullisesta tuloksesta,](#)

[Ostotarjouksen toteuttamisen seurauksena kohdeyhtiön julkistettavaksi voivat tilanteesta riippuen tulla myös seuraavat tiedot:](#)

- tarjouksen tekijän ja osakkeenomistajien ~~omistusosuutta~~ [omistus- ja ääniosuutta](#) koskevat niin sanotut liputusilmoitukset,
- ~~tieto mahdollisesta pakollisesta ostotarjouksesta ja sen tuloksesta,~~
- [mahdolliset johtohenkilöiden ostotarjouksen hyväksyntää koskevat MAR 19 artiklan mukaiset liiketoimi-ilmoitukset,](#)
- [tieto ylimääräisen yhtiökokouksen järjestämisestä kohdeyhtiön hallituksen vaihtamiseksi ja muiden mahdollisten muutosten käsittelemiseksi,](#)
- tieto mahdollisesta osakeyhtiölain mukaisesta ~~lunastusmenettelystä, ja~~ [vähemmistöosakkeiden lunastusvaatimuksesta](#)
- [tieto lunastusmenettelyn vireilletulosta ja uskotun miehen nimittämisestä,](#)
- [tieto välimiesoikeuden nimeämisestä,](#)
- [tieto lunastusoikeuden vahvistamisesta,](#)

- tieto mahdollisesta tieto omistusoikeuden siirtymisestä sekä julkisen kaupankäynnin lakauttamisesta yhtiön arvopapereilla.

Tarjousprosessista riippuen kohdeyhtiön julkistettavaksi voi tulla myös muita tarjoukseen liittyviä seikkoja, eikä-eivätkä yllä mainittu luettelo mainitut luettelot siten ole tyhjentävätyhjentäviä. Jos esimerkiksi tieto tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä käytävistä neuvotteluista on julkistettu markkinoille, kohdeyhtiön tulee julkistaa myös tieto tällaisen neuvottelujen päättymisestä. [Katso tästä suositus 11 "Tarjouksen julkistaminen"]. Kohdeyhtiön tiedotettavaksi voi tulla esimerkiksi due diligence –tarkastuksen yhteydessä tarjouksen tekijälle annettu sisäpiiritieto ja mahdolliset ostotarjouksen ulkopuolella tehdyistä osake- tai muilla rahoitusvälineillä tehtävistä kaupoista julkistettavat liputusilmoitukset. Katso Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa.

Tarjouksen tekijän tiedonantovelvollisuuksiin kuuluu tarjouksen, tarjousasiakirjan ja tarjousajan alkamisen ja sen varsinaisen ja jatkuvan tarjousajan tulosten julkistamisen lisäksi mm. omistus- ja ääniosuutta koskevan liputusilmoituksen tekeminen. Ratkaiseva ajankohta liputusvelvollisuuden syntymisen kannalta on toteutuskauppojen ajankohta ja ostotarjouksen hyväksyneiden johtohenkilöiden liiketoimi-ilmoitusten kannalta varsinaisen tarjousajan lopullisen tulostiedotteen ajankohta, jolloin tarjouksentekijä vahvistaa toteuttavansa tarjouksen ja liiketoimi muuttuu kumpaakin osapuolta sitovaksi. Mikäli tarjouksentekijä tekee kohdeyhtiön arvopapereiden hankintoja ostotarjouksen ulkopuolella, näiden liputusvelvollisuutta arvioidaan erikseen. Tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien väliset peruuttamattomat sitoumukset hyväksyä ostotarjous eivät tyypillisesti aiheuta liputusvelvollisuutta ja tiedot niistä tulee julkistaa suosituksen 11 mukaisesti tarjouksen julkistamista koskevan tiedotteen yhteydessä. Sama koskee kohdeyhtiön osakkeenomistajien antamia peruuttamattomia sitoumuksia äänestää sulautumisen puolesta kohdeyhtiön yhtiökokouksessa. Liputusvelvollisuutta arvioidaan kuitenkin viime kädessä arvopaperimarkkinalain 9 luvun perusteella.

Tarjouksen tekijälle voi syntyä tarjousaikana tarve tiedottaa tarjouksen olennaisen toteutumisedellytyksen täyttymisestä, kuten siitä, että tarjouksen tekijä on saanut kaikki tarvittavat viranomaisluvut ostotarjouksen toteuttamiselle. Toisaalta tarjouksen tekijälle voi syntyä tarve tiedottaa myös siitä, jos käy ilmeiseksi, että jokin tarjouksen olennainen toteutumisedellytys ei tule täyttymään julkisesti ennakoitussa aikataulussa tai lainkaan. Tällöin tarjouksen tekijän on myös pyrittävä mahdollisuuksien mukaan kommentoimaan sitä, aikooko se luopua vaatimasta kyseisen toteutumisedellytyksen täyttymistä vai johtaako toteutumisedellytyksen täyttymättä jääminen tarjouksen raukeamiseen, tai tieto siitä, milloin tarjouksentekijä arvioi tekevänsä päätöksen asiasta. Olennaisen toteutumisedellytyksen täyttymisen tai täyttymättä jääminen saattaa muodostaa sisäpiiritietoa. Katso Huomioita sisäpiirisääntelystä ostotarjousprosessin eri vaiheissa, kohta (f).

Tarjouksen tekijälle syntyy tiedottamisvelvollisuus myös, mikäli se pidentää ostotarjouksen tarjousaikaa, muuttaa tarjouksen ehtoja tai muista syistä täydentää tarjousasiakirjaa. Mikäli tarjouksen tekijän tarjouksen julkistamista koskevassa tiedotteessa esittämiin tai muihin sen julkistamiin tietoihin tulee olennaisia muutoksia, tarjouksen tekijän tulee arvioida velvollisuutta oikaista tietoja markkinoille arvopaperimarkkinalain yleisten periaatteiden, kuten totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellon, näkökulmasta.

Tarjouksen tekijän tiedonantovelvollisuuksiin kuuluu tarjouksen julkistamisen lisäksi mm. omistusoikeutta koskevien liputusilmoitusten tekeminen. Tarjouksen tekijän ollessa arvopaperimarkkinalain 6:1.2:ssä tarkoitettu liikkeeseenlaskija arvopaperimarkkinalain jatkuva tiedonantovelvollisuus soveltuu myös tarjouksen tekijään. [Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.7 (58) – (61) ostotarjoukseen liittyvistä julkisista lausunnoista.]

Mikäli tarjouksen tekijä aikoo liputusilmoitusten lisäksi ostotarjousaikana tiedottaa ostotarjouksen edistymisestä, Finanssivalvonta suosittelee, että tarjouksen tekijä ilmoittaa asiasta tarjousasiakirjassa. Finanssivalvonnan määräyksien ja ohjeiden mukaan ostotarjouksen edistymistä koskevan tiedottamisen tulisi tällöin olla johdonmukaista ja perustua joko tiedottamiseen ennalta ilmoitettuna määräaikoina (esimerkiksi viikoittain) tai ennalta ilmoitettujen omistus- tai ääniosuuksien saavuttamiseen, ylittämiseen tai alittamiseen. Katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.7 (58) – (61) ostotarjoukseen liittyvistä julkisista lausunnoista.

Tarjouksen tekijän käynnistäessä osakeyhtiölain mukaisen lunastusmenettelyn sitä koskevat kyseiseen lunastusprosessiin osakeyhtiölain mukaan liittyvät tiedonantovelvollisuudet. Osakkeenomistajien tiedonsaantia edistää, jos kohdeyhtiön verkkosivuilla julkaistaan mahdollisuuksien mukaan arvio lunastusmenettelyn aikataulusta sekä keskeiset tiedot lunastusmenettelyn etenemisestä, kuten tiedot:

- = tarjouksentekijän lunastusilmoituksesta yhtiölle,
- = uskotun miehen määräämisestä ja menettelyn vireilletulosta (Virallisen lehden ilmoitus),
- = välimiesoikeuden asettamisesta,
- = kannekirjelmän jättämisestä ja takarajasta siihen vastaamiselle,
- = lunastusoikeuden vahvistamisesta,
- = vakuuden asettamisesta, omistusoikeuden siirtymisestä ja kaupankäynnin päättymisestä, ja
- = välitystuomion antamisesta ja välimiesoikeuden määräämästä lunastushinnasta.

Pakollisen ostotarjouksen tilanteessa tarjouksen tekijälle syntyy velvollisuus julkistaa tieto tarjousvelvollisuuden syntymisestä arvopaperimarkkinalain 11:22 mukaisesti sekä tehdä tarjousvelvollisuusrajan ylitymistä koskeva liputusilmoitus tyypillisesti ennen julkisen ostotarjouksen tekemistä koskevan päätöksen julkistamista. Kohdeyhtiön on suositeltavaa toistaa myös tarjouksen tekijän tiedote tarjousvelvollisuuden syntymisestä tai sen sisältämät olennaiset tiedot omalla pörssitiedotteellaan tai sen liitteenä.

Tarjouksen tekijä voi ennen päätöstään tehdä julkinen ostotarjous julkistaa myös aikomuksensa tehdä ostotarjous, tai tieto ostotarjousta koskevista suunnitelmista tai neuvotteluista voi vuotaa markkinoille ennenaikaisesti.

Tarjouksen tekijän aikomustiedote ei yleensä ole luonteeltaan arvopaperimarkkinalain 11 luvun tarkoittama päätös tehdä ostotarjous eikä siten arvopaperimarkkinalain 10 luvun tarkoittama säännelty tieto, eikä sitä siten koske vaatimus julkistaa tiedote suomen tai ruotsin kielellä tai käyttää tiettyjä jakelukanavia. Arvopaperimarkkinalain 1 luvun yleiset periaatteet kuitenkin soveltuvat myös aikomusta koskevan tiedon julkistamiseen. Mikäli tarjouksen tekijä julkistaa aikomuksensa tehdä ostotarjous vapaaehtoisesti, tällaisen tiedon julkistaminen tulee mahdollisuuksien mukaan markkinoiden häiriöttömän toiminnan turvaamiseksi tehdä niiden markkinapaikkojen, joilla kohdeyhtiön rahoitusvälineet ovat kaupankäynnin kohteena, kaupankäyntiaikojen ulkopuolella. Tällainen tiedote tulee toimittaa samanaikaisesti kohdeyhtiölle tiedoksi, jotta kohdeyhtiöllä on ilman aiheetonta viivytystä mahdollisuus kommentoida asiaa omalla tiedotteellaan. Tarjouksen tekijän aikomustiedote on suositeltavaa toimittaa tiedoksi myös pörssille ja pörssille on mahdollisuuksien mukaan pyrittävä antamaan etukäteen asiasta tieto luottamuksellisesti.

Kohdeyhtiön tulee tietovuototilanteessa noudattaa asiaa koskevia MAR:n säännöksiä ja pörssin sääntöjä. Jos esimerkiksi tieto tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välillä käytävistä neuvotteluista on tietovuodon tai muun syyn johdosta julkistettu markkinoille, tiedottamisen johdonmukaisuusvaatimus edellyttää kohdeyhtiötä julkistamaan myös tiedon tällaisten neuvottelujen päättymisestä.

Aikomustiedotteiden julkistamisesta ja niiden sisältövaatimuksista katso Fivan MOK ostotarjouksista 5.2.1 (13) - (15). Katso myös suositus 12 "Tarjousprosessia koskevien aikomusten ja suunnitelmien sitovuus".

(b) Tiedonantovelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (First North Finland)

Ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä on lain mukaan julkistettava ja ostotarjouksen tekijän on annettava kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille olennaiset ja riittävät tiedot, joiden perusteella arvopaperin haltijat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta (AML 11:27).

Jatkuva tiedonantovelvollisuus koskee myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan pyynnöstä tai hyväksymänä kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoita (ks MAR 17 artikla ja Nasdaq First North Growth Market -sääntökirja). Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijat tiedottavat sisäpiiritiedosta yhtiötiedoilla. Siten yllä esitetyt huomiot tiedonantovelvollisuudesta säännellyllä markkinalla sekä osakekeuhomistajien tiedonsaannin edistämistä osakeyhtiölain mukaisessa lunastusmenettelyssä soveltuvat soveltuvin osin myös tarjouksen tekijään ja kohdeyhtiöön monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ei kuitenkaan lain nojalla sovelleta liputusvelvollisuutta, mutta kohdeyhtiöt ovat saattaneet vapaaehtoisesti sisällyttää yhtiöjärjestykseensä liputusvelvollisuutta vastaavia säännöksiä.

HUOMIOITA SISÄPIIRISÄÄNTELYSTÄ OSTOTARJOUSPROSESSIN ERI VAIHEISSA

Tieto ostotarjousvalmisteluista on yleensä omiaan todennäköisesti vaikuttamaan huomattavasti kohdeyhtiön osakkeen arvoon ja muodostaa siten herkästi sisäpiiritietoa kohdeyhtiön kannalta. Olakseen sisäpiiritietoa tiedon tulee kuitenkin täyttää MAR:ssa sisäpiiritiedolle asetetut edellytykset mm. täsmällisyyden osalta. Tarjouksen tekijän aikomuksen täyttäessä MAR:n sisäpiiritiedon kriteerit suositus 10 edellyttää tarjouksen tekijän pitävän listaa sisäpiiritiedon saaneista henkilöistä.

(a) Tarjouksentekijän yksipuolinen aikomus

Tarjouksen tekijän oma aikomus tehdä ostotarjous ei itsessään estä tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön rahoitusvälineitä markkinoilta ennen ostotarjouksen julkistamista (MAR 9 artiklan 5 kohta, huomioitava myös MAR 9 artiklan 6 kohta).

Tilannetta voidaan arvioida toisin, jos tarjouksen tekijä on aloittanut tarjousta koskevat keskustelut kohdeyhtiön hallituksen tai yhtiön merkittävien osakkeenomistajien kanssa ja saanut näiltä myönteisen vastaanoton. Jos esimerkiksi kohdeyhtiön merkittävät osakkeenomistajat ovat ilmoittaneet alustavan kiinnostuksensa hyväksyä mahdollinen tarjous tarjouksen tekijän esittämään hintaan tai jos kohdeyhtiön hallitus on ilmoittanut olevansa valmis harkitsemaan tarjouksen suosittelemista, tieto tällaisista keskusteluista on omiaan lisäämään tarjouksen toteutumisen todennäköisyyttä. Mitä varmempi tieto tarjouksen tekijällä on kohdeyhtiön merkittävien osakkeenomistajien tai kohdeyhtiön hallituksen suhtautumisesta ehdotettuun tarjoukseen, sitä lähempänä ollaan sellaista tietoa, joka estää tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita ennen tarjouksen julkistamista. Jos tarjouksen tekijällä on muuten kohdeyhtiötä tai sen arvopapereita koskevaa sisäpiiritietoa (esim. due diligence -tarkastuksessa saatu tieto yhtiössä vireillä olevasta sisäpiirihankkeesta), tarjouksen tekijä ei voi hankkia kohdeyhtiön arvopapereita ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu, ellei jokin sisäpiiritiedon käyttöä koskeva poikkeus sovellu.

Tässä yhteydessä on syytä myös huomata, että tarjouksen tekijän palveluksessa olevat tai muuten tarjousvalmisteluista tietoiset luonnolliset henkilöt eivät voi lähtökohtaisesti hankkia kohdeyhtiön arvopapereita omaan tai jonkun muun kuin tarjouksen tekijän lukuun syyllistymättä MAR:ssa kiellettyyn sisäpiiri kauppoojen tekemiseen tai rikoslain tarkoittamaan sisäpiiri(n)tiedon kiellettyyn käyttöön.

(b) Keskustelut kohdeyhtiön osakkeenomistajien kanssa

Tarjouksen valmisteluvaiheessa sekä tarjouksen tekijä että kohdeyhtiö voivat katsoa tarpeelliseksi lähestyä kohdeyhtiön merkittäviä osakkeenomistajia tiedustellakseen heidän kantaansa ostotarjoukseen. Tarjouksen tekijä voi pyrkiä hankkimaan kohdeyhtiön osakkeenomistajilta peruuttamattomia sitoumuksia hyväksyä ostotarjous tai osakepotteja yksityisin kaupun, tai jopa lähestyä suurta tai suuria osakkeenomistajia tarjousvelvollisuusrajan ylittävän osakemäärän hankkimiseksi. Kohdeyhtiön taas voi olla perusteltua selvittää merkittävien osakkeenomistajiensa kantaa ennen kuin se lähtee edistämään ostotarjousta.

Mahdollisten osakkeenomistajakeskusteluiden yhteydessä tulee ottaa huomioon sisäpiiritiedon laittonta ilmaisemista ja markkinoiden tunnustelua koskevat MAR:n säännökset.

Sisäpiiritiedon ilmaisemista yhtiön merkittävillä osakkeenomistajille voidaan MAR 10 ja 11 artiklassa säädettyin edellytyksin pitää sallittuna myös valmisteilla olevan ostotarjouksen yhteydessä. MAR:ssa säädetään kuitenkin siitä, miten sisäpiiritietoa tulee näissä tilanteissa hallita.

Sisäpiiritiedon ilmaisukielto ei siten lähtökohtaisesti rajoita tarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta keskustella ehdotetusta tarjouksesta merkittävien osakkeenomistajien kanssa edellyttäen, että tällainen keskustelu on perusteltua ja että sisäpiiritiedon hallinnan ja salassapitönäkökohtien järjestämisestä huolehditaan asianmukaisesti. Sisäpiiritiedon luovuttaminen osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista on sallittua, mutta hyvään arvopaperimarkkinatapaan kuuluu ennen sisäpiiritiedon luovuttamista pyytää vastaanottajalta suostumus sille, että hänestä tehdään sisäpiiriläinen. Vaikka ensimmäisiä kartoitustarkoituksessa tehtyjä

yhteydenottoja ei vielä katsottaisi sisäpiiritiedoksi, tällaisia yhteydenottoja koskevan tiedon ilmaisemisessa ja kaupankäynnissä kohdeyhtiön ja, mikäli tarjouksen tekijä on listattu, myös tarjouksen tekijän arvopapereilla on perusteltua noudattaa varovaisuutta. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa tiedon luonteen arviointiin.

MAR 11 artiklan 2 kohta sallii tarjouksen tekijän lähestyä merkittäviä kohdeyhtiön osakkeenomistajia markkinoiden tunnustelua käyttäen selvittääkseen kyseisten osakkeenomistajien kantaa ostotarjoukseen tai sulautumiseen (esimerkiksi hankkiakseen peruuttamattomia sitoumuksia hyväksyä ostotarjous tai äänestää sulautumisen puolesta), mikäli kyseisen kohdan edellytykset täyttyvät. Käytännössä artikla kuitenkin rajoittaa lähestymismahdollisuuden vain sellaisiin osakkeenomistajatahoihin, joiden myönteistä suhtautumista voidaan kohtuudella pitää välttämättömänä julkisen ostotarjouksen tekemistä tai sulautumista koskevan päätöksen tekemiseksi.

MAR 11 artikla rajoittaa markkinoiden tunnustelun käytön siinä tarkoitettuihin tilanteisiin, ja muissa yleisissä toimialaa tai yhtiötä koskevissa tunnusteluissa tai omistuskysymyksissä sovelletaan yleisiä sisäpiiritiedon luovuttamiseen soveltuvia periaatteita. MAR:n perusteella on tulkinnanvaraista, sovelletaanko markkinoiden tunnustelua koskevia säännöksiä eri olosuhteissa esimerkiksi kohdeyhtiön arvopapereiden hankkimiseen ennen ostotarjouksen julkistamista (stakebuilding), tarjousvelvollisuusrajan ylittävän ääniosuuden hankkimiseen taikka ostotarjouskonsortion muodostamiseen. Markkinoiden tunnustelua koskevien säännösten noudattamatta jättäminen ei kuitenkaan vielä itsessään luo olettaa sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta (MAR:n 35. johdantokappale), vaan sisäpiiritiedon luovuttamista arvioidaan siitä näkökulmasta, onko se tapahtunut osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Hyvään arvopaperimarkkinatapaan joka tapauksessa kuuluu ennen sisäpiiritiedon luovuttamista pyytää vastaanottajalta suostumus sille, että hänestä tehdään sisäpiiriläinen.

Kohdeyhtiöön ei sovelleta MAR 11 artiklan 2 kohtaa sen lähestyessä omia osakkeenomistajiaan eikä markkinoiden tunnustelu -menettely lähtökohtaisesti soveltu kohdeyhtiön mahdollisissa yhteydenotoissa osakkeenomistajiinsa. Kohdeyhtiöllä on kuitenkin velvollisuus huolehtia tiedon luottamuksellisuudesta ja sisäpiiritiedon osalta sen on tarvittaessa pystyttävä jälkikäteen osoittamaan, kenelle sisäpiiritietoa on luovutettu ja milloin. Koska mahdollisten keskustelujen yhteydessä ehdotetusta tarjouksesta tiedon saaneista osakkeenomistajista tulee yleensä sisäpiiriläisiä, osakkeenomistajakeskustelujen ajoitusta on syytä harkita huolellisesti.

(c) Ostotarjoushankkeen sisäpiirilunne kohdeyhtiön näkökulmasta

Hallitus, sen yksittäiset jäsenet tai toimitusjohtaja voivat jatkuvasti saada erilaisia yhteydenottoja ja ehdotuksia yhtiön osakekannan ostamisesta tai muista rakenteellisista järjestelyistä. Tällaisia luonteeltaan alustavia yhteydenottoja tai ehdotuksia ei yleensä ole katsottava sisäpiiritiedoksi, vaan vain vakavasti otettavat yhteydenotot voivat lähtökohtaisesti muodostaa sisäpiiritietoa. Esimerkiksi tieto kohdeyhtiön suurimpien osakkeenomistajien myyntihalukkuudesta voi vaikuttaa ensimmäistä yhteydenottoa koskevan tiedon luonteen arviointiin. Tarjousta koskevat keskustelut etenevät vaiheittain ja arviointi siitä, missä vaiheessa tieto mahdollista tarjousta koskevista valmisteluista kehitty sisäpiiritiedoksi, on suoritettava kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Jos kohdeyhtiötä lähestytään ostotarjoustarkoituksessa, kohdeyhtiön on arvioitava, onko kyseessä (asian tässä vaiheessa) sisäpiirihanke. Kohdeyhtiölle tarkoitetun yhteydenoton katsotaan tulleen kohdeyhtiön tietoon, kun se on tullut yhdenkin hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon. Osakkeenomistajalle tai osakkeenomistajan edustajalle tarkoitetun yhteydenoton osalta katso suosituksen 2 perustelut. NASDAQ Helsingin sisäpiiriohjeessa pörssiyrityksille on lueteltu kriteereitä, joita voidaan käyttää apuna arvioitaessa, onko tietty järjestely syytä luokitella sisäpiirihankkeeksi. *Katso Pörssin sisäpiiriohje, kohta 1.3.3.*

Ostotarjoustilanteessa tarjousta koskevat valmistelut on yleensä syytä määritellä sisäpiirihankkeeksi, jos kohdeyhtiö on saanut yhteydenoton, jota hallitus pitää vakavasti otettavana. Arvioitaessa yhteydenoton sisäpiirilunonetta voidaan arviointikriteereinä siten usein pitää samoja kriteereitä kuin arvioitaessa hallituksen velvollisuutta ryhtyä asiassa toimenpiteisiin, erityisesti yhteydenoton konkreettisuutta ja uskottavuutta, tarjotun vastikkeen määrää sekä tarjouksen

toteutumismahdollisuuksia. Tieto tarjoustä koskevasta yhteydenotosta voi olla sisäpiiritietoa siitä tietoisille henkilöille jo ennen kuin kohdeyhtiö on ehtinyt tehdä päätöksen hankekohtaisen sisäpiiriluettelon perustamisesta.

Hallituksen tulee yleensä määrittellä asia sisäpiirihankkeeksi ainakin seuraavissa tilanteissa:

- hallitus pitää tarjoustä koskevää yhteydenottoa niin vakavasti otettavana, että se katsoo aiheelliseksi ryhtyä asiassa toimenpiteisiin (vaikka se ei olisi vielä vastannut myöntävästi tarjouksen tekijän yhteydenottoon);
- kohdeyhtiön hallitus on sopinut tarjoustä koskevien neuvottelujen aloittamisesta tarjouksen tekijän kanssa;
- kohdeyhtiön hallitus on muuten päättänyt ryhtyä asiassa konkreettisiin valmistelutoimiin; tai
- kohdeyhtiön hallitus on – mahdollisesta tarjoustä koskevasta yhteydenotosta riippumatta – itse päättänyt ryhtyä konkreettisiin toimiin, joiden tarkoituksena on saada aikaan yhtiön arvopapereista tehtävä julkinen ostotarjous.

Ostotarjoustilanteissa on yleensä tarkoituksenmukaista sopia, että sisäpiiritietoa saava taho puolestaan ylläpitää luetteloa henkilöistä, joille asianomaista tietoa annetaan edelleen (esimerkiksi ostotarjouksen tekijän oman organisaation sisällä tai sen ulkopuolelle, kuten vastapuolen neuvonantajille, osakkeenomistajille, rahoittajille tai viranomaistahoille). Vaikka suosituksen 10 mukaan tarjouksen tekijän tulee pitää omaa hankelistaa, on myös kohdeyhtiön suositeltavaa pyrkiä varmistumaan, että tätä velvollisuutta noudatetaan (vastapuolen hankelistan sisältövaatimuksista katso suosituksen 10 perustelut). Kohdeyhtiön on lisäksi suositeltavaa pyrkiä varmistumaan siitä, että vastapuoli ymmärtää, että tieto osapuolten välisistä keskusteluista saattaa muodostaa sisäpiiritietoa ja että vastapuoli on tietoinen sisäpiiritietoa koskevista rajoituksista ja velvollisuuksista, erityisesti kiellosta ilmaista sisäpiiritietoa laittomasti sekä tehdä sisäpiirikauppoja.

MAR 18 artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan ja sen puolesta tai lukuun toimivien on kunkin pidettävä sisäpiiriluetteloa henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon ja jotka työskentelevät niille työsuorituksen perusteella tai muuten suorittavat tehtäviä, joiden kautta niillä on pääsy sisäpiiritietoon. MAR ei edellytä liikkeeseenlaskijaa merkitsemään vastapuolta sisäpiiriluetteloön, mutta sisäpiiritiedon luottamuksellinen hallinta edellyttää käytännössä, että myös ne vastapuolen edustajat ja kolmannet tahot, joille on annettu sisäpiiritietoa, merkitään joko sisäpiiriluetteloön tai erilliseen luetteloön. Erillisen luettelon ylläpitäminen mahdollistaa, ettei kohdeyhtiön tarvitse indikoida tarjouksen tekijälle sitä, missä vaiheessa kohdeyhtiö pitää yhteydenottoa niin vakavasti otettavana, että tieto muodostaa sisäpiiritietoa.

Kohdeyhtiön hallituksen tulee huolehtia myös siitä, että hankekohtainen sisäpiiriluettelo päätetään viivytyksettä sen jälkeen, kun tarjoustä koskeva hanke on päättynyt (tarjouksen julkistamisen tai hankkeen raukeamisen myötä). Arviointi hankkeen päättymisajankohdasta tulee tehdä kussakin yksittäistapauksessa erikseen, ja on myös mahdollista, että osa hanketta koskevasta tiedosta julkistetaan markkinoille, mutta hanke jatkuu muilta osin sisäpiirihankkeena.

Yleensä hankkeen voidaan katsoa rauenneen, jos

- osapuolet ovat yhteisesti päättäneet lopettaa asiaa koskevat keskustelut;
- tarjouksen tekijän toimivaltainen edustaja (yleensä hallituksen puheenjohtaja tai toimitusjohtaja tai muu tähän valtuutettu taho, esimerkiksi neuvonantaja) on ilmoittanut, ettei tarjouksen tekijä aio enää jatkaa tarjoustä koskevia valmisteluja; tai
- kohdeyhtiön hallitus päättää lopettaa tarjoustä koskevat keskustelut ja ilmoittaa tästä tarjouksen tekijälle.

Ennen kuin kohdeyhtiön hallitus päättää hankkeen raukeamisesta, sen tulee arvioida, onko hallituksen käytettävissä olevien tietojen nojalla kuitenkin perusteltua syytä olettaa, että tarjouksen tekijä palaisi lähitulevaisuudessa asiaan tai että tarjouksen tekijä muuten tulisi jatkamaan asian valmistelua. *Hankekohtaisen sisäpiiriluettelon päättämisestä katso Pörssin sisäpiiriohje 1.5.4.*

(d) Due diligence –tarkastuksen yhteydessä luovutettava sisäpiiritieto

Sen lisäksi, että tieto kohdeyhtiötä koskevasta ostotarjoushankkeesta muodostaa herkästi sisäpiiritietoa, kohdeyhtiössä voi ostotarjoushankkeen aikana olla vireillä myös muita hankkeita, jotka itessään muodostavat sisäpiiritietoa. Lisäksi tieto kohdeyhtiön tulevan taloudellisen raportin sisällystään on luonteeltaan sellaista tietoa, että lainsäädännössä ja pörssin sisäpiiriohjeessa on katsottu tarpeelliseksi rajoittaa sen laatimiseen osallisten kaupankäyntiä kohdeyhtiön arvopapereilla. Kohdeyhtiöllä ei kuitenkaan ole velvollisuutta kohdella taloudellisen raportin laatimista sisäpiirihankkeena. Tarjouksen tekijälle ja sen neuvonantajille saatetaan ostotarjousneuvotteluiden yhteydessä perustellusta syystä luovuttaa yhtiön tulevaa taloudellista raporttia koskevia luottamuksellisia tietoja, sekä tietoa yhtiössä vireillä olevista sisäpiirihankkeista.

Kohdeyhtiön tulee huolehtia sisäpiiritiedon asianmukaisesta hallinnasta due diligence -prosessin aikana erityisesti, jos due diligence -tarkastus suoritetaan ajankohtana, jolloin kohdeyhtiössä on vireillä ostotarjousprosessin lisäksi joku muu sisäpiirihanke tai muuten yhtiöön liittyvää sisäpiiritietoa. Tässä yhteydessä on syytä huomata, että kaikki kohdeyhtiöllä oleva julkistamaton tieto ei välttämättä muodosta sisäpiiritietoa. Luovutettaessa tulevaa taloudellista raporttia koskevia luottamuksellisia tietoja on syytä kiinnittää huomiota siihen, että menetellään tavalla, joka tukee sijoittajien luottamusta markkinoiden häiriöttömään toimintaan esimerkiksi rajoittamalla luottamuksellisia tietoja vastaanottavien tahojen kaupankäyntiä sen yhtiön arvopapereilla, jota tieto koskee.

Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen suorittaminen muodostaa yleensä osan tarjouksen tekijän ja kohdeyhtiön välisiä neuvotteluja. Jos due diligence -tarkastus on osakkeenomistajille tehtävän edullisen tarjouksen edellytyksenä, tarkastuksen salliminen on lähtökohtaisesti myös osakkeenomistajien edun mukaista. Sisäpiiritiedon ilmaisukiellon ei siten yleensä katsota estävän kohdeyhtiötä antamasta tarjouksen tekijälle sisäpiiritietoa due diligence -tarkastuksen yhteydessä. Kohdeyhtiön tulee kuitenkin ilmoittaa tarjouksen tekijälle tiedon sisäpiiriluonteesta ja tähän liittyvistä oikeudellisista velvollisuuksista sekä huolehtia salassapitonäkökohdista sekä asianmukaisista merkinnöistä sisäpiiriluetteloon tai vastaavaan luetteloon varmistaakseen tiedon säilymisen luottamuksellisena. *Katso sisäpiirikysymyksistä ja -luetteloista tarkemmin MAR 18 artikla, komission täytäntöönpanoasetus (EU) 2016/347 sekä Pörssin sisäpiiriohje.*

Jos tarjouksen tekijä tai sen neuvonantajat saavat due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiiritietoa, tarjouksen tekijä ei lähtökohtaisesti voi käydä kauppaa kohdeyhtiön arvopapereilla ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu. Ostotarjouksen tekemisen näkökulmasta MAR 9 artiklan voidaan katsoa edellyttävän, että tällainen sisäpiiritieto on julkistettu tai lakannut olemasta sisäpiiritietoa viimeistään tarjousajan alkamiseen, tai sulautumisen ollessa kysymyksessä, kohdeyhtiön sulautumisesta päättävään yhtiökokoukseen mennessä. Mikäli kohdeyhtiössä on sellaista sisäpiiritietoa, jota ei voida julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa (esim. käynnissä olevat yritys-kauppaneuvottelut, joiden julkistaminen vaarantaisi kaupan toteutumisen), tilanteeseen liittyvät sisäpiirikysymykset ja mahdollisuus antaa tällaista tietoa tarjouksen tekijälle tulisi harkita kussakin tilanteessa erikseen. Vaikka kohdeyhtiötä koskevat sisäpiiritiedot luonnollisesti yleensä ovat olennaista tietoa tarjouksen tekijän näkökulmasta, usein tarjouksen tekijä ei halua saada tällaista tietoa ilman etukäteissuostumusta, koska se voi estää tarjouksen tekemisen ilman kohdeyhtiön myötävaikutusta. Kohdeyhtiön ei myöskään tulisi pyrkiä tietoisesti estämään ostotarjouksen tekemistä luovuttamalla tarjouksen tekijälle sisäpiiritietoa. Vastaavasti erityisesti tilanteessa, jossa vastikkeena tarjotaan tarjouksen tekijän listattuja arvopapereita, kohdeyhtiölle saatetaan tarjouksen tekijää koskevassa due diligence -tarkastuksessa luovuttaa tarjouksen tekijää koskevaa sisäpiiritietoa. Tilanteeseen sovellettavat periaatteet on hyvä sopia jo ennen kuin due diligence -tarkastus aloitetaan ja tarkastuksen tekijä saa mahdollista sisäpiiritietoa.

Mikäli tarjouksen tekijä on saanut due diligence -tarkastuksessa sellaista sisäpiiritietoa kohdeyhtiöstä, joka voidaan julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa, kyseinen sisäpiiritieto tulee

julkistaa viimeistään ennen ostotarjouksen tarjousajan alkamista tai sulautumisesta päättävää kohdeyhtiön yhtiökokouksen ilmoittautumisajan päättymistä, jollei se ole rauennut tai sitä ole julkistettava kohdeyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla jo aikaisemmin. Mikäli kyseinen sisäpiiritieto julkistetaan, se tulee tyypillisesti myös sisällyttää tarjouksen tekijän laatimaan tarjousasiakirjaan tai sen täydennykseen.

(e) Sisäpiirikysymykset kilpailevan ostotarjousehdotuksen tilanteessa

Tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta saattaa tarjouksen valmisteluasteesta riippuen muodostaa sisäpiiritietoa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista. Sekä tarjouksen tekijällä että kohdeyhtiön hallituksella on velvollisuus hallinnoida sisäpiiritietoa ja varmistaa sen pysyminen luottamuksellisena ostotarjousprosessin edellyttämällä tavalla. Mikäli kohdeyhtiö on sopimusteitse sitoutunut informoimaan ensimmäisen tarjouksen tekijää mahdollisista kilpailevista ehdotuksista, sisäpiiritiedon ilmaisukielto ei estä kohdeyhtiötä antamasta sovitun mukaisia tietoja kilpailevasta ehdotuksesta ensimmäisen tarjouksen tekijälle, edellyttäen, että ne pysyvät luottamuksellisina. Jos ensimmäisen tarjouksen tekijä saa ennen kilpailevan tarjouksen julkistamista tiedon mahdollisesta tulevasta kilpailevasta tarjouksesta, tarjouksen tekijästä tulee sisäpiiriläinen. Tulevaa kilpailevaa tarjousta koskeva tieto ei kuitenkaan estä ensimmäistä tarjouksen tekijää toteuttamasta jo julkistettua omaa tarjoustaan tarjouksen ehtojen mukaisesti. Kun tarjouksen ehdot on tällaisessa tapauksessa laadittu ja julkistettu jo ennen kuin ensimmäisen tarjouksen tekijä sai sisäpiiritietoa (eli tiedon tulevasta kilpailevasta tarjouksesta), tällainen tieto ei rajoita tarjouksen tekijän oikeutta toteuttaa ostotarjousta sen ehtojen mukaisesti (MAR 9 artiklan 3 kohta) (katso myös alla Kohdeyhtiötä koskeva sisäpiiritieto tarjousaikana). Tieto kilpailevasta tarjouksesta kuitenkin lähtökohtaisesti estää hankkimasta kohdeyhtiön arvopapereita julkisen ostotarjouksen ulkopuolella, ellei jokin sisäpiiritiedon käyttökiellon poikkeus sovellu.

(f) Kohdeyhtiötä koskeva sisäpiiritieto tarjousaikana

Ostotarjouksen aikana voi syntyä tilanteita, joissa tarjouksen tekijä saa kohdeyhtiön osakkeita koskevaa sisäpiiritietoa (kuten esimerkiksi yllä kilpailevan tarjouksen yhteydessä on esitetty). Esimerkiksi ostotarjouksen olennaisen toteuttamisedellytyksen täyttyminen tai täyttymättä jääminen saattaa muodostaa sisäpiiritietoa, ja tarjouksen tekijän on huolellisesti arvioitava tällaisen tiedon mahdollista sisäpiiriläisluonnetta. Mikäli tieto tulee myös kohdeyhtiön tietoon, koskee sama myös kohdeyhtiötä. Kohdeyhtiön on tällöin arvioitava tiedottamistarvetta ja mahdollisten lykkäämisperusteiden käsilläoloa.

Lähtökohtaisesti tällainen tieto estää tarjouksen tekijää hankkimasta kohdeyhtiön rahoitusvälineitä ostotarjouksen ulkopuolella ennen kuin kyseinen sisäpiiritieto on julkistettu tai rauennut, ellei jokin sisäpiiritiedon käyttökiellon poikkeus sovellu. Tarjouksen julkistamisen jälkeen saatu sisäpiiritieto ei kuitenkaan estä toteuttamasta tarjousta julkistettujen ehtojen mukaisesti, mukaan lukien luopuen vaatimasta olennaisen toteuttamisedellytyksen täyttymistä, jos tarjouksen tekijä on tarjouksen ehdoissa varannut itselleen tämän oikeuden. Tällainen sisäpiiritieto ei myöskään estä tarjouksen tekijää parantamasta tarjouksensa ehtoja.

Jotta tarjouksen tekijän mahdolliset osakehankinnat tarjouksen ulkopuolella eivät keskeytyisi tarjousaikana ilmenneen sisäpiiritiedon johdosta, tarjouksen tekijä voi harkita hankintaohjelman käyttämistä. Hankintaohjelmaa ei voi kuitenkaan keskeyttää tai muuttaa, mikäli tarjouksen tekijä saa sisäpiiritietoa sen aikana. Katso MAR 8 artikla ja Finanssivalvonnan 10 kaupankäyntiohjetta sisäpiiriläiselle.

(g) Huomioita suljetusta ikkunasta

Kohdeyhtiön MAR:n tarkoittamat johtohenkilöt omistavat usein kohdeyhtiön osakkeita ja heiltä saatetaan pyytää peruuttamatonta sitoumusta hyväksyä ostotarjous ennen tarjouksen julkistamista. Jos johtohenkilö ei ole etukäteen sitoutunut hyväksymään ostotarjousta, hänen tulee tarjousaikana päättää, tarjoaako hän omistamansa kohdeyhtiön arvopaperit ostotarjoukseen vai ei. MAR 19 artiklan 11 alakohta rajoittaa johtohenkilöiden mahdollisuuksia tehdä liiketoimia liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä niin sanotun suljetun ikkunan aikana. MAR 19 artiklasta johtuu, ettei johtohenkilö

lähtökohtaisesti voi antaa peruuttamatonta sitoumusta hyväksyä ostotarjous suljetun ikkunan aikana. Johtohenkilön ei myöskään tulisi hyväksyä ostotarjousta suljetun ikkunan aikana, mutta mikäli tarjouksen ehdoista seuraa, ettei johtohenkilöllä ole mahdollisuutta hyväksyä ostotarjousta suljetun ikkunan ulkopuolella, on poikkeuksellisesti mahdollista hyväksyä ostotarjous suljetun ikkunan aikana. Tällaisessa tilanteessa ostotarjous voidaan katsoa MAR 19 artiklan 12 kohdan a alakohdassa ja komission delegoidun asetuksen (EU) 2016/522 8 artiklassa tarkoitetuksi poikkeukselliseksi olosuhteiksi.⁶ Liiketoimiin suljetun ikkunan aikana edellytetään liikkeeseenlaskijan lupaa (MAR 19 artiklan 12 kohta sekä komission delegoidun asetuksen 7 artikla). Luvan pyytämiseen ja myöntämiseen sovelletaan komission delegoidun asetuksen 7 artiklaa sekä 8 artiklan 1 ja 2 kohtia. Myös jo annettu ostotarjouksen hyväksyntä tulisi mahdollisuuksien mukaan perua suljetun ikkunan ulkopuolella ja hyväksynnän peruminen suljetun ikkunan aikana voi tapahtua vain poikkeuksellisesti ja edellyttää olosuhteiden muutosta ja liikkeeseenlaskijan lupaa edellä mainittujen MAR:n ja delegoidun asetuksen säännösten perusteella.

⁶ Komission delegoidun asetuksen 8 artiklan 2 kohdan mukaan olosuhteita on pidettävä poikkeuksellisina, jos ne ovat erittäin kiireellisiä, ennalta arvaamattomia, pakottavia ja niiden syy on johtotehtävissä toimivasta henkilöstä riippumaton, eikä tällä ole määräysvaltaa niihin.