



EUROOPAN KOMISSIO

Bryssel 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE, NEUVOSTOLLE,
EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE JA ALUEIDEN
KOMITEALLE**

julkisista ostotarjouksista annetun direktiivin 2004/25/EY soveltamisesta

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

**KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE, NEUVOSTOLLE,
EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE JA ALUEIDEN
KOMITEALLE**

julkisista ostotarjouksista annetun direktiivin 2004/25/EY soveltamisesta

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

1. JOHDANTO

1. Tässä kertomuksessa tarkastellaan julkisista ostotarjouksista annetun direktiivin 2004/25/EY¹, jäljempänä ”ostotarjousdirektiivi” tai ”direktiivi”, soveltamista kyseisen direktiivin 20 artiklan mukaisesti.
2. Ostotarjousdirektiivissä annetaan ostotarjousmenettelyä ja ostotarjouksen julkistamista koskevat vähimmäisohjeet jäsenvaltioiden lainsäädännön piiriin kuuluvien yhtiöiden sellaisten arvopapereiden osalta, joihin liittyy äänioikeus yhtiöissä, kun kaikki tai osa kyseisistä osakkeista on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla.
3. Ostotarjousdirektiivin tavoitteet ovat tärkeitä rahoitusmarkkinoiden ja pörssi-yhtiöiden sidosryhmien kannalta. Direktiivillä on erityisesti seuraavat tavoitteet:
 - Ostotarjousmenettelyn oikeusvarmuus sekä selkeys ja avoimuus julkisten ostotarjoustensa osalta koko unionin tasolla.
 - Osakkaiden, varsinkin vähemmistöosakkaiden, sekä työntekijöiden ja muiden sidosryhmien etujen suojele turvaamalla avoimuus ja tiedonsaantioikeudet tilanteessa, jossa yhtiöstä on tehty julkinen ostotarjous tai yhtiön määräysvalta on vaihtumassa.
 - Julkisten ostotarjoustensa helpottaminen tukemalla yhtiöiden arvopapereiden vapaata hinnanmuodostusta ja äänioikeuden vapaata käyttöä sekä ehkäisemällä toimia, jotka saattaisivat estää tarjouksen toteutumisen.
 - Sisämarkkinoiden lujittaminen mahdollistamalla pääoman vapaa liikkuminen EU:n alueella.
4. Ostotarjousdirektiivi perustuu yleisiin periaatteisiin², joita jäsenvaltioiden olisi noudatettava, kun kyseinen direktiivi saatetaan osaksi kansallista lainsäädäntöä. Näihin periaatteisiin kuuluvat:

¹ Julkisista ostotarjouksista 21 päivänä huhtikuuta 2004 annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/25/EY (EUVL L 142, 30.4.2004, s. 12.) Saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm.

- osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu;
- vähemmistöosakkaiden suoja määräysvallan vaihtuessa;
- markkinoiden manipuloinnin tai väärinkäytön kieltäminen; sekä
- osakkeenomistajilla on oltava riittävästi aikaa ja tietoja voidakseen tehdä asianmukaisiin tietoihin perustuvan päätöksen tarjouksesta.

Kaikkien direktiivin säännöistä jäsenvaltioissa tehtyjen poikkeusten on edelleen noudatettava näitä sekä muita direktiivissä lueteltuja periaatteita.

5. Tässä kertomuksessa kuvataan ostotarjousdirektiivin vaikutuksia ja direktiivin noudattamista (2 osa) sekä keskeisiä direktiivin soveltamisessa esille tulleita seikkoja (3 osa). Lopuksi esitetään päätelmät (4 osa).

2. OSTOTARJOUSDIREKTIIVIN VAIKUTUS JA NOUDATTAMINEN

6. Komission teettämässä ulkoisessa tutkimuksessa ostotarjousdirektiivin soveltamisesta, jäljempänä ”ulkoisen tutkimus”³, katsotaan, että ostotarjousdirektiivi ei ole aiheuttanut suuria muutoksia tutkimuksessa käsiteltyjen jäsenvaltioiden⁴ lainsäädäntökehityksessä, koska vastaavia sääntöjä oli jo voimassa tai valmisteilla kansallisella tasolla ennen direktiivin antamista.
7. Mitä tulee ostotarjousdirektiivin vapaaehtoisten säännösten saattamiseen osaksi kansallista lainsäädäntöä, ulkoisesta tutkimuksesta, direktiivin täytäntöönpanosta vuonna 2007 annetusta komission yksiköiden kertomuksesta⁵ sekä komission toteuttamista lisätutkimuksista käy ilmi, että 19 jäsenvaltiota⁶ on saattanut hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskevan säännön⁷ osaksi kansallista lainsäädäntöä, kun taas vain kolme jäsenvaltiota⁸ on saattanut suojatoimenpiteiden kumoamista koskevan säännön⁹ osaksi kansallista lainsäädäntöä. Noin puolet jäsenvaltioista¹⁰

² Ks. direktiivin 3 artikla.

³ Marccus Partners, yhteistyössä Centre for European Policy Studies -keskuksen kanssa (kesäkuu 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. Saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

⁴ Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Kreikka, Kypros, Luxemburg, Portugali, Puola, Ranska, Romania, Ruotsi, Saksa, Slovakia, Suomi, Tanska, Tšekki, Unkari, Viro ja Yhdistynyt kuningaskunta.

⁵ Komission yksiköiden valmisteluasiakirja *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 21.2.2007, SEC(2007) 268.

⁶ Bulgaria, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Kreikka, Kypros, Latvia, Liettua, Malta, Portugali, Ranska, Romania, Slovakia, Slovenia, Suomi, Tšekki, Viro ja Yhdistynyt kuningaskunta.

⁷ Hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskevassa säännössä (direktiivin 9 artikla) määrätään, että kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on tarjouksen voimassaoloaikana saatava yhtiökokoukselta ennakkoon valtuutus ennen kuin se voi toteuttaa toimia, jotka voivat johtaa tarjouksen toteutuksen estymiseen.

⁸ Latvia, Liettua ja Viro.

⁹ Suojatoimenpiteiden kumoamista koskevalla säännöllä (direktiivin 11 artikla) poistetaan tarjousta edeltäneiden suojakeinojen vaikutus kumoamalla tietyt rajoitukset (jotka koskevat esim. arvopapereiden siirtoa ja äänioikeutta) ostotarjouksen ajaksi ja annetaan menestyksekkäälle tarjouksen tekijälle oikeus erottaa kohdeyhtiön istuva hallinto- tai johtoelin ja muuttaa kohdeyhtiön yhtiöjärjestystä.

antaa direktiivin 12 artiklan 3 kohdan mukaisesti yhtiöille, joihin sovelletaan hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskevaa sääntöä ja/tai suojaustoimenpiteiden kumoamista koskevaa sääntöä (lainsäädännön tai yhtiöjärjestyksen perusteella), mahdollisuuden olla soveltamatta sääntöä, kun samaa sääntöä ei sovelleta myöskään julkisen ostotarjouksen tekijään (vastavuoroisuus).

8. Lainsäädäntökehyksen soveltamisessa jäsenvaltioissa ei ole ilmennyt rakenteisiin liittyviä vaatimustenmukaisuusongelmia.
9. Ulkoisen tutkimuksen mukaan ostotarjousdirektiivi on osaltaan edistänyt direktiivin tavoitteiden mukaisia parannuksia esimerkiksi seuraavien asioiden osalta: rajat ylittävien ostotarjousten tapauksessa käyttöön otetut valvontaviranomaisia koskevat yhteensovittamissäännöt, direktiivin yleiset periaatteet, julkistamista koskevat säännöt, pakollista ostotarjousta koskeva sääntö sekä lunastusoikeus ja lunastusvelvollisuus.
10. Ulkoista tutkimusta varten tehtyyn kyselytutkimukseen osallistuneiden sidosryhmien mielestä ostotarjousdirektiivi on hyödyllinen markkinoiden asianmukaisen ja tehokkaan toiminnan kannalta. Sidoryhmät ovat yleisesti ottaen tyytyväisiä direktiiviin sisältyvien sääntöjen selkeyteen ja niiden täytäntöönpanon valvonnan riittävyyteen. Yleisesti ottaen sidoryhmät uskovat, että direktiivi on vahvistanut vähemmistöosakkaiden asemaa, ja suhtautuvat myönteisesti direktiivissä annettuun julkistamismenettelyyn, pakollista ostotarjousta koskevaan sääntöön sekä lunastusoikeuteen ja lunastusvelvollisuuteen. Selvityksessä kuullut työntekijöiden edustajat ovat sen sijaan vähemmän tyytyväisiä direktiiviin. He huomauttavat erityisesti, että direktiivi ei suojaa työntekijöitä riittävän hyvin yritystalon jälkeiseltä työolojen ja -ehtojen muuttumisen tai irtisanomisten riskeiltä.
11. Ostotarjousdirektiivin vapaaehtoisilla säännöksillä, jotka säätelevät suojaustoimenpiteiden käyttöä, ei näytä sidoryhmien mielestä olleen juurikaan vaikutusta. Ulkoisesta tutkimuksesta käy esimerkiksi ilmi, että sidoryhmien mielestä direktiivillä ei ole ollut merkittävää vaikutusta ostotarjousten määrään ja direktiivistä huolimatta Euroopassa on käytössä runsaasti lähinnä tarjousta edeltäviä suojakeinoja. Sidoryhmät kuitenkin katsoivat myös, että suojakeinojen kumoamiseen on riittävästi mahdollisuuksia, vaikka useimmat jäsenvaltiot eivät olekaan saattaneet suojaustoimenpiteiden kumoamista koskevaa sääntöä osaksi kansallista lainsäädäntöä.
12. Ostotarjousdirektiivin vaikutusta talouteen on vaikea laskea, lähinnä koska rahoituskriisin jälkeisen EU:n taloudellisen tilanteen vuoksi¹¹ unionin alueella on tehty vain vähän julkisia ostotarjouksia sen jälkeen, kun direktiivi saatettiin osaksi jäsenvaltioiden kansallista lainsäädäntöä.¹² Lisäksi direktiivin tavoitteena on ollut yhdenmukaistamisen vähimmäistaso, suojaustoimenpiteitä koskevat artiklat ovat vapaaehtoisia ja direktiivin 4 artiklan 5 kohdassa jäsenvaltioille on annettu mahdollisuus säätää poikkeuksia direktiivin säännöistä, minkä seurauksena julkisia ostotarjouksia koskevissa kansallisissa säännöissä on runsaasti vaihtelua.

¹⁰ Alankomaat, Belgia, Espanja, Italia, Kreikka, Luxemburg, Portugali, Puola, Ranska, Saksa, Slovenia, Tanska ja Unkari.

¹¹ Ks. kaaviot 1 ja 2 tämän kertomuksen liitteessä.

¹² Lukuun ottamatta piikkiä ostotarjouksissa vuonna 2007, ks. liitteen kaavio 2.

Yleisemmällä tasolla taloudellinen selvitys¹³ osoittaa, että vaikka julkiset ostotarjoukset teoriassa edistävät taloudellista tehokkuutta, käytännössä näin ei aina ole, koska rationaalisen käyttäytymisen, markkinatoimijoiden riittävän tiedonsaannin ja liiketoimikustannusten puuttumisen edellytykset eivät aina täyty (esim. julkisen ostotarjouksen tarkoituksena voi olla yritysimperiumin rakentaminen, ja osakkeenomistajat voivat joutua toimimaan riittämättömien tietojen varassa, kohdata korkeita liiketoimikustannuksia ja kokea paineita hyväksyä tarjous). Lisäksi jotkin direktiivin säännöksistä, esimerkiksi hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskeva sääntö, suojatoimenpiteiden kumoamista koskeva sääntö ja lunastusoikeus, helpottavat julkisia ostotarjouksia, kun taas toiset, esimerkiksi pakollista ostotarjousta koskeva sääntö, saattavat ehkäistä julkisten ostotarjousten tekoa.¹⁴

13. Vertailu kolmansien maiden kanssa¹⁵ osoittaa, että näiden maiden julkisia ostotarjouksia koskeva lainsäädäntö perustuu samanlaisiin periaatteisiin kuin ostotarjousdirektiivi. Poikkeuksena on tiedonsaantioikeuden kautta toteutettava työntekijöiden suojelun periaate, jollaista ei yleisesti ottaen ollut tutkituissa kolmansissa maissa. Julkisen ostotarjouksen kesto ja annettavia tietoja koskevat vaatimukset ovat myös samanlaisia EU:ssa ja kolmansissa maissa. Useimpien tarkasteltujen kolmansien maiden, paitsi Yhdysvaltojen, lainsäädännössä on pakollista ostotarjousta koskeva sääntö tai vastaava sääntö, jossa ääniosuuden raja on yleensä noin 30 prosenttia tai yksi kolmasosa, mikä vastaa EU:n säännöksiä (rajan määrittäminen jätetään ostotarjousdirektiivissä jäsenvaltioille, mutta useimmat jäsenvaltiot ovat päätyneet 30 prosentin tai yhden kolmasosan rajaan). Vertailusta käy ilmi, että suojatoimenpiteitä on käytössä kaikissa tarkastelluissa kolmansissa maissa ja että useimmilla näistä maista (paitsi Yhdysvalloilla) on hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskevaa sääntöä vastaava sääntö. Millään tarkastelluista kolmansista maista ei kuitenkaan ole lainsäädännössään suojatoimenpiteiden kumoamista koskevaa sääntöä vastaavaa säännöstä. Osalla tarkastelluista kolmansista maista ei ole lunastusoikeutta ja lunastusvelvollisuutta vastaavia sääntöjä. Käytössä on kuitenkin muita mekanismeja, jotka vaikuttavat samalla tavalla (esim. vaadittaessa maksettavat osakkeet Japanissa, pakkolunastukset Australiassa ja käteisvastikkeelliset sulautumiset Sveitsissä). Joissain kolmansissa maissa annetaan myös mahdollisuus hankkia täysi omistusoikeus yhtiössä yritysjärjestelyjen kautta.
14. Ostotarjousdirektiivin 20 artiklan mukaisesti komission on sisällytettävä direktiivin tarkasteluun katsaus, joka koskee sellaisia määräysvaltarakenteita ja julkisten ostotarjousten esteitä, joihin kyseistä direktiiviä ei sovelleta. Ulkoisessa tutkimuksessa tarkasteltiin pyramidirakenteita¹⁶ ja ristiinomistuksia, jotka eivät kuulu ostotarjousdirektiivin soveltamisalaan. Sen mukaan 18,1 prosentilla tutkimuksessa tarkastelluista jäsenvaltioiden pörssiyhtiöistä oli pyramidirakenteita, 3,5 prosentilla taas ristiinomistuksia.¹⁷ Tämä vastaa EU:n mannereurooppalaisia omistusrakenteita, jotka perustuvat suurelta osin enemmistöosakkuuksiin. Tutkimuksessa päädytään johtopäätökseen, että vaikka pyramidirakenteet ovat edelleen suosittu keino ottaa

¹³ Ks. ulkoisen tutkimuksen 4 luku.

¹⁴ Ks. kaavio 3 tämän kertomuksen liitteessä.

¹⁵ Ulkoisessa tutkimuksessa tarkastellaan seuraavia kolmansia maita: Australia, Hongkong, Intia, Japani, Kanada, Kiina, Sveitsi, Venäjä ja Yhdysvallat.

¹⁶ Pyramidirakenteet ovat omistusrakenteita, joissa toimijalla on määräysvalta yhtiössä, jolla on määräysvalta toisessa yhtiössä, jolla taas on määräysvalta kolmannessa yhtiössä, jne.

¹⁷ Ks. kaavio 4 tämän kertomuksen liitteessä.

yrittäjä hallintaan pienemmällä pääomalla, molemmat keinot vaikuttavat suojaavan heikosti yritystoiminnasta. Ulkoisessa tutkimuksessa todetaan myös, että muut mahdolliset julkisten ostotarjousten esteet, kuten alakohtaiset säännökset, julkisen sektorin rahastot, yhteistoimintamenettelyt ja työntekijöiden osakkuus eivät aiheuta vahvoja tai perusteettomia esteitä.¹⁸

3. DIREKTIIVIN TOIMINNAN TARKASTELU: ESILLE TULLEITA SEIKKOJA

15. Ostotarjousdirektiivin toiminnan tarkastelussa nousee esiin useita seikkoja.
16. Ensinnäkin yhdessä toimimisen käsitettä ja sitä, miten kansalliset sääntelyelimet soveltavat tätä käsitettä, pidetään oikeusvarmuuden kannalta ongelmallisena. Yhdessä toimimisen käsite on merkityksellinen, kun lasketaan, onko määräysvaltaan oikeuttava raja ylittynyt ja onko ostajalla näin ollen velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous. Ostotarjousdirektiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdassa ”yhdessä toimivilla henkilöillä” tarkoitetaan:

”luonnollisia henkilöitä tai oikeushenkilöitä, jotka ovat yhteistyössä tarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön kanssa sellaisen joko nimenomaisen tai hiljaisen, suullisen tai kirjallisen sopimuksen perusteella, jonka tarkoituksena on joko hankkia määräysvalta kohdeyhtiössä tai estää tarjouksen toteutuminen”.

Jäsenvaltiot ovat saattaneet tämän määritelmän osaksi kansallista lainsäädäntöään eri tavoin. Jotkin jäsenvaltiot¹⁹ esimerkiksi pysyttelevät hyvin lähellä ostotarjousdirektiivissä annettua määritelmää, kun taas toisissa jäsenvaltioissa²⁰ yhdessä toimimisen määritelmään on lisätty piirteitä avoimuusdirektiivin²¹ vastaavasta määritelmästä. Yhdessä toimimisen käsite sisältyy lisäksi myös omistussuhteiden hankintaa koskevaan direktiiviin²². Sääntelyelimet eivät kuitenkaan julkisten ostotarjousten yhteydessä käytä käsitteen laajaa määritelmää, joka sisältyy omistussuhteiden hankintaa koskevasta direktiivistä annettuun kolmannen tason ohjeistukseen²³. Vähentääkseen yhdessä toimimisen käsitteen soveltamiseen liittyviä epäselvyyksiä jotkin kansalliset sääntelyelimet²⁴ ovat antaneet tulkintaohjeita tai -olettamia. Näiden ohjeiden sisältö ei kuitenkaan vastaa toisiaan.

¹⁸ Ks. ulkoisen tutkimuksen s. 48 ja 267.

¹⁹ Esim. Alankomaat, Irlanti, Italia, Itävalta, Kypros, Luxemburg, Slovakia, Tanska, Unkari ja Yhdistynyt kuningaskunta.

²⁰ Esim. Belgia, Espanja, Portugali, Puola, Ranska, Romania, Ruotsi, Saksa ja Suomi.

²¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta. Direktiivin 10 artiklan a alakohdassa yhdessä toimiminen määritellään seuraavasti: ”[äänioikeus on] kolmannella osapuolella tämän luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön kanssa tehdyn sopimuksen nojalla, ja sopimus velvoittaa osapuolet käyttämään äänioikeuttaan yhteisymmärryksessä ja näin soveltamaan kyseisen yrityksen johtamisessa pysyvää yhteistä toimintatapaa”.

²² Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2007/44/EY rahoituslalla tapahtuvaan omistussuhteiden hankintaan ja lisäämiseen sovellettavien toiminnan vakauden arviointia koskevien menettelysääntöjen ja periaatteiden osalta.

²³ Omistussuhteiden hankintaa koskevan direktiivin kolmannen tason ohjeistuksessa henkilöiden katsotaan toimivan yhdessä, kun kukin henkilöistä päättää käyttää hankkimiinsa osakkeisiin liittyviä oikeuksiaan kyseisten henkilöiden keskenään tekemän nimenomaisen tai epäsuoran sopimuksen mukaisesti.

²⁴ Esim. Italia ja Yhdistynyt kuningaskunta.

Erilaisten kansallisen tason määritelmien ja tulkintojen olemassaolo aiheuttaa epävarmuutta kansainvälisille sijoittajille, jotka tahtovat toimia yhteistyössä toistensa kanssa, ja saattaa rajoittaa näiden sijoittajien halukkuutta osallistua aktiivisesti sijoitusten kohteena olevien yritysten toiminnan kehittämiseen. EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevasta kehyksestä annettua komission vihreää kirjaa²⁵ varten tehdyt haastattelut tukevat tätä käsitystä, sillä vastaajien mukaan yhteistoimintaa koskevia voimassa olevia säännöksiä olisi täsmennettävä.²⁶

17. Toiseksi pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä on tehty niin runsaasti erilaisia kansallisia poikkeuksia, että herää kysymys, suojeleeko sääntö riittävästi vähemmistöosakaita tilanteissa, joissa määräysvalta yhtiössä vaihtuu. Ostotarjousdirektiivin 4 artiklan 5 kohdassa jäsenvaltioiden sallitaan säätää poikkeuksia direktiivissä annetuista säännöistä seuraavasti:

”Edellyttäen, että 3 artiklan 1 kohdassa säädettyjä yleisiä periaatteita noudatetaan, jäsenvaltiot voivat tämän direktiivin nojalla antamissaan tai käyttöön ottamissaan säännöissä säätää poikkeuksia näistä säännöistä:

- i) sisällyttämällä poikkeukset kansallisiin sääntöihinsä kansallisella tasolla määriteltävien olosuhteiden huomioon ottamiseksi;
- ii) antamalla valvontaviranomaisilleen, silloin kun ne ovat asiassa toimivaltaisia, valtuudet poiketa kansallisista säännöistä i alakohdassa tarkoitettujen olosuhteiden huomioon ottamiseksi tai muissa erityisolosuhteissa, jolloin päätöksen on oltava perusteltu.”

Kaikki ulkoisessa tutkimuksessa tarkastellut jäsenvaltiot olivat säätäneet poikkeuksia pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä. Poikkeukset voidaan jakaa seuraaviin luokkiin²⁷:

- Kansallisella valvontaviranomaisella on harkintavalta antaa poikkeuslupa. Vain muutamat jäsenvaltiot²⁸ ovat käyttäneet tätä mahdollisuutta.
- Nk. whitewash-menettelyt, joiden perusteella osakkeenomistajat voivat päättää, ettei velvollisuutta tehdä pakollinen ostotarjous sovelleta.
- Tekniset poikkeukset, joissa pakollista ostotarjousta koskevan säännön soveltamisalaa ei rajata direktiivissä säädetyllä tavalla, esimerkiksi avoimia yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia järjestelmiä (jotka eivät kuulu direktiivin soveltamisalaan) koskeva poikkeus.

²⁵ Vihreä kirja EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevasta kehyksestä, 4. huhtikuuta 2011, KOM(2011) 164 lopullinen. Saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_fi.pdf#page=2.

²⁶ Katso: *Feedback Statement, Summary of Responses to the Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*. Saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

²⁷ Ks. ulkoisen tutkimuksen s. 152, jossa on taulukko pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä tehdyistä poikkeuksista ja siitä, missä jäsenmaissa kukin poikkeus on voimassa. Tässä kertomuksessa esitetään yhteenvedo yleisimmistä poikkeuksista ja jaetaan ne luokkiin.

²⁸ Irlanti, Suomi ja Yhdistynyt kuningaskunta. Saksassa valvontaviranomaisella (Bafin) on rajoitettu harkintavalta myöntää poikkeus pakollisesta ostotarjouksesta, Ranskassa taas muutoksenhakutuomioistuin piti voimassa AMF:n myönteisen poikkeuslupapäätöksen.

- Tilanteet, joissa määräysvalta ei todellisuudessa vaihdu, esimerkiksi jos määräysvalta vaihtuu vain väliaikaisesti tai jos hankinta on tapahtunut saman yritysryhmän tai yhdessä toimivan ryhmän sisällä. Näillä poikkeuksilla ei ole vaikutusta direktiivin tavoitteeseen suojella vähemmistöosakkaita määräysvallan vaihtuessa.
- Tarjouksen tekijän tai määräysvaltaa käyttävän osakkaan etujen suojeleminen, esimerkiksi jos määräysvallan vaihtuminen ei ollut vapaaehtoisen toimen seurausta, hankinta oli epäsuora tai johtui henkilökohtaisesta tapahtumasta kuten perinnöstä.
- Velkojan etujen suojeleminen, esimerkiksi tilanteissa, joissa velkoja on saanut osakkeet maksamattoman velan vakuutena.
- Muiden sidosryhmien etujen suojeleminen, esimerkiksi jos sijoittaja on rahoitusvaikeuksissa, määräysvalta on hankittu tietyn tyyppisen liiketoimen, kuten fuusion tai yritysjärjestelyn avulla, tai määräysvalta on saatu valtion arvopapereiden myynnin seurauksena.

Erilaisten pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä säädettyjen kansallisten poikkeusten soveltamisalan puitteissa ei ole aina selvää, miten vähemmistöosakkaiden suoja on varmistettu. Kuten direktiivin 4 artiklan 5 kohdassa säädetään, poikkeuksia direktiivin säännöistä säätevien jäsenvaltioiden on noudatettava direktiivin yleisiä periaatteita. Yksi yleisperiaatteista on se, että muita arvopapereiden haltijoita on suojattava, kun henkilö hankkii määräysvallan yhtiössä (direktiivin 3 artiklan 1 kohdan a alakohta). Direktiivissä ei säädetä siitä, miten jäsenvaltioiden olisi varmistettava, että direktiivin yleisiä periaatteita noudatetaan.

18. Kolmanneksi ostotarjousdirektiivin 5 artiklan 2 kohdassa säädetään, että tarjousvelvollisuutta ei sovelleta, jos määräysvalta on saatu tekemällä kaikille arvopapereiden haltijoille vapaaehtoisuuteen perustuva tarjous, joka koskee heidän kaikkia arvopapereitaan. Komission tietoon on tullut, että tarjouksen tekijät voivat käyttää tätä poikkeusta välttääkseen pakollisen ostotarjouksen tekemisen käypään hintaan. Tarjouksen tekijän etuna on se, että direktiivissä ei säädetä mitään vapaaehtoisuuteen perustuvan tarjouksen hinnasta. Vapaaehtoisuuteen perustuvan tarjouksen kautta saatua määräysvaltaa koskevassa poikkeuksessa oletetaan, että tarjoushinta on ollut riittävän korkea, jotta merkittävä osa osakkeenomistajista on hyväksynyt tarjouksen, tai muuten tarjouksen tekijä ei olisi saavuttanut määräysvaltaa tarjouksensa kautta. Jos tarjouksen tekijällä kuitenkin on jo omistusosuus, joka on hyvin lähellä määräysvaltaan oikeuttavaa rajaa, sen ylittämiseen riittää, että vain muutamakin osakkeenomistaja myy osakkeensa tarjouksen tekijälle. Tästä syystä tarjouksen tekijä todennäköisesti saavuttaa määräysvallan vapaaehtoisuuteen perustuvalla tarjouksella, vaikka tarjottu hinta olisi hyvinkin matala, ja pystyy näin hyödyntämään pakollista ostotarjousta koskevaan sääntöön tehtyä poikkeusta. Tällaisissa tapauksissa vähemmistöosakkaat jäävät paitsi määräysvaltapreemioista. Useissa jäsenvaltioissa tämä menettelytapa ei ole mahdollinen, koska kansallisessa lainsäädännössä säädetään tarjouksen ehdoksi, että

tarjouksen tekijä hankkii tietyn vähimmäisosuuden osakkeista²⁹, tai muuten myöhemmät osakehankinnat laukaisevat pakollisen ostotarjouksen.³⁰

On esitetty myös näkemyksiä, että tarjouksen tekijät voivat hankkia määräysvallan ilman pakollisen ostotarjouksen tekemistä pitämällä omistuksensa juuri määräysvaltaan oikeuttavan rajan alapuolella, samalla kun ne pystyvät tosiasiallisesti käyttämään määräysvaltaa yhtiössä, tai hankkimalla johdannaisposition³¹.

19. Neljänneksi ostotarjousdirektiivin vapaaehtoisten artiklojen osalta voidaan todeta, että vaikka hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskeva sääntö on ollut suhteellisen onnistunut³², suojatoimenpiteiden kumoamista koskeva sääntö ei ole ollut yhtä menestyksenkäs, koska vain kolme jäsenvaltiota on saattanut sen osaksi kansallista lainsäädäntöä. Kun direktiivi annettiin, ajatuksena oli, että osakkeenomistajat voisivat vaatia yhtiötä soveltamaan vapaaehtoisesti valinnaisia säännöksiä siinä tapauksessa, että jäsenvaltiot päättäisivät olla saattamatta niitä osaksi kansallista lainsäädäntöä. Näin ei kuitenkaan näytä tapahtuneen. Tästä syystä voidaan arvioida, että direktiivi ei säätele suojatoimenpiteiden käyttöä kovinkaan tehokkaasti. Sidosryhmät vahvistavat tämän näkemyksen. Sidosryhmät ovat kuitenkin ilmaisseet myös, että vaikka suojatoimenpiteiden kumoamista koskevaa sääntöä ei olisikaan saatettu osaksi kansallista lainsäädäntöä, ostotarjouksiin kohdistuvien suojakeinojen kumoamiseen on silti riittävästi mahdollisuuksia (ks. tämän kertomuksen 11 kohta).
20. Viidenneksi ostotarjousdirektiivissä edellytetään, että kohdeyhtiön sekä tarjouksen tekijän työntekijöiden edustajille on tiedotettava yksityiskohtaisesti julkisesta ostotarjouksesta.³³ Työntekijöiden edustajille olisi annettava tarjouksen tekijän ilmoitus kohdeyhtiön toiminnan jatkumista ja tarjouksen tekijäyhtiön toimintaa koskevista aikeista sekä siitä, miten nämä vaikuttavat työllisyyteen ja työehtoihin³⁴, sekä kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen lausunto tarjouksesta ja sen todennäköisistä vaikutuksista työllisyyteen³⁵. Ulkoisesta tutkimuksesta käy ilmi, että työntekijöiden edustajat eivät ole tyytyväisiä siihen, miten direktiivi suojelee työntekijöiden etuja. He toteavat, että vaadittuja tietoja ei aina anneta ajoissa tai annetut tiedot ovat puutteellisia, ja että ostotarjoukset vaikuttavat merkittävästi työehtoihin ja irtisanomisiin. Lisäksi he huomauttavat, että ostotarjouksen jälkeen ei mitenkään valvota sitä, toimiiko tarjouksen tekijä todella niin kuin esitti tarjousmenettelyn aikana antamassaan ilmoituksessa. Tätä asiaa ei kuitenkaan säännellä ostotarjousdirektiivillä.

²⁹ Esimerkiksi Yhdistyneessä kuningaskunnassa tarjouksen on noudatettava ehtoa, jonka mukaan tarjouksen tekijän on hankittava vähintään 50 prosenttia osakkeista.

³⁰ Ks. ulkoisen tutkimuksen s. 130, jossa esitetään yhteenveto kansallisista säännöksistä, joissa määritellään, milloin myöhemmät hankinnat laukaisevat pakollisen ostotarjousvelvollisuuden.

³¹ Ehdotukseen avoimuusdirektiivin muuttamisesta on jo sisällytetty johdannaispositioiden pakollinen ilmoittaminen. Katso: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_fi.pdf.

³² Ks. tämän kertomuksen 7 kohta.

³³ Ks. direktiivin 6 artiklan 1 ja 2 kohta sekä 8 artiklan 2 kohta.

³⁴ Ks. direktiivin 6 artiklan 3 kohdan i alakohda.

³⁵ Ks. direktiivin 9 artiklan 5 kohta.

4. PÄÄTELMÄT

21. Ostotarjousdirektiivin toiminnan tarkastelusta käy ilmi, että yleisesti ottaen direktiivillä luotu järjestelmä toimii tyydyttävästi. Rakenteisiin liittyviä vaatimustenmukaisuusongelmia ei ole ilmennyt lainsäädäntökehyksen soveltamisessa jäsenvaltioissa. Sidosryhmät ovat yleisesti ottaen tyytyväisiä direktiiviin sisältyvien sääntöjen selkeyteen ja niiden täytäntöönpanon valvonnan riittävyyteen, ja sidosryhmien mielestä direktiivi on hyödyllinen markkinoiden asianmukaisen ja tehokkaan toiminnan kannalta. Ulkoisen tutkimuksen mukaan ostotarjousdirektiivi on osaltaan edistänyt direktiivin tavoitteiden mukaisia parannuksia.
22. On kuitenkin osa-alueita, joilla ostotarjousdirektiivin sääntöjä voitaisiin selkeyttää, jotta parannettaisiin oikeusvarmuutta asianosaisten osapuolten kannalta ja tehostettaisiin (vähemmistö)osakkaiden mahdollisuuksia käyttää oikeuksiaan.
23. Ensinnäkin **yhdessä toimimisen käsitettä** voitaisiin selkiyttää EU:n tasolla ja näin lisätä kansainvälisten sijoittajien oikeusvarmuutta sen suhteen, missä määrin sijoittajat voivat tehdä yhteistyötä keskenään ilman, että tätä katsotaan yhdessä toimimiseksi, jolloin sijoittajat voisivat joutua tekemään pakollisen ostotarjouksen. Selvennys voitaisiin antaa esimerkiksi laatimalla komission ja/tai Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen antamat suuntaviivat. Selvennyksen ansiosta osakkeenomistajilla olisi paremmat mahdollisuudet valvoa, että hallinto- tai johtoelimet kantavat vastuun toimistaan, ja näin edistää hyvän omistajaohjauksen periaatteita pörssiyrityksissä EU:n alueella. Selvennys ei saisi kuitenkaan rajoittaa toimivaltaisten viranomaisten kykyä velvoittaa määräysvaltaa havittelevia yhdessä toimivia osapuolia kantamaan yhteistoimintansa oikeudelliset seuraukset. Tähän osa-alueeseen liittyvät mahdolliset aloitteet vastaisivat EU:n yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevasta kehyksestä annetussa komission vihreässä kirjassa ja tiedonannossa ”Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti”³⁶ esitettyjä tavoitteita edistää pidempikestoista, kestävästä omistajuudesta, joka puolestaan tukisi Euroopan markkinoiden kestävästä kasvusta. Komissio ilmoittaa toimenpidesuunnitelmistaan tällä osa-alueella lokakuussa 2012.
24. Toiseksi tarkastelusta käy ilmi, että **pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä** on tehty runsaasti erilaisia **kansallisia poikkeuksia**, ja että aina ei ole selvää, miten kansallisia poikkeuksia sovellettaessa noudatetaan direktiivin yleistä periaatetta, jossa edellytetään vähemmistöosakkaiden suojelua määräysvallan vaihtuessa. Komissio aikoo mahdollisena jatkotoimena tehdä lisätutkimuksia, joissa selvitetään, miten vähemmistöosakkaita suojataan tapauksissa, joissa sovelletaan pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä tehtyä kansallista poikkeusta. Tarvitaan selvästikin lisää tietoa pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä tehtyjen kansallisten poikkeusten soveltamisalasta ja siitä, miten paljon kansalliset poikkeukset rajoittavat vähemmistöosakkaiden suojelua määräysvallan vaihtuessa, sekä tarvittaessa mahdollisista kansallisissa lainsäädännössä säädetyistä vaihtoehtoisista mekanismeista, joilla suojellaan vähemmistöosakkaita määräysvallan vaihtuessa. Jos tutkimuksen seurauksena todetaan, että

³⁶ Tiedonanto ”Sisämarkkinoiden toimenpidepaketti”, huhtikuu 2011, KOM(2011) 206 lopullinen. Saatavilla osoitteessa <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:FI:PDF>.

vähemmistöosakkaiden suoja on tosiaan riittämätön, komissio ryhtyy tarvittaviin toimenpiteisiin (esim. rikkomusmenettelyjen kautta), jotta tätä direktiivin yleistä periaatetta sovellettaisiin jälleen tehokkaasti.

25. Kolmanneksi tarkastelusta käy ilmi, että ostotarjousdirektiiviin sisällytetty pakollista ostotarjousta koskevaan sääntöön tehty poikkeus, joka koskee tilanteita, jolloin määräysvalta on saatu tekemällä **kaikkia yhtiön arvopapereita koskeva vapaaehtoisuuteen perustuva tarjous**, on antanut tarjouksen tekijöille mahdollisuuden kiertää pakollista ostotarjousta koskevaa sääntöä hankkimalla ensin osuuden, joka on lähellä pakollisen ostotarjouksen rajaa, ja tämän jälkeen tekemällä vapaaehtoisuuteen perustuvan tarjouksen alhaiseen hintaan. Tämän seurauksena tarjouksen tekijä pystyisi ylittämään pakollisen ostotarjouksen rajan antamatta vähemmistöosakkaille tasavertaista mahdollisuutta luopua yhtiöstä ja saada osaansa määräysvaltapreemioista. Tämä menettelytapa on selvästi vastoin direktiivin tavoitetta suojella vähemmistöosakkaita määräysvallan vaihtuessa, vaikka se ei näytäkään rikkovan direktiivin kirjainta vastaan.³⁷ Kansallisista lainsäädännöistä löytyy esimerkkejä mahdollisista tavoista estää tämän menetelmän käyttö, kuten ylimääräiset pakollisen ostotarjouksen laukaisevat rajat³⁸ tai hyväksyttävistä ostotarjouksista koskevat vähimmäisvaatimukset³⁹. Komissio ryhtyy tarvittaviin toimenpiteisiin torjuakseen tämän menetelmän käyttöä EU:n alueella, esimerkiksi käymällä kahdenvälisiä keskusteluja asianosaisten jäsenvaltioiden kanssa tai antamalla komission suositukset aiheesta.
26. Neljänneksi **ostotarjousdirektiivin vapaaehtoisten 9 ja 11 artiklan** osalta tarkastelusta käy ilmi, että vaikka suhteellisen monet jäsenvaltiot ovat saattaneet hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskevan säännön (9 artikla) osaksi kansallista lainsäädäntöä, näin ei ole tapahtunut suojoimenpiteiden kumoamista koskevan säännön (11 artikla) kohdalla.⁴⁰ Vapaaehtoisten sääntöjen soveltamatta jättäminen ei kuitenkaan näytä olleen merkittävä este julkisten ostotarjousten tekemiselle EU:ssa, sillä sidosryhmien mielestä ostotarjouksiin kohdistuvien suojakeinojen kumoamiseen on riittävästi mahdollisuuksia. Tällä perusteella, ja koska ei ole taloudellista näyttöä siitä, että tilannetta olisi muutettava, ei tässä vaiheessa näytä tarkoituksenmukaiselta ehdottaa direktiivin vapaaehtoisten artiklojen muuttamista pakollisiksi.
27. Viidenneksi työntekijöiden edustajat ovat ilmaisseet olevansa tyytymättömiä siihen, miten ostotarjousdirektiivi suojelee **työntekijöiden oikeuksia** yritysoston yhteydessä, varsinkin kun kyseessä ovat työolojen ja -ehtojen muutoksiin ja työn saatavuuteen liittyvät riskit. Komissio jatkaa työntekijöiden edustajien kanssa vuoropuhelua, jonka tarkoituksena on kartoittaa mahdollisia tulevia parannuksia. Komissio myös tarkastelee lähemmin käytännön kokemuksia niiden direktiivin säännösten osalta, jotka velvoittavat ilmoittamaan tarjouksen tekijän aikeista kohdeyhtiön toiminnan jatkumisen ja työolojen suhteen sekä kohdeyhtiön hallinto-

³⁷ Ks. direktiivin 5 artiklan 2 kohta, jossa nimenomaisesti säädetään poikkeuksesta pakollista ostotarjousta koskevasta säännöstä, jos osakkeet on hankittu tekemällä kaikkia yhtiön arvopapereita koskeva vapaaehtoisuuteen perustuva tarjous.

³⁸ Ks. ulkoisen tutkimuksen s. 130, jossa esitetään yhteenveto ylimääräisistä rajoista.

³⁹ Ks. ulkoisen tutkimuksen s. 146.

⁴⁰ Ks. tämän kertomuksen 7 kohta.

tai johtoelimen tätä asiaa koskevasta näkemyksestä, sekä antamaan tiedot tarjouksen rahoituksesta ja tarjouksen tekijän henkilöllisyydestä.⁴¹

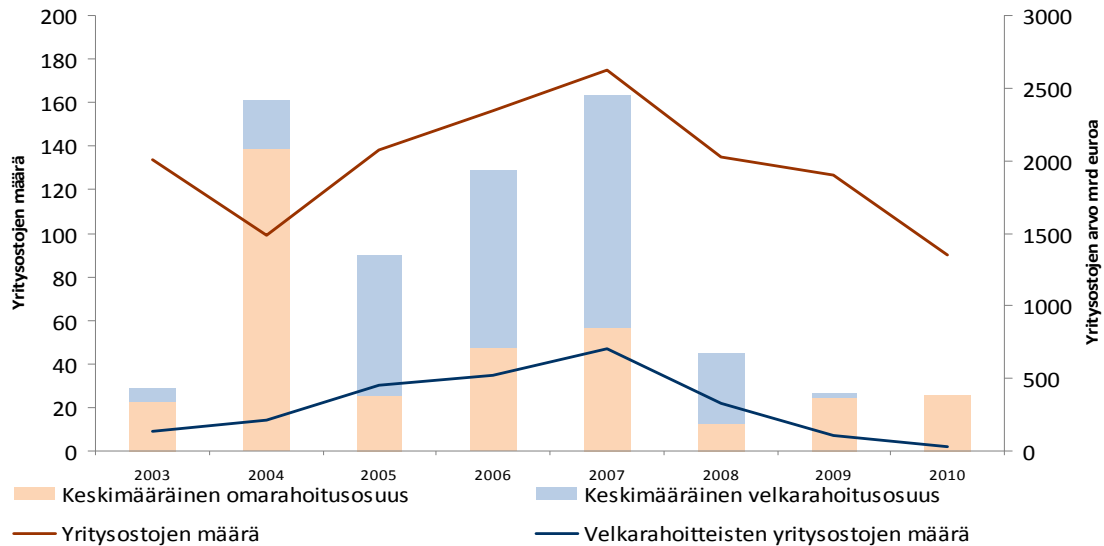
28. Jäsenvaltioita, Euroopan parlamenttia, Euroopan talous- ja sosiaalikomiteaa sekä muita intressitahoja kehotetaan ottamaan kantaa tässä kertomuksessa selostetussa tarkastelussa esitettyihin näkemyksiin.

⁴¹ Ks. direktiivin 3 artiklan 1 kohdan b alakohta, 6 artiklan 3 kohdan i, l ja m alakohta sekä 9 artiklan 5 kohta.

**LIITE KOMISSION KERTOMUKSEEN EUROOPAN PARLAMENTILLE,
NEUVOSTOLLE, EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE SEKÄ
ALUEIDEN KOMITEALLE**

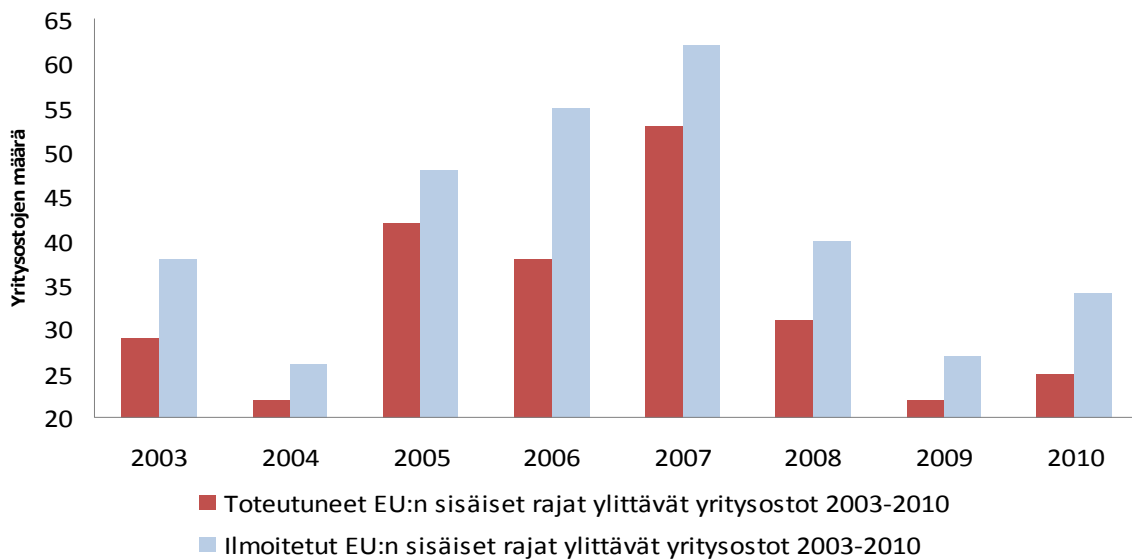
julkisista ostotarjouksista annetun direktiivin 2004/25/EY soveltamisesta

Kaavio 1: Yritystojen kehitys Euroopassa



Lähde: ulkoinen tutkimus, s. 284.

Kaavio 2: EU:n sisäisten yritystojen määrä vuosina 2003–2010



Lähde: ulkoinen tutkimus, s. 285.

Kaavio 3: Yritystojen sääntelyn vaikutukset (\pm -vaikutus ja voimakkuus)

	Yritystojen määrä		(Vähemmistö)osakkaiden suoja		Omistusoisuuden ja määräysvallan välinen epäsuhta	
	KESKITTYNYT OMISTUS	HAJAUTUNUT OMISTUS	KESKITTYNYT OMISTUS	HAJAUTUNUT OMISTUS	KESKITTYNYT OMISTUS	HAJAUTUNUT OMISTUS
Pakollista ostotarjousta koskeva sääntö	-	--	++	+	+	++
Omistus-suhteiden avoimuus	+	++	+	++	-	-
	-	--				
Lunastusoikeus	++	+	-	-	+	+
Lunastus-velvollisuus	--	-	++	+	--	-
Suoja-toimenpiteiden kumoamista koskeva sääntö	++	+	++	+	++	+
Hallinto- tai johtoelimen neutraaliutta koskeva sääntö	++	+	+	-	+	++

Lähde: ulkoinen tutkimus, s. 29.

Kaavio 4: Julkisten ostotarjousten esteet, jotka eivät kuulu ostotarjousdirektiivin soveltamisalaan. Sellaisten yhtiöiden osuus, joissa on pyramidirakenteita tai osakkeiden ristiinomistuksia.

Pyramidit		
Kokonaisosuus	Uudet listaukset	Yhteensä
18,1 %	27,5 %	20,5 %

Ristiinomistukset		
Kokonaisosuus	Uudet listaukset	Yhteensä
3,5 %	0 %	2,6 %

Lähde: ulkoinen tutkimus, s. 48.