



Yritystotarjousdirektiivin implementointi Suomessa

Yleistä

Valtiovarainministeriön asettama työryhmä on valmistellut lakiehdotuksen, jolla vuonna 2004 hyväksytty yritys-tarjousdirektiivi pannaan täytäntöön Suomessa. Ehdotus on luovutettu toiselle valtiovarainministerille 10.5.2005. Jäsenvaltioiden lainsäädäntöjen yhdenmukaistaminen yritysostotarjousdirektiivillä on omiaan helpottamaan julkisten ostotarjousten toteuttamista Euroopan unionissa. Työryhmä on ehdottanut arvopaperimarkkinalain julkisista ostotarjouksista annettujen säännösten tarkistamista kansainvälisen kehityksen mukaisesti. Ehdotetuilla säännöksillä saatetaan voimaan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25EY julkisista ostotarjouksista.

Työryhmä on ehdottanut kansallisiin lähtökohtiin ja tarpeisiin perustuvia muutoksia arvopaperimarkkinalain (6 luku) lisäksi osakeyhtiölakiin, kauppakamarilakiin ja Rahoitustarkastuksesta annettuun lakiin. Yritystotarjousdirektiivi tuli EU:ssa voimaan 20.5.2004, josta ajankohdasta alkoi kahden (2) vuoden määräaika kansalliselle täytäntöönpanolle. Työryhmän ehdotukset em. lakeihin on laadittu toimeksianton mukaisesti hallituksen esityksen muotoon. Hallituksen esitys (6/2006) on annettu 17.2.2006 eduskunnalle.

Direktiivin mukaisesti lakimuutoksien on esitetty tulevan voimaan 20.5.2006.

Eräitä keskeisiä periaatteita

Joustavuus

Direktiivin valinnaisiksi määritettyjä säännöksiä ei hallituksen esityksessä esitetä lain tasolla pakottaviksi, vaan ne voitaisiin ottaa käyttöön yhtiöjärjestysmääräyksin. Pankkiyhdistyksen lausunnossa työryhmän mietintöön todetaan muun muassa tältä osin, että sääntelyn riittävän joustavuuden varmistamiseksi olisi perusteltua jättää esimerkiksi yritysjohdon asemaa, siirto- ja äänioikeusrajoituksia sekä eräitä yksityiskohtaisia aikarajoja koskevat määräykset itsesääntelyn ja Rahoitustarkastuksen norminannon varaan. Tahdonvaltaisuus koskisi siten tarjouksen kohteena olevan yhtiön hallituksen ja muun johdon toimintaa ostotarjouksen aikana sekä tarjouksen kohteena olevien osakkeiden siirto- ja äänioikeusrajoituksista luopumista. Tällä tavalla esityksen mukaan lisätään joustavuutta ja suomalaisten yhtiöiden toimintamahdollisuuksia hallitulla tavalla ja siten parannetaan niiden kilpailukykyä. Viimeksi mainitut yleisperustelut näyttävät tältä osin olevan hyvin samantapaiset kuin aikaisemmin hyväksytyssä ehdotuksessa uudeksi osakeyhtiölaiksi (HE 109/2005).

Sijoittajan suoja

Sijoittajan asemaa esitetään turvattavaksi korostamalla tasavertaisen kohtelun

ensisijaisuutta ja tiedonantovelvollisuuden kattavuutta yhdenmukaistamalla sijoittajan asemaa tarjousmenettelyn eri vaiheissa ja tehostamalla oikeussuojakeinoja sekä selkeyttämällä sääntelyä. Sijoittajansuojan tehostaminen ilmenee esityksessä muun muassa pakollista ostotarjousta koskevan sääntelyn tiukentamisessa. Tasapuolisuus merkitsee sitä, että samanlajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava keskenään tasapuolisesti (ehdotuksen 6:2 §). Direktiivi lähtee siitä, että kohdeyhtiön johdon on julkaistava käsityksensä tarjouksesta. Esityksen mukaan hallituksen on annettava lausuntonsa tiedoksi tarjouksen tekijälle, Rahoitustarkastukselle ja yhtiön henkilöstön edustajille, tai jollei edustajia ole, henkilöstölle. Kohdeyhtiön hallituksen on esitettävä perusteltu arvio tarjouksesta sen kohteena olevien arvopapereiden haltijoiden kannalta, tarjouksen tekijän strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen. Kohdeyhtiön liiketoiminta ei saa häiriintyä tarjouksen seurauksena kohtuuttomasti.

Esityksen, kuten direktiivinkin, tärkeimpänä tarkoituksena on parantaa yritysten yleisörahoituksen hankintamahdollisuuksia ja turvata samalla riittävä sijoittajansuojan taso.

Lähtökohtana käypä hinta

Direktiivissä ei säädetä vapaaehtoi-

nessä ostotarjouksessa tarjottavan vastikkeen määrästä. Esitys lähtee siitä, kuten ruotsalaisessa säännöstössä, että tarjousvastike tulisi perustua korkeimpaan hintaan, jonka tarjouksen tekijä on maksanut kuuden kuukauden aikana ennen tarjouksen julkistamista. Tästä voidaan poiketa erityisestä syystä. Ehdotuksessa on *expressis verbis* tehty distinktio ns. vapaaehtoisen ostotarjouksen (6:1) ja ns. pakollisen ostotarjouksen (6:6) välillä. Ostotarjouksen tekeminen on vapaaehtoista, kun se perustuu täysin tarjouksen tekijän omaan harkintaan. Pakollisesta ostotarjouksesta on kyse, kun velvoite syntyy siitä, että tarjouksen tekijän osuus yhtiössä saavuttaa tai ylittää alla mainitun 30 tai 50 prosentin äänikynnyksen. Toinen asia on se, hyväksyvätkö vai hylkäävätkö osakkaat tarjouksen, eli pitävätkö he esimerkiksi "käypää hintaa" riittävänä. Vapaaehtoisessa tarjouksessa tarjouksen tekijä voi vapaasti määrätä vastikkeen määrän ja laadun samoin kuin muut ehdot. Pakollisessa tarjouksessa tekijä ei voi asettaa ehtoja.

Lunastusvelvollisuus ja sen tiukentaminen

Määräysvalta, "yksissä tuumin" ja pakollinen ostotarjous

Voimassaolevan AML 6:6.1 mukaan lunastusvelvollisuus syntyy, kun osakkeenomistajan osuus yhtiön äänimäärästä ylittää kaksi kolmasosaa. Lunastusvelvollisuutta arvioitaessa otetaan lukuun myös esimerkiksi osakkeet, jotka tosiasiallisesti ovat tarjousvelvollisen määräysvallassa esimerkiksi tytär- tai osakkuusyhtiöiden kautta tai yhteisomistuksessa olevat osakkeet sekä osakkeet, joiden omistaja toimii "yksissä tuumin" osakkeenomistajan kanssa määrävän vallan käyttämiseksi yhtiössä. Osakkeenomistajalla on AML 1:5 §:n mukaan määräysvalta yhteisössä, mikäli hänellä on yksin ääntenenemmistö yhteisössä, sopimukseen perustuva oikeus käyttää yksin ääntenenemmistöä yhteisössä, oikeus muutoin nimittää tai erottaa yhteisön hallintoneuvoston jäsenten tai hallituksen enemmistön tai hänellä ja hänen

määräysvallassa olevilla yhteisöillä on em. määritelmien mukainen enemmistövalta yhteisöissä.

Arvopaperimarkkinalain määritelmä määräysvallasta on siten laajempi kuin osakeyhtiölaissa (1:3). Ideana on ollut, ettei tukeuduta ainoastaan muodollisiin käsitteisiin, vaan AML:ssä painotetaan tosiasiallisen määräysvallan mahdollisuutta. Käsite "yksissä tuumin" on sinänsä hankala operatiivisoida. Tunnusmerkistön on katsottu käsittävän "sopimista" ja ns. "muun yhteisymmärryksen". Siten esimerkiksi yhden osakkaan vaikutusvalta toisiin osakkeenomistajiin voi merkitä yksissä tuumin toimimista, jonka seurauksena lunastusvelvollisuus lauskeaa. Kirjallisuudessa on katsottu, että vaikutusvalta sisältää sen, että se jolla on vaikutusvaltaa, voi sanella keskeiset yhtiökokouspäätökset tai että päätösvaltaa käyttävällä joukolla on sellainen yleisestä osakasintressistä (esim. osingonjako) poikkeava intressi yhtiöön, joka määrää osakkaiden kannalta keskeisten päätösten sisällön.

Kynnystä pakollisen ostotarjouksen tekemiselle ehdotetaan muutettavaksi siten, että voimassa oleva AML:n 2/3 ääniosuuden kynnys muutetaan ehdotuksessa kaksiportaiseksi järjestelyksi, jonka mukaan pakollisen ostotarjouksen tarjousvelvollisuuden laukaisisi niin 30 prosentin kuin 50 prosentinkin osuuden saavuttaminen tai ylittäminen. Ehdotettu 30 prosentin raja perustuu ulkomaisiin esikuviiin ja erityisesti työryhmän esityksessä mainitaan Iso-Britannia ja Ruotsi. Määräysvaltaa ei direktiivissä ole määritelty, mutta sen on katsottava tarkoittavan vähintään puolta yhtiön osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Direktiivin mukaan tarjousvelvollisuuden on synnyttävä määräysvallan saavuttamisen myötä, jonka takia kynnystä ei voida asettaa 50 prosenttia yleemmäksi. Lakiin ehdotetaan erityistä siirtymäsäännöstä, joka liittyy pakollisen ostotarjouksen velvoittavan ääniosuusrajan alentamisen 66,66 prosentista 30 ja 50 prosenttiin.

Jotta vältettäisiin tarjousvelvollisuuden

syntyminen kahdesti, viisikymmentä prosenttia ylittävän ääniosuuden saavuttaminen synnyttää esityksen mukaan tarjousvelvollisuuden vain silloin, kun tämä osuus saavutetaan muun kuin pakollisen ostotarjouksen seurauksena. Lisäksi ehdotetaan säädettäväksi siitä, ettei tarjousvelvollisuutta synny silloin, kun tarjousvelvollisuuden synnyttävä ääniosuus on saavutettu vapaaehtoisella ostotarjouksella, joka on tehty kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista.

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa tarjouksen tekijän on aina julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi. Tarjousasiakirjassa esitettävien tietojen tulisi esityksen mukaan koskea muun muassa tarjouksen tekijää, tarjouksen kohteena olevia arvopapereita ja niistä tarjottavaa vastiketta sekä kohdeyhtiötä. Tarkoituksena on antaa sijoittajille tiedot esimerkiksi tarjouksen tekijän suunnitelmista. Olennaisena tietona on pidettävä esimerkiksi kohdeyhtiön arvopaperien hinnan kehitystä riittävän pitkältä ajalta sekä kohdeyhtiön taloudellista asemaa koskevaa tietoa. Tarjousasiakirja on toimitettava kohdeyhtiölle ja asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.

Kilpailevat tarjoukset

Vaikka direktiivi ei sisällä määräyksiä kilpailevan tarjouksen huomioonottamisesta kansallisessa säännöstössä, lakiehdotuksen mukaan alkuperäisen tarjouksen hyväksynyt sijoittaja saa pidentää tarjousta kilpailevan tarjouksen mukaisesti (vaikka voimassaoloaika pääsäännön mukaan on enintään kymmenen viikkoa) tai perua tarjouksensa ensimmäisen tarjouksen voimassaoloaikana.

Lopuksi

Mitä lunastusvelvollisuuden tiukentaminen sitten vaikuttaa faktisesti potentiaalisen lunastusvelvollisen, suurosakkaan ja vähemmistöosakkaan asemaan?

Tarjousvelvollisen kannalta määräysvalan tavoittelu on mahdollista ainoastaan, mikäli hän on valmis lunastamaan kaikki yhtiön osakkeet. Tasapuolisen kohtelun vuoksi tarjousvelvollisuuteen kuuluu velvollisuus maksaa lunastushintana sama tai lähes sama hinta kuin tarjousvelvollinen on maksanut lunastusvelvollisuuden aiheuttaneista osakkeista. Mikäli esimerkiksi osakkeet on ostettu blokkina suurelta/suurehkolta osakkeenomistajalta hintaan x, hintaan sisältyy usein normaalin markkinahinnan ylittävä preemio. Tästä johtuen sama hinta x on maksettava kaikille ostotarjouksen perusteella osakkeita myyville. Pohjoismaisessa kirjallisuudessa on katsottu, että tämä tosiasia voi nostaa hintoja jolloin lunastusvelvollisen "voitto" pienenee. Suurin hyötyjä on tässä tapauksessa pienosakas, koska hän voi myydä osakkeensa hintaan, joka todennäköisesti on korkeampi kuin pörssikurssin hinta. Suurosakkaan kannalta hänen omistuksensa likviditeetti heikkenee samalla kun se pienentää hänen mahdollisuuttaan saada osakkeista pörssikurssin ylittävä hinta.

Kirjallisuudessa on pohdittu lunastusrajan tiukentamisen seuraamuksia arvopaperimarkkinoiden toimivuudelle. Tiukentamisen on katsottu johtavan yritysosto- ja yritysvaustilanteiden vähenemiseen, koska ostajan kustannukset kasvavat (tulee olla valmius ostaa kohdeyhtiön koko osakekanta) ja tuotto-odotukset heikkenevät (hyöty siirtyy vähemmistöosakkaille). Yritysostojen vähenemisen on esitetty vähentävän myös mahdollisuutta myydä osakkeet normaalia markkinahintaa korkeampaan kurssihintaan samalla kun suurehkojen omistajien osakkeiden likviditeetti ja markkinoiden dynamiikka kärsisi, koska ostotarjous- ja yritysvaustilanteet vähenevät samalla, kun osakkeiden arvon vaihtoehtoiset arvioinnit pienenevät.

Lunastusrajan tiukentaminen ainoastaan yksiportaiseksi (30 prosenttia), ei siten välttämättä sopisi suomalaisille ohuille markkinoille. Angloamerikkalaisilla markkinoilla omistus ja päätösvalta ovat normaalisti pirstoutuneita, jonka takia 30 prosen-



tin äänivalta usein antaa osakkaalle tosiasiallisen vahvan enemmistövallan yhtiöissä.

Suomessa taas on usein vakiintunut enemmistö (yli 50 %), jonka takia 1/3 ääntenenemmistö ei meillä anna tosiasiallista valtaa. Tästä syystä toiseksi tarjousvelvollisuuden rajaksi on ehdotettu 50 prosenttia kohdeyhtiön äänimäärästä. Työryhmän ideana on ollut, kuten edellä todettiin, että muutokset tehdään kansallisista lähtökohdista ja tarpeista käsin. Arvopaperimarkkinoiden toimivuus edellyttää, kuten yleisperusteluisa on todettu, sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan.

Osakkeenomistajalla, jolla on enemmän kuin 90 prosenttia kohdeyhtiön osakkeista ja kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä, on osakeyhtiölain mukaan oikeus käyvästä hinnasta lunastaa muiden osakkeenomistajien osakkeet. Vähemmistöosakkailta on vastaava oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista. Lunastushinnan määrittämisessä silloin, kun lunastusta on edeltänyt esityksessä mainittu uusi AML:n 6 luvun 6 §:n mukainen pakollinen ostotarjous, pidetään käypänä hintana, kuten myös esityksessä uudeksi osakeyhtiölaiksi (109/2005) osakeyhtiölain mukaisessa lunastusmenettelyssä, lähtökohtaisesti pakollisen ostotarjouksen hintaa, josta voidaan poiketa erityi-

sestä syystä. Erityisen syyn olemassaoloa arvioitaessa otetaan esimerkiksi huomioon pakollisen ostotarjouksen ja osakeyhtiölain mukaisen lunastusmenettelyn välinen aika. Mitä pidempi aikaväli on, sitä suurempi syy on arvioida AML:n lunastuksessa käytettyä käypää arvoa uudelleen.

Lisätietoja

Björn Holming, asianajaja, VT
Asianajotoimisto Forum Partners Oy
Puh. (09) 351 5055
bjorn.holming@fp.fi