

Kohdeyhtiön hallituksen tehtävät ja velvollisuudet ostotarjoustilanteissa



Björn Holming
OTL, VT

KPMG Oy Ab
Tax & Legal Services
bjorn.holming@kpmg.fi

Suomessa ostotarjousdirektiivin (2004/25/EY) voimaansaattamista varten säädetyt lainmuutokset arvopaperimarkkina- ja Rahoitus- ja osakkeiden markkinalaissa (6 luku) sekä Rahoitus- ja osakkeiden markkinalaissa (6 luku) sekä Rahoitus- ja osakkeiden markkinalaissa (6 luku) tarkastuksesta annetussa laissa ovat tulleet voimaan 1.7.2006.

Arvopaperimarkkinalakiin on implementoitu tärkeitä säännöksiä yritysjohtajan toiminnasta kohdeyrityksessä ostotarjouksen aikana. Rata on standardissaan 5.2c ja 5.2b (muutokset voimaan 1.2.2007) antanut asiasta määräyksiä ja ohjeita. Lisäksi Keskuskaupparegistrin yrityskauppalautakunta on julkaissut (15.12.2006) suosituksia julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista yhtiöoikeudellisista menettelytavoista. Tämän kirjoituksen tarkoituksena on yleisellä tasolla esittää kohdeyhtiön hallituksen tehtävät ja velvollisuudet julkisen ostoprosessin aikana em. säännösten, suositusten sekä OYL:n valossa. Tarjouksen tekijän velvollisuuksia käsitellään tässä artikkelissa pääosin liittyen hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen sekä kohdeyhtiön osakkaiden tasapuolista kohtelua koskeviin säännöksiin. Sanktiojärjestelmään ei tässä yhteydessä oteta kantaa.

1. Julkisia ostotarjouksia koskevista säännöksistä

1.1 Viitekehys

Arvopaperimarkkinalain keskeinen tavoite on arvopaperimarkkinoiden toimivuuden turvaaminen. Markkinoiden toimivuus, pääoman hankkiminen, edellyttää sijoittajien vakautta luottamusta markkinoiden tehokkuuteen ja puolueettomuuteen. Tehokkailla markkinoilla olennaiset tiedot heijastuvat arvopapereiden hintoihin. Sijoittajien tulee voida luottaa siihen, että arvopaperisäästämisen riskit liittyvät arvopaperit liikkeeseen laskeneiden yritysten taloudelliseen kannattavuuteen eivätkä esimerkiksi uhkaan markkinaosapuolten epäeettisestä toiminnasta. Puolueettomuus tarkoittaa lähinnä arvopaperimarkkinoiden sellaista avoimuutta, että kaikilla halukkailla on mahdollisuus hyödyntää liikkeenlaskijoita ja arvopapereita koskevaa olennaista tietoa. Lisäksi puolueettomuus edellyttää, ettei mikään yksittäinen taho pysty ainaakaan oleellisesti vaikuttamaan arvopapereiden hintaan. Sääntely katsotaan yleisesti tarpeelliseksi, jotta markkinoiden luottamus säilyisi. Kirjallisuudessa on katsottu, että luottamus on mahdollista saavuttaa, kun kaikki

markkinaosapuolet noudattavat luotettavia, puolueettomia ja oikeudenmukaisia menettelytapoja. Tasapuolisuuskriteerin on vanhoissa esitöissä katsottu tarkoittavan sitä, että oikeudenmukaisuuteen ja tasapuolisuuteen tähtäävä menettelytapa muodostuisi yleiseksi käytännöksi merkittäviä omistuksia hankittaessa. Lyhyesti voidaan väittää, että tavoitteiden saavuttamiseksi arvopaperimarkkinat edellyttävät osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta erityisesti julkisessa ostotarjouksessa. Julkinen ostotarjous kaipaa erityistä sääntelyä jo sen takia, että tarjouksen tekijä ja kohdeyhtiön osakkaat eivät aina välttämättä ole normaalissa neuvottelukeskityksessä keskenään.

Arvopaperimarkkinaoikeudessa on perinteisesti keskitytty pääosin markkinoiden toimintaan ja luotettavuuteen, ja sillä on siten myös tärkeä sijoittajansuojaulottuvuus. Arvopaperimarkkinaoikeudessa sääntely kohdistuu markkinaosapuoliin kollektiivina. Julkinen ostotarjous tehdään useimmiten osakkeenomistajille kollektiivina — ei siis kohdeyhtiölle tai sen johdolle.

1.2 OYL:n ja AML:n

säännösten kohdentuminen

erityisesti julkisessa ostotarjousprosessissa

Sijoittajien suojaa on säännösmuutoksien myötä tehostettu korostamalla tasavertaisen kohtelun ensisijaisuutta ja tiedonantovelvollisuuden kattavuutta. Osakkeenomistajia suojaa sekä OYL:n (ennen kaikkea yleiset periaatteet 1 luvussa sekä vahingonkorvaussäännöt 22 luvussa) että AML:n (esim. tasapuolinen kohtelu, hallituksen velvoite antaa lausunto ostotarjouksesta) säännökset, jotka asettavat yleisvelvoitteita kohdeyrityksen hallituksen jäsenille. Kumpikin sääntely ja niiden tavoitteet ovat samankaltaiset: osakeyhtiölainsäädäntö koskee osakeyhtiön suhdetta osakkeenomistajiin, eli yhden ja saman yhtiön osakkeenomistajien välisiä suhteita, kun taas AML:n määräys yhdenvertaisuudesta sääntelee tämän lisäksi julkisen ostotarjouksen tehneen potentiaalisen tulevan osakkeenomistajan suhdetta muihin osakkeenomistajiin. Ostotarjousdirektiivi ei ole ottanut

kantaa siihen, toteutetaanko artiklojen voimaannon yhtiölainsäädäntöön vai arvopaperimarkkinalakiin sijoitettaviin säännöksiin, vaan se on kansallinen valinta.

1.3 Itsesääntely

Arvopaperimarkkinalakiin ei ole otettu katavasti täytäntöönpantavaksi ostotarjousdirektiivin 9 artiklan säännöksiä yritysjohdon toiminnasta ostotarjouksen aikana. OYL:n säännökset on tältä osin katsottu pääosin riittäviksi Suomessa. Tarkempi sääntely on kuitenkin meillä otettu itsesääntelyllisellä täytäntöönpanolla huomioon.

Rahoitustarkastus on antanut julkisia ostotarjouksia koskevan standardin 5.2c ”Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus”, (jäljempänä ”Ratan Standardi”), jossa myös ostotarjousdirektiivissä määrätyt periaatteet on implementoitu. Suosituksissaan Rata on pyrkinyt ohjaamaan markkinakäytäntöä ja yhtenäistämään lain tulkintaa. Standardissa viitataan myös Keskuskauppakamarin yrittäjäkauppala-autakunnan 15.12.2006 voimaantulleisiin suosituksiin (jäljempänä ”Suositukset”). Arvopaperimarkkinalain 6:17:ssä on määräys yrittäjäkauppala-autakunnasta. Suositukset eivät ole muodollisesti sitovia, koska kyse ei ole norminannosta. Välillisesti suosituksia kuitenkin valvotaan.

Ratan Standardissa 5.2b, ”Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus” (jäljempänä ”Ratan Standardi b”) annetaan tarkentavia määräyksiä ja ohjeita tiedonantovelvollisuudesta, joilla on tärkeä merkitys esimerkiksi tarjousasiakirjan julkaisemisajankohdan kannalta. Ratan Standardi b:hen on tehty erinäisiä muutoksia, jotka tulivat voimaan 1.2.2007. Ratan edellä mainittuun Standardiin on nyttemmin lisätty Ratan tulkintoja liputusvelvollisuudesta julkisen ostotarjouksen yhteydessä.

Arvopaperimarkkinalain 2:1:n yleissäännön mukaan arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohta-

vaa tietoa taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Säännös koskee myös julkisia ostotarjouksia. Lisäksi AML 4:1:n mukaan arvopapereiden kaupassa ja sijoituspalvelun tarjoamisessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista menettelyä. Hyvän tavan sisältö tulee mahdollisesti viime kädessä määritellyksi tuomioistuinkäytännössä. Ratalla on myös valvontavollisuus hyvän tavan noudattamisesta. Ratan Standardissa esitettyjen suositusten ja tulkintojen tavoitteena on linjata *"hyvää arvopaperimarkkinatapa ja sitä kautta edistää sijoittajien tiedonsaantia ja markkinoiden luotettavuutta"*. Ratan Standardin kohdassa 5 (4) suositellaan, ettei arvopaperinvalittajan tulisi toimia neuvonantajana ostotarjouksessa, jossa ei noudateta AML:n säännöksiä tai jossa toimitaan hyvän tavan vastaisesti. Hyvän tavan mukainen menettely ostotarjouksissa edellyttää, että em. suositusta noudattavat kaikki julkiseen ostotarjoukseen liittyvät tahot, kuten tarjouksen tekijä, kohdeyhtiön johto (lähinnä yhtiön hallitus), osakkeenomistajat sekä näiden neuvonantajat. Ratan Standardin mukaan yrityskauppalautekunnan tehtävänä on muun muassa *"antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksia ja lausuntoja, jotka koskevat kohdeyhtiön johdon toimintaa julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevia sopimusperusteisia rakenteita, tai joilla ohjataan yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja"*. Tarkoituksena on ollut, ettei Ratan ja yrityskauppalautekunnan toimivallan osalta syntyisi päällekkäisyyksiä yksittäisissä kysymyksissä. Lähtökohtaisesti Rata valvoo AML:n 7:1:n nojalla AML:n säännösten noudattamista ja yrityskauppalautekunta ohjaa yrityskauppatilanteissa noudatettavia yhtiöoikeudellisia menettelytapoja.

Suositus noudattaa Iso-Britannian sekä Ruotsin itsesääntelynormistoa, ns. cold shouldering -suositusta, jolla pyritään edistämään itsesääntelyn sitovuutta ja tehokkuutta. Tarkoituksena on, että Suositukset (sekä Ratan em. Standardit) ovat omiaan ohjaamaan hyvän tavan sisältöä sekä edistämään suoma-

laisen itsesääntelyn tehokkuutta. Arvopaperipörssillä on lisäksi oikeus ottaa Suositukset osaksi sääntöjään sekä myös oikeus päättää missä laajuudessa Suositukset olisivat kaikkia listayhtiöitä sitovia tai siitä, kohdistettaisiinko listayhtiöihin *"comply or explain"*-säännön mukaiset toimintavollisuudet. Viimeksi mainittu säännös tarkoittaa käytännössä sitä, että listayhtiön on noudatettava Suositusta kokonaisuudessaan, mikäli yhtiöllä ei ole perusteltu syy poiketa Suosituksista joltain osin. Poikkeustapauksissa listayhtiön tulee ilmoittaa poikkeamisesta ja sen syystä.

2. Yhdenvertaisuus sekä hallituksen huolellisuus- ja lojaliteettivollisuus erityisesti yritysostoprosessissa

2.1 Yhdenvertaisuus

— tasapuolinen kohtelu

Ostotarjousdirektiivin 3 (1) artiklan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että kaikkia kohdeyhtiön samanlaisien arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti. Velvollisuus tasapuoliseen kohteluun ulottuu sekä vapaaehtoiseen että pakolliseen tarjoukseen, sekä yhtiön itsensä tekemään julkiseen ostotarjoukseen omista osakkeistaan. Arvopaperimarkkinalain 6:2 sekä Ratan Standardin kohtien 5 (2)a sekä 6.2 (11) mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä *"ei saa asettaa kohdeyhtiön AML 6:1:ssä tarkoitettuja arvopaperin haltijoita eriarvoiseen asemaan (tasapuolinen kohtelu)"*.

Tasapuolinen kohtelu AML:ssa tarkoittaa ensisijaisesti asianomaisen arvopaperilajin omistajien keskinäistä suhdetta. Samanlainen kuuluvasta arvopaperista ei siten saa tehdä tiettylle omistajalle tarjousta ehdoin, jotka eroavat siitä, mitä tarjotaan muille omistajille.

Tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää myös (Ratan Standardi kohdat 6.2 (12), (14-16)):

- että ostotarjous on tehtävä kaikille kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoille, jotka omistavat ostotarjouksen tarkoittamaa arvopaperilajia,

- että ostotarjouksen ehtojen on oltava yhte-neväiset,
- että on otettava huomioon myös ostotarjouksen tekijän ja tarjouksen kohteena olevien haltijoiden väliset ostotarjouksen ulkopuolella tehdyt sopimukset ja järjestelyt, jos niillä on yhteys ostotarjoukseen sekä,
- että arvopaperilajikohtaisten vastikkeiden on oltava järkevissä ja oikeudenmukaisessa suhteessa toisiinsa
- että tilanteissa, jossa kohdeyhtiö hankkii omia osakkeitaan julkisella ostotarjouksella, tasapuolisen kohtelun vaatimus toteutuu käytännössä osakeyhtiölain 1:7:n mukaan.

Tasapuolisen kohtelun voidaan, kuten jo yllä mainittiin, asiallisesti katsoa tarkoittavan samaa kuin OYL:n yhdenvertaisuusperiaate (1:7). Arvopaperimarkkinaissa velvoitetaan ostotarjouksen tekijää huomioidaan osakkeenomistajien tasapuolinen kohtelu, kun taas OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen velvoite kohdistuu tässä kontekstissa kohdeyhtiön hallitukseen. Hallituksen on OYL:n 1:7:n 2 virkkeen (yleislauseke) mukaan kohdeltava kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti eikä se saa suosia yksittäistä osakkeenomistajaa tai omistajaryhmää yhtiön tai muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Lisäksi hallituksen on OYL:n (ja Suosituksen kohdan 7) mukaan myös huolehdittava siitä, etteivät hallituksen jäsenten yksittäiset intressiriidat tai muut sivuvaikutteet vaikuta hallituksen toimintaan. Yhdenvertaisuuteen kuuluu OYL:n (3:1.1 ja 1:7, 1 virke) mukaan se, että kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet, mikäli yhtiöjärjestyksessä ei määrätä toisin. Vähemmistöosakkeenomistajan oikeus (käyvistä hinnasta, AML) irtautua yhtiöstä on yhdenvertaisuuden toteuttamisen kannalta relevantti.

Tasapuolisen kohtelun ohella kohdeyhtiön hallituksen on AML 6:6:n mukaan julkistettava lausuntonsa tarjouksesta. Lausunnossa on mm. esitettävä perusteltu arvio tarjouksesta kohteena olevien osakkeenomistajien kannalta.

2.2 Lojaliteettiperiaate sekä huolellisuusvelvoite yritystostoprosessia silmällä pitäen

Yhtiön johdon yhtiöoikeudellinen lojaliteettivelvollisuus ilmenee osakeyhtiölain 1:8:stä, jonka mukaan yhtiön johdon (hallitus, mahdollinen toimitusjohtaja tai/ja hallitusneuvoston jäsenet) tulee huolellisesti (huolellisuusvelvoite, objektiivisella tasolla) toimien edistää yhtiön etua (lojaliteetti, subjektiivisella tasolla). OYL:n yleislausekkeen, 1:7:n toisen virkkeen mukaan, muun muassa hallitus ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muihin toimenpiteisiin, jotka ovat omiaan tuottamaan osakkeenomistajille tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yleislausekkeen ratio-na on ennen kaikkea vahvistaa yhdenvertaisuutta, mutta siitä on johdettavissa myös johdon lojaalisuusvelvoitetta tarkoittavaa sääntöä. Lisäksi myös OYL 6:4:n itsekontrahtointikielto kuvastaa omalta osaltaan johdon lojaliteettivelvollisuutta (vrt. tuottamusolettama OYL 22:1.3, in fine). Johdon toiminnan tulee aina olla yhtiön eli viime kädessä kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista. Mitään irrallista itsenäistä ”yhtiön etua” ei kaikei ole olemassa, vaan asia kiteytyykin omistajien etuun. Yhtiöoikeudellisia yhdenvertaisuus- sekä lojaliteettiperiaatteita voidaan soveltaa arvopaperimarkkinoilla yhtiön sisäisiä suhteita ja päätöksentekoa arvioitaessa. Yhtiön etu määritellään yhtiön tarkoituksen kautta, joka OYL:n presumptiosäännöksen 1:5 mukaan on voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Koska osakeyhtiön tarkoitus useimmiten on voiton tuottaminen osakkeenomistajille, ellei yhtiöjärjestyksestä muuta johdu, katsotaan yleisesti velvollisuuden edistää yhtiön etua juridisessa doktriinissa tarkoittavan velvollisuutta toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Hallituksen esityksessä (HE 109/2005 vp, s. 41) lojaliteettiperiaatteelle annetaan konkreettinen ja korostettu merkitys julkisissa yritystostotarjoustilanteissa. Perustelujen mukaan yhtiön johdolla olisi velvollisuus maksimoida osakkeen hinta kohdeyhtiön osakkeiden tullessa julkisen ostotarjouksen kohteek-

■ ”Yhtiön etu määritellään yhtiön tarkoituksen kautta.”

si. Velvollisuus tarkoittaisi "sellaista toimintaa, joka on tarpeen mahdollisimman hyvän tarjouksen saamiseksi".

Suosituksen (5) mukaan, hallituksen on huolehdittava siitä, että sillä on kaikissa tilanteissa mahdollisuus täyttää huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutensa yhtiötä ja sen osakkeen omistajia kohtaan. Hallituksen jäsenen on lisäksi noudatettava osakeyhtiölain esteellisyyssääntöjä (Suositus 7).

Yhtiön johdon lojaliteettivelvollisuutta kohdeyhtiössä kuvastavat lisäksi AML:n 5 luvun sekä RL 51 luvun säännöt sisäpiiritiedon käytöstä.

Osakeyhtiölain huolellisuusvelvoite on johdettavissa johdon OYL 6 luvussa määritellyistä tehtävistä sekä ennen kaikkea OYL 1:8:n mukaisesta huolellisuusvelvoitteesta. Huolellisuusvelvoite arvioidaan objektiivisen mittapuun johdolla. Johdon jäsenen on toimittava siten, kuin huolellinen henkilö toimisi vastaavissa olosuhteissa. Lain esitöiden (HE 109 (2005 vp) mukaan myös Suomessa sovelletaan liiketoimintaperiaatetta (ns. business judgment rule). Huolellisuusvelvoite katsotaan usein täytetyksi, mikäli yhtiön johto on hankkinut ratkaisun taustaksi tilanteen edellyttämän asianmukaisen tiedon, jonka perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi, eikä päätökseen tms. ole vaikuttanut johdon jäsenten eturistiriita.

3. Hallituksen toiminta julkisen ostotarjousprosessin aikana

3.1 Hallituksen velvollisuus ottaa kantaa ostotarjoukseen

Osakeyhtiön hallituksella on OYL:n 6:2:n mukaan yleistomivalta yhtiön asioissa: "*Hallitus huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä*". Tämän lisäksi tulevat sovellettaviksi OYL:n yleiset periaatteet pakottavina säännöksinä 1:5 (toiminnan tarkoitus, ks. myös 13:9), yhdenvertaisuusperiaate ja yleislauseke 1:7:ssä, 1:8 (johdon tehtävä), sekä OYL 6:4:n yhtiön johdolle kohdistuva esteellisyyssääntö, joita on edellä käsitelty.

Julkisissa ostotarjouksissa on muistettava, että tarjous tehdään, yllä mainitun mukaisesti, yhtiön osakkeenomistajille, ei yhtiölle.

Hallituksen tulee, kun kohdeyhtiön hallitukseen otetaan yhteyttä ostotarjoustarkoituksessa, arvioida yhteydenoton vakavuutta sekä sitä, millaisia toimenpiteitä osakkeenomistajan etujen turvaaminen edellyttää (Suositukset 2). Lisäksi hallituksen on Suositusten mukaan hankittava arviointinsa tueksi riittävät ja asianmukaiset tiedot. Hallitukselta vaaditaan siten aktiivisia toimenpiteitä. Hallituksen asema yritysostoprosessissa korostuu, vaikka kyse ei ole varsinaisesti yhtiön asioista vaan kyseessä on kohdeyhtiön osakkeenomistajien mahdollinen osakekannan tai sen osan kauppa. Johdolla on varsinkin yritysostoprosessissa, kuten yllä on esitetty korostunut velvoite maksimoida kohdeyhtiön osakkeiden arvo. Hallituksen korostunut asema ilmenee myös siinä, että johdon velvollisuudelle antaa tehdystä tarjouksesta lausunto on annettu AML 6:6:ssa institutionaalinen tuki. Hallituksen velvollisuus antaa tarjouksesta lausunto ilmenee myös Suosituksissa (8). Lisäksi toimintakeromuksessa tulee julkaista kaikki kohdeyhtiön järjestelyt, jotka voivat vaikuttaa julkisen ostotarjouksen toteuttamiseen. Kohdeyhtiön hallituksella on kaikissa tilanteissa velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen. Tämä tarkoittaa konkreettisesti, että hallitus aktiivisesti kartoittaa muita vaihtoehtoja, mikä voi tarkoittaa neuvottelujen aloittamista tarjouksen tekijän kanssa tai yhteydenottoja kilpailevilta tarjouksen tekijöiltä. Hallituksen on arvioitava esille olevilla tiedoilla, onko saatavissa parempaa tarjousta. Osakkeenomistajan etu saattaa vaatia, että yhtiön osa myydään liiketoimintakaupalla tai että kohdeyhtiö jatkaa liiketoimintansa entiseen tapaan. Siten hallitus ei saa esimerkiksi rajoittaa toimintamahdollisuuksiaan sitoutumalla neuvottelukielttoon määräämättömäksi ajaksi muiden tahojen kanssa. Lisäksi hallituksen tulisi selvittää, onko tarjouksen tekijällä edellytykset toteuttaa tarjous (Ratan Standardi). Ennen kuin hallitus päättää myötävaikuttaa tarjoukseen, sen tulisi selvittää

järjestelyn kannalta merkittävien osakkeenomistajien kanta tarjoukseen (Suositukset 4), samalla kun otetaan huomioon osakkeenomistajien yhdenvertaisuus sekä AML:n 5:2:n määräykset ja Ratan Standardi b:n kiello sisäpiiritietojen ilmaisemisesta toiselle.

Hallitus voi tehdä yhdistymissopimuksen tarjouksen tekijän kanssa, mikäli hallitus katsoo tämän olevan osakkeenomistajien edun mukaista, mutta kuitenkin siten, ettei yhdistymissopimus estä hallitusta toimimasta osakkeenomistajien etujen mukaisesti esimerkiksi silloin, jos kohdeyhtiöstä tehdään kilpaileva tarjous. Kohdeyhtiön on Suositusten (6) mukaan välittömästi yhdistymissopimuksen allekirjoittamisen jälkeen julkistettava tieto allekirjoittamisesta ja sopimuksen olennaisista ehdoista pörssitiedotteella.

Kohdeyrityksen hallituksen tulee toimia niin, että kaikilla vakavasti otettavilla tarjouksen tekijöillä on yhtäläiset mahdollisuudet tehdä yhtiön arvopapereita koskeva julkinen ostotarjous.

Kohdeyhtiön hallituksella ei ole velvollisuutta olla yhteistyössä tarjouksen tekijän kanssa tarjousasiakirjan laatimiseksi. Osakkeenomistajien etu saattaa kuitenkin velvoittaa hallitusta myös tässä kohdin aktiivisiin toimenpiteisiin. Tarjouksen tekijän tulee tarjousasiakirjassa ilmoittaa, mihin lähteisiin tarjousasiakirjassa ilmenevät faktat ja tiedot perustuvat.

Kiperissä tilanteissa, esimerkiksi jos hallitus aikoo ryhtyä toimiin, jotka saattavat vaarantaa tarjouksen tekemisen tai sen toteutumisen, sen on parempi, jo huolellisuusvelvollisuutensa nojalla, kutsua yhtiökokous koolle.

3.2 Hallituksen lausunto ostotarjouksesta

Kohdeyhtiön hallituksen on AML:n 6:6:n mukaan julkistettava lausuntonsa tarjouksesta ja annettava se tarjouksen tekijälle, Ratalle sekä kohdeyhtiön henkilöstön edustajille tai, ellei edustajaa ole, henkilöstölle tiedoksi, viimeistään viisi pankkipäivää ennen tarjouksen voimassaoloajan aikaisinta mahdollista päättymistä. Hallituksen on esitettävä perusteltu arvio tarjouksesta kohdeyh-



tiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta, sekä erityisesti tarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen. Hallituksen on Suositusten (8) mukaan tehtävä tällainen arvio parhaan kykynsä mukaan. Mikäli hallitus ei pysty arvioimaan tarjouksen edullisuutta, on sen Suositusten mukaan todettava ja perusteltava asia lausunnossaan. Hallitusta suositellaan käyttämään ulkopuolisia asiantuntijoita (ns. fairness opinion) muun muassa tarjousvastikkeen edullisuuden arvioinnissa (vrt. huolellisuusvelvoite – business judgment rule). Mikäli kohdeyhtiön hallitus antaa lausunnon, se tulee liittää tarjousasiakirjaan.

3.3 Sisäpiiritieto ostoprosessin aikana

AML:n 5:1 mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Kaikkea kohdeyhtiötä koskevaa julkaisematonta tietoa ei kui-

■ "Kaikkea kohdeyhtiötä koskevaa julkaisematonta tietoa ei kuitenkaan määritellä sisäpiiritiedoksi."

tenkaan määritellä sisäpiiritiedoksi. Sisäpiiritiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu RL 51:1-2:ssa.

Sisäpiiritiedon ilmaisukielto ei yleensä estä sisäpiiritiedon ilmaisemista neuvottelutilanteissa neuvottelun vastapuolelle tai/ja tämän neuvonantajalle. Tarkemmat ohjeistukset tästä aiheesta löytyvät Ratan Standardista b, 5.3.4.

Kohdeyhtiön hallitus tai toimitusjohtaja voi saada erilaisia yhteydenottoja kolmannelta, jossa ehdotetaan ostettavaksi kohdeyhtiön osakekanta. Usein kyseessä on luonteeltaan alustava yhteydenotto, eikä se useinkaan täytä sisäpiiritiedon yllä mainittuja kriteerejä. Hallituksen on kuitenkin in casu arvioitava missä vaiheessa kyseessä on vakavasti otettava tarjous, jolloin sisäpiirimääräykset tulevat sovellettaviksi. Helsingin Pörsin sisäpiiriohje (7.3.2.) antaa tältä osin osviittaa asiassa. Suositusten (10) mukaan hallituksella on velvollisuus hallinnoida sisäpiiritietoa huolellisesti ja varmistaa sen pysymisen luottamuksellisena ostoprosessin edellyttämällä tavalla.

Suositusten mukaan olisi suotavaa, että kohdeyhtiön hallitus laatisi tiedotus- ja toimitasuunnitelman mahdollisten vuototilanteiden varalle.

3.4 Hallituksen velvollisuudet mahdollisen due diligence -tarkastuksen yhteydessä

Mikäli hallitus katsoo osakkeenomistajien edun sitä vaativan, on sen harkittava suostuvansa jonkinasteiseen due diligence -tarkastukseen kohdeyhtiössä. Hallituksen on in casu tarkoin harkittava, missä laajuudessa tarkastus saadaan tarjouksen tekijän toimesta tehdä. Suositusten mukaan hallituksen on joka tapauksessa tehtävä virallinen päätös tarkastuksen sallimisesta tai epäämisestä, mikä on järkevää ottaen huomioon varsinkin hallituksen jäsenen huolellisuusvelvoitteen. Tarkastuksessa voi ilmetä vielä julkistamatonta kohdeyhtiön sisäpiiritietoa, joka estää tarjouksen tekijän julkaisemasta tarjousesitettä. Normaalisti sisäpiiritietoa ei liiemmälti tulisi kohdeyhtiössä ilmaista

tarkastusprosessin aikana kohdeyhtiön jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta johtuen. Käytännössä saattaa tosin olla hyvinkin hankalia tapauksia, jolloin ei varmuudella tiedetä, onko tarjouksen teettämässä due diligence -tarkastuksessa esiin tullut tieto sisäpiiritietoa. Mitään ongelmia ei ole, mikäli tarkastuksessa on ilmennyt sellaista sisäpiiritiedoksi luokiteltavaa tietoa, jota voidaan julkistaa tarjouksen tekijän toivomassa aikataulussa. Kohdeyhtiön hallitus voi siten julkistaa sisäpiiritietoa pörssitiedotteena ennen tarjousasiakirjan julkistamista. Suositusten 3. (e) mukaan tieto on pörssitiedotteen jälkeen julkistettava tarjousasiakirjassa. Ongelmia saattaa syntyä tilanteissa, joissa esim. kohdeyrityksen omissa yrityskauppaneuvotteluissa on päästy toisen yhtiön kanssa yhteisymmärrykseen monista kohdista, mutta minkäänlaista kirjallista dokumentaatiota, esisopimusta tms. ei vielä ole allekirjoitettu kolmannen kanssa, eikä allekirjoitusvaiheen aikataulusta ole tarkkaa tietoa. Voihan olla, ettei mitään sopimusta koskaan synny. Ratan Standardi b:n mukaan lähtökohtana on, että liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyvä kauppa, tilaus, muu sopimus sekä yritysjärjestelyt, jotka ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti kohdeyhtiön arvopaperin arvoon, on julkistettava normaalin jatkuvan tiedonantovelvollisuusmääräyksen puitteissa. Pörssitiedote suositellaan antamaan aina, kun tiedolla on todennäköisiä kurssivaikutuksia tai kun tieto on muuten niin merkittävä, että sillä voi olla olennainen merkitys yhtiön liiketoimintaan ja/tai sen kannattavuuteen tulevaisuudessa. Tilanne voitaneen sinänsä arvioida valmisteltavana olevana asiana (ks. tarkemmin alla, kohta 3.5.1), koska asiasta ei vielä ole solmittu esi- tai aiesopimusta, ja asiaa ei siten vielä tarvitse julkaista. Julkaisemisen lykkäykselle voi neuvottelujen tässä vaiheessa olla hyväksytty syy.

Kysymys kuitenkin kuuluu, miten kauan asiaa tällaisissa tapauksissa voidaan lykätä vaarantamatta osakkeenomistajien asemaa. Liian pitkä lykkääntyminen voi myös olla omiaan johtamaan osakkeenomistajia harhaan tarjousvastiketta arvioitaessa.

3.5 Tiedonantovelvollisuus

Mikäli tarjous on luokiteltava vakavaksi otettavaksi ja tarjousprosessi etenee, kaikkien valmistelujen ja neuvottelujen on tapahduttava luottamuksellisesti, eikä tietoa tulevasta tarjouksesta saa julkistaa ennen kuin tarjouksen tekemisestä on tehty lopullinen päätös.

Kohdeyhtiöllä on AML 2:7:n (vrt. Ratan Standardi b, ja Suositukset 11) mukaan jatkuva tiedonantovelvollisuus, mikä tarkoittaa että hallituksella on velvollisuus julkistaa sellaiset päätökset ja muut yhtiötä koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön arvopaperin arvoon. Olennaisella tiedolla tarkoitetaan tietoa, jota järkeväs-



Sisäiset tarkastajat ry
Interni revisorer rf.
The Institute of
Internal Auditors - Finland

TAPAHTUMAKALENTERI

TEEMAPÄIVÄT

8.5.2007 SAP -kurssi, Helsinki, Ravintola Pääposti

AMMATTIKURSSIT

9. – 10.5.2007 Sisäisen tarkastuksen erityispiirteitä julkishallinnossa, 1. osa
Hämeenlinna, Kylpylähotelli Rantasipi Aulanko
23. – 24.5.2007 Sisäisen tarkastuksen erityispiirteitä julkishallinnossa, 2. osa
Helsinki, Ravintola Pääposti

SEMINAARIT

19. – 20.4.2007 Kevätseminaari, Porvoo, Hotelli Haikon Kartano
"Best practices – parhaita käytäntöjä nyt ja tulevaisuudessa"
8. – 11.7.2007 The IIA International Conference 2007, Amsterdam

AMMATTITUTKINNOT

16. – 17.5.2007 CIA, Helsinki ja Vaasa
17.5.2007 CCSA, CGAP ja CFSA, Helsinki ja Vaasa

Syksyllä

14. – 15.11.2007 CIA, Helsinki ja Vaasa
15.11.2007 CCSA, CGAP ja CFSA, Helsinki ja Vaasa

Ilmoittautuminen syksyn tentteihin 30.9.2007 mennessä.
(ohjeet: www.theiia.org/certification)

KUUKAUSIKOKOUS

21.5.2007 Kesko Oyj

VUOSIKOKOUS

13.6.2007 Hilton Strand Hotel

Lisätiedot www.theiia.fi



The Institute of
Internal Auditors
Finland

Tilintarkastus-Revision 2/2007

■ "Hallituksen huolellisuusvelvoitteen täyttäminen saattaa siten vaatia due diligence -tarkastuksen suorittamista."

ti toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena (Ratan Standardi b, 5.1 (5)).

Tavoitteena on jatkuva, luotettava, kattava, oikea-aikainen ja vertailukelpoinen informaatio ja informaation saattaminen samanaikaisesti arvopaperimarkkinoilla toimivien sijoittajien tietoon. Tarkoituksena on siten turvata markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertainen ja samanaikainen mahdollisuus tiedon saantiin.

Kun tarjouksen tekijä päättää tehdä julkisen ostotarjouksen, on tarjouksen tekijän välittömästi julkistettava päätöksensä tarjouksesta ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset seikat (AML 6:3.2, Ratan Standardi b, sekä Suositukset 18).

Ratan Standardi b:n mukaan liikkeeseenlaskija ei voi olla julkistamatta tiedonantopiirin kuuluvia asioita viittaamalla kolmannen kanssa tehtyyn sopimukseen, johon on sisällytetty salassapitositoumus. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin päättää AML 2:7.2 mukaisesti lykätä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon julkistamista, jos lykkäämiselle asetetut kriteerit ovat esillä, esimerkiksi käynnissä olevat yrityskauppaneuvottelut, mikäli julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi esimerkiksi neuvottelujen tulokseen (näin myös Ratan Standardi b:ssä, 5.3.2 (22)). Em. Standardissa on kuitenkin asetettu kielto julkistamisen lykkäämiselle sen perusteella, että odotetaan liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevien olosuhteiden tai tapahtumien vaikutusten tosiasiallista ilmenemistä. Sijoittajien asema on kuitenkin aina otettava huomioon, eli viranomaisten tulee arvioida, mahdollista lykkäyspäätöstä sil-

mällä pitäen sitä, vaarantaako tiedon julkistamatta jättäminen sijoittajien aseman.

3.5.1 Valmisteilla olevat asiat

Valmisteilla olevia asioita ei tarvitse julkaista. Mikäli valmisteilla olevasta asiasta solmitaan esi- tai aiesopimus, se on kuitenkin Ratan ohjeistuksen (Ratan Standardi b) mukaan julkistettava, kuitenkin niin, että mikäli valmisteilla olevan lopullisen sopimuksen olennaisia osia ja ehtoja ei ole riittävän tarkasti määritelty tai sovittu em. sopimuksissa tai jos sopimuksen syntyminen on epävarmaa, sopimusta ei tarvitse julkistaa.

3.6 Tarjouksen voimassaoloaika

Jos kohdeyrityksen hallitus ei ole myötävai- kuttanut julkisen ostotarjouksen valmisteluun, tarjouksen tekijän suositellaan (Suositukset 20) pitävän tarjouksensa voimassa vähintään neljä viikkoa. Tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta säädetään tarkemmin valtiovarainministeriön asetuksella (479/2006).

3.7 Tarjouksen tekijää koskeva due diligence -tarkastus

Jotta hallituksella olisi edellytyksiä tehdä perusteltu arvio mahdollisesta tarjottavasta arvopaperivastikkeesta, kohdeyrityksen hallituksen tulisi Suositusten (13) mukaisesti hankkia riittävät ja asianmukaiset tiedot em. vastikkeesta. Hallituksen huolellisuusvelvoitteen täyttäminen saattaa siten vaatia due diligence -tarkastuksen suorittamista, jotta kohdeyrityksen osakkeen omistajien edut tulisivat mahdollisimman hyvin täytetyksi. Suositusten mukaan tarjouksen tekijän on suositeltavaa sallia tällainen tarkastus siinä määrin kuin se katsotaan tarpeelliseksi in casu.

Mikäli kohdeyrityksen hallitus havaitsee tarkastuksen perusteella, ettei tarjouksen tekijän laatima tarjousasiakirja anna osakkeenomistajille riittäviä ja oikeita tietoa tarjottavasta vastikkeesta, hallituksen tulee julkaista käsityksensä asiasta tarjousta koskevassa lausunnossaan tai tarvittaessa erillisellä tiedotteella. ■

