

Arvopaperimarkkinayhdistys ry
info@cgfinland.fi

13.1.2022

Asia: Lausuntopyyntö: Ostotarjouskoodin uudistaminen

Pörssisäätiön lausunto Arvopaperimarkkinayhdistykselle ostotarjouskoodin uudistamisesta

Arvopaperimarkkinayhdistys ry on pyytänyt lausuntoja luonnoksesta uudistetuksi ostotarjouskoodiksi. Pörssisäätiö kiittää lausuntopyynnöstä. Pörssisäätiö edistää arvopaperisäästämistä ja arvopaperimarkkinoita.

”Tulisiko ostotarjouskoodin suositusten soveltaminen ulottaa myös ostotarjouksiin ja sulautumisiin, joiden kohdeyhtiönä tai sulautuvana yhtiönä on yhtiö, jonka osake on kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (MTF)? Miten perustelette näkemyksenne?”

Luonnoksessa uudistetuksi ostotarjouskoodiksi (jäljempänä ”ostotarjouskoodi”) ehdotetaan soveltamisalan laajentamista AML 11:27:ssa tarkoitettuihin ostotarjouksiin, jossa tarjouksentekijä tarjoutuu julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi otettuja osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita.

Soveltamisalan laajennusta näihin niin kutsuttuihin MTF-yhtiöihin on pidettävä erittäin tervetulleena.

Lähtökohtaisesti on perusteltua, että yhtiöihin, joiden liikkeeseen laskemilla arvopapereilla käydään kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, sovelletaan kevyempää sääntelyä kuin yhtiöihin, joiden arvopaperi on laskettu liikkeeseen säännellylle markkinalle. Julkisten ostotarjousten osalta ei kuitenkaan ole perustetta soveltaa MTF-yhtiöihin pörssiyhtiöitä kevyempää sääntelyä. Julkisen ostotarjouksen kohteeksi joutuminen on verrattain harvinaista ja yhtiö joutuu (onnistuneen) julkisen ostotarjouksen kohteeksi tyypillisesti korkeintaan vain kerran, joten sääntelyn tai itsesääntelyn laajentaminen tältä osin MTF-yhtiöihin ei tuo näille yrityksille hallinnollista lisätaakkaa *going concern*. Sen sijaan selkeät menettelysäännöt ostotarjousten osalta helpottavat MTF-yhtiöiden toimintaa ostotarjoustilanteessa ja ovat näin ollen todennäköisesti omiaan laskemaan hallinnollisia kustannuksia. Julkinen ostotarjous on myös osakkeenomistajien kannalta merkittävä tapahtuma, jossa sijoittajansuojan merkitys korostuu ainutlaatuisella tavalla.

Arvopaperimarkkinalain sääntely vapaaehtoisten julkisten ostotarjousten osalta on varsin niukkaa. Näin ollen ostotarjouskoodin soveltamisalan laajentaminen MTF-yhtiöihin tuo kaivattua selkeyttä MTF-yhtiöiden ostotarjoustilanteisiin, paikkaa niukkaa lainsäädäntöä ja parantaa sijoittajansuojaa.

”Tulisiko ostotarjouskoodiin sisällyttää suosituksissa MTF9–MTF11 mukaiset suositukset tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä? Miten perustelette näkemyksenne?”

Pakollisesta ostotarjousvelvollisuudesta MTF-yhtiöiden osalta ei säädetä arvopaperimarkkina-laissa. Pakollisen ostotarjousvelvollisuuden puuttuminen MTF-yhtiöissä on erityisen ongelmallista sijoittajansuojan kannalta, sillä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osalta sijoittajansuojan tarpeen voidaan katsoa olevan vastaava kuin säännellyllä markkinalla, kuten myös ostotarjouskoodissa todetaan.

Vähemmistöosakkeenomistajien suoja jää varsin niukaksi tilanteissa, joissa enemmistöosakkeenomistaja pyrkii näivettämään vähemmistöä esimerkiksi vaikeuttamalla osingonjakoa tai käyttämällä asemaansa oportunistisella tavalla oman etunsa tavoitteluun. OYL 23 luvun mukainen vaikutusvallan väärinkäyttöön perustuva lunastusvelvollisuus on käytännössä jäänyt kuolleeksi säännökseksi ja OYL 18 luvun mukainen vähemmistöosakkeiden lunastaminen tulee kyseeseen vasta, kun enemmistöosakkeenomistajan omistusosuus ylittää 90 prosenttia. Tästä syystä erityisen tervetulleena on pidettävä suosituksia MTF9-MTF11, jotka sisältävät suosituksia tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Ostotarjousvelvollisuudessa on kyse erittäin merkityksellisestä asiasta vähemmistöosakkeenomistajien sijoittajansuojan kuin myös tarjouksentekijän oikeuksien kannalta. Suositukset MTF9-MTF11 ovat kuitenkin joiltain osin lakiteknisesti ja oikeusperustan osalta haasteellisia, koska ne on kirjoitettu pakottavaan muotoon, vaikka kyse on suosituksista. Ostotarjouskoodissa on kyse itsesääntelyyn perustuvista suosituksista, joiden oikeusperusta on johdettavissa AML 11:28:sta. Huomionarvoista on se, että AML 11:28 velvoittaa vain pörssi-yhtiöitä, mutta ei MTF-yhtiöitä. Sitä ei sinänsä ole pidettävä ongelmallisena, että suositukset koskevat MTF-yhtiöitä, sillä hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseksi annettavien suositusten ja lausuntojen ei tarvitse rajoittua (pörssi-yhtiöiden) julkisia ostotarjouksia koskeviin kysymyksiin. (HE 32/2012 vp. s. 152) On kuitenkin selvää, ettei edes pörssi-yhtiöiden lähtökohtaisesti tarvitse noudattaa suosituksia, ellei esimerkiksi pörssin säännöt velvoita tähän. (HE 32/2012 vp 154)

Esimerkiksi suositus MTF9 velvoittaa osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 tai 50 prosentin MTF-yhtiön osakkeiden äänimäärästä tekemään ostotarjouksen. Kyseisessä suosituksessa myös todetaan, että ”epäselvissä tilanteissa kysymyksen tarjousvelvollisesta ratkaisee ostotarjouslautakunta”. Tosiasiassa kyse on kuitenkin suosituksesta tehdä ostotarjous, eikä ostotarjouslautakunta voi tehdä ratkaisua tarjousvelvollisesta, vaan antaa suosituksen siitä, minkä tahon olisi suositeltavaa tehdä ostotarjous kohdeyhtiön osakkeista.

Nykyinen muotoilu on omiaan antamaan ostotarjouskoodin lukijalle kuvan, että suosituksen MTF9 soveltamisalan mukaisessa tilanteessa vähemmistöosakkeenomistajilla olisi oikeus saada osakkeensa myydyksi enemmistöosakkeenomistajalle, vaikka näin ei ole. Tämä on omiaan heikentämään sijoittajansuojaa tilanteessa, jossa ostotarjousrajan ylittänyt osakkeenomistaja päättää olla tekemättä ostotarjouksen.

Näin ollen suositusten sanamuodosta tulisi käydä selvemmin ilmi suositusten oikeudellinen luonne. Lisäksi suositusten oikeudellista luonnetta olisi hyvä avata suositusten perusteluissa. Tätä on käsitelty suhteellisen kattavasti lausuntopyyntöissä, mutta ostotarjouskoodissa varsin niukasti.

”Tulisiko ostotarjouskoodin soveltaminen laajentaa koskemaan myös sulautumisia, kuten suosituksessa 16 on ehdotettu? Miten perustelette vastauksenne?”

Kyllä, vastaavin argumentein ja perusteluin kuin edellisessä kysymyksessä.

”Tulisiko monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävien julkisten ostotarjousten prosessia ja läpinäkyvyyttä sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajien suoja saattaa lähemmäksi pörssiyhtiöistä tehtäviä ostotarjouksia, kuten suosituksissa MTF1–MTF8 on ehdotettu? Entä onko ostotarjouskoodin käytettävyyden kannalta parempi, että suositukset MTF1–MTF8 ovat omassa luvussaan vai tulisiko ne sijoittaa lukuihin I–VII? Miten perustelette näkemyksenne?”

Kyllä, vastaavin argumentein ja perusteluin kuin edellisessä kysymyksessä. Rakenteen osalta on suositeltavaa pitää suositukset MTF1-MTF8 omassa luvussaan, koska MTF-yhtiöiden ja pörssiyhtiöiden sääntelyssä on merkittäviäkin eroja, jotka eivät välttämättä ole selviä kaikille ostotarjouskoodin lukijoille. MTF-yhtiöiden käsitteleminen omassa luvussaan parantaa ostotarjouskoodin luettavuutta myös asia tuntevien lukijoiden näkökulmasta.

Muita huomioita

Suosituksen 14 soveltamisala

Suositus 14 koskee aikomusta hankkia kohdeyhtiön loput arvopaperit OYL 18 luvun mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä. Ostotarjouskoodin suositus koskee pörssiyhtiötä, mutta OYL 18 luvun mukainen lunastusmenettely soveltuu yhtä lailla myös MTF-yhtiöihin, joten suosittelemme suosituksen soveltamisalan laajentamisen harkitsemista.

Tiedottaminen OYL 18 luvun mukaisen lunastusmenettelyn etenemisestä

OYL 18 luvun mukainen lunastusmenettely on osoittautunut tiedonsaannin osalta haastavaksi osakkeenomistajille. OYL 18:9:n mukaan tiedoksiannot on välimiesmenettelyn aikana toimitettava kappale välitystuomiosta annettava niille, jotka ovat käyttäneet välimiesoikeudessa puhevaltaa tai muuten sitä varten ilmoittautuneet. Tiedonsaanti välimiesmenettelystä menettelyn aikana edellyttää siis osakkeenomistajilta aktiivisuutta itse välimiesmenettelyssä. Menettelyn eteneminen ja erityisesti lunastushinnan maksamiseen liittyvät aikataulukysymykset voivat olla vähemmistöosakkeenomistajien kannalta erittäin merkityksellisiä. Osakkeenomistajilla voi olla korkea tiedontarve, vaikka heillä ei olisi muutoin intressiä osallistua menettelyyn aktiivisesti. Käytännössä OYL 18:9:n suppea soveltamisala on johtanut myös siihen, että uskotuille miehille on voinut tulla jopa useita satoja lähes samansisältöisiä kyselyitä prosessin etenemistä.

Säännöksen esitöissä suppeaa tiedotuskäytäntöä on perusteltu sillä, että asiakirjojen tiedoksianto kaikille asianosaisille on osoittautunut käytännössä ongelmalliseksi ja tarpeettomaksi silloin, kun asianosaisia on suuri määrä. Nykyaikana sähköinen tiedottaminen esimerkiksi kohdeyhtiön tai lunastajan verkkosivuilla taivoitaisi helposti lähes kaikki lunastusmenettelyn asianosaiset ilman, että tiedottamisesta aiheutuisi merkittävää lisärasitusta lunastajalle tai lunastuksen kohteena olevalle yhtiölle. Tästä syystä suosittelemme lisäämään suositukseen suosituksen siitä, että lunastusmenettelyn etenemisestä ja olennaiset tiedot mahdollisista tiedoksiannoista olisi julkaistava joko lunastuksen kohteena olevan yhtiön verkkosivuilla.

Lunastushinnan riidattoman osuuden maksaminen OYL 18 luvun mukaisessa lunastusmenettelyssä

Olisi myös suositeltavaa, että ostotarjouskoodissa selvennettäisiin markkinakäytäntöä lunastushinnan riidattoman osuuden maksamisesta. Suositeltavaa olisi, että lunastushinnan riidaton osuus maksettaisiin heti osakkeiden omistusoikeuden siirryttyä.

Monesti lunastushinnan riidaton osuus maksetaan heti osakkeiden omistusoikeuden siirryttyä 18:6.1:n nojalla, mutta markkinakäytäntö ei ole yhtenäinen tältä osin. Lunastushinnan riidattoman osuuden maksaminen varhaisessa vaiheessa on loogista, koska ison rahasumman säilyttäminen talletustilillä on lunastajan kannalta kallista ja turhaa ja vastaavasti myös pankkitakausten käyttäminen aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia lunastajalle. Vähemmistöosakkeenomistajien kannalta riidattoman osuuden maksaminen olisi myös suotuisaa. Esimerkiksi Yksityissijoittajille on joillekin tullut yllätyksenä, että verottajan näkökulmasta luovutusvoittoa on syntynyt kuitenkin jo ostotarjouksen tullessa hyväksytyksi, vaikka rahat saisi paljon myöhemmin, näin ollen sijoittaja voi joutua maksamaan verot ennen kuin saa rahat.

Lunastushinnan riidattoman osuuden varhaisen suorittamisen suosittelamista pörssiyhtiöissä ja MTF-yhtiöissä tukee se, että lunastushinnan määrittäminen on tyypillisesti varsin yksinkertaista. OYL 18:7.2:n ja OYL 18:7.3:n mukaan käypänä hintana pidetään julkisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä, kun lunastamista on edeltänyt arvopaperimarkkinallain mukainen julkinen ostotarjous.

Suositus 9 – kohdeyhtiön arvopapereiden hankinta markkinoilta

Suositus 9 koskee kohdeyhtiön arvopapereiden hankintaa markkinoilta. Suositus on verrattain yksinkertainen ja rakentuu olettamalle, että ostotarjouksen tekijä hankkii käteisostoilla markkinoilta kohdeyhtiön osakkeita, mutta nykyisten ostotarjousten rakenteet voivat olla huomattavasti monimutkaisempia. Ostotarjouksen toteuttamista varten tyypillisesti perustetaan holding-yhtiö ja ostotarjouksen tekijä saattaa muodostaa konsortion laajemmasta henkilökoukosta yksissä tuumin toimivia henkilöitä.

Konsortiomalleissa kohdeyhtiön arvopapereita saattaa hankkia markkinoilta jokin muu taho kuin ostotarjouksen toteuttamista varten perustettu holding-yhtiö. Hankinnat on saatettu kohdistaa rajatulle henkilökoukolle, joille on saatettu tarjota osakekauppojen vastikkeena käteisen sijasta konsortioon osallistuvan listamattoman yhtiön osakkeita.

Näissä tilanteissa olisi erityisen tärkeää, että tarjousasiakirjassa ja muussa tiedottamisessa avataan kattavasti ja ennen kaikkea yleistajuisesti ostotarjouksen tekijänä olevan holding-yhtiön tosiasiallisten edunsaajien ja konsortioon osallisten tahojen välisiä omistus- ja määräysvaltasuhteita ennen ostotarjousta, ostotarjouksen aikana ja ostotarjouksen jälkeen.

Lisäksi ensiarvoisen tärkeää olisi, että tarjousasiakirjassa ja muussa tiedottamisessa avataan kattavasti, millä ehdoilla kohdeyhtiön arvopapereita hankintaan markkinoilta. Tämä on erityisen olennaista, jos hankinnat tekee jokin muu konsortion jäsen kuin varsinainen ostotarjouksen tekijä. Mikäli näissä hankinnoissa kauppahinta maksetaan muutoin kuin käteisellä olisi ensiarvoisen tärkeää julkistaa perustelut, miten hankintojen voidaan katsoa olevan AML 11:7:n tasapuolisen kohtelun vaatimuksen mukaisia. Tältä osin on erittäin kriittistä, että muiden kuin käteiskauppojen osalta kauppahinnan maksamiseen käytetyn vastikkeen arvonmäärityksen perusteet julkistetaan seikkaperäisesti.

Yleistä

Ostotarjouskoodin ja ostotarjouslautakunnan merkityksen parantamiseksi ja hyvän arvopaperimarkkinatavan edistämiseksi olisi suotavaa kehittää ostotarjouslautakunnan roolia siten, että lautakunta voisi antaa oma-aloitteisesti meneillään olevista tai viimeaikaisista pörssiyhtiöiden ja MTF-yhtiöiden yritysjärjestelyistä kannanottoja, jos sitä on pidettävä perusteltuna hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittämiseksi.



PÖRSSISÄÄTIÖ
BÖRSSTIFTELSEN

Annamme mielellämme lisätietoa lausunnostamme.

Sari Lounasmeri
toimitusjohtaja

Jesse Collin
lakijohtaja