



Valtiovarainministeriö  
Marianna Uotinen

Dnro 11/2015

12.3.2015

1 (6)

[valtiovarainministerio@vm.fi](mailto:valtiovarainministerio@vm.fi)  
[marianna.uotinen@vm.fi](mailto:marianna.uotinen@vm.fi)

Lausuntopyyntönnö: 1173/03.01.00/2013, 17.2.2015

**LAUSUNTO KOSKIEN ARVIOMUISTIOTA AVOIMUUSDIREKTIIVIN MUUTOKSEN  
(2013/50/EU) TÄYTÄNTÖÖN PANEMISESTA JA MUISTA  
ARVOPAPERIMARKKINALAIN MUUTOSTARPEISTA**

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Suomen Asianajajaliittoa (jäljempänä "Asianajajaliitto") lausuntoa koskien arviomuistiota avoimuusdirektiivin muutoksen (2013/50/EU) täytäntöön panemisesta ja muista arvopaperimarkkinalain muutostarpeista (VM151:00/2013). Pyydettyä lausuntona Asianajajaliitto esittää seuraavaa:

**1 Arviomuistiosta yleisesti**

Arviomuistiossa ehdotetut muutokset perustuvat suurelta osin avoimuusdirektiivin muutospäätöseen (2013/50/EU), jonka kansallinen voimaansaattaminen edellyttää tiettyjä varsin oleellisia arvopaperimarkkinalain ("AML") muutoksia. Toisaalta muutospäätös tai muut EU-säädökset eivät edellytä kaikkia ehdotettuja muutoksia, joiden osalta kyse on lainsäätäjälle kuuluvasta tarkoituksenmukaisuusharkinnasta.

Asianajajaliitto katsoo, että arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksessa omaksutun lähestymistavan mukaisesti arvopaperimarkkinalainsäädäntöön ei tulisi lähtökohtaisesti sisällyttää pidemmälle meneviä vaatimuksia kuin asianomaisista EU-säädöksistä seuraa, mikä osaltaan edistää lainsäädännön kilpailukykyä suhteessa muiden EU-jäsenvaltioiden arvopaperimarkkinalainsäädäntöihin. Vastaavaa lähestymistapaa tulisi soveltaa arviomuistiossa käsiteltyihin asioihin.

Hallituksen esitys liittyen arviomuistiossa käsiteltyihin asioihin on tarkoitus antaa eduskunnalle kevätestuntokaudella 2015. Asianajajaliitto lausuu mielellään erikseen edellä mainitun hallituksen esityksen luonnoksesta sen valmistuttua. Tämä lausunto sisältää ainoastaan yleisempiä kannanottoja eräisiin keskeisiin muutosehdotuksiin.

## 2 Keskeisistä muutosehdotuksista

### 2.1 *Esitesääntelyn muutostarpeet (kappale 4.4)*

Asianajajaliitto katsoo, että arvopaperimarkkinalainsäädäntöä tulisi arviomuistiossa esitetyllä tavalla muuttaa siten, että niin sanottua kansallista esitettä edellytettäisiin vain arvopaperitarjouksissa, joiden arvo ylittää kynnysarvon 2,5 miljoonaa euroa (nykyisin 1,5 miljoonaa euroa). Asianajajaliitto ei näe lähtökohtaisesti estettä myöskään sille, että kynnysarvo olisi 2,5 miljoonaa euroa suurempi tai että kansallisen esitteen edellyttämisestä luovuttaisiin kokonaan.

Vaikka kansallisia esitteitä hyväksytään nykyään vuosittain vain vähäinen määrä, toisi edellä mainitun kynnysarvon nostaminen helpotusta joidenkin liikkeeseenlaskijoiden hallinnolliseen taakkaan. Lisäksi vielä tärkeämpää on, että kynnysarvon nostaminen edistäisi muun muassa arviomuistiossakin käsiteltyjen joukkorahoituksen ja pienten ja keskisuurten yritysten joukkovelkakirjalainarahoituksen yleistymistä.

Niin sanottua EU-esitettä koskevista varsin raskaista vaatimuksista johtuen Asianajajaliitto ei kannata EU-esitesääntelyn ulottamista koskemaan alle 5,0 miljoonan euron arvoisia arvopaperitarjouksia. Liikkeeseenlaskijoilla on joka tapauksessa mahdollisuus laatia esite EU-esitteenä mikäli he katsovat sen tarkoituksenmukaiseksi.

### 2.2 *Johdon osavuotisen selvityksen ja neljännesvuosikatsauksen julkistamisvaatimuksesta luopuminen (kappale 3.6)*

Arviomuistiossa ehdotettu johdon osavuotisen selvityksen ja neljännesvuosikatsauksen julkistamisvaatimuksesta luopuminen perustuu avoimuusdirektiivin muutosdirektiiviin (2013/50/EU), joka edellyttää tällaista muutosta.

Asianajajaliitto katsoo, että jatkossa vapaaehtoisuuteen perustuvien neljännesvuosikatsausten sisältöä olisi hyvä kehittää itsesääntelyllä. Esimerkiksi Helsingin pörssi (Nasdaq OMX Helsinki Oy) voisi antaa ohjeen neljännesvuosikatsausten sisällöstä. Tämä olisi omiaan edistämään yhdenmukaista tiedottamiskäytäntöä ja voisi helpottaa erityisesti pienempiä liikkeeseenlaskijoita neljännesvuositietojen antamisessa markkinoille. Neljännesvuosikatsausten sisältöä olisi hyvä kehittää myös sen vuoksi, että monen liikkeeseenlaskijan rahoitus- ja muut sopimukset edellyttävät neljännesvuosikatsauksia arvopaperimarkkinasääntelystä riippumatta.

Asianajajaliitto katsoo myös, että arviomuistiossa esitetty tavoite tiedottamisen johdonmukaisuudesta on yleisesti kannatettava. Tavoitteen toteuttaminen edellyttää Asianajajaliiton käsityksen mukaan erityisesti ennakollisia (ei jälkikäteisiä) toimia. Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelma (Määräykset ja ohjeet 6/2013 Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto) korostaa jo nyt tiedottamiseen liittyvää johdonmukaisuuden vaatimusta. Yleisesti

liikkeeseenlaskijoiden edustajien tulisi kuitenkin epäilemättä sisäistää vielä nykyistä paremmin kyseinen vaatimus. Sisäistämisen helpottamiseksi olisi muun muassa hyvä, mikäli Finanssivalvonnan ja Helsingin pörssin liikkeeseenlaskijoiden edustajille järjestämissä koulutustilaisuuksissa esitettäisiin konkreettisia esimerkkejä siitä, mitä johdonmukaisuuden vaatimus kussakin tiedottamisen tyyppitilanteessa (esimerkiksi raporttien julkistaminen taikka tulevaisuudennäkyminen tai tulosvaroitusten antaminen) tarkoittaa tai voi tarkoittaa.

Asianajajaliitto ei kannata arviomuistiossa ehdotettua AML 1 luvun 4 §:n muutosta, jolla kyseiseen säännökseen lisättäisiin vaatimus riittävien tietojen johdonmukaisesta saatavilla pidosta (johdonmukaisuusvaatimus).

Asianajajaliiton käsityksen mukaan johdonmukaisuutta ei voi käsitteenä määritellä yhtä yksiselitteisesti kuin esimerkiksi totuudenvastaisuutta tai harhaanjohtavuutta. Lisäksi, vaikka johdonmukaisuuden voi katsoa olevan tiedottamisessa yleisesti tavoiteltava asia, liikkeeseenlaskijoiden tulisi voida perustellusta syystä antaa eri ajankohtina toisistaan poikkeavia tietoja edellyttäen, että se ei vaaranna sijoittajansuojaa. AML 1 luvun 4 §:ään sisällytettynä johdonmukaisuusvaatimuksen konkreettiset soveltamistilanteet olisivat epäselviä. Asianajajaliitto ei pidä myöskään lähtökohtaisesti perusteltuna, että pelkästään johdonmukaisuusvaatimuksen rikkominen voisi johtaa esimerkiksi arvopaperimarkkinalain mukaiseen korvausvastuuseen tai Finanssivalvonnasta annetun lain mukaiseen hallinnolliseen seuraamukseen. Johdonmukaisuusvaatimuksen sisällyttäminen AML 1 luvun 4 §:ään olisi omiaan lisäämään ennustettavuuteen ja oikeusturvaan liittyviä ongelmia ja johtaisi mahdollisesti myös lukumääräisesti useisiin prosesseihin, joissa johdonmukaisuusvaatimusta väitettäisiin rikotun.

Ehdotettujen tilinpäätöstiedotetta koskevien muutosten osalta Asianajajaliitto katsoo, että tilinpäätöstiedotteen edellyttämisestä olisi mahdollista luopua kokonaan ja jättää tilinpäätöksen pääkohdista tiedottaminen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden varaan. Mikäli kuitenkin kansalliseen sääntelyyn perustuva vaatimus tilinpäätöstiedotteen (tilinpäätöksen pääkohtien) julkistamisesta tullaan säilyttämään, Asianajajaliiton käsityksen mukaan nykyinen AML 7 luvun 9 §:n sääntely tilinpäätöstiedotteen julkistamisajankohdasta ("ilman aiheutonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kahden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä") on osoittautunut toimivaksi eikä sitä tulisi muuttaa kahden kuukauden määräaikaa lyhentäen. Tällöin tilinpäätöstiedote voisi jatkossakin ilmeisesti sisältää sekä hallituksen esityksen voittoa tai tappiota koskeviksi toimenpiteiksi että annettavan selvityksen jakokelpoisista varoista (sikäli kuin ne ovat selvillä tilinpäätöksen pääkohtien valmistumishetkellä). Tiedotteen ei kuitenkaan enää tarvitsisi sisältää vastaavia tietoja kuin osavuositarkastuksessa. Arviomuistion sivulla 16 on lisäksi todettu virheellisesti, että nykyinen arvopaperimarkkinalaki edellyttäisi tulevaisuudennäkymien sisällyttämistä tilinpäätöstiedotteeseen.

Asianajajaliitto katsoo, että muun muassa yhdenmukaisten eurooppalaisten käytäntöjen edistämiseksi ilmoituksilta ei tulisi edellyttää avoimuusdirektiivin 12 artiklan 2 kohtaa tiukempaa määräaikaa.

Arviomuistiossa on ehdotettu, että AML 9 luvun 5.2 § kumottaisiin ja AML 9 lukuun lisättäisiin uusi 6 a § (Rahoitusvälineitä koskeva ilmoitusvelvollisuus), jossa säädettäisiin tiettyjä rahoitusvälineitä koskevista liputusilmoituksista. Jotta Suomen ja muiden EU-jäsenmaiden lainsäädännöt vastaisivat tältä osin mahdollisimman pitkälti toisiaan, Asianajajaliitto kannattaa ehdotettua AML 9 luvun 5.2 §:n kumoamista. Koska muutos on merkittävä, ehdotuksessa tulisi selvästi todeta, että jatkossa liputusvelvollisuus koskee vain rahoitusvälineitä ehdotetun uuden 6 a §:n mukaisesti, eikä enää muita sopimuksia tai järjestelyjä, jotka toteutuessaan johtavat liputusrajan rikkoutumiseen. Liputusvelvollisuutta ei pitäisi voida myöhemmällä tulkinnalla laajentaa kattamaan sellaisia sopimuksia tai järjestelyjä, jotka tällä hetkellä kuuluvat voimassa olevan AML 9 luvun 5.2 §:n alaisuuteen ja joihin liittyvistä liputusvelvollisuuksista on siis tarkoitus luopua.

Arviomuistiossa ehdotetun uuden 6 a §:n 2 momentti kuuluu seuraavasti:

"Omistus- ja ääniosuus on laskettava kohde-etuutena olevien osakkeiden täyden nimellismäärän mukaan. Jos rahoitusväline on selvitettävissä ainoastaan nettoarvon tilityksenä, osuus on ilmoitettava kohde-etuutena olevien osakkeiden deltakorjatun määrän mukaan. Osakkeet ja 1 momentissa tarkoitetut rahoitusvälineet, joiden kohde-etuutena ovat saman kohdeyhtiön samanlaiset osakkeet, on laskettava yhteen."

Asianajajaliitto katsoo, että 6 a §:n 2 momentti on arviomuistiossa ehdotetussa muodossaan hankalasti ymmärrettävä ja kyseisen momentin sisältö sopisi luonteeltaan paremmin esimerkiksi Finanssivalvonnan määräyksiin ja ohjeisiin. Finanssivalvonta joutunee uuden sääntelyn myötä joka tapauksessa päivittämään sekä huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista koskevia määräyksiä ja ohjeitaan että liputusilmoituksissa käytettäviä lomakkeitaan, joten olisi luontevaa että näiden päivitysten yhteydessä Finanssivalvonta antaisi tarkempia määräyksiä myös ilmoitettavien omistus- ja ääniosuuksien laskentatavoista. Tällöin ehdotettua vaikeaselkoista 6 a §:n 2 momenttia ei tarvitsisi sisällyttää (ainakaan ehdotetussa muodossaan) lakitekstiin. Mikäli kyseinen momentti sisällytettäisiin lakitekstiin ehdotetussa muodossaan, tulisi lakiin sisällyttää myös deltakorjatun määrän yksiselitteinen määritelmä. Ilmoitusten (liputtamisen) vaikeista laskusäännöistä ja kohdeyhtiön liputusta koskevasta tiedotteesta tulisi joka tapauksessa antaa tarvittava Finanssivalvonnan ohjeistus. Nykyinen liputusilmoituslomake voi käytännössä aiheuttaa epäselvyyttä esimerkiksi sen suhteen, mitkä ovat sellaisia muita tietoja, joita liputusilmoituksessa on mahdollisesti annettu, jotka on julkistettava.

## 2.4 *Äänioikeuden käytön tilapäinen kieltäminen (kappale 3.13)*

Asianajajaliitto ei kannata arviomuistiossa käsiteltyä niin sanottua Saksan mallia. Yhtiökokouksen puheenjohtajalla ei olisi käytännössä mahdollisuutta varmistua siitä, että liputusvelvolliset ovat huolehtineet asianmukaisesti liputusvelvollisuuksistaan tai Finanssivalvonnan mahdollisesti asettamista äänestyskielloista. Puheenjohtajan vahingonkorvausvastuuta silmällä pitäen

ehdotettu malli olisi erittäin ongelmallinen puheenjohtajaksi valittavan henkilön oikeusturvan kannalta.

Arvopaperimarkkina-laissa tai ainakin sen perusteluissa tulisi lisäksi todeta, että liputusvelvollisuuden laiminlyönnillä tai Finanssivalvonnan antamalla äänioikeuden käytön tilapäisellä kiellolla ei ole vaikutusta yhtiökokouksen tekemien päätösten pätevyyteen tai osakkeenomistajan moiteoikeuteen. Muunlainen ratkaisu voisi johtaa erittäin vaikeisiin tulkintaongelmiin. Ehdotetun säännöksen käytännön toteutusta ja toimivuutta tulisi miettiä huolellisesti myös yhtiöoikeudelliselta kannalta.

Asianajajaliitto katsoo, että Finanssivalvonnan tulisi toimittaa tieto äänioikeuden käytön kieltämisestä liikkeeseenlaskijalle. Asianajajaliitto ehdottaa myös, että tieto äänioikeuden käytön kieltämisestä tulisi toimittaa myös arvopaperikeskukselle, jonka pitäisi ottaa kiello huomioon yhtiökokousta varten laadittavan tilapäisen osakasluettelon laadinnassa.

## 2.5 *Hallinnolliset seuraamukset (kappale 3.12)*

Asianajajaliitto katsoo, että arvopaperimarkkina-laissa tai ainakin sen perusteluissa tulisi oikeusvarmuuden lisäämiseksi täsmentää, mitä ”merkittävällä tavalla myötävaikuttanut” tarkoittaa. Kyseinen ilmaus liittyy edellytyksiin, joilla oikeushenkilön edustajalle voidaan määrätä seuraamusmaksu.

## 2.6 *Joukkovelkakirjalainan haltijoiden yhdenvertainen kohtelu (kappale 4.2)*

Asianajajaliitto katsoo, että avoimuusdirektiivin 18 artiklan edellyttämää lainsäädännön muutoksia olisi hyvä harkita vireillä olevan joukkolainanhaltijoiden edustajia koskevan lainsäädäntöhankkeen yhteydessä. Tämä mahdollistaisi erinäisten joukkolainanhaltijoiden yhdenvertaiseen kohteluun liittyvien seikkojen huomioimisen samanaikaisesti.

Systemaattiselta kannalta tulee huomata, että oikeuskirjallisuudessa esitetyn käsityksen (Villa, Seppo: Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista?, Lakimies 4/2008) mukaan yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusvaatimus ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tasapuolisuusvaatimus eivät ole kaikilta osin yhteismitallisia. Jatkovalmistelussa tulisi sen vuoksi selvittää tarkemmin, tulisiko myös avoimuusdirektiivin 17 artiklan katsoa edellyttävän lainsäädännön muutoksia. Asianajajaliiton käsityksen mukaan avoimuusdirektiivin mukainen sääntely on selvästi luonteeltaan arvopaperimarkkinaoikeudellista, vaikka direktiivin suomenkielisen version 17 ja 18 artiklassa viitataan yhdenvertaiseen kohteluun. Viimeksi mainittu seikka puoltaisi sitä, että tasapuolisuusvaatimuksesta säädettäisiin kaikilta osin joko arvopaperimarkkina-laissa tai muussa arvopaperimarkkinaoikeudellisessa säädöksessä. Toisaalta jatkovalmistelussa olisi hyvä vielä tarkastella uudelleen, onko erillinen yhdenvertaista (tasapuolista) kohtelua koskeva erillissäännös tarpeen vai täyttävätkö arvopaperimarkkina-lain nykyiset säännökset jo avoimuusdirektiivin 17 ja 18 artiklan vaatimukset.

Mikäli ehdotettu AML 8 luvun 6 b § päädytään säätämään, tulisi siinä joka tapauksessa mainita, että säännös soveltuu avoimuusdirektiivin mukaisesti vain säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijaan.

Käytännöllisestä näkökulmasta olisi lisäksi tärkeää, että esimerkiksi lain perusteluissa tuotaisiin esille mahdollisuus poiketa yhdenvertaisuudesta (tasapuolisuudesta) muun muassa niissä tilanteissa, joissa takaisinostotarjouksen ulottaminen tiettyihin valtioihin/lainkäyttöalueille aiheuttaisi huomattavia lisäkustannuksia tai muuten vaatisi kohtuuttomasti toimenpiteitä liikkeeseenlaskijalta.

Helsingissä 12. maaliskuuta 2015

SUOMEN ASIANAJAJALIITTO



Risto Sipilä

Suomen Asianajajaliiton puheenjohtaja, asianajaja

LAATI

Asianajaja Tuomas Tikkanen, Asianajotoimisto Borenius Oy, Helsinki  
Asianajaja Paula Linna, Roschier Asianajotoimisto Oy, Helsinki  
Asianajaja Mia Morkkila, Roschier Asianajotoimisto Oy, Helsinki  
Asianajaja Merja Kivelä, Asianajotoimisto Castrén & Snellman Oy, Helsinki

*Suomen Asianajajaliiton lausunnot valmistellaan oikeudellisissa asiantuntijaryhmissä, joiden toiminnassa on mukana noin 120 asianajajaa. Tämä lausunto on valmisteltu arvopaperimarkkina- ja rahoitusoikeuden asiantuntijaryhmässä.*