

Asia: VN/10557/2023

Lausuntopyyntö luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Lausunnonantajan lausunto

Voitte kirjoittaa lausuntonne alla olevaan tekstikenttään

Valtiovarainministeriö on pyytänyt lausuntoa luonnoksesta (jäljempänä ”Luonnos”) hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain (jäljempänä ”AML”) muuttamisesta. Suomen Asianajajaliitto (jäljempänä ”Asianajajaliitto”) kiittää lausuntopyynnöstä ja esittää seuraavaa:

Yleistä

Luonnoksen mukaisella esityksellä on tarkoitus muuttaa ostotarjous- ja liputussääntely kattamaan myös monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä (Suomessa monenkeskisenä kaupankäyntijärjestelmänä toimii tällä hetkellä First North Growth Market Finland -markkinapaikka, jäljempänä ”First North -markkinapaikka”). Samalla on tarkoitus muuttaa AML 11 luvun 5 § (Yksissä tuumin toimivat henkilöt), jotta siinä huomioidaan tietyt määräysvaltasuhteen tuottaman yksissä tuumin toimimisen ongelmat.

Lainsäädäntöhankkeen taustalla on Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n 15.7.2022 päivätty aloite, jossa Arvopaperimarkkinayhdistys on pyytänyt valtiovarainministeriötä ryhtymään lainsäädäntötoimenpiteisiin AML 11 luvun ostotarjoussääntelyn ulottamiseksi säännellyn markkinan ohella monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Arvopaperimarkkinayhdistyksen aloite ei sisältänyt ehdotusta AML 9 luvun liputussääntelyn ulottamisesta säännellyn markkinan ohella monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai ehdotusta AML 11 luvun 5 § muuttamisesta. Arvopaperimarkkinayhdistys suositteli kuitenkin 15.11.2022 päivätyssä ratkaisusuosituksessa AML 11 luvun 5 § muuttamista.

Asianajajaliitto pitää perusteltuna ostotarjoussääntelyn menettelytapasäännösten soveltumisen ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään sekä AML 11 luvun 5§:n uudelleentarkastelua. Asianajajaliitto kiinnittää kuitenkin huomiota siihen, onko tarjousvelvollisuuden ja liputussääntelyn ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään puoltavia ja vastustavia argumentteja selvitetty tarpeeksi, jotta voidaan todeta, että tarjous- ja liputusvelvollisuuden ulottaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään on perusteltua.

Tarjousvelvollisuutta ja liputusvelvollisuutta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä perustellaan Luonnoksessa mm. sääntelyn selkeydellä ja johdonmukaisuudella, kaupankäynnin sekä omistuksen ja äänivallan keskittymisen läpinäkyvyydellä, sijoittajansuojan parantamisella sekä myönteisillä vaikutuksilla arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkaaseen toimintaan ja sitä kautta kansantalouteen. On kuitenkin huomattava, että tarjousvelvollisuutta on akateemisessa kirjallisuudessa myös kritisoitu ja sen positiivisista vaikutuksista kansantalouteen on eriäviä mielipiteitä.

Asianajajaliiton näkemyksen mukaan tarjous- ja liputusvelvollisuuden ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään puoltaa mm. sääntelyn yhdenmukaistaminen säännellyllä markkinalla noudatettavan sääntelyn kanssa sekä se, että Ruotsissa vastaavalla markkinalla (Nasdaq First North Growth Market) sekä tietyillä muilla monenkeskisillä markkinapaikoilla soveltuu tarjousvelvollisuus vastaavan kuin nyt ehdotetun 30 % äänioikeuksista rajan kohdalla, samoin kuin se, että nyt tarkoitettulla sääntelyllä ei Asianajajaliiton käsityksen mukaan juurikaan lisätä monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden hallinnollisia kustannuksia. Asianajajaliitto ei kuitenkaan ilman perusteellisempaa selvitystä pysty ottamaan kantaa Luonnoksessa viitattuihin kansantaloudellisiin vaikutuksiin.

Ostotarjoussääntelyn ulottaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään

Luonnoksen mukaan tavoitteena on parantaa sijoittajien sijoittajansuojaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säätämällä velvollisuudesta tarjoutua ostamaan kohdeyhtiön sijoittajilta osakkeet ja tietyt osakkeisiin oikeuttavat arvopaperit määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä. Myös ostotarjouksia koskevat menettelytapasäännökset yhtenäistettäisiin säännellyn markkinan ja monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien välillä.

Tällä hetkellä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listatun yhtiön osakkeista tehtävään ostotarjoukseen sovelletaan ainoastaan keskeisimpiä sääntöjä (AML 9:27), eli tarjouksentekijän velvollisuutta kohdella sijoittajia tasapuolisesti, antaa sijoittajille olennaiset ja riittävät tiedot sekä varmistaa tarjouksen rahoitus, AML 11 luvun säännöksiä tarjousvastikkeen vähimmäismäärästä, kun tarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön osakkeista (24 § 1 ja 3 mom.) (ei kuitenkaan velvollisuudesta tarjota rahavastiketta tietyissä tilanteissa) sekä korotus- ja hyvitysvelvollisuudesta (25 §). Finanssivalvonta on ohjeistanut, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävissä tulisi noudattaa myös vastaavaa periaatetta kuin mitä nykyinen AML 11:8 (Velvollisuus edistää

ostotarjouksen toteutumista) edellyttää, sekä suosittaa tarjouksentekijää tällaisissa tarjouksissa antamaan tarjousasiakirjassa annettavaksi edellytetyjä tietoja vastaavat tiedot. Lisäksi Finanssivalvonnan ohjeen mukaan tietyt muut ostotarjouksia koskevat määräykset ja ohjeet soveltuvat soveltuvin osin myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Ehdotetulla lainmuutoksella kaikki säännellyllä markkinalla sovellettavat säännökset ulotettaisiin vastaavasti myös monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään.

Ehdotettu muutos selkeyttäisi teknisesti myös osakeyhtiölain 18 luvun 7 §:n 3 momentin olettamasäännöksen soveltumista monenkeskisessä kaupankäynnissä tehdyn vapaaehtoisen ostotarjouksen jälkeen.

Menettelytapasäännösten yhtenäistäminen

Yhtenä First North -markkinapaikan tarkoituksena on tarjota yhtiöille säänneltyä markkinaa kevyempiä hallinnollisia vaatimuksia. Vaatimusten tiukentamiseen ja säännellyllä markkinalla sovellettavien vaatimusten soveltamiseen First North -markkinapaikalla tulisi siis Asianajajaliiton näkemyksen mukaan suhtautua varauksella.

Kuten Luonnoksessa on todettu, ostotarjouksia koskeva sääntely soveltuu kohdeyhtiöön käytännössä vain ostotarjoustilanteessa, eli käytännössä harvoin tai kertaluonteisesti, ja pääosa velvoitteista koskee tarjouksentekijää. Näin ollen menettelytapasäännösten yhtenäistäminen ei lähtökohtaisesti aiheuttaisi suurta hallinnollista taakkaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listatulle yhtiölle. Ne yhtiöt, joilla jo on määräyksiä tarjousvelvollisuudesta yhtiöjärjestyksessään, joutuvat kuitenkin miettimään, onko yhtiökokoukselle syytä ehdottaa kyseisten määräysten poistamista. Aikanaan, kun tarjousvelvollisuusraja laskettiin säännellyllä markkinalla 30 %:iin, silloisten päälistayhtiöiden ns. "myrkkypillerimääräysten" merkitys väheni, sillä tarjousvelvollisuusraja oli niissä tyypillisesti korkeammalla kuin 30 %. Nykyisten FN-yhtiöiden yhtiöjärjestyksissä tarjousvelvollisuusraja kuitenkin tyypillisesti vastaa nyt ehdotettuja 30 % ja 50 % rajaa, mikä voi aiheuttaa päällekkäisyyttä ja tulkintaongelmia tarjousvelvollisuustilanteessa määräyksen sanamuodosta riippuen.

Kohdeyhtiötä koskevia säännöksiä ovat mm. kohdeyhtiön hallituksen velvollisuus antaa lausunto ostotarjouksesta (AML 11:13), velvollisuus viedä tietyt toimenpiteet yhtiökokouksen päätettäväksi julkistetun ostotarjouksen jälkeen (AML 11:14) sekä oikeus hakea määräaika ostotarjousta suunnittelevalle taholle (AML 11:9.5) (ns. put up or shut up -sääntö) ja kilpailevien ostotarjousten tekijöille (AML 11:17.3). Näiden sääntöjen soveltaminen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä on kannatettavaa ja tukee vähemmistöosakkeenomistajien asemaa. Huomautamme kuitenkin, että AML 11:9.5:n put up or shut up -säännön sekä 11:17.3:n kilpailevan tarjouksen tekijän määräaika koskevan säännön soveltaminen on jo pörssiyhtiöitä koskevassa käytännössä jäänyt vähäiseksi. Tämä johtuu osittain siitä, että lain perusteluissa, Finanssivalvonnan ohjeissa tai muutoinkaan käytännössä ei ole täsmentynyt, milloin julkinen ostotarjousaie tai

kilpailevat ostotarjoukset ”ovat omiaan vaikeuttamaan liiketoiminnan harjoittamista kohdeyhtiössä kohtuuttoman kauan”. Kun säännösten soveltamisalaa laajennettaisiin pienempiin yrityksiin ja kasvuyhtiöihin, joiden taserakenne saattaa poiketa vakiintuneista pörssiyrityksistä merkittävästi, olisi myös perusteltua ottaa valmistelun yhteydessä kantaa vähintään esimerkkien avulla siihen, millaisissa tilanteissa tai millaisilla edellytyksillä julkistettu ostotarjousaie tai kilpailevat tarjoukset ovat omiaan vaikeuttamaan kohdeyhtiön liiketoiminnan harjoittamista kohtuuttoman kauan.

Myös Ostotarjouskoodi 2022 toi omalta osaltaan myös kohdeyhtiön toimintaa koskevia AML 11 luvun säännösten periaatteita osin sovellettavaksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä itsesääntelyn kautta. Käytännössä First North Finlandilla tehdyissä ostotarjouksissa on noudatettu samankaltaisia menettelytapoja ja esim. säännönmukaisesti annettu hallituksen lausunto ilman lakisääteistä vaatimusta.

Asianajajaliitto pitää menettelytapasäännösten yhtenäistämistä kokonaisuutena suositeltavana, sillä samojen menettelyjen soveltaminen säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä on johdonmukaista First North -markkinapaikan kasvaneen merkityksen vuoksi, tuo prosessiin ennakoitavuutta ja yhtenäistää käytäntöjä lisäämättä kuitenkaan hallinnollista taakkaa merkittävästi.

Asianajajaliitto kiinnittää huomiota seuraaviin teknisiin seikkoihin:

- AML 11 luvun 23 § 3 momentti ei muuttamattomana huomioi monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää. Kyseistä momenttia tulisi muuttaa ottamalla mukaan viittaus monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, eli silloin kun on kyse monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista, hinnan määrittämisen lähtökohtana tulisi pitää tällaisessa kaupankäynnissä (eikä säännellyllä markkinalla) momentissa tarkoitettuna aikana maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa.
- AML 11 luvun 24 § 2 momentti 1 kohta ei muuttamattomana huomioi monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ja säännellyn markkinan eroa. Asianajajaliitto suosittelee harkittavaksi, että AML 11 luvun 24 § 2 momentin 1 kohtaa vastaava säännös tulisi säätää monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään siten, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeista voitaisiin tehdä ostotarjous, jossa tarjousvastikkeena tarjotaan toisen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön arvopapereita ilman velvollisuutta tarjota rahavastiketta (edellyttäen, ettei 24 § 2 mom. 2 kohdan mukainen edellytys täyty).
- voimassa oleva AML 11 luvun 10 § ei rajaa julkistamisessa noudettavan menettelyn soveltumista ainoastaan kohdeyhtiöön. Markkinakäytännössä ja Ostotarjouskoodissa (s. 61) on katsottu, että myös tarjouksentekijän tulee noudattaa kyseistä pykälää. Luonnoksen mukainen

ehdotettu uusi muotoilu kuitenkin nimenomaisesti rajaa menettelyssä noudatettavat vaatimukset liikkeeseenlaskijaan. Selkeyden vuoksi Asianajajaliitto suosittelee, että AML 11 luvun 10 § mukaisia menettelyllisiä vaatimuksia ei rajata ainoastaan liikkeeseenlaskijaan, vaan että myös tarjouksentekijän tulee julkistaessaan AML 11:9 tarkoittama päätös julkisesta ostotarjouksesta täyttää 10 luvun vaatimukset mm. tietojen jakelukanavan ja kielen suhteen siitä riippumatta, onko tarjouksentekijä itse julkisen kaupankäynnin kohteena vai ei.

Pakollinen ostotarjous

Nykyinen AML:n mukainen velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä perustuu Ostotarjousdirektiivin 5 artiklaan. Ostotarjousdirektiivin perustelujen mukaan velvollisuuden tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkaita. Ostotarjousdirektiivi on saanut osakseen myös kritiikkiä.

Luonnoksen mukaan pakollisen ostotarjousvelvollisuuden ulottamisella monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tavoitellaan sijoittajansuojan parantamista. Luonnoksessa todetaan seuraavaa: ”markkinoiden houkuttelevuuden ja sijoittajansuojan kannalta voidaan pitää perusteltuna, että sijoittajat tietävät erityisen exit-oikeuden olemassaolosta määräysvallan tai merkittävän vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä.”

Vaikka voitaisiin todeta pakollisen ostotarjouksen lisäävän sijoittajansuojaa, nauttivat säännellyllä markkinalla listatun yhtiön osakkeenomistajat muutoinkin eri tason sijoittajansuojasta kuin First North -markkinapaikalla listatun yhtiö osakkeenomistajat. Koska First North -markkinapaikan perustavanlaatuisena tarkoituksena on tarjota kevyempi sääntelytaakka yhtiöille, sijoittajansuojan heikentyminen suhteessa säänneltyyn markkinaan on tästä väistämätön seuraus. Sääntelyn lähtökohdaksi ei siis tule varauksetta ottaa sitä, että säännellyn markkinan ja First North -markkinapaikan sijoittajansuojan tulisi olla yhdenmukainen.

Luonnoksessa todetaan, että ”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.” Asianajajaliitto toteaa, että akateemisessa kirjallisuudessa on esitetty myös kriittisiä näkemyksiä siitä, parantaako tarjousvelvollisuus arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkuutta.

Asianajajaliitto ei vastusta tarjousvelvollisuuden ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, mutta kiinnittää huomiota siihen, onko tarjousvelvollisuutta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä puoltavia ja vastustavia argumentteja selvitetty riittävästi ja olisiko siitä etua, että Suomessa olisi myös jatkossa omistuksen keskittymisen mahdollistava markkinapaikka, jolla ei ole lakisääteistä tarjousvelvollisuutta. Asianajajaliitto yhtyy

siihen, että First North -markkinapaikan kasvanut merkitys Suomen arvopaperimarkkinoilla on lisännyt perusteita yhtenäistää pakollista ostotarjousta koskeva sääntely säännellyn markkinan sekä monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välillä. Mikäli tarjousvelvollisuus päädytään ulottamaan monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, Asianajajaliitto pitää johdonmukaisuuden vuoksi perusteltuna tarjousvelvollisuuden rajan asettamista 30 ja 50 prosentin kohdalle äänioikeuksista vastaavasti kuin säännellyllä markkinalla.

Siirtymäsäännös

Ostotarjousprosessi kestää useita viikkoja, yleensä useita kuukausia ja tarjousaika voi tietyissä tilanteissa venyä jopa vuoden mittaiseksi. On mahdollista, että Luonnoksen mukaiset lakimuutokset lakiin tulevat voimaan kesken vireillä olevan ostotarjousprosessin. Luonnoksen mukaisessa siirtymäsäännöksessä ei ole lausuttu, miten lakimuutokset soveltuvat ostotarjouksiin, jotka ovat julkistettu ennen muutosten voimaantuloa mutta eivät ole päättäneet. Asianajajaliitto suosittelee, että lakimuutoksia sovelletaan selkeyden vuoksi vain lakimuutosten voimaantulon jälkeen julkistettuihin ostotarjouksiin, ja siirtymäsäännökseen otetaan maininta tästä. Samanlainen voimaantulomalli omaksuttiin uuden ostotarjouskoodin voimaantulon yhteydessä.

Tarjousvelvollisuuden osalta Luonnoksen mukaisessa siirtymäsäännöksessä lausutaan seuraavasti: ”Tällöin ei oteta huomioon ennen voimaantuloa tapahtuneita tarjousvelvollisuusrajan ylityksiä.” Selkeyden vuoksi Asianajajaliitto suosittelee, että siirtymäsäännöksessä selvästi todetaan, että osakkeenomistajan omistaessa yli 30 prosenttia mutta alle 50 prosenttia ääniosuuksista ennen lakimuutoksen voimaantuloa, syntyy tarjousvelvollisuus lakimuutoksen voimaantulon jälkeen vasta, kun kyseisen osakkeenomistajan ääniosuus ylittää 50 prosenttia, joka vastaisi hallituksen esityksessä 6/2006 omaksuttua kantaa.

Asianajajaliitto kiinnittää myös huomiota siihen, että kun arvopaperimarkkinalain mukaista pakollisen ostotarjouksen rajaa muutettiin vuonna 2006, siirtymä toteutettiin ns. porrastaen. Kyseisen lakimuutoksen siirtymäsäännöksen mukaan osakkeenomistajalle ei syntynyt tarjousvelvollisuutta, jos 30 tai 50 prosentin raja oli ylittynyt ennen lakimuutosta koskevan hallituksen esityksen (6/2006) julkaisua. Jos taas raja oli ylittynyt ennen lakimuutoksen voimaantuloa mutta hallituksen esityksen julkaisun jälkeen, oli osakkeenomistajalla kolme vuotta aikaa laskea ääniosuus ylitetyn rajan alle. Jos vielä kolmen vuoden kuluttua lakimuutoksen voimaantulosta osakkeenomistajan ääniosuus oli suurempi kuin ylitetty raja, tuli osakkeenomistajan tehdä ostotarjous. Asianajajaliitto jättää siirtymäsäännöksen porrastamisen valtiovarainministeriön harkintaan. Toisaalta siirtymäsäännöstä porrastamalla voidaan välttää se, että lakimuutoksen valmistelun aikana kasvatetaan omistusta yli ostotarjousrajojen tarkoituksena välttää velvollisuus tehdä ostotarjous. Siirtymäsäännöksen porrastuksella voi kuitenkin olla myös tahattomia ja epätarkoituksenmukaisia vaikutuksia ja se voi johtaa kohtuuttomiin tilanteisiin huomioiden, että First North -markkinapaikalla ei ole aikaisemmin ollut lakisääteistä tarjousvelvollisuutta (verrattuna arvopaperimarkkinalain vuoden 2006 muutokseen, jossa oli kyse olemassa olevien tarjousvelvollisuusrajojen laskemisesta).

Asianajajaliitto kiinnittää vielä huomiota siihen, että yksissä tuumin toimiminen voi toisinaan aiheuttaa tulkintaepäselvyyksiä ja jättää valtiovarainministeriön harkittavaksi, onko Luonnoksessa tarpeen ottaa kantaa siihen, miten mahdolliset yksissä tuumin toimivat tahot voivat todentaa toimineensa yksissä tuumin jo ennen lakimuutoksen voimaantuloa, mikäli ne haluavat edelleen jatkaa toimintaansa ja myöhemmin vedota siihen tarjousvelvollisuuden syntymisen välttämiseksi.

Liputussääntelyn ulottaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään

Luonnoksessa ehdotetaan AML 9 luvun (Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen) soveltamisalan laajentamista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattuihin yhtiöihin. AML 9 luku velvoittaa osakkeenomistajan ilmoittamaan omistus- ja ääniosuutensa tiettyjen rajojen tultua saavutetuksi, ylittyessä ja alittuessa (6 §) sekä yhtiöitä, jonka arvopapereista on kyse, julkistamaan nämä osakkeenomistajan tekemät ilmoitukset (10 §). Hallinnollisen taakan lisääntymistä julkistamisvelvollisuuden myötä tuskin voidaan pitää vähäistä suurempana. Huomionarvoista kuitenkin on, että mm. verrokkimaissa Ruotsissa, Tanskassa ja Islannissa on Luonnoksen mukaan päädytty siihen, ettei liputusvelvollisuus sovellu First North -yhtiöihin. Luonnoksessa ei tarkemmin avata harkintaa kyseisten maiden ratkaisujen taustalla.

Asianajajaliitto katsoo, että ostotarjoussääntelyä ja liputusvelvollisuutta tulee arvioida yhtenä kokonaisuutena Luonnoksen mukaista ehdotusta arvioidessa. Kuten valtiovarainministeriö on Luonnoksessa todennut, liputusvelvollisuuden puuttuminen on ollut omiaan mahdollistamaan haitallisina pidettyjen niin kutsuttujen creeping takeover -ostotarjousten tekemisen. Asianajajaliitto on tässä lausunnossa pitänyt ostotarjoussääntelyn yhtenäistämistä säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välillä suositeltavana. Liputussääntelyn soveltaminen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä lisäisi valtarakenteiden läpinäkyvyyttä ja yhdenmukaistaisi käytäntöjä ottaen huomioon, että osalla FN-yhtiöistä on jo liputussäännöksiä yhtiöjärjestyksissään. Etenkin mikäli päädytään säätämään tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, Asianajajaliitto pitää perusteltuna myös liputusvelvollisuuden kytkemistä kokonaisuuteen. Yhtiöille, joilla on jo liputusvelvollisuus yhtiöjärjestyksessään, tulisi todennäköisesti tarpeelliseksi poistaa kyseiset määräykset päällekkäisyyksien välttämiseksi. Asianajajaliitto pitää johdonmukaisuuden vuoksi perusteltuna, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä noudatettaisiin samoja liputusrajoja kuin säännellyllä markkinalla.

Asianajajaliitto kiinnittää huomiota siihen, että Luonnoksen mukaisen ehdotuksen siirtymäsäännöksessä ei ole lausuttu miten liputussääntelyä sovelletaan osakkeenomistajiin, joiden omistus- tai ääniosuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listatun yhtiön osakkeista on saavuttanut tai ylittänyt AML 9:5 mukaisen rajan ennen lakimuutoksen voimaantuloa. Asianajajaliitto suosittelee, että Luonnosta selkiytetään tämän osalta. Mikäli liputussääntelyn soveltaminen rajataan ainoastaan lakimuutoksen voimaantulon jälkeen tapahtuviin omistus- tai ääniosuuksien muutoksiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, voi valtarakenteiden selvittäminen olla monimutkaista ja johtaa harhaanjohtaviin tilanteisiin erityisesti sellaisissa

nykyisissä First North -yhtiöissä, joissa on merkittävää hallintarekisteröityä omistusta. Toisaalta liputusvelvollisuuden kytkeminen ainoastaan lakimuutoksen voimaantulon jälkeen tapahtuviin liputusrajojen ylityksiin voisi olla osakkeenomistajien kannalta selkeämpää ja näin kohtuullisempaa tilanteessa, jossa liputussääntely ei ole aikaisemmin soveltunut näiden omistuksiin. Mikäli liputusvelvollisuutta päädytään soveltamaan vain lakimuutoksen voimaantulon jälkeisiin rajojen rikkomisiin, olisi siirtymäsäännöksen syytä selvittää, voiko rajojen välillä lakimuutoksen voimaantulon jälkeen liikkua ilman liputusvelvollisuuden aktualisoitumista.

AML 11 luvun 5 § muuttaminen

Luonnoksessa ehdotetaan lisättäväksi AML 11 luvun 5 §:ään sana ”lähtökohtaisesti” mahdollistamaan Finanssivalvonnalle harkintavaltaa yksissä tuumin toimimisen tulkinnasta tietyissä tilanteissa, joissa muualta rahoitusmarkkinalainsäädännöstä seuraavat velvollisuudet johtavat siihen, ettei muuten yksissä tuumin toimivina pidettäviä tahoja ole tarkoituksenmukaista kohdella yksissä tuumin toimivina sääntelyn tarkoitus huomioiden.

Asianajajaliitto pitää kannatettavana, että mainituissa tilanteissa voidaan katsoa, ettei yksissä tuumin toimimista tapahdu.

Luonnoksessa ehdotetaan AML 11 luvun 5 § muuttamista siten, että henkilöitä ei pidetä yksissä tuumin toimivina silloin, kun niihin soveltuu AML 9 luvun 8 a tai 8 c § (poikkeus liputusvelvollisuudesta). Ehdotetun muutoksen myötä rahastoyhtiön emoyrityksen ei katsottaisi toimivan yksissä tuumin sen hallinnoiman sijoitusrahaston tai yhteissijoitusyrityksen kanssa jos osakkeisiin liittyvää äänioikeutta käytetään emoyrityksestä riippumattomalla tavalla, tai sijoituspalvelun tarjoajan ei katsottaisi toimivan yksissä tuumin sen omaisuudenhoitosopimusten nojalla hallinnoimien arvopapereiden kanssa jos sijoituspalvelun tarjoaja voi käyttää osakkeisiin liittyvää äänioikeuttaan vain annettujen ohjeiden mukaisesti ja se käyttää äänioikeuttaan emoyrityksestä riippumatta.

Tämä muutoksen nostaminen lain tasolle on Asianajajaliiton mukaan perusteltu. Asianajajaliitto kiinnittää kuitenkin huomiota siihen, että AML 9 luvun 8 a ja c § mukaiset liputuspoikkeukset edellyttävät ilmoitusta Finanssivalvonnalle, kun rahastoyhtiö tai sijoituspalvelun tarjoaja aikoo soveltaa poikkeusta. Luonnoksen mukaisessa ehdotuksessa ei lausuta, että poikkeusta yksissä tuumin toimimisesta soveltavan henkilön tulisi ilmoittaa asiasta Finanssivalvonnalle. Kun AML 9 luvun 8 a ja c § soveltaminen edellyttää ilmoittamista, ja nyt ehdotettu poikkeus on kytketty suoraan kyseisiin pykäliin, Asianajajaliitto tulkitsee, että ilmoitus vaadittaisiin muutetun AML 11 luvun 5 § poikkeuksen soveltamiseen. Asianajajaliitto kuitenkin kehottaa valtiovarainministeriötä harkitsemaan, onko yksissä tuumimisen määritelmän kytkeminen ilmoitukseen liputusvelvollisuudesta poikkeamisesta johdonmukaista. Asianajajaliitto suosittelee, että Luonnoksen mukaiseen ehdotukseen kirjoitetaan joka tapauksessa selkeästi, onko AML 9 luvun 8 a ja

c § mukaiset ilmoitukset edellytyksenä ehdotetun AML 11 luvun 5 § mukaisen poikkeuksen soveltamiseen.

Asianajajaliitto kiinnittää huomiota, ettei Luonnoksen mukaisessa ehdotuksessa ole nimenomaisesti huomioitu tilannetta, jossa määräysvaltaan kuuluvassa oikeushenkilössä on otettu käyttöön ja pantu täytäntöön riittävät ja tehokkaat sisäiset järjestelyt ja menettelyt sen varmistamiseksi, ettei kaupankäyntipäätöksiä tekevällä tai niihin vaikuttavalla luonnollisella henkilöllä ole hallussaan tietoa mahdollisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n Ostotarjouslautakunta on 15.11.2022 päivätyssä ratkaisusuosituksessaan 1/2022 todennut, että tällaiset tilanteet tulisi rajata yksissä tuumin toimimisen määritelmän ulkopuolelle. Asianajajaliitto katsoo, että kyseisestä tilanteesta olisi suotavaa tuoda kirjaus lakitekstiin. Mikäli kirjausta ei kuitenkaan päädytä tuomaan lakitekstiin, Asianajajaliitto kehottaa valtiovaraministeriötä harkitsemaan, olisiko Luonnoksen mukaisen ehdotuksen perusteluissa syytä käsitellä asiaa tarkemmin, jotta olisi selkeämpää, että muutoksella on tarkoitettu mahdollistaa yksissä tuumin toimimisen määritelmästä poikkeaminen myös tällaisten järjestelyiden tilanteessa. Asianajajaliitto huomioi myös, että mikäli yksissä tuumin toimivien tahojen määritelmästä on mahdollista poiketa vain Finanssivalvonnan valituskelpoisella päätöksellä, voi tämä olla omiaan ehkäisemään poikkeukseen vetoavien mahdollisuuksia tehdä ostotarjous mm. ennenaikaisen julkisuuden vuoksi.

Asianajajaliitto huomioi lisäksi, että Luonnoksen mukainen ehdotus lisää Finanssivalvonnan harkintavaltaa merkittävästi yksissä tuumin toimimisen määrittämisessä. Asianajajaliitto pitää Finanssivalvonnan ostotarjouksia koskevia määräyksiä ja ohjeita osittain vanhentuneina, ottaen huomioon sääntelyssä tapahtuneet muutokset, markkinakäytännön kehittyminen sekä Finanssivalvonnan itsensä tekemät tulkinnot ja linjaukset vuosien aikana. Virallisoheistuksen päivittämättä jättäminen on Asianajajaliiton näkemyksen mukaan johtanut siihen, että kaikilla markkinatoimijoilla ei välttämättä ole tietoa jo vakiintuneistakin Finanssivalvonnan tulkinnoista ja linjauksista. Finanssivalvonnan harkintavallan lisääminen Luonnoksessa esitetyllä tavalla sisältää Asianajajaliiton arvion mukaan riskin siitä, että tapauskohtaiset tulkinnot, jotka eivät päädy julkisuuteen esimerkiksi Finanssivalvonnan määräysten ja muun julkistetun ohjeistuksen muodossa, lisääntyvät entisestään. Asianajajaliitto pitää tämän kaltaista kehitystä huolestuttavana, erityisesti osakkeenomistajien tasapuolisen tiedonsaannin valossa, ja pitää tästäkin syystä perusteltuna, että Luonnoksen mukaisessa ehdotuksessa tai sen perusteluissa pyrittäisiin selkeämmin ohjaamaan yksissä tuumin toimimisen määritelmän tulkintaa esimerkiksi juuri edellä mainittujen riittävien ja tehokkaiden sisäisten järjestelyjen ja menettelyjen osalta.

Muuta

Asianajajaliitto tuo harkittavaksi, olisiko lainmuutoksen yhteydessä mahdollista ulottaa AML 11:9.5 put up or shut up -sääntö sekä AML 11:17.3 soveltumaan myös sulautumistilanteessa. Markkinakäytännössä on havaittu ongelmalliseksi, ettei Finanssivalvonnalla ole toimivaltaa kohdella sulautumisehdotusta ostotarjousaikomusta vastaavasti asettaakseen tarvittaessa määräajan sulautumisaikomuksen julkistaneelle taholle. Juuri vastaavien epäjohtonmukaisuuksien vuoksi

Ostotarjouskoodi 2022 sisältää suosituksia koskien sulautumisia, ja monia suosituksia sovelletaan sekä julkisiin ostotarjouksiin että sulautumisiin.

Asianajajaliitto huomioi myös, ettei First North Finlandissa toimivien hyväksyttyjen neuvonantajien (Certified Advisors) roolia ostotarjousprosessissa ole erityisesti säännelty, ja jättää valtiovarainministeriön harkittavaksi, tulisiko ja miten näiden rooli nimenomaisesti huomioida uudistetussa lainsäädännössä.

Helsingissä 18. päivänä syyskuuta 2023

SUOMEN ASIANAJAJALIITTO

Niko Jakobsson

Suomen Asianajajaliiton pääsihteeri

LAATIJAT

Asianajaja Janne Lauha, Helsinki

Asianajaja Mia Mokka, Helsinki

Asianajaja Rasmus Sundström, Helsinki

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

Enne Heidi
Suomen Asianajajaliitto