

LUONNOS

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ

Esityksessä ehdotetaan muutettavaksi arvopaperimarkkinalain (746/2012) 9 lukua huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta sekä 11 lukua julkisista ostotarjouksista siten, että lukujen säännöksiä sovellettaisiin jatkossa säännellyn markkinan ohella myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Esityksen tavoitteena on ostotarjous- ja liputussäätelyn soveltamisalaa laajentamalla parantaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden sijoittajien sijoittajansuojaa sekä kaupankäynnin avoimuutta. Lisäksi esityksen tavoitteena on selkiyttää oikeustilaa yksissä tuumin toimivien henkilöiden osalta siltä osin kuin arvopaperimarkkinalain 11 luvun 5 §:n säännösten soveltaminen johtaisi markkinakäytännössä havaittuihin ongelmiin ja epätarkoituksenmukaiseen lopputulokseen yhdessä muusta rahoitusmarkkinalainsäädännöstä seuraavien eturistiriitojen hallitsemisvelvoitteiden noudattamisen kanssa.

Laki on tarkoitettu tulemaan voimaan mahdollisimman pian.

SISÄLLYS

| | |
|--|----|
| ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ..... | 1 |
| PERUSTELUT | 3 |
| 1 Asian tausta ja valmistelu | 3 |
| 1.1 Tausta | 3 |
| 1.2 Valmistelu | 5 |
| 2 Nykytila ja sen arviointi..... | 5 |
| 3 Tavoitteet | 6 |
| 4 Ehdotukset ja niiden vaikutukset | 6 |
| 4.1 Keskeiset ehdotukset..... | 6 |
| 4.2 Pääasialliset vaikutukset..... | 8 |
| 4.2.1 Taloudelliset vaikutukset | 8 |
| 4.2.1.1 Vaikutukset yrityksiin | 8 |
| 4.2.1.2 Vaikutukset sijoittajiin | 9 |
| 4.2.1.3 Vaikutukset viranomaisiin | 10 |
| 5 Muut toteuttamisvaihtoehdot | 11 |
| 5.1 Vaihtoehdot ja niiden vaikutukset..... | 11 |
| 5.2 Ulkomaiden lainsäädäntö ja muut ulkomailla käytetyt keinot | 14 |
| 6 Lausuntopalaute | 15 |
| 7 Säännöskohtaiset perustelut..... | 15 |
| 8 Voimaantulo | 17 |
| 9 Suhde perustuslakiin ja säätämisyjärjestys | 17 |
| LAKIEHDOTUS | 19 |
| Laki avopaperimarkkinalain muuttamisesta..... | 19 |
| LIITE | 23 |
| RINNAKKAISTEKSTI..... | 23 |
| Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta | 23 |

PERUSTELUT

1 Asian tausta ja valmistelu

1.1 Tausta

Ostotarjoussääntely

Arvopaperimarkkinayhdistys ry (jäljempänä *AMY*) on 15.7.2022 päivätyllä aloitteellaan ehdottanut valtiovarainministeriölle arvopaperimarkkinalain (746/2012) (jäljempänä myös *AML*) ostotarjouksia koskevan 11 luvun muuttamista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (jäljempänä myös *MTF*) tehtävien julkisten ostotarjousten ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin liittyvän tarjousvelvollisuuden osalta. *AMY* toimii *AML* 11 luvun 28 §:ssä tarkoitettuna julkisissa ostotarjouksissa noudatettavaa menettelyä koskevan suosituksen itsesääntelyllisenä elimenä ja sen tehtävänä on yleisemminkin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä.

AMY on ehdottanut julkisia ostotarjouksia monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä koskevan *AML* 11 luvun 27 §:n kumoamista ja luvun yleisen soveltamisalan muuttamista siten, että luvun säännökset julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta soveltuisivat myös Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä tehtäviin vapaaehtoisiin ja pakollisiin ostotarjouksiin.

Aloitteen taustalla on ostotarjouskoodin uudistamista varten maaliskuussa 2021 *AMY*:n hallituksen asettaman työryhmän työn aikana ja erityisesti työryhmän ehdotuksen perusteella lausuntopalautteessa ilmennyt tarve tarkastella laintasoisen ostotarjoussääntelyn soveltamisalan laajentamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Työryhmän toimeksiannon mukaan ostotarjouskoodin uudistustyössä on ollut määrä ottaa huomioon sen antamisen jälkeiset lainsäädännön muutokset sekä arvioida muita koodin muutosarpeita koodin soveltamiskäytännöstä saatujen kokemusten valossa. Koodin uudistustyössä on lisäksi ollut määrä arvioida tarvetta kehittää itsesääntelyä keskenään kilpailevien yritysjärjestelyjen osalta sekä laajentaa ostotarjouskoodin soveltamisalaa Nasdaq First North Finland -markkinapaikalla tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Lisäksi työryhmän on tullut arvioida keinoja edistää ostotarjouskoodin soveltamiskäytännön läpinäkyvyyttä sekä ostotarjouslautakunnan lausuntokäytännön muodostumista.

Lausuntopyyntö luonnoksesta ostotarjouskoodin muuttamiseksi julkaistiin marraskuussa 2021. Luonnoksessa ehdotettiin, että ostotarjouskoodin suositukset soveltuisivat jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Lisäksi koodiin ehdotettiin uusia *MTF*-suosituksia, jotka olisivat koskeneet monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviä ostotarjouksia ja tarjousvelvollisuutta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. *MTF*-suositukset olisivat seuranneet sisällöltään *AML* 11 luvun keskeisiä säännöksiä ja ne olisivat perustuneet ns. aitoon itsesääntelyyn, sillä *AML* 11 luvun säännösten mukainen lakiin perustuva noudata tai selitä -menettely soveltuu vain julkisiin ostotarjouksiin, joiden kohteena on säännellyllä markkinalla listattu yhtiö.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä ostotarjouksia koskevan itsesääntelyn laatiminen oli koettu tarpeelliseksi, koska Nasdaq Helsingin pörssin ylläpitämällä First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden lukumäärä on kasvanut merkittävästi ostotarjouskoodin antamisen jälkeen. Ehdotetuilla ostotarjouskoodin suosituksilla monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjen ostotarjousten tarjousprosessi ja sen lä-

pinäkyvyys sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajien suoja pyrittiin saattamaan lähemmäksi pörssi-yhtiöistä tehtäviä ostotarjouksia. Lisäksi suosituksissa ehdotettiin arvopaperimarkkinain tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten ulottamista itsesääntelyn kautta koskemaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä.

Lausuntoaika koodiluonnoksesta päättyi tammikuussa 2022. AMY sai koodiluonnoksesta yhteensä 12 lausuntoa. Lausunnot antoivat valvova viranomainen, oikeudellisia neuvonantajia, taloudellisia neuvonantajia, sijoittajia sekä hallituksen jäseniä edustavat yhteisöt sekä yksi First North Finland -liikkeeseenlaskija ja yhden pörssi-yhtiön edustaja.

Valtaosa lausunnonantajista suhtautui myönteisesti AMY:n ehdotukseen siitä, että säännellyllä markkinalla tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskevat menettelytapa- ja tiedonantovelvollisuus-säännökset laajennettaisiin soveltumaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Sen sijaan itsesääntelyyn perustuvan tarjousvelvollisuuden osalta lausunnonantajien näkemykset jakautuivat. Osa lausunnonantajista katsoi, että tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä olisi sinänsä omiaan parantamaan sijoittajansuojaa, mutta tarjousvelvollisuudesta tulisi säätää laissa. Moni lausunnonantaja katsoi, että itsesääntelyssä annettava suositus ei olisi riittävän tehokkaasti täytäntöön pantavissa ja sisältäisi riskin siitä, ettei suositusta noudatettaisi. Suosituksen noudattamiseen liittyvä oikeudellinen epävarmuus voisi myös vähentää sijoittajien kiinnostusta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä kohtaan. Kaksi lausunnonantajaa vastusti tarjousvelvollisuussääntelyn ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään ylipäätään.

AMY on esittänyt valtiovarainministeriölle toimittamassaan aloitteessa pitävänsä arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan ja siihen kohdistuvan luottamuksen kannalta tärkeänä, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely on riittävää ja ajantasaista. AMY painottaa, että markkinapaikan kasvu ja sen nykyinen merkitys arvopaperimarkkinoilla on muuttunut viime vuosina merkittävästi. AMY on pitänyt ostotarjous-sääntelyn tehokkuuden ja täytäntöön pantavuuden näkökulmasta lain tasoista sääntelyä itsesääntelyn suosituksiin nähden selvästi tehokkaampana varsinkin silloin, kun kyse on taloudellisesti merkittävistä velvoitteista, kuten osakkeenomistajan tarjousvelvollisuudesta. Sääntelyn selkeyden ja johdonmukaisuuden näkökulmasta olisi AMYn mukaan perusteltua, että julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säädettäisiin laissa säänneltyä markkinaa vastaavassa laajuudessa. Valtiovarainministeriössä on päätetty ryhtyä lainsäädännön muutoksiin AMY:n aloitteen perusteella.

Liputussääntely

AMY:n aloitteeseen ei ole sisällynyt ehdotusta AML 9 luvun säännösten huomattavien omistusta- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta (nk. liputusvelvollisuus) muuttamisesta. Valtiovarainministeriössä on kuitenkin katsottu, että myös liputussääntely olisi ostotarjous-sääntelyn ohella perusteltua ulottaa monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, jotta sijoittajat voivat paremmin havainnoida omistuksen ja äänivallan keskittymistä ja siten mahdollisen ostotarjouksen mahdollisuutta.

1.2 Valmistelu

Lainsäädäntöehdotukset on valmisteltu valtiovarainministeriössä virkatyönä.¹

2 Nykytila ja sen arviointi

Ostotarjoussääntely

Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteena on edistää osaltaan sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan muun muassa luomalla järjestelmälliset menettelytavat ostotarjousten toteuttamiselle sekä turvaamalla sijoittajien tiedonsaanti ja tasapuolinen kohtelu. Tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten tavoitteena puolestaan on suojata osakkeenomistajia tilanteessa, jossa määräysvalta tai huomattava vaikutusvalta kohdeyhtiössä keskittyy tai siirtyy.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjä julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset annettiin alun perin direktiivin (2004/39/EY) (*rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi*) kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä (HE 43/2007 vp). Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskevat AML:n säännökset ovat olleet muuttumattomina vuodesta 2007 lukien, ja niitä on viimeksi tarkasteltu arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä vuonna 2012. Kokonaisuudistuksen yhteydessä kumotun arvopaperimarkkinalain (495/1989) 3 a luvun 14 §:n säännös julkisista ostotarjouksista siirrettiin käytännössä sellaisenaan voimassa olevan AML 11 luvun 27 §:ään.

Aiemmin lainvalmistelussa on katsottu, että koska monenkeskisen kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijat ja näistä arvopapereista tehtävät ostotarjoukset ovat todennäköisesti huomattavasti pienempiä kuin liikkeeseenlaskijat ja vastaavat tarjoukset säännellyllä markkinalla, olisi ostotarjoussäännösten soveltaminen kokonaisuudessaan liian raskas tälle markkinalle (HE 43/2007 vp, s. 90 ja HE 32/2012 vp, s. 151). Kokonaisuudistuksen aikoihin First North Finland -markkinapaikalla, joka on toistaiseksi ainoa suomalainen monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, oli kaupankäynnin kohteena vain kolmen yrityksen osakkeet, kun tällä hetkellä First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä on jo 51. AMY:n ostotarjouskoodin uudistustyötä aloitettaessa First North Finlandilla ei ollut vielä tehty yhtään julkista ostotarjousta, mutta koodin valmistelun aikana ostotarjouksia tehtiin kolme. Kesäkuuhun 2023 mennessä ostotarjouksia oli tehty yhteensä neljä. Tällä hetkellä First North -yhtiöt noudattavat voimassa olevaa Ostotarjouskoodi 2022:² vapaaehtoisuuteen perustuen.

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on lähtökohtaisesti tarkoitettu säänneltyä markkinaa kevyemmin säännellyksi markkinapaikaksi. Arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeva EU-sääntely soveltuu monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoihin vain rajoitetusti. Kevyemmän sääntelyn tavoitteena on alentaa listautumiskynnystä säänneltyyn markkinaan verrattuna ja siten kannustaa myös pieniä ja keskisuuria yhtiöitä listautumaan. Direktiivi 2004/25/EY (jäljempänä *ostotarjousdirektiivi*), johon AML 11 luvun säännökset pääosin perustuvat, soveltuu vain säännellyllä markkinalla tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Suurin osa AML:n julkisten ostotarjousten menettelytapoja ja tiedonantovelvollisuutta koskevasta sääntelystä kohdistuu ostotarjouksen tekijään.

¹ <https://vm.fi/hanke?tunnus=VM039:00/2023>

² <https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/>

Eräät First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt ovat kuitenkin sisällyttäneet yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä osakkeenomistajan tarjousvelvollisuudesta. Näiden yhtiöiden yhtiöjärjestysmääräysten sisällöt poikkeavat toisistaan. Siten yhtiöjärjestysmääräyksiin perustuvat osakkeenomistajien velvollisuudet ovat omiaan aiheuttamaan sijoittajille lisääntyviä selonottokustannuksia.

Liputussääntely

Liputusvelvollisuudesta säädetään AML 9 luvussa. Säännöksillä on pantu täytäntöön direktiivin 2004/109/EY (jäljempänä *avoimuusdirektiivin*) vaatimukset. AML 9 luvun 5 §:n mukaan osakkeenomistajan tulee ilmoittaa omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle (*liputusilmoitus*), kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä (*liputusraja*). Kohdeyhtiöön kohdistuu puolestaan liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus, joka perustuu avoimuusdirektiivin 12 artiklan 6 kohtaan, ja joka on pantu täytäntöön AML 9 luvun 10 §:ssä.

Liputussääntelyn tavoitteena on edistää markkina-avoimuutta pörssiyhtiöiden omistus- ja valtakäyttörakenteiden sekä niihin liittyvien muutosten osalta. Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoitusvelvollisuutta sovelletaan osakkeisiin, jotka ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Liputusvelvollisuutta ei nykytilanteessa sovelleta miltään osin monenkeskisellä markkinalla. Eräät First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt ovat kuitenkin sisällyttäneet yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä osakkeenomistajan liputusvelvollisuudesta. Käytäntö on omiaan johtamaan epäyhtenäiseen markkinakäytäntöön ja lisäämään sijoittajien selonottokustannuksia.

3 Tavoitteet

Esityksen tavoitteena on parantaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden sijoittajien sijoittajansuojaa säätämällä tällaisella markkinapaikalla velvollisuudesta tarjoutua ostamaan kohdeyhtiön sijoittajilta osakkeet ja tietyt osakkeisiin oikeuttavat arvopaperit määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä. Myös ostotarjouksiin liittyvät menettelytapasäännökset yhdenmukaistetaan säännellyllä markkinalla noudatettavia säännöksiä vastaviksi. Lisäksi laajennetaan AML 9 luvun liputusvelvollisuus koskemaan myös tällaista markkinapaikkaa, jotta määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittyminen on riittävän läpinäkyvää.

Uudistusten tavoitteena on sijoittajansuojaa parantamalla saada monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osakkeista entistä houkuttelevampia sijoituskohteita, millä voidaan nähdä olevan myönteisiä vaikutuksia arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkaaseen toimintaan ja sitä kautta kansantalouteen.

4 Ehdotukset ja niiden vaikutukset

4.1 Keskeiset ehdotukset

Ostotarjousääntely

AML 11 luvun 1 §:n soveltamisalasäännöstä ehdotetaan muutettavaksi siten, että luvun säännöksiä sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin ja tiettyihin osakkeeseen oikeuttaviin arvopapereihin.

Lisäksi AML 11 luvun 5 §:ään ehdotetaan muutoksia, joiden taustalla vaikuttavat tietyt markkinakäytännössä havaitut ongelmat, jotka seuraavat AML 11 luvun 5 §:n ja muun rahoitusmarkkinasääntelyn eturistiriitoja koskevan sääntelyn välisestä ristiriidasta. AML 11 luvun 5 §:n 2 momentin 1 kohdan mukaan yksissä tuumin toimivia henkilöitä ovat osakkeenomistaja ja tämän määräysvallassa olevat yhteisöt ja säätiöt sekä näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat. Säännös perustuu ostotarjousdirektiivin 2 artiklan 2 kohtaan. Muualla rahoitusmarkkinalainsäädännössä finanssimarkkinatoimijat on kuitenkin finanssimarkkinoiden asiakkaansuojan vahvistamiseksi velvoitettu toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan mahdollisia eturistiriitoja. Näissä tilanteissa emoyhtiöllä ei ole mahdollisuutta puuttua tytäryhtiönsä sijoituspäätöksiin. Tällaisista velvollisuuksista on säädetty muun muassa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä (2014/65/EU) (*MiFID II*), sijoitusrahastodirektiivissä (2009/95/EY) (*UCITS-direktiivi*) ja vaihtoehtoisten rahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä (2011/61/EU) (*AIFMD*) sekä niiden nojalla annetuissa komission delegoiduissa asetuksissa.

AML 11 luvun 5 §:ään tehtävillä muutoksilla pyritään selkiyttämään oikeustilaa siltä osin kuin säännöksen soveltaminen johtaisi muun rahoituslainsäädännön kanssa ristiriitaan. Vaikka ostotarjousdirektiivin 2 artiklan 2 kohdassa säädetään, että sovellettaessa 2 artiklan 1 kohdan d alakohtassa tarkoitettua yksissä tuumin toimivien määritelmää, pidetään toisen oikeushenkilön määräysvallassa olevia oikeushenkilöitä tällaisen toisen henkilön kanssa ja keskenään yhdessä toimivina henkilöinä, mahdollistaa 4 artiklan 5 kohdan toinen alakohta poikkeamaan tästä, kunhan 3 artiklan 1 kohdan mukaisia yleisiä periaatteita noudatetaan. Esimerkiksi Ruotsissa edellä kuvattu ristiriita on ratkaistu itsesääntelyssä siten, ettei tarjoushinnan korotus- tai hyvitysvelvollisuutta sovelleta tällaisissa tilanteissa.³

Ristiriita esitetään ratkaistavaksi lisäämällä AML 11 luvun 5 §:ään uusi 3 momentti, jossa säädetäisiin siitä, ettei henkilöitä, joihin voidaan soveltaa AML 9 luvun 8 a tai 8 c §:n poikkeusta pidettäisi tarjouksen tekijän kanssa yksissä tuumin toimivana. Lisäksi 11 luvun 5 §:n 2 momenttia muutettaisiin avoimemmaksi, jotta Finanssivalvonta voisi tarvittaessa antaa AML 11 luvun 31 §:n nojalla tarkempia määräyksiä perusteista, joiden perusteella säännöksessä tarkoitettujen henkilöiden ei katsota toimivan yksissä tuumin. Tämä edellyttää muutoksia myös AML 11 luvun 31 §:ään.

AML 11 luvun 28 §:ää koskien suositusta julkisissa ostotarjouksissa noudettavista menettelyta-voista ei ehdoteta muutettavaksi. First North -yhtiöille ei siten aseteta velvollisuutta kuulua 28 §:ssä tarkoitettuun toimielimeen, käytännössä Arvopaperimarkkinayhdistykseen. Säännökseen perustuvassa voimassa olevassa Ostotarjouskoodi 2022:ssa huomioidaan MTF-liikkeeseenlaskijat, mutta koodin suositusten noudattaminen perustuu tällä hetkellä vapaaehtoisuuteen. Jatkossa koodin velvoittavuustaso monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kuitenkin muuttuisi sitä kautta, että AML 11 luvun 9 §:n 3 momentissa velvoitetaan ostotarjouksentekijä ja 13 §:n 3 momentissa kohdeyhtiö ilmoittamaan yhtäältä sitoutuminen koodiin sekä toisaalta mahdollinen sitoutumattomuus perusteluineen.

³ Ks. *Aktiemarknadens Självregleringskommitté*, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM https://regelkommitten.se/userfiles/pdf/regler_svenska/takeover-regler/Takeover-reglerna_2021-01-01.pdf, s. 37.

Liputussäätely

AML 9 luvun soveltamisalaa ehdotetaan muutettavaksi siten, että sen säännöksiä sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin ja tiettyihin osakkeeseen oikeuttaviin arvopapereihin ja rahoitusvälineisiin. Liputusvelvollisuuden laajentamisella MTF-markkinalle tavoitellaan sijoittajien tasapuolisen tiedon saamisen turvaamista yhtiön omistusta ja äänivaltarakenteesta, jolla voi olla olennainen vaikutus yhtiön osakkeen arvoon. Liputusvelvollisuuden puuttuminen on ollut omiaan mahdollistamaan haitallisina pidettyjen niin kutsuttujen *creeping takeover* -ostotarjousten tekemisen, joissa ostotarjouksen tekijä on voinut kasvattaa omistustaan kohdeyhtiössä julkisuudelta piilossa. Siten liputusvelvollisuuden laajentamisella pyritään parantamaan kaupankäynnin avoimuutta myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

4.2 Pääasialliset vaikutukset

4.2.1 Taloudelliset vaikutukset

4.2.1.1 Vaikutukset yrityksiin

First North -yhtiöt

Suomessa on tällä hetkellä yksi monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, First North Finland, jossa kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä ehdotetut muutokset koskisivat. First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena oli kesäkuussa 2023 51 yhtiötä. Yhtiöiden markkina-arvojen vaihteluväli on melko suuri, noin 2 miljoonaa – 1,8 miljardia euroa, keskiarvon ollessa noin 113 miljoonaa ja mediaanin noin 51 miljoonaa euroa⁴.

First North -markkinapaikalla on tyypillisesti markkina-arvoltaan päämarkkinan yhtiöitä pienempiä⁵ kasvuyrityksiä, joihin sovelletaan paikoin päämarkkinaa kevyempiä vaatimuksia esimerkiksi tilinpäätöskäytäntöjen suhteen. First North -yhtiöiden likviditeetti on monesti päälistan yhtiöitä heikompa, sillä päälistan osakkeilla käydään tyypillisesti enemmän kauppaa. Useat yhtiöt ovat kasvaessaan siirtyneet First North -listalta päälistalle. AMY:n selvitysten mukaan noin joka kolmannella First North Finland -yhtiöistä suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 30 prosenttia ja noin joka kymmenennellä suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 50 prosenttia.⁶ First North -yhtiöiden omistus on siis paikoin melko keskittyntä.

Ostotarjousta koskevat säännökset soveltuvat kohdeyhtiöihin vain ostotarjoustilanteessa, eivätkä siten luo jatkuvaluonteista hallinnollista taakkaa kohdeyhtiöille. Kun otetaan huomioon, että ostotarjousprosessi on yksittäinen ja melko harvinainen tapahtuma yhtiön elinkaaren aikana, arvioidaan sääntelymuutoksista yhtiöille seuraavan hallinnollisen taakan jäävän vähäiseksi. Koska tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä koskisi vain

⁴ Tilanne 4/2023. Mikäli First Northin markkina-arvoltaan suurinta yhtiötä ei huomioitaisi, markkina-arvojen keskiarvo olisi huomattavasti alhaisempi, noin 79 miljoonaa euroa.

⁵ Päälistan yhtiöiden markkina-arvojen keskiarvo noin 1,9 miljardia ja mediaani noin 237 miljoonaa (tilanne 31.5.2023)

⁶ Luvut kuvaavat AMY:n 7/2022 laatiman aloitteen aikaista tilannetta. Luvuissa ei ole otettu huomioon mahdollista AML 11 luvun 5 §:n mukaista yksissä tuumin toimimista. Selvyyden vuoksi todettakoon, että yhtiöt, joissa suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 50 prosenttia sisältävät myös yhtiöihin, joissa suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 30 prosenttia.

tilanteita, joissa määräysvalta tai huomattava vaikutusvalta kohdeyhtiössä syntyisi tai siirtyisi sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, vaikutukset listautumiskynnykseen jäisivät todennäköisesti rajallisiksi.

Liputussääntelyn ulottaminen First North -yhtiöihin parantaisi yhtiöiden läpinäkyvyyttä ja tiedonantoa. First North -yhtiöt tulisivat tältä osin samankaltaisemmiksi päälistan yhtiöihin nähden, mikä saattaa sijoittajien näkökulmasta lisätä yhtiöiden houkuttelevuutta sijoituskohteena. Tällä voi pitkällä aikavälillä olla pääoman kustannuksia laskeva vaikutus, mikä saattaisi parantaa yhtiöiden toimintaedellytyksiä.

Liputusilmoitusten julkistamisesta yhtiölle aiheutuvat kustannukset riippuvat siitä, miten julkistaminen on yhtiössä päätetty käytännössä toteuttaa. Tiedossa on, että joillain yhtiöillä on vuosisimaksuperusteinen sopimus tiedotteen teknisestä julkistamisesta, kun taas jotkut yhtiöt käyttävät palvelua tiedote/maksu -perusteisesti. Liputusilmoituksen julkistamisvelvollisuudesta yhtiöille aiheutuvien kustannusten ei kuitenkaan arvioida olevan niin merkittäviä, että ne todennäköisesti aiheuttaisivat Suomen kannalta epäedullista kilpailuasemaa muihin maihin verrattuna.

Liputusvelvollisuuden monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään ulottamisen osalta on syytä kuitenkin huomata, että liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, koskee kaupparekisterilain (564/2023) ja rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetun lain (444/2017) mukainen edunsaajien ilmoitusvelvollisuus, joka täyttyy kun luonnollinen henkilö omistaa suoraan tai välillisesti suuremman kuin 25 % osuuden oikeushenkilön osakkeista, käyttää suoraan tai välillisesti suurempaa kuin 25 % osuutta oikeushenkilön äänioikeuksista tai käyttää muulla tavoin tosiasiallisesti määräysvaltaa oikeushenkilössä. Ilmoitusvelvollisuuden ulkopuolelle on rajattu yhtiöt, jotka ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Koska direktiiviin perustuva säänneltyä markkinaa koskeva poikkeus⁷ ei kata monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä, näihin yhtiöihin kohdistuisi liputussääntelyn muutosten seurauksena osin laajemmat velvollisuudet kuin säännellyn markkinan yhtiöihin. Säännellyn markkinan yhtiöihin sovellettavaa poikkeusta olisikin muutosten seurauksena tarkoituksenmukaista laajentaa siten, että se koskisi myös liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Edunsaajien ilmoitusvelvollisuus perustuu kuitenkin direktiiviin, jota ollaan parhaillaan korvaamassa suoraan sovellettavalla asetuksella. Ennen asetuksen voimaantuloa ei ole katsottu perustelluksi ryhtyä kansallisiin lainsäädäntötoimenpiteisiin, jotka voisivat olla ristiriidassa tulevan asetuksen kanssa.

4.2.1.2 Vaikutukset sijoittajiin

Lakiin perustuva tarjousvelvollisuus olisi itsesääntelyssä annettavaa ostotarjouskoodisuositusta tehokkaammin täytäntöön pantavissa, mikä olisi omiaan edistämään sääntelyn noudattamista ja ennakoitavuutta sekä sijoittajansuojaa.

Lakiin otettavalla siirtymäsäännöksellä varmistetaan se, ettei tarjousvelvollisuus koskisi tilanteita, joissa tarjousvelvollisuus on ylitetty ennen lain voimaantuloa. Lisäksi säädettäisiin kolmen kuukauden mittaisesta siirtymäajasta, jotta monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osakkeenomistajat pystyvät sopeutumaan muuttuneeseen sääntelyyn sekä mitoittamaan omistustaan sel-laiseksi, ettei tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen voisi tulla niille lainmuutoksen yllättävänä

⁷ Direktiivin (EU) 2015/849 3 artiklan 6 kohdan a alakohdan ensimmäinen alakohta.

seurauksena. Tarjousvelvollisuutta ei voitaisi tällöin pitää tarjousvelvollisen kannalta yllättävänä sääntelymuutoksena, koska tarjouksentekijällä on mahdollisuus ottaa huomioon uudet sääntelystä seuraavat velvollisuudet ja suhteuttaa osakeomistustaan yhtiössä tarjousvelvollisuuden raja-arvot huomioiden. Näkemystä tukee Perustuslakivaliokunnan lausunnossaan 1/2003 toteama siitä, että ” - Osakkeen kaltaiseen juridistekniseen instrumenttiin perustuvassa - - toiminnassa on aiheellista varautua myös lainsäädännöllisiin muutoksiin” (PeVL 1/2003, s. 3).

Julkisten ostotarjousten menettelytapavaatimusten ja tiedonantovelvollisuuksien selkeytyminen sekä pakollisten että vapaaehtoisten ostotarjousten osalta voisi edistää sijoittajansuojaa ja sijoittajien luottamusta monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, mikä olisi myös omiaan alentamaan monenkeskisen kaupankäynnin kohteena yhtiöiltä vaadittavaa riskipreemiota. AMY:n aloitteen mukaan muutokset voisivat myös yhtenäistää käytäntöjä ja lisätä ennakoitavuutta, kun sääntelyn tulkinnassa voisi hyödyntää esimerkkeinä säännellyllä markkinalla tehtäviä ostotarjouksia.

Lisäksi monet EU-säädökset, joiden tavoitteena on parantaa sijoittajansuojaa, kuten markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) 596/2014, soveltuvat jo nyt monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, tosin pörssi-yhtiöitä rajoitetummin. Julkisista ostotarjouksista ja tarjousvelvollisuudesta säättäminen lähentäisi sijoittajansuojan tasoa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä suhteessa säänneltyyn markkinaan entisestään.

AML 11 luvun 5 §:n säännösten selkeyttämisellä voidaan nähdä olevan sijoittajien selonotto-kustannuksia laskeva vaikutus. Muutosten jälkeen olisi selvää, että määräysvaltasuhteesta huolimatta henkilöitä, joihin voidaan soveltaa AML 9 luvun 8 a ja c §:n poikkeusta, ei pidettäisi tarjouksentekijän kanssa yksissä tuumin toimivana.

Liputusvelvollisuuden ulottamisella First North -yhtiöihin olisi samankaltaisia sijoittajansuojaa parantavia vaikutuksia kuin ostotarjoussääntelyn laajentamisella. Sijoittajien tiedonsaanti parani, joka saattaisi parantaa luottamusta First North -yhtiöitä kohtaan. Liputusvelvollisuuden laajentuminen mahdollistaisi paremmin First North -yhtiöiden omistusrakenteiden kehityksen seuraamisen. Yksittäisille sijoittajille aiheutuisi jonkin verran kustannuksia liputusilmoituksen tekemisestä kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle. Ilmoitus tehdään kuitenkin Finanssivalvonnan internetsivuilta löytyvällä liputuslomakkeella, eikä se tyypillisesti ole säännöllisesti toistuva toimenpide. Tästä johtuen liputusvelvollisuuden laajentamisesta sijoittajalle aiheutuvien kustannusten arvioidaan olevan melko maltillisia. Kuitenkin sijoittajille, jotka sijoittavat rajan yli, voi aiheutua suhteessa enemmän kustannuksia kansallisen sääntelyn selvittämisestä.

Liputusvelvollisuutta First North -yhtiöiden osalta ei ole esimerkiksi Ruotsissa, Islannissa tai Tanskassa. Liputusvelvollisuuden ulottaminen First North -markkinapaikalle lisäisi sijoittajien velvollisuuksia Suomessa muihin Pohjoismaihin verrattuna ja saattaisi jollain tasolla heikentää suurten sijoittajien sijoitushalukkuutta Suomen First North -yhtiöihin. Toisaalta sääntely parantaisi kaupankäynnin läpinäkyvyyttä, mikä voisi olla omiaan parantamaan markkinapaikan houkuttelevuutta sijoituskohteena. Tältä osin on myös otettava huomioon, että Suomessa sijoittajat eivät aina välttämättä miellä juurikaan eroa First North -markkinapaikan ja säännellyn markkinan välillä First North -markkinapaikan kasvun vuoksi.

4.2.1.3 Vaikutukset viranomaisiin

Ostotarjoussääntelyn muuttamisella oletetaan olevan Finanssivalvonnan työmäärää jonkin verran kasvattava vaikutus, sillä tarjousasiakirja edellyttää Finanssivalvonnan hyväksyntää. Lisäksi Finanssivalvonnalla on mahdollisuus vaikuttaa esimerkiksi tarjouksen tekemisen määräaikaan

ja tarjouksen voimassaoloaikaan. Finanssivalvonta voi myös myöntää poikkeuksen tarjousvelvollisuudesta. Kun kuitenkin otetaan huomioon First North -markkinalla tähän mennessä tehtyjen ostotarjousten lukumäärä (neljä kappaletta) sekä se, että ostotarjousprosessi on yksittäinen ja melko harvinainen tapahtuma, voidaan Finanssivalvonnan työmäärän lisääntyminen arvioida lähtökohtaisesti kohtalaisen vähäiseksi. Toisaalta työmäärään voi kasvattavasti vaikuttaa se, että ostotarjouksiin saattaa usein liittyä hankalia tulkintakysymyksiä. Kasvaneen resurssitarpeen arvioidaan olevan noin 0,5 henkilötyövuotta.

Mikäli Finanssivalvonta antaisi tarkempia määräyksiä perusteista, joiden perusteella henkilöiden ei katsota toimivan yksissä tuumin, olisi sillä Finanssivalvonnan työmäärää jonkin verran kasvattava vaikutus. Määräyksiä laatiminen voidaan kuitenkin arvioida työmäärältään vähäiseksi, sillä kyseessä olisi aina kertaluonteinen määräyksen päivitys. Määräyksiä antamista tietyistä aiheista arvioidaan tapauskohtaisesti, eikä kyseessä ole säännöllinen toimenpide.

Liputusilmoitusten lisääntyvällä määrällä on Finanssivalvonnan työmäärää jonkin verran kasvattava vaikutus, joka johtuu lisääntyneestä liputusvelvollisuuden noudattamisen valvonnan tarpeesta. Toisaalta Finanssivalvonnan työmäärän lisääntymistä rajoittaa se, että liputusilmoitusten julkistaminen on säädetty kohdeyhtiön velvollisuudeksi.

5 Muut toteuttamisvaihtoehdot

5.1 Vaihtoehdot ja niiden vaikutukset

Ostotarjousääntely

Tarjousvelvollisuuden perustuminen itsesääntelyyn

Tarjousvelvollisuuden perustumista itsesääntelyyn, eli ostotarjouskoodiin, voisi puoltaa se, että monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on tarkoitettu kevyemmin säännellyksi markkinapaikaksi kuin säännelty markkina. Kun kuitenkin otetaan huomioon First North Finland -markkinapaikan kasvanut merkitys, ei itsesääntelyyn perustuvalla tarjousvelvollisuudella olisi todennäköisesti saavutettavissa riittävää ennakoitavuutta ja oikeusvarmuutta. Kysymys on käytännössä siitä, miten voidaan varmistaa itsesääntelyyn perustuvan tarjousvelvollisuuden toteuttaminen ja täytännönpano. Tulkinnan kautta laintasoisena normina voisi tulla kysymykseen lähinnä AML 1 luvun 2 §:n mukainen kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti, sillä AMY:n ostotarjouskoodin voidaan katsoa ilmentävän hyvää arvopaperimarkkinatavaa. Ei ole kuitenkaan pidettävä selvänä, että suositusluonteisen koodin noudattamatta jättäminen tarkoittaisi aina hyvän arvopaperimarkkinatavan rikkomista.

Sääntelyvaihtoehtojen valinnassa huomiota on kiinnitettävä erityisesti ostotarjousääntelyn suojafunktioon. Ostotarjousääntelyn tavoitteena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia, ja erityisesti vähittäissijoittajia, joiden tuntemus eri markkinapaikkojen sääntelyllisistä eroista voi olla rajallinen. Lisäksi sijoittajat voisivat luottaa itsesääntelyyn perustuvan ostotarjouskoodin suositusten olevan velvoittavampia kuin ne tosiasiaissa ovat. Tehokkaan sijoittajansuojan toteutumisen kannalta itsesääntelyä perustellumpana vaihtoehtona on siten pidettävä tarjousvelvollisuudesta säätämistä velvoittavassa lainsäädännössä.

Lisäksi AML:n seuraamusjärjestelmän (AML 15 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohta) soveltuminen edellyttää tarjousvelvollisuudesta säädettävän lain tasolla. Myöskään AML 16 luvun 1 §:n vahingonkorvaussäännös ei soveltuisi, ellei menettelyn katsottaisi täyttävän AML 1 luvun 2 §:n rikkomisen edellytyksiä.

Tarjousvelvollisuuden sääntelemättä jättäminen

Sääntelemättä jättämistä voitaisiin perustella sillä, että tarjousvelvollisuudesta säättäminen voisi heikentää kannustimia hankkia määräysvalta yhtiössä. Joissakin tilanteissa merkittävän osakkeenomistajan osaaminen voisi koitua kaikkien osakkeenomistajien hyväksi. Toisaalta markkinoiden houkuttelevuuden ja sijoittajansuojan kannalta voidaan pitää perusteltuna, että sijoittajat tietävät erityisen *exit*-oikeuden olemassaolosta määräysvallan tai merkittävän vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä. Lisäksi on otettava huomioon, että kysymys on velvollisuudesta tehdä tarjous vähemmistöön jääville osakkeenomistajille, mutta osakkeenomistajan valinnassa on, haluaako tämä jäädä yhtiöön vai saada osakkeensa ostetuiksi. Vähemmistöön jäävällä osakkeenomistajalla ei toisin sanoen ole lakiin perustuvaa velvollisuutta myydä osakkeitaan tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereitaan, ellei tarjouksen tekijä saavuta osakeyhtiölain (624/2006) (jäljempänä *OYL*) 18 luvun 1 §:ssä tarkoitettua osuutta kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä. AMY:n työryhmässä kysymyksen sääntelemättä jättämistä ei ole pidetty toivottavana ratkaisuna markkinan kasvaneen merkityksen ja sijoittajansuojanäkökohtien vuoksi.

Kysymyksen jättäminen vapaaehtoisuuden ja mahdollisesti kasvavien yhtiöjärjestysmääräysten varaan voisi lisäksi olla ongelmallista siksi, että samalla markkinapaikalla olisi kaupankäynnin kohteena yhtiöitä, joiden osakkeenomistajiin kohdistuvat velvollisuudet vaihtelisivat huomattavasti. Sijoittajan tosiasiallinen selonottovelvollisuus yhtiön osakkeenomistajaan kohdistuvien velvollisuuksien sisällöstä olisi omiaan kasvattamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin liittyviä transaktiokustannuksia ja siten vähentämään markkinan houkuttelevuutta sijoituskohteena. Lisäksi yhtiöjärjestyksen noudattamisen valvonta on käytännössä liikkeeseenlaskijan hallituksen tehtävä, mikä kasvattaa liikkeeseenlaskijalle aiheutuvaa hallinnollista taakkaa. Finanssivalvonta ei voi myöskään toimivaltansa rajoissa valvoa yhtiöjärjestyksen määräysten noudattamista ja velvoittaa tarjousvelvollista toteuttamaan yhtiöjärjestysmääräykseen perustuvaa tarjousvelvollisuutta.

Lisäksi *OYL*:n mukaisista luovutusrajoituksista poikkeavien yhtiöjärjestysmääräysten, eli niin sanottujen myrkkypillereiden, hyväksyttävyyttä ei voida pitää täysin selvänä. *OYL* 3 luvun 6 §:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake vain luvun 7 ja 8 §:n mukaisesti. *OYL* 3 luvun 7 §:ssä säädetään lunastuslausekkeesta ja 8 §:ssä suostuslausekkeesta. Edelleen *OYL* 1 luvun 9 §:n 2. virkkeen mukaan yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräystä, joka on osakeyhtiölain tai muun lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen. Korkein oikeus on ratkaisussa KKO 2005:122 ottanut myrkkypillereiden hyväksyttävyyteen kantaa ja todennut että tällaisten määräysten hyväksyttävyyttä on arvioitava tapauskohtaisesti. Siten ei voida pitää selvänä, että tällaiset määräykset olisivat aina *OYL*:n mukaisia. Laissa säädettävä tarjousvelvollisuus poistaisi tarpeen määrätä yhtiöjärjestyksessä osakkeenomistajan lunastusvelvollisuudesta eikä asiaan liittyisi yhtiöjärjestysmääräysten *OYL*:n mukaisuuteen liittyvää oikeudellista epävarmuutta. Lisäksi yhtiöjärjestysmääräyksen muotoiluista voisi riippua olisiko vähemmistöosakkeenomistaja velvollinen myymään osakkeensa lunastusrajan ylittyessä vai olisiko vähemmistöosakkeenomistajalla harkintansa mukaan mahdollisuus jäädä yhtiön osakkeenomistajaksi.

Tarjousvelvollisuusrajan asettaminen

Tarjousvelvollisuusraja on tarkoituksenmukaista asettaa sellaiseksi, että se täyttää sillä laissa tavoitellut vaikutukset, käytännössä siis rajaksi, joka johtaa määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittymiseen tai siirtymiseen. Ostotarjousdirektiivi koskee 1 artiklan 1 kohdan mukaan ainoastaan säänneltyä markkinaa. Ostotarjousdirektiivi jättää säänneltyäkin markkinaa koskien tarjousvelvollisuusrajan asettamisen tietyiltä osin kansalliseen harkintaan. Ostotarjous-

direktiivin 5 artiklan 1 kohdassa asetetaan jäsenvaltioille velvollisuus asettaa tarjousvelvollisuus sellaiselle henkilölle, jonka osuus yksin tai toisen henkilön kanssa yhdessä toimien antaa arvopaperien hankinnan seurauksena henkilölle kyseisen yhtiön äänivallasta suoraan tai välillisesti prosentuaalisen ääniosuuden, joka antaa henkilölle määräysvallan yhtiössä. Tämä määräysvalta on 50 prosenttia kohdeyhtiön arvopaperien tuottamista äänistä. Ennen ostotarjousdirektiivin täytäntöönpanoa tarjousvelvollisuus oli vuoden 1989 arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:ssä ja myöhemmin 6 §:ssä asetettu kahteen kolmasosaan äänistä (HE 157/1988 vp, s. 57 ja HE 318/1993 vp, s. 37).

Ostotarjousdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä on kansallisesti valittu 50 prosentin tarjousvelvollisuusrajan ohella vaihtoehtoinen 30 prosentin tarjousraja. 30 prosentin tarjousvelvollisuusrajan voi katsoa mukailevan kansainvälisiä esimerkkejä. Taustalla on erityisesti Iso-Britannian ja Ruotsin esimerkit (HE 6/2006 vp, s. 24–25). 30 prosentin rajan on katsottu merkitsevän sijoittajien kannalta merkittävää vaikutusvallan keskittymistä tai siirtymistä pörssiyhtiössä.

Koska ostotarjousdirektiivi ei koske monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, on tarjousvelvollisuusrajan – ja ylipäättään tarjousvelvollisuuden – asettaminen tällaiselle markkinalle puhtaasti kansallisessa harkinnassa. Linjakkaana voidaan kuitenkin markkinapaikkojen samankaltaisuudesta johtuen pitää sitä, että samat periaatteet, eli lähinnä sijoittajansuojan toteutuminen määräysvallan tai merkittävän vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä, toteutuvat samalla tavalla näillä markkinapaikoilla.

Ottaen huomioon, etteivät sijoittajat aina välttämättä miellä juurikaan eroa säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välillä, voidaan pitää perusteltuna, että tarjousvelvollisuusraja asetetaan samalla tasolle kuin se on säädetty pörssiyhtiöiden osalta, eli tarjousvelvollisuus syntyisi, kun osakkeenomistajan osuus kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä ylittää 30 tai 50 prosenttia. Muunlainen ratkaisu voisi olla omiaan aiheuttamaan sekaannusta sijoittajien keskuudessa.

Liputusvelvollisuus

Liputusvelvollisuuden sääntelemättä jättäminen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

Liputusvelvollisuus perustuu avoimuusdirektiivin 9 ja 10 artiklan 1 kohtaan. Liputusvelvollisuudella turvataan se, että sijoittajat saavat tiedon omistus- ja ääniosuuksien keskittymisestä. Liputusvelvollisuus koskee direktiivin mukaan vain säänneltyä markkinaa. Näin ollen liputusvelvollisuuden ulottaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään perustuu puhtaasti kansalliseen harkintaan.

Tiedossa on, että First North -yhtiöt ovat alkaneet ottaa yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä liputusvelvollisuudesta.⁸ Lainsäädäntöön perustuva liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus ei ulotu yhtiöjärjestysmääräyksellä luotuun liputusvelvollisuuteen. Liputusvelvollisuuden perustuminen yhtiöjärjestysmääräykseen on omiaan lisäämään sijoittajien selonottokustannuksia ja aiheuttamaan eroja yhtiöiden käytännöissä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Liputusilmoitusten puuttuminen heikentää sijoittajien mahdollisuutta arvioida ostotarjousten todennäköisyyttä, sillä huomattavan omistus- tai ääniosuuden keskittyminen ei tule liputusilmoituksella sijoittajan havaittaviin. Ottaen huomioon, että ostotarjous sääntely ulotetaan koskemaan

⁸ Kesäkuussa 2023 51:stä First North -yhtiöstä seitsemällä yhtiöllä oli yhtiöjärjestyksissä määräyksiä liputus- ja tarjousvelvollisuudesta.

monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, on perusteltua, että samalla parannetaan liputussääntelyllä sijoittajien mahdollisuutta havaita ostotarjouksen mahdollisuus. Liputusvelvollisuuden puuttuminen lisää myös riskiä omistussuuden kasvattamiselle julkisuudelta piilossa (niin sanottu *creeping takeover* -tilanteet). Kun markkinoilla ei tällaisissa tilanteissa pystytä havaitsemaan tarjouksen tekijän ostotarjousaikeita ajoissa, on se omiaan vaikuttamaan tarjoushintaan laskevasti.

Liputusvelvollisuuden rajaaminen

Liputusrajat perustuvat avoimuusdirektiiviin. Direktiivin mukaiset liputusilmoitusten raja-arvot on pantu täytäntöön direktiivin mukaisia raja-arvoja mukailleen AML 9 luvun 5 §:ssä. Koska direktiivi ei velvoita säätämään liputusvelvollisuutta koskemaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, ovat liputusvelvollisuusrajat liputusvelvollisuuden ohella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kansallisesti harkittavissa. Näin ollen liputusvelvollisuusraja voitaisiin asettaa sellaiseksi, että se kattaisi esimerkiksi vain tarjousvelvollisuusrajan ylittymisen. Näin ollen liputusvelvollisuutta voitaisiin rajata siten, että liputusvelvollisuus koskisi vain tilanteita, joissa osuus saavuttaa tai ylittää 30 tai 50 prosenttia kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä. Sijoittajat saavat kuitenkin tiedon tarjousvelvollisuuden ylittymisestä sillä perusteella, että tarjousvelvollisella on velvollisuus julkistaa tarjousvelvollisuuden syntyminen. Lisäksi on otettava huomioon, että tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen lasketaan eri tavalla kuin 30 ja 50 prosentin rajan liputusvelvollisuus. Tarjousvelvollisuusrajan ylittymisessä ei oteta huomioon kohdeyhtiön hallussa olevia yhtiön omia osakkeita, kun taas liputusvelvollisuuden yhteydessä nämä lasketaan osakkeiden kokonaismäärään mukaan. Näin ollen yhtiöissä, joissa yhtiön hallussa on yhtiön omia osakkeita, tarjousvelvollisuuden julkistaminen täyttyy itse asiassa matalammalla tasolla kuin 30 tai 50 prosentin rajan liputusvelvollisuus. Pelkästään tarjousvelvollisuusrajan ylittymiseen perustuvalla liputusvelvollisuudella ei siten olisi sijoittajien kannalta informaatioarvoa.

Kun otetaan huomioon, etteivät sijoittajat aina välttämättä miellä juurikaan eroa First North -markkinapaikan ja säännellyn markkinan välillä, on pidettävä perusteltuna, että niillä sovelletaan samanlaisia, lainsäädäntöön perustuvia, liputusvelvollisuusrajoja. Muunlainen ratkaisu voisi olla omiaan aiheuttamaan sekaannusta sijoittajien keskuudessa.

Liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus

AML 9 luvun 10 §:n mukaan kohdeyhtiön saatua liputusilmoituksen, sen on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava liputusilmoituksessa olevat tiedot. Säännös perustuu avoimuusdirektiivin 12 artiklan 6 kohtaan. Direktiivin 12 artiklan 7 kohta kuitenkin mahdollistaa poikkeamaan kohdeyhtiölle säädettävästä julkistamisvelvollisuudesta, jos toimivaltainen viranomaislainen julkistaa ilmoituksen saatuaan ilmoitukseen sisältyvät tiedot. Kohdeyhtiöille liputusilmoitusten julkistamisesta seuraavaa hallinnollista taakkaa voitaisiin vähentää säätämällä liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus Finanssivalvonnan tehtäväksi. Näin on tehty esimerkiksi Ruotsissa. Toisaalta tämä tarkoittaisi hallinnollisen taakan siirtämistä kohdeyhtiöiltä viranomaiselle. Finanssivalvonnan olisi todennäköisesti saatava lisäresursseja tehtävän toteuttamiseksi. Tässä yhteydessä nykytilan mukaista kohdeyhtiön julkistamisvelvollisuutta ei ehdoteta muutettavaksi, eikä viranomaisvaikutuksia siten ole arvioitu.

5.2 Ulkomaiden lainsäädäntö ja muut ulkomailla käytetyt keinot

Ostotarjoussääntely

Ruotsi – itsesääntely

Ruotsin vihamielisistä ostotarjouksista osakemarkkinoilla annetussa laissa (*lag (2006:451) om offentlig uppköpserbudanden på aktiemarknaden*) säädetään säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osakkeista tehtävistä ostotarjouksissa noudatettavan menettelyn peruseriaateista, pakollisista ostotarjouksista ja kohdeyhtiön puolustautumisoi-keuksista. Lisäksi Ruotsin arvopaperimarkkinalain (*lag (2007:528) om värdepappersmarkna-den*) mukaan säännellyn markkinan ylläpitäjällä on oltava säännöt säännellyllä markkinalla kau-pankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osakkeista tehtäviä ostotarjouksia varten.

Tietyillä MTF-markkinapaikoilla⁹ kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin kohdistuvia osto-tarjouksia ja tarjousvelvollisuutta sääntelee Ruotsissa nykyisin *Aktiemarknadens Självregle-ringskommitté (ASK)*. ASK:n sääntöjen mukaan menettely vastaa pitkälti säännellyllä markkinalla ostotarjouksissa noudatettavaa menettelyä.

Liputussäntely

Liputusvelvollisuutta First North -yhtiöiden osalta ei ole esimerkiksi Ruotsissa, Tanskassa tai Islannissa. Liputusvelvollisuuden ulottaminen myös monenkeskiseen kaupankäyntijärjestel-mään lisäksi siten sijoittajien velvollisuuksia Suomessa muihin Pohjoismaihin verrattuna. Toi-saalta sääntely parantaisi kaupankäynnin läpinäkyvyyttä, mikä voisi olla omiaan parantamaan markkinapaikan houkuttelevuutta sijoituskohteena. On myös otettava huomioon, että Suomessa sijoittajat eivät aina välttämättä miellä juurikaan eroa First North -markkinapaikan ja säännellyn markkinan välillä, koska First North -markkina on kasvanut huomattavasti viime vuosina. First North -markkinapaikalla voi markkina-arvolla mitattuna olla listattuina suurempia yhtiöitä kuin säännellyllä markkinalla.

6 Lausuntopalaute

[Täydennetään lausuntopalautteen perusteella]

7 Säännöskohtaiset perustelut

7.1. Arvopaperimarkkinalaki

2 luku Määritelmät

8 §. Kohdeyhtiö. Pykälä ehdotetaan muutettavaksi siten, että kohdeyhtiön määritelmä kattaa myös liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat monenkeskisessä kaupankäynninjärjestelmässä kaupankäynnin kohteena liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

9 luku Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen

1 §. Soveltamisala. Pykälän *1 momentti* ehdotetaan muutettavaksi siten, että huomattavia omis-tus- ja ääniosuuksien ilmoittamisen ja julkistamisen soveltamisala kattaa myös liikkeeseenlas-kijat, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestel-mässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

⁹ Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME and Spotlight Stock Market. https://regelkommit-ten.se/takeover-regler/g%C3%A4llande-regler_23

3 §. Kohdeyhtiö. Pykälä ehdotetaan muutettavaksi siten, että kohdeyhtiön määritelmä kattaa myös liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat monenkeskisessä kaupankäynninjärjestelmässä kaupankäynnin kohteena liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

11 luku **Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus**

1 §. Yleinen soveltamisala. Pykälän 1 ja 2 momentti ehdotetaan muutettavaksi siten, että luvun säännökset soveltuvat jatkossa myös liikkeeseenlaskijoihin, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Pykälän 3 momentti ehdotetaan kumottavaksi, sillä siinä viitataan kumottavaksi ehdotettuun 27 §:ään.

5 §. Yksissä tuumin toimivat henkilöt. Pykälän 2 momentti ehdotetaan muutettavaksi, siten että siihen lisättäisiin sana ”lähtökohtaisesti”, jotta säännös oli avoimempi ja mahdollistaisi Finanssivalvonnalle valtuuden antaa luvun 31 §:n nojalla määräyksiä yksissä tuumin toimimisen tulkinna esimerkiksi tilanteessa, jossa määräysvaltasuhteeseen perustuva yksissä tuumin toiminen johtaisi ristiriitaan muualta rahoitusmarkkinalainsäädännöstä seuraavien velvollisuuksien kanssa. Lisäksi pykälään ehdotetaan lisättäväksi uusi 3 momentti, jonka mukaan yksissä tuumin toimivina ei pidetä sellaisia säännöksen 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä, joihin voidaan soveltaa arvopaperimarkkinalain 9 luvun 8 a tai c §:n säännöksiä. Uuden 3 momentin seurauksena nykyinen 3 momentti siirtyisi 4 momentiksi.

10 §. Julkistamisessa noudatettava menettely. Pykälän 1 momentti ehdotetaan muutettavaksi siten, että menettelyt tietojen julkistamiseksi ja saatavilla pitämiseksi vastaisivat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä mahdollisimman pitkälle säännellyllä markkinalla ostotarjoustietojen julkistamista ja saatavilla pitämistä. Momenttiin ehdotetaan siksi lisättäväksi, että liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella on julkistettava ja pidettävä tiedot saatavilla 10 luvun 3 §:n 1 momenttia ja 5 §:n 1 momenttia vastaavalla tavalla.

11 §. Tarjousasiakirja. Pykälän 1 momentti ehdotetaan muutettavaksi siten, että säännös kattaa myös tarjousasiakirjan julkistamisen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä silloin, kun kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

19 §. Pakollinen ostotarjous. Pykälä pakollisesta ostotarjouksesta ehdotetaan muutettavaksi siten, että tarjousvelvollisuus soveltuu myös osakkeenomistajaan, jonka ääniosuus kasvaa yli tarjousvelvollisuusrajan liikkeeseenlaskijassa, jonka osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

27 §. Julkinen ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Pykälä ehdotetaan kumottavaksi, sillä ehdotetun luvun 1 §:n soveltamisalasäännöksen mukaisesti koko lukua julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin.

31 §. Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus. Pykälän 1 momentti ehdotetaan muutettavaksi ulottamalla Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus myös niihin perusteisiin, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden ei katsota toimivan yksissä tuumin.

8 Voimaantulo

Ehdotetaan, että laki tulee voimaan 1.1.2024. Ehdotetun kolmen kuukauden siirtymäajan vuoksi lain 11 luvun 19 §:ssä säädetty osakkeenomistajan velvollisuus tehdä ostotarjous tulisi tällöin voimaan 1 päivänä huhtikuuta 2024, siltä osin kuin se koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Tällöin ei oteta huomioon ennen voimaantuloa tapahtuneita tarjousvelvollisuusrajan ylityksiä.

9 Suhde perustuslakiin ja säätämisyjärjestys

Tarjousvelvollisuus on tarjouksen tekijän kannalta merkittävä varallisuus oikeudellinen kysymys, joten ehdotuksella on liityntä perustuslain (731/1999) 15 §:ssä säädettyyn omaisuuden suojaan. Perustuslakivaliokunta on ottanut osakkeenomistajien omaisuuden suojaan kantaa lausunnossaan PeVL 1/2003, joka käsitteli rajausta moniäänisten osakkeiden tuottamien osakeoikeuksien käyttämiseen. Lausunnossa perustuslakivaliokunta katsoi, että pörssiyrityksen osakkeiden omistukseen liittyy jo sinänsä monia riskejä. Osakkeen kaltaiseen juridistekniseen instrumenttiin perustuvassa toiminnassa on perustuslakivaliokunnan mukaan aiheellista varautua myös lainsäädännöllisiin muutoksiin. Lisäksi perustuslakivaliokunta totesi, että on yleisesti perusteltua pyrkiä edistämään arvopaperimarkkinoiden toimivuutta. Tällä on välillisesti myönteinen vaikutus kaikkien osakeyhtiöiden osakkaiden varallisuusasemaan, minkä lisäksi hyvin toimivat markkinat myös vahvistavat osakeomistusta yhtenä sijoitustoiminnan muotona. Kyseisen sääntelyn hyväksyttävyyttä kiinnittyi viime kädessä sekin perustuslaissa jokaiselle turvattuun omaisuuden suojaan. Näin perustuslakivaliokunta antoi merkitystä myös vähemmistöosakkeenomistajien varallisuusarvioisten oikeuksien suojaamiselle. Perustuslakivaliokunta antoi merkitystä lisäksi sille, ettei esitetty muutos olisi koskenut osakkeenomistajien oikeusasemaa taannehtivasti.

Tällä esityksellä ehdotettu sääntely parantaisi vähemmistöön jäävien osakkeenomistajien suojaamista vapaaehtoisissa ostotarjouksissa ja tarjousvelvollisuustilanteissa. Toisaalta tarjousvelvollisuus soveltuisi vain tulevaisuudessa tapahtuviin tarjousvelvollisuusrajan ylityksiin ja vasta kolmen kuukauden kuluttua lain voimaantulosta, jolloin osakkeenomistajalla on mahdollisuus sopeutua muuttuneeseen sääntelyyn ja mitoittaa omistusosuuttaan sellaiseksi, ettei tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen tule sille yllätyksenä. Ehdotettu sääntely ei siten vaikuttaisi osakkeenomistajan oikeusasemaan taannehtivasti.

Ehdotuksilla voidaan tunnistaa liityntä myös perustuslain 21 §:ään. Kun julkisista ostotarjouksista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säädetään lain tasolla, varmistetaan se, että ostotarjousasia käsitellään viranomaisessa. Tällä on merkitystä erityisesti tarjousvelvollisuuden kannalta, joka on tarjousvelvollisen kannalta merkittävä varallisuus oikeudellinen kysymys. Kun ostotarjouksiin sovelletaan AML 11 lukua kokonaisuudessaan, varmistetaan, että tarjousvelvollisella on esimerkiksi oikeus hakea AML 11 luvun 26 §:n mukaisesti Finanssivalvonnalta poikkeusta tarjousvelvollisuudesta. Lisäksi varmistetaan se, että Finanssivalvonnan tekemiin päätöksiin voidaan hakea muutosta.

Edellä esitetyn perusteella arvioidaan, että lakiehdotukset voidaan hyväksyä tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä.

Ponsi

Edellä esitetyn perusteella annetaan eduskunnan hyväksyttäväksi seuraava lakiehdotus:

Laki

arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
kumotaan arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 luvun 1 §:n 3 momentti ja 27 §,
muutetaan 2 luvun 8 §, 9 luvun 1 §:n 1 momentti ja 3 §, 11 luvun 1 §:n 1 ja 2 momentti, 5 §:n 2 momentti, 10 §:n 1 momentti, 11 §:n 1 momentti, 19 § ja 31 §:n 1 momentti ja
lisätään 11 luvun 5 §:ään uusi 3 momentti, jolloin nykyinen 3 momentti siirtyy 4 momentiksi, seuraavasti:

2 luku

Määritelmät

8 §

Kohdeyhtiö

Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan tämän lain 9 luvussa avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa sekä liikkeeseenlaskijaa, jonka osake on liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja 11 luvussa sen 1 §:ssä tarkoitettun julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa.

9 luku

Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen

1 §

Soveltamisala

Tässä luvussa säädetään huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta liikkeeseenlaskijassa, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

3 §

Kohdeyhtiö

Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan tässä luvussa pörssiyhtiötä, liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella ja muuta 1 §:n 2 momentissa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja johon kohdistuva omistus- ja ääniosuus on ilmoitettava ja julkistettava tämän luvun säännösten mukaisesti.

11 luku

Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus

1 §

Yleinen soveltamisala

Tätä lukua sovelletaan tarjouduttaessa vapaaehtoisesti (*vapaaehtoinen ostotarjous*) tai 19 §:n velvoittamana (*pakollinen ostotarjous*) julkisesti ostamaan säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Tätä lukua sovelletaan myös osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista tehtäviin tarjouksiin, jos:

1) osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa ja niihin oikeuttavien arvopaperien liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla; tai

2) osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa ja niiden liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla.

5 §

Yksissä tuumin toimivat henkilöt

Edellä 1 momentissa tarkoitettuja yksissä tuumin toimivia henkilöitä ovat lähtökohtaisesti ainakin:

1) osakkeenomistaja ja tämän määräysvallassa olevat yhteisöt ja säätiöt sekä näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;

2) kohdeyhtiö ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvat oikeushenkilöt ja näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;

3) osakkeenomistaja ja häneen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 3 artiklan 1 kohdan 26 alakohdan a–c luetelmakohdassa tarkoitettussa suhteessa olevat. (29.6.2016/519)

Edellä 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä ei kuitenkaan pidetä yksissä tuumin toimivina silloin, kun niihin soveltuu tämän lain 9 luvun 8 a tai c §.

10 §

Julkistamisessa noudatettava menettely

Liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla on tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa tarjousasiakirjan julkistamista lukuun ottamatta noudatettava, mitä 10 luvussa säädetään julkistettavien tietojen julkistamismenettelystä, tiedoksi antamisesta ja saatavilla pitämisestä. Liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella on julkistettava ja pidettävä tiedot saatavilla vastaavalla tavalla kuin 10 luvun 3 §:n 1 momentissa ja 5 §:n 1 momentissa säädetään. Ostotarjouksen tekijän ja tarjousvelvollisen on lisäksi annettava julkistettavat tiedot tiedoksi kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on annettava julkistettavat tiedot tiedoksi ostotarjouksen tekijälle.

11 §

Tarjousasiakirja

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä silloin, kun kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

19 §

Pakollinen ostotarjous

Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (*tarjousvelvollisuusraja*) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (*tarjousvelvollinen*), on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

31 §

Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan tai ei katsota toimivan yksissä tuumin, 20 §:n 1 momentin 4 kohdassa tarkoitettun sopimuksen tai muun järjestelyn perusteista sekä 26 §:ssä tarkoitettujen poikkeusten myöntämisen perusteista.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

Tämän lain 11 luvun 19 §:ssä säädetty osakkeenomistajan velvollisuus tehdä ostotarjous tulee voimaan 1 päivänä huhtikuuta 2024, siltä osin kuin se koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Tällöin ei oteta huomioon ennen voimaantuloa tapahtuneita tarjousvelvollisuusrajan ylityksiä.

Helsingissä x.x.20xx

Pääministeri

Petteri Orpo

..ministeri Etunimi Sukunimi

Laki

arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti
kumotaan arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 luvun 1 §:n 3 momentti ja 27 §,
muutetaan 2 luvun 8 §, 9 luvun 1 §:n 1 momentti ja 3 §, 11 luvun 1 §:n 1 ja 2 momentti, 5 §:n 2 momentti, 10 §:n 1 momentti, 11 §:n 1 momentti, 19 § ja 31 §:n 1 momentti ja
lisätään 11 luvun 5 §:ään uusi 3 momentti, jolloin nykyinen 3 momentti siirtyy 4 momentiksi,
seuraavasti:

Voimassa oleva laki

2 luku

Määritelmät

8 §

Kohdeyhtiö

Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan tämän lain 9 luvussa avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa ja 11 luvussa sen 1 §:ssä tarkoitettua julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa.

9 luku

Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen

1 §

Soveltamisala

Tässä luvussa säädetään huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta liikkeeseenlaskijassa, jonka

Ehdotus

2 luku

Määritelmät

8 §

Kohdeyhtiö

Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan tämän lain 9 luvussa avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa *sekä liikkeeseenlaskijaa, jonka osake on liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä* ja 11 luvussa sen 1 §:ssä tarkoitettua julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa.

9 luku

Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen

1 §

Soveltamisala

Tässä luvussa säädetään huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta liikkeeseenlaskijassa, jonka

Voimassa oleva laki

osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.

3 §

Kohdeyhtiö

Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan tässä luvussa pörssiyhtiötä ja muuta 1 §:n 2 momentissa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja johon kohdistuva omistus- ja ääniosuus on ilmoitettava ja julkistettava tämän luvun säännösten mukaisesti.

11 luku

Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus

1 §

Yleinen soveltamisala

Tätä lukua, 27 §:ää lukuun ottamatta, sovelletaan tarjouduttaessa vapaaehtoisesti (*vapaaehtoinen ostotarjous*) tai 19 §:n velvoittamana (*pakollinen ostotarjous*) julkisesti ostamaan säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Tätä lukua, 27 §:ää lukuun ottamatta, sovelletaan myös osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista tehtäviin tarjouksiin, jos:

1) osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla Suomessa ja niihin oikeuttavien arvopaperien liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla; tai

Ehdotus

osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla *tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.*

3 §

Kohdeyhtiö

Kohdeyhtiöllä tarkoitetaan tässä luvussa pörssiyhtiötä, *liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella* ja muuta 1 §:n 2 momentissa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja johon kohdistuva omistus- ja ääniosuus on ilmoitettava ja julkistettava tämän luvun säännösten mukaisesti.

11 luku

Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus

1 §

Yleinen soveltamisala

Tätä lukua sovelletaan tarjouduttaessa vapaaehtoisesti (*vapaaehtoinen ostotarjous*) tai 19 §:n velvoittamana (*pakollinen ostotarjous*) julkisesti ostamaan säännellyllä markkinalla *tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä* Suomessa kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Tätä lukua sovelletaan myös osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista tehtäviin tarjouksiin, jos:

1) osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla *tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä* Suomessa ja niihin oikeuttavien arvopaperien liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla; tai

Voimassa oleva laki

2) osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinnalla Suomessa ja niiden liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla.

Jollei 1 tai 2 momentista muuta johdu, 27 §:ää sovelletaan tarjouduttaessa julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

5 §

Yksissä tuumin toimivat henkilöt

Edellä 1 momentissa tarkoitettuja yksissä tuumin toimivia henkilöitä ovat ainakin:

- 1) osakkeenomistaja ja tämän määräysvallassa olevat yhteisöt ja säätiöt sekä näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;
- 2) kohdeyhtiö ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvat oikeushenkilöt ja näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;
- 3) osakkeenomistaja ja häneen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 3 artiklan 1 kohdan 26 alakohdan a—c luetelmakohdassa tarkoitettussa suhteessa olevat.

10 §

Julkistamisessa noudatettava menettely

Tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa on tarjousasiakirjan julkistamista lukuun ottamatta noudatettava, mitä 10 luvussa säädetään julkistettavien tietojen julkistamismenettelystä, tiedoksi antamisesta ja saatavilla pitämisestä. Ostotarjouksen tekijän ja tarjousvelvollisen on lisäksi annettava julkis-

Ehdotus

2) osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinnalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa ja niiden liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla.
(3 mom. kumotaan)

5 §

Yksissä tuumin toimivat henkilöt

Edellä 1 momentissa tarkoitettuja yksissä tuumin toimivia henkilöitä ovat lähtökohtaisesti ainakin:

- 1) osakkeenomistaja ja tämän määräysvallassa olevat yhteisöt ja säätiöt sekä näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;
- 2) kohdeyhtiö ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvat oikeushenkilöt ja näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat;
- 3) osakkeenomistaja ja häneen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 3 artiklan 1 kohdan 26 alakohdan a—c luetelmakohdassa tarkoitettussa suhteessa olevat.

Edellä 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä ei kuitenkaan pidetä yksissä tuumin toimivina silloin, kun niihin soveltuu tämän lain 9 luvun 8 a tai c §.

10 §

Julkistamisessa noudatettava menettely

Liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinnalla on tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa tarjousasiakirjan julkistamista lukuun ottamatta noudatettava, mitä 10 luvussa säädetään julkistettavien tietojen julkistamismenettelystä, tiedoksi antamisesta ja saatavilla pitämisestä. Liikkeeseenlaskijan,

Voimassa oleva laki

tettavat tiedot tiedoksi kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on annettava julkistettavat tiedot tiedoksi ostotarjouksen tekijälle.

Ehdotus

jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella on julkistettava ja pidettävä tiedot saatavilla vastaavalla tavalla kuin 10 luvun 3 §:n 1 momentissa ja 5 §:n 1 momentissa säädetään. Ostotarjouksen tekijän ja tarjousvelvollisen on lisäksi annettava julkistettavat tiedot tiedoksi kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on annettava julkistettavat tiedot tiedoksi ostotarjouksen tekijälle.

11 §

Tarjousasiakirja

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla.

11 §

Tarjousasiakirja

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä silloin, kun kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

19 §

Pakollinen ostotarjous

Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (*tarjousvelvollisuusraja*) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle (*tarjousvelvollinen*), on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

19 §

Pakollinen ostotarjous

Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (tarjousvelvollisuusraja) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (tarjousvelvollinen), on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

Voimassa oleva laki

Ehdotus

27 §

(27 § kumotaan)

Julkinen ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

Joka tarjoutuu julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi otettuja osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita, ei saa asettaa ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan.

Ostotarjouksen tekijän on annettava kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille olennaiset ja riittävät tiedot, joiden perusteella arvopaperin haltijat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta.

Ostotarjous on julkistettava sekä toimitettava tiedoksi arvopaperien haltijoille, monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle ja Finanssivalvonnalle. Ennen tarjouksen julkistamista ostotarjouksen tekijän tulee varmistua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistukseensa muuntyyppisen vastikkeen suorittamisen.

Julkiseen ostotarjoukseen sovelletaan, mitä 24 §:n 1 ja 3 momentissa ja 25 §:ssä säädetään.

31 §

31 §

Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus

Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan toimivan yksissä tuumin, 20 §:n 1 momentin 4 kohdassa tarkoitettua sopimuksen tai muun järjestelyn perusteista sekä 26 §:ssä tarkoitettujen poikkeusten myöntämisen perusteista.

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan tai ei katsota toimivan yksissä tuumin, 20 §:n 1 momentin 4 kohdassa tarkoitettua sopimuksen tai muun järjestelyn perusteista sekä 26 §:ssä tarkoitettujen poikkeusten myöntämisen perusteista.

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20