



1.11.2023

Lausuntoyhteenveto

luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

1. Johdanto

1.1. Yleistä

Valtiovarainministeriö pyysi 8.8.2023 päivätyllä lausuntopyynnöllä tarkemmin yksilöidyltä vastaanottajilta lausuntoa luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta. Lausuntopyynnön yhteydessä julkaistiin myös esitysluonnos valtiovarainministeriön hankesivulla VM039:00/2023. Lausuntoaika päättyi 18.9.2023.

Esityksessä ehdotetuilla arvopaperimarkkinalain (AML) muutoksilla ulotettaisiin AML:n mukainen ostotarjous- ja liputussääntely koskemaan säännellyn markkinan ohella monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää. Lisäksi AML 11 luvun 5 §:ää yksissä tuumin toimimisesta muutettaisiin, jotta säännöksessä huomioitaisiin tietyt markkinakäytännössä havaitut määräysvaltasuhteen tuottamat yksissä tuumin toimimisen ongelmat silloin kun AML 11 luvun 5 § johtaisi ristiriitaan muualta finanssimarkkinasääntelystä seuraavien eturistiriitojen hallittamisvelvoitteiden kanssa.

1.2. Lausunnonantajat

Valtiovarainministeriö pyysi esitysluonnoksesta lausuntoa yhteensä 22 yksilöidyltä taholta. Lausuntopyyntöön niistä vastasi 19 tahoa. Yhteensä lausuntoja saatiin 21 kappaletta. 4 lausunnonantajaa ilmoitti, ettei heillä ole asiassa lausuttavaa.

Lausuntopyyntöön vastasivat Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Borenius Asianajotoimisto Oy, Elinkeinoelämän keskusliitto, Finanssiala ry, Finanssivalvonta, Helsingin hallinto-oikeus, Helsingin yliopisto / Heikki Marjosola, Keskuskauppakamari, Marko Peltonen, Nasdaq Helsinki Oy, Oikeusministeriö, Pääomasijoittajat ry, Pörssisäätiö, Sosiaali- ja terveysministeriö, Suomen Asianajajaliitto, Suomen Osakesäästäjät ry, Suomen Pankki, Suomen Yrittäjät ry, Tampereen yliopisto / Veikko Vahtera, Työ- ja elinkeinoministeriö sekä Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto.

Seuraavat tahot ilmoittivat, ettei niillä ole lausuttavaa: Helsingin hallinto-oikeus, Sosiaali- ja terveysministeriö, Suomen Pankki, Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto.

Lausuntopyyntö, luonnos hallituksen esitykseksi ja lausuntopyyntöön vastanneiden yksityiskohtaiset lausunnot ovat nähtävillä valtiovarainministeriön hankesivulla VM039:00/2023.

2. Lausunnonantajien palaute

2.1. Yleistä

Suurimmassa osassa lausuntoja kannatettiin esitysluonnoksen mukaista tavoitetta ostotarjous- ja liputussääntelyn ulottamiseksi monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään sekä yksissä tuumin toimimista koskevan säännöksen muuttamista vastaamaan paremmin markkinakäytännössä havaittuihin tarpeisiin.

Lausunnonantajista **Finanssiala ry**, **Finanssivalvonta**, **Nasdaq Helsinki Oy**, **Oikeusministeriö**, **Pääomasijoittajat ry**, **Pörssisäätiö**, **Suomen Asianajajaliitto**, **Suomen Osakesäästäjät ry** ja **Suomen Yrittäjät ry** kannattivat ehdotettuja muutoksia ostotarjous- ja liputussääntelyyn.

Tampereen yliopisto / Veikko Vahtera esitti kannattavansa muutoksia, mutta totesi, että kattavampi kansainvälinen vertailu olisi voinut nostaa esiin argumentteja, jotka olisivat voineet antaa aihetta arvioida tilannetta toisin.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Elinkeinoelämän keskusliitto, Helsingin yliopisto / Heikki Marjosola sekä **Keskuskauppakamari** kannattivat ehdotettuja muutoksia ostotarjoussääntelyyn, mutta esittivät joiltain osin huolia tai muutosehdotuksia liputussääntelyn monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle ulottamisen suhteen.

Työ- ja elinkeinoministeriö otti lausunnossaan nimenomaisesti kantaa vain liputussääntelyä koskeviin muutosehdotuksiin, ja katsoi, että liputussääntely tulisi ulottaa koskemaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden omistus- ja ääniosuuksia.

Marko Peltosen suhtautui lausunnossaan esitysluonnoksessa ehdotettuihin muutoksiin kriittisesti ja katsoi, ettei esityksessä ole huomioitu muun muassa eurooppalaisia sääntelytrendejä parantaa pk-yritysten mahdollisuuksia listautua. Marko Peltosen mukaan esityksessä valittu näkökulma on yksipuolinen keskittyen vähittäis-sijoittajien sijoittajansuojaan. Lisäksi Peltosen esitti, että First North Finland -markkinapaikka on vain yksi mahdollinen kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa (1070/2017) tarkoitettu monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä.

Borenius Asianajotoimisto Oy kommentoi lausunnossaan muutosehdotusta AML 11 luvun 5 §:ään yksissä tuumin toimimista koskien. Borenius Asianajotoimisto Oy kannatti säännöksen muuttamista, mutta katsoi, että ehdotettu muutos on ehdotetussa muodossa riittämätön.

2.2. Ostotarjoussääntelyn ulottaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle

AML 11 luvun säännösten julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään pidettiin laajasti kannatettavana. Toisaalta jotkut lausunnonantajat – jotka päätyivät lopulta kuitenkin kannattamaan ehdotuksia – kyseenalaistivat sen, onko tarjousvelvollisuutta koskevaa ehdotusta selvitetty esitysluonnoksessa riittävästi.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Elinkeinoelämän keskusliitto ja **Keskuskauppakamari** kannattivat ehdotusta AML:n 11 luvun säännösten muuttamisesta ja viittasivat perusteluiden osalta Arvopaperimarkkinayhdistyksen lainsäädäntöaloitteessa esitettyihin perusteluihin.

Finanssiala ry ilmoitti lausunnossaan puoltavansa sääntelyn ajanmukaistamista ja erilaisia toimijoita koskevan sääntelyn yhdenmukaistamista. Päälistayhtiöiden ja First North -yhtiöiden velvoitteiden yhdenmukaistaminen on Finanssialan mukaan toivottava kehityssuunta.

Finanssivalvonta pitää kannatettavana AML:n 11 luvun säännösten soveltamisen laajentamista koskemaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita ja tiettyjä osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita. Tarjousvelvollisuuden ja julkisissa ostotarjouksissa noudatettavien menettelytapasäännösten laajentaminen koskemaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää parantaisi sijoittajansuojaa sekä edistäisi markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta ja markkinoiden toimivuutta. Finanssivalvonta pitää sääntelyn selkeyden näkökulmasta perusteltuna, että julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestel-

mässä säädetään säänneltyä markkinaa vastaavassa laajuudessa. Tällöin saavutettaisiin samanlainen sijoittajansuoja ja valvontamekanismit kuin säännellyllä markkinalla. Finanssivalvonta pitää sääntelyn tehokkuuden, täytäntönpantavuuden sekä ennakoitavuuden näkökulmasta perusteltuna, että tarjousvelvollisuudesta ja julkisista ostotarjouksista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säädetään lain tasolla.

Helsingin yliopisto / Heikki Marjosola esitti, että Arvopaperimarkkinayhdistyksen esittämä ehdotus AML 11 luvun muuttamisesta on kannatettava. Laintasoisen sääntelyn tarve on ilmeinen ottaen huomioon First North Finland -markkinapaikan nopea kasvu sekä viimeaikaiset kokemukset kauppapaikan yhtiöihin kohdistetuista ostotarjouksista. Määräysvaltatransaktioissa sijoittajansuojan tarve korostuu.

Nasdaq Helsinki Oy esitti, että se pitää Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n asiasta tekemää sääntelyaloitetta perusteltuna ja kannattaa ehdotettuja muutoksia ostotarjoussääntelyyn.

Oikeusministeriön arvion mukaan esitysluonnoksen ehdotukset ovat omiaan selkeyttämään lainsäädännön nykytilaa ja ohjaamaan myös yhtiöjärjestyskäytäntöä sellaisissa yrityksissä, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Oikeusministeriö kannatti asiasta säätämistä lain tasolla, ja viittasi tältä osin Suomen perustuslain 80 §:n 1 momenttiin, jonka mukaan lailla on säädettävä yksilön oikeuksien ja velvollisuuksien perusteista.

Suomen Asianajajaliitto toi esille, että 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 Asianajajaliiton mukaan suurta hallinnollista taakkaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listatulle yhtiölle. Samansuuntaisesti esittivät lausunnoissaan myös **Pörssisäätiö** ja **Suomen Osakesäästäjät ry**.

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

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 sääntelyllä ei Asianajajaliiton käsityksen mukaan juurikaan lisätä monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden hallinnollisia kustannuksia. Asianajajaliitto kuitenkin kyseenalaistaa sen, onko pakollisesta ostotarjouksesta säätämisen kannalta puoltavia ja vastustavia argumentteja käsitelty riittävästi, ja olisiko siitä etua, että Suomessa olisi myös jatkossa omistuksen keskittymisen mahdollistava markkinapaikka. Asianajajaliitto kuitenkin katsoo, että First North -markkinapaikan kasvanut merkitys on lisännyt perusteita yhtenäistää ostotarjoussääntely säännellyn markkinan sääntelyn kanssa. Mikäli tarjousvelvollisuus päädytään ulottamaan monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, Asianajajaliitto pitää johdonmukaisuuden vuoksi perusteltuna tarjousvelvollisuuden rajan asettamista 30 ja 50 prosentin kohdalle äänioikeuksista vastaavasti kuin säännellyllä markkinalla.

Suomen Yrittäjät ry ilmoitti kannattavansa muutoksia First North -yhtiöitä koskevaan ostotarjoussääntelyyn.

Tampereen yliopisto / Veikko Vahtera esitti lausunnossaan pitävänsä ehdotuksen tavoitteita ja ehdotettavaa sääntelyä lähtökohtaisesti kannatettavina. Vahtera kuitenkin esitti, että olisi ollut perusteltua arvioida esimerkiksi ostotarjousvelvollisuuden raja-arvoja laajemmin, sekä sitä, onko First North -yhtiöillä sellaisia lisärahoitustarpeita, jotka johtavat säännellyn markkinan yhtiöitä useammin tarjousvelvollisuusrajojen ylittymiseen. Vahtera ei kuitenkaan katso, että ehdotettavalla sääntelyllä olisi tullessaan voimaan merkittävää vaikutusta suomalaisten monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien yleiseen houkuttelevuuteen.

Sekä **Pörssisäätiö** että **Pääomasijoittajat ry** toivat lausunnoissaan esille, että ostotarjoukset First North -yhtiöistä ovat yleistyneet, joten sijoittajansuojan ja markkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta on erittäin tärkeää, että vapaaehtoisista ja pakollisista ostotarjouksista monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä säädetään laissa. Ostotarjoustilanne on useimpien yhtiöiden kannalta ainutlaatuinen tai vähintään erittäin harvinainen tilanne, joten ostotarjouksia koskevan sääntelyn ulottaminen First North -yhtiöille ei merkittävästi lisää näiden hallinnollista taakkaa. Samanlaisen argumentin hallinnollisesta taakasta esitti lausunnossaan **Suomen Asianajajaliitto**. Myös **Arvopaperimarkkinayhdistys ry** on tuonut tämän näkökulman esille aloitteessaan, jonka perusteluihin Arvopaperimarkkinayhdistyksen ohella ovat lausunnoissaan viitanneet **Elinkeinoelämän keskusliitto** ja **Keskuskauppakamari**.

Sekä **Pörssisäätiö** että **Suomen Osakesäästäjät ry** toivat lausunnoissaan esille, etteivät monet yksityissijoittajat välttämättä riittävän hyvin tunne säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välisiä eroja sääntelyssä.

Lainsäädäntöä esimerkiksi vaihtoehtoista itsesääntelyä tehokkaampana ja tarkoituksenmukaisempana sääntelyratkaisuna pitivät **Finanssivalvonta**, **Helsingin yliopisto / Heikki Marjosola**, **Nasdaq Helsinki Oy**, **Oikeusministeriö**, **Pääomasijoittajat**, **Pörssisäätiö**, **Tampereen yliopisto / Veikko Vahtera** sekä **Arvopaperimarkkinayhdistys**, **Elinkeinoelämän keskusliitto** ja **Keskuskauppakamari** Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n lainsäädäntöaloitteessa esitettyyn viitaten.

2.3. Yksissä tuumin toimimista koskevan AML 11 luvun 5 §:n muuttaminen

AML 11:5:n säännöksen muuttamista kannatettiin laajasti, mutta ehdotettujen säännösten muotoiluun ja niitä koskevaan henkilöpiiriin ehdotettiin muutoksia.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, **Finanssivalvonta** ja **Keskuskauppakamari** esittivät, että AML 11:5.3 sanamuotoa ja säännöksen soveltamisalaa olisi syytä tarkentaa siten, että säännös tulee sovellettavaksi vain tilanteissa, joissa yhtiö on tehnyt AML 9:8a mukaisen ilmoituksen tai saanut AML 9:8c:ssä tarkoitetun Finanssivalvonnan myöntämän poikkeusluvan. Lisäksi kyseisissä lausunnoissa ehdotettiin 11:5.4 momentiksi siirtyvän nykyisen 11:5.3 momentin ulottamista koskemaan koko 11:5.2 momenttia.

Lisäksi **Finanssivalvonta** esitti, että AML:n 11 luvun 5 §:n 2 momenttiin lisättäväksi ehdotettu sana ”lähtökohtaisesti” vähentää sääntelyn selkeyttä ja voi johtaa haastaviin tulkintatilanteisiin, minkä vuoksi kyseisen momentin sanamuotoa ei tulisi muuttaa. Finanssivalvonta pitää tärkeänä sitä, että yksissä tuumin toimimisen määritelmä olisi mahdollisimman selkeä määritelmän merkittävyyden ja tarjousvelvollisuutta koskevan säännöksen valvonnan näkökulmasta, koska Suomessa tarjousvelvollisuus voi syntyä myös pelkän yksissä tuumin toimimisen kautta.

Borenius Asianajotoimisto Oy piti lausunnossaan tervetulleena sitä, että AML:n 11 luvun 5 §:n uudella 3 momentilla säädettäisiin, että AML:n 9 luvun 8 a ja 8 c §:n nojalla liputusvelvollisuudesta poikkeuksen saaneiden yhteisöjen ei katsota toimivan yksissä tuumin tarjouksentekijän kanssa. Borenius Asianajotoimiston mukaan uusi momentti ei kuitenkaan yhdessä AML:n 11 luvun 5 §:n 2 momentin ehdotetun muutoksen kanssa täysin ratkaise yksissä tuumin toimimista koskevan sääntelyn aiheuttamaa ongelmaa. Borenius Asianajotoimiston näkemyksen mukaan myös muiden kuin 9 luvun 8 a ja c §:ssä tarkoitettujen yhteisöjen tulisi katsoa olevan toimimatta yksissä tuumin tarjouksentekijän kanssa, jos sovellettavilla laeilla tai määräyksillä taikka riittäville sisäisillä toimenpiteillä on varmistettu, että tarjouksentekijä ei pysty vaikuttamaan sen määräysvallassa olevien yhteisöjen ja säätiöiden kaupankäyntitoimintaan.

Finanssiala ry kannatti säännöksen selkeyttämistä. Finanssiala ry esitti, että säännöksen perusteluissa voisi nostaa esille muitakin Finanssivalvonnan tulkintamahdollisuuksiin liittyviä esimerkkejä, kuten tarpeen nykytilaa vastaavalle selvennykselle, että mahdollisessa ostotarjouksessa tarjoajan/osakkeenomistajan taloudellista neuvonantajaa tai rahoittajaa ei tulisi lähtökohtaisesti pitää tarjoajan/osakkeenomistajan kanssa yksissä tuumin toimivana.

Pääomasijoittajat ry esitti, että yksissä tuumin toimimista koskevaa muutosehdotusta on pidettävä erittäin tervetulleena. Muutosehdotus helpottaisi usean itsenäisesti toimivan rahaston hoitamista samassa konsernissa. Rahastojen hoitaessa itsenäisesti sijoitustoimintaansa, ei ole perusteltua katsoa niiden toimivan yksissä tuumin etenkin, kun ne on tiettyjen edellytysten täytyessä vapautettu huomattavien omistus- ja ääni-osuuksien ilmoitusvelvollisuudesta.

Pörssisäätiö katsoi, että ehdotettua muutosta on pidettävä pääasiassa teknisenä ja käytännön toimintaa selkeyttävänä. Pörssisäätiö suhtautuu muutosehdotukseen positiivisesti.

Suomen Asianajajaliitto pitää perusteltuna, ettei henkilöitä, joihin soveltuu AML 9 luvun 8 a tai c §:ssä tarkoitettu poikkeus, pidetä AML 11 luvun 5 §:n mukaisesti yksissä tuumin toimivina. 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 tuumin määritelmän kytkeminen ilmoitukseen liputusvelvollisuudesta poikkeamisesta johdonmukaista.

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 valtiovarainministeriötä 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. Samansuuntaisesti esitti lausunnossaan myös **Borenius Asianajotoimisto**.

2.4. Liputussääntelyn ulottaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle

Liputussääntelyn ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kannatettiin laajasti. Toisaalta esitettiin myös näkemyksiä siitä, ettei liputusvelvollisuudesta säättämistä muista Pohjoismaista poikkeavasti ole perusteltu riittävästi, tai että liputusilmoitusten julkistamismenettelystä tulisi harkita säädettäväksi muulla tavalla kuin nykyisin säännellyllä markkinalla sovellettavan menettelyn osalta säädetään.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry toteaa määräysvaltarakenteiden läpinäkyvyyden olevan omiaan alentamaan sijoituskohteelta vaadittavaa riskipreemiota ja siten alentamaan pääoman hankintaan liittyviä kustannuksia. Myös markkinakäytäntö on ollut epäyhtenäistä First North -yhtiöiden yhtiöjärjestyksiin otettujen liputusvelvollisuutta koskevien määräysten osalta. Toisaalta kohdeyhtiöille aiheutuu liputusilmoitusten vastaanottamisesta ja julkistamisesta hallinnollista taakkaa. Ottaen huomioon Petteri Orpon hallituksen hallitusohjelman kirjauksen sääntelyn keventämisestä, Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo perustelluksi, että ulotettaessa liputusvelvollisuus koskemaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, tulisi yhtiöille aiheutuva hallinnollinen taakka pyrkiä poistamaan tai minimoimaan. Arvopaperimarkkinayhdistys ehdottaa yhtiöille aiheutuvan hallinnollisen taakan poistamiseksi liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuuden siirtämistä yhtiöiltä Finanssivalvonnalle. Hallinnollista taakkaa voitaisiin myös pienentää poistamalla ilmoitusten julkaisemiseen liittyvä kansalliseen lisäsääntelyyn perustuva määräaika, jolloin liputusilmoitus tulisi julkistaa ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kolmen kaupankäyntipäivän kuluessa liputusilmoituksen saamisesta. Arvopaperimarkkinayhdistys katsoo hallitusohjelman kirjausten vuoksi perustelluksi pidennetyn määräajan ulottamista koskemaan monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän lisäksi myös pörssiyhtiöitä. Samalla tavalla lausunnoissaan esittivät myös **Elinkeinoelämän keskusliitto**, **Keskuskauppakamari** ja **Nasdaq Helsinki Oy**.

Lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistys huomautti, että säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä poiketen ehdotettu liputusvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ei poistaisi kyseisellä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevilta yhtiöiltä tosiasiallisia edunsaajia koskevaa ilmoitusvelvollisuutta. Saman esitti lausunnossaan myös **Keskuskauppakamari**.

Lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistys, Elinkeinoelämän keskusliitto ja Keskuskauppakamari katsoivat, että asiaa voitaisiin arvioida myöhemmin ESAP-asetuksen tai valmisteilla olevan Listing Act -sääntelykokonaisuuden kansallinen täytäntöönpanon yhteydessä.

Keskuskauppakamari myös esitti, että usein ulkomaalaisomistus on monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osalta pörssiyhtiöitä alhaisempaa, jolloin tieto suurimmista osakkeenomistajista voidaan käytännössä yleensä saada yhtiön julkisesta osakasluettelosta.

Finanssiala ry ilmoitti lausunnossaan puoltavansa sääntelyn ajanmukaistamista ja erilaisia toimijoita koskevan sääntelyn yhdenmukaistamista. Päälistayhtiöiden ja First North -yhtiöiden velvoitteiden yhdenmukaistaminen on Finanssialan mukaan toivottava kehityssuunta. Liputussääntelyn osalta Finanssiala kuitenkin totesi, että liputussääntelyn ulottaminen Suomessa MTF-listattuihin yhtiöihin asettaa suomalaiset MTF-listatut yhtiöt ja niihin sijoittavat eri asemaan verrattuna muihin eurooppalaisiin MTF-listattuihin yhtiöihin. Suurille sijoittajille ja varainhoitajille syntyy hallinnollisia kustannuksia pienistäkin eroista kansallisten sääntelyiden välillä. Rajat

ylittävästi operoivilla toimijoilla voi olla keskitettyjä järjestelmiä liputusrajojen seuraamiselle ja tällaisia järjestelmiä tulee mukauttaa lainsäädäntömuutosten myötä. Finanssiala esitti, että nykyisellään valtioiden kansallisissa säännöksissä on eroja, ja että laajempi harmonisointi helpottaisi liputussääntelyrajojen seuraamista.

Finanssivalvonta pitää kannatettavana, että AML:n 9 luvun säännökset huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta (liputusvelvollisuus) laajennetaan koskemaan myös liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Liputusvelvollisuuden laajentaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tuo läpinäkyvyyttä yhtiöiden omistus- ja äänivaltarakenteeseen ja niissä tapahtuviin muutoksiin edistämällä siten kaupankäynnin avoimuutta sekä tasapuolista tiedon saatavuutta. Lisäksi liputusilmoitukset ovat merkityksellisiä erityisesti tarjousvelvollisuuden noudattamista koskevassa Finanssivalvonnan valvonnassa.

Helsingin yliopisto / Heikki Marjosola esitti, että muutos parantaisi konkreettisesti sijoittajien tiedonsaantia, mikä on kannatettavaa. Uudistus kuitenkin tarkoittaisi, että Suomessa omaksuttaisiin poikkeava linja esimerkiksi Ruotsista, Islannista ja Tanskasta, joissa liputusvelvollisuus soveltuu vain säänneltyihin markkinoihin. Tällaisen merkittävästi poikkeavan linjan omaksuminen vaatisi Marjosolan mukaan selkeitä perusteita. Luonnoksessa viitataan tavoitteeseen vähentää sijoittajien selonottokustannuksia, joita on lisännyt joidenkin First North -yhtiöiden päätös sisällyttää yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä tarjousvelvollisuudesta ja liputusrajoista. Ottaen huomioon sellaisten sijoittajien luonne ja lukumäärä, joita nämä määräykset potentiaalisesti koskevat, Marjosola ei pidä selonottokustannusargumenttia kovin relevanttina. Marjosolan mukaan lienee kohtuullista olettaa, että kohdeyhtiön ostamista harkitseva tai määräysvaltaansa kohdeyhtiössä merkittävästi kasvattava sijoittaja on tietoinen yhtiön yhtiöjärjestyksen sisällöstä. Lisäksi Marjosola esittää, että olisi mahdollista pohtia pidemmälle esimerkiksi sitä, voisiko liputussääntelyä ottaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä käyttöön jollakin tavalla kevennettynä. Marjosola pitää tärkeänä, että monenkeskisten markkinapaikkojen sääntely säilyy Suomessa aidosti säänneltyä markkinaa kevyempänä, jotta listautumiskynnys ei nouse liian korkeaksi.

Nasdaq Helsinki Oy ("Pörssi") esitti lausunnossaan kannattavansa liputussääntelyn ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, vaikka toi esille myös perusteita vastakkaiselle näkökannalle. Pörssi toi lausunnossaan esille, että se oli toteuttanut First North -markkinalla oleville yhtiöille ja heidän neuvonantajilleen suunnatun mielipidekyselyn, johon osallistui yhteensä 56 vastaajaa. Enemmistö kyselyyn vastanneista kannatti ehdotusta liputusvelvollisuuden laajentamisesta monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Pörssin mukaan First North -yhtiöiden vastaajista puolet kannatti ja puolet vastusti ehdotusta. Liputusrajojen osalta vastaajien enemmistö kannatti nykyisiä säännellyllä markkinalla sovellettavia liputusrajoja vastaavia rajoja.

Pörssi ehdotti, että kansainvälistä vertailua tulisi esityksen jatkovalmistelussa täydentää. Kansainvälisen vertailun puutteellisuuteen kiinnitti lausunnossaan huomiota myös **Tampereen yliopisto / Veikko Vahtera**.

Pörssisäätiö pitää tärkeänä, että huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista, eli liputusvelvollisuutta koskeva sääntely laajenee First North -yhtiöihin. Markkinoiden tehokkaan toiminnan ja sijoittajansuojan kannalta on välttämätöntä, että markkinatoimijat saavat tiedon merkittävistä muutoksista osakkeenomistajapohjassa ja määräysvallan keskittymisestä. Pörssisäätiön näkemyksen mukaan liputusvelvollisuutta ja ostotarjouksia koskeva sääntely täydentävät toisiaan ja niitä on arvioitava lainsäädäntömuutoksia tehdessä yhtenä kokonaisuutena. Ilman liputusvelvollisuutta ostotarjouksia koskeva sääntely ja markkinamekanismit eivät välttämättä toimi asianmukaisesti. Ilman liputusvelvollisuutta ostotarjousta suunnitteleva taho pystyy hankkimaan julkisuudelta ja näin ollen markkinoilta piilossa merkittävän osakeomistuksen suorilla osakeostoilla tai

johdannaisinstrumentteja hyödyntäen. Tällöin kyseinen taho voi tehdä ostotarjouksen yllättäen ja varsin myöhemmissä vaiheissa, jolloin arvopaperimarkkinat eivät ole voineet hinnoitella määräysvallan keskittymistä ja tulevaa ostotarjousta optimaalisesti arvopaperin hintaan. Myös **Suomen Asianajajaliitto** nosti lausunnossaan esille vastaavat näkemykset siitä, että ostotarjous- ja liputussääntelyä on arvioitava kokonaisuutena.

Pörssisäätiö katsoi, että liputusvelvollisuuden ulottaminen FN-yhtiöihin lisää maltillisesti yhtiöiden hallinnollista taakkaa, mutta on oletettavaa, että pitkällä aikavälillä myös yhtiöille itselleen koituu muutoksesta enemmän hyötyä kuin haittaa. Pörssisäätiön mukaan on myös yhtiön edun mukaista ja liiketoiminnan käytännön johtamisen kannalta olennaista, että yhtiön johdolla on mahdollisimman ajantasainen tieto yhtiön suurimmista osakkeenomistajista. Täysin yllätyksenä tuleva pakollinen julkinen ostotarjous on ei-toivottava tilanne myös yhtiön itsensä kannalta. Samanlaisesti argumentoi lausunnossaan **Pääomasijoittajat ry**.

Lausunnoissa esiin nostettiin myös se, että jo nyt jotkin First North -yhtiöt ovat kokeneet tarpeelliseksi määrätä liputusvelvollisuudesta yhtiöjärjestyksissään. Ehdotus lakiin perustuvasta liputussääntelystä yhdenmukaistaisi siten käytäntöjä. Tämän näkökohdan nostivat lausunnoissaan esille **Arvopaperimarkkinayhdistys ry**, **Keskuskauppakamari**, **Nasdaq Helsinki Oy**, **Pörssisäätiö** ja **Suomen Asianajajaliitto**,

Oikeusministeriön arvion mukaan esitysluonnoksen ehdotukset ovat omiaan selkeyttämään lainsäädännön nykytilaa ja ohjaamaan myös yhtiöjärjestyksikäytäntöä sellaisissa yrityksissä, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Oikeusministeriö kannatti sitä, että asiasta säädetään lain tasolla, ja viittasi tältä osin myös Suomen perustuslain 80 §:n 1 momenttiin, jonka mukaan lailla on säädettävä yksilön oikeuksien ja velvollisuuksien perusteista.

Pääomasijoittajat ry esitti lausunnossaan, että markkinoiden tehokkaan toiminnan ja sijoittajansuojan kannalta on välttämätöntä, että markkinatoimijat saavat tiedon merkittävistä muutoksista osakkeenomistajapohjassa ja määräysvallan keskittymisestä. Tämä on Pääomasijoittajien mukaan myös yhtiöiden itsensä etu, jotta yhtiöt pystyvät seuraamaan omistuspohjassaan tapahtuvia muutoksia. Siten liputusvelvollisuuden yhtiöille aiheuttamaa hallinnollista taakkaa ei tule Pääomasijoittajien mielestä pitää kohtuuttomana saavutettaviin hyötyihin nähden. Samansuuntaisesti lausui myös **Pörssisäätiö**.

Suomen Asianajajaliitto katsoi, että hallinnollisen taakan lisääntymistä tuskin voidaan pitää vähäistä suurempana. Huomionarvoista kuitenkin Asianajajaliiton mukaan on, että mm. verrokkimaissa Ruotsissa, Tanskassa ja Islannissa on luonnoksen mukaan päädytty siihen, ettei liputusvelvollisuus sovellu First North -yhtiöihin. Asianajajaliitto kuitenkin katsoo, että ostotarjoussääntelyä ja liputusvelvollisuutta tulee arvioida yhtenä kokonaisuutena. Etenkin mikäli päädytään säätämään tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, Asianajajaliitto pitää perusteltuna myös liputusvelvollisuuden kytkemistä kokonaisuuteen. Liputusvelvollisuuden puuttuminen on ollut omiaan mahdollistamaan haitallisina pidettyjen niin kutsuttujen creeping takeover -ostotarjousten tekemisen. Liputussääntelyn soveltaminen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä lisäisi valtarakenteiden läpinäkyvyyttä ja yhdenmukaistaisi käytäntöjä ottaen huomioon, että osalla First North -yhtiöistä on jo liputussäännöksiä yhtiöjärjestyksissään. Asianajajaliitto pitää johdonmukaisuuden vuoksi perusteltuna, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä noudatettaisiin samoja liputusrajoja kuin säännellyllä markkinalla. Sama näkemys liputusrajoista nousi **Pörssin** mukaan esille heidän tuottamaan mielipidekyselyyn annetuissa vastauksissa.

Asianajajaliitto kiinnittää huomiota siihen, että luonnoksen mukaisen ehdotuksen siirtymäsäännöksessä ei ole lausuttu miten liputussääntelyä sovelletaan osakkeenomistajiin, joiden omistus- tai äänisosuus monenkeskissä kaupankäyntijärjestelmässä listatun yhtiön osakkeista on saavuttanut tai ylittänyt AML 9:5 mukaisen rajan ennen lakimuutoksen voimaantuloa. Asianajajaliitto suosittelee, että luonnosta selkiytetään tämän osalta. Mikäli liputusvelvollisuutta päädytään soveltamaan vain lakimuutoksen voimaantulon jälkeisiin rajojen rikkomisiin, olisi siirtymäsäännöksen syytä selvittää, voiko rajojen välillä lakimuutoksen voimaantulon jälkeen liikkua ilman liputusvelvollisuuden aktualisoitumista.

Suomen Osakesäästäjät ry ilmoitti kannattavansa ehdotettuja muutoksia liputussääntelyyn. Osakesäästäjät ei usko, että liputussääntelyn laajentaminen koskemaan monenkeskistä markkinapaikkaa lisäisi merkittävästi yhtiöiden kustannuksia / työtaakkaa, varsinkin kun jokaisella yhtiöllä on jo nyt palkattuna hyväksytty neuvonantaja.

Suomen Yrittäjät ry ilmoitti kannattavansa muutoksia First North -yhtiöiden liputusvelvollisuuteen.

Tampereen yliopisto / Veikko Vahtera esitti, että hallituksen esityksessä olevan vertailun perusteella Ruotsissa, Tanskassa ja Islannissa ei vaikuta olevan monenkeskisillä kaupankäyntijärjestelmissä ehdotettavan kaltaista liputusvelvollisuutta. Tämä asettaa kysymään, miksi asiasta olisi perusteltua säätää Suomessa toisin. Onko Suomessa kyseisiä maita parempi ymmärrys markkinoiden sääntelytarpeesta ja onko esimerkiksi Suomeen sijoittavien tahojen selonottokykyä pidettävä ko. verrokkimaihien sijoittavia tahoja heikompana. Tämänkaltaisen tarkastelu olisi perusteltua sen arvioimiseksi, milloin ehdotettava lisäsääntely on tarkoituksenmukainen ja milloin taas ei. Kaikenlainen lisäsääntely, mitä keskeisissä verrokkimaissa ei ole, on kuitenkin lähtökohtaisesti omiaan vähentämään yritysten kiinnostusta hakeutua monikeskeiselle markkinapaikalle. Vahteran mukaan on myös huomattava, että First North -yhtiöissä liputusvelvollisuus saattaisi syntyä suhteellisen pienilläkin euromääräisillä sijoituksilla verrattuna säänneltyjen markkinoiden yhtiöihin. Tämä antaa aiheen arvioida sitä, ovatko esimerkiksi alimmat liputusrajat tarkoituksenmukaisia monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien yhtiöille. Sen, että säännellyn markkinan ja monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien yhtiöiden sääntely on yhdenmukaista, ei pidä Vahteran mukaan olla itseisarvo.

Työ- ja elinkeinoministeriö esitti kannattavansa ehdotusta ulottaa liputusvelvollisuus koskemaan First North -yhtiöitä ja niiden osakkeenomistajia yhtäläisesti pörssilistalla olevien yhtiöiden kanssa. Kestäviä perusteluja sille, että First North -sijoittajat asetetaan yhtiöiden omistusmuutosten avoimuuden näkökulmasta heikompaan asemaan kuin pörssi-yhtiöihin sijoittaneet, ei ole olemassa. Työ- ja elinkeinoministeriö totesi, että ehdotetulla lakimuutoksella oikeustila palautettaisiin vastaavaksi kuin se oli vuoden 1989 arvopaperimarkkinalaissa (485/1989), jolloin liputusvelvollisuus koski myös ns. OTC-yhtiöiden osakkeenomistajia.

2.5. Muita huomioita

Sekä **Elinkeinoelämän keskusliitto** että **Keskuskauppakamari** esittivät, että lainsäädäntötoimenpiteitä liputussääntelyn osalta tulisi lykätä EU Listing Act -hankkeen tai ESAP-hankeen kansallisen täytäntöönpanon yhteyteen.

Finanssivalvonta esitti, että ehdotetuista muutoksista seuraavat vaikutukset Finanssivalvonnan työmäärään tarkoittaisivat kokonaisuudessaan noin 0,8 henkilötyövuoden resurssitarvetta, mikä koostuu esityksessä arvioidun 0,5 henkilötyövuoden resurssitarpeen lisäksi ehdotetuista muutoksista liputussääntelyn soveltamisalan laajentamiseen (lisääntyvä liputusvelvollisuuden noudattamisen valvonta sekä liputusvelvollisuuteen liittyvien

tulkintakysymysten todennäköinen määrän kasvu). Edelleen yksissä tuumin toimimista koskevat esitetyt muutokset tulevat kasvattamaan jonkin verran Finanssivalvonnan työmäärää johtuen määräyksien antamisesta sekä käsiteltäväksi tulevien poikkeuslupien todennäköisestä määrän kasvusta.

Lisäksi Finanssivalvonta kiinnitti huomiota siihen, että tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista on säädetty tarkemmin valtiovarainministeriön asetuksella 1022/2012(1) (VMA). Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan esityksessä olisi asianmukaista selventää, että VMA:ta sovelletaan jatkossa myös julkisiin ostotarjouksiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Lisäksi VMA:n päivitystarpeet olisi tarpeen arvioida.

Keskuskauppakamari esitti harkittavaksi, että AML 11:10:1:n julkistamissäännöksessä viitattaisiin monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osalta AML 10 luvun säännösten sijaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ja sen nojalla annetussa komission täytäntöönpanoasetuksessa säädettyyn sisäpiiritiedon julkistamispaan, sillä näitä säännöksiä sovelletaan muutenkin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Marko Peltonen huomautti, että ehdotettujen muutosten osalta on otettava huomioon, että First North -markkinapaikan ylläpitäjässä on kysymys yhdestä yksityisestä toimijasta, joka on itse halunnut määritellä markkinapaikan säännöt pitkälti yhdenmukaisiksi ylläpitämänsä säännellyn markkinan sääntöjen kanssa. Arvopaperimarkkinalakiin toimeenpantavia muutoksia sen sijaan sovellettaisiin yhdenmukaisesti myös muissa mahdollisesti jatkossa toimiluvan saavissa monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä.

Marko Peltosen mukaan ehdotettu sääntely on ilmeisessä ristiriidassa Euroopan komission 7.12.2022 julkaiseman esitettävän sääntelykokonaisuuden kanssa, jossa komissio esittää kevennyksiä sääntelyyn edistääkseen pk-yritysten arvopapereiden liikkeeseenlaskua julkisilla markkinoilla. Ehdotetussa direktiivissä (2022/0406/COD) on katsottu tärkeäksi edistää mm. perheyriyten ja startup-yritysten mahdollisuuksia kerätä rahoitusta julkisilta markkinoilta myös silloin, kun esimerkiksi niiden perustajat ja omistajaperheet haluavat säilyttää päätösvaltansa yrityksessä ja jatkaa liiketoiminnan harjoittamista strategisen visionsa mukaisesti. Luonnoksessa hallituksen esitykseksi valittu näkökulma, jossa vaikutusvallan keskittymistä halutaan rajoittaa ja siten myös listautumiskynnystä nostaa pakollisten ostotarjousten soveltamisalaa laajentamalla, on unionin tasolla tunnistettuihin tarpeisiin nähden ilmeisen ristiriitainen.

Marko Peltonen esitti, että osakkeiden jälkimarkkinakelpoisuutta voitaisiin edistää tekemällä monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään hakeutuminen houkuttelevaksi vaihtoehdoksi yhä useammalle yritykselle. Pakottavaa sääntelyä karsimalla voitaisiin kannustaa tarjoamaan yrityksille ja sijoittajille vaihtoehtoja kehittämällä osakkeille uusia kauppapaikkoja.

Oikeusministeriö kiinnitti lausunnossaan huomiota siihen, että ehdotettuihin muutoksiin kytkeytyy mahdollisuus Finanssivalvonalle määrätä hallinnollisia seuraamuksia, jonka vuoksi ehdotuksen säätämisyjärjestysperusteluja on syytä tarkentaa tältä osin.

Suomen Asianajajaliitto ehdotti tarkennuksia siirtymäsäännöksiin. Asianajajaliitto suosittelee, että lakimuutoksia sovelletaan selkeyden vuoksi vain lakimuutosten voimaantulon jälkeen julkistettuihin ostotarjouksiin. Tarjousvelvollisuuden osalta Asianajajaliitto suosittelee, että selkeyden vuoksi 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 omaksut-

tua kantaa. Lisäksi Asianajaliitto toi esille, että vuonna 2006 pakollisen ostotarjouksen rajaa muutettaessa siirtymä toteutettiin porrastaen. Asianajaliiton nostamia huomioita liputussääntelyn mahdollisista siirtymäsäännöksistä on käsitelty tämän lausuntoyhteenvedon kohdassa 2.4.

Asianajaliitto huomautti, 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 pörssiyhtiöistä 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.

Asianajaliitto esitti myös 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.

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

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Finanssivalvonta, Keskuskauppakamari, Nasdaq Helsinki Oy sekä **Suomen Asianajaliitto** toivat esille muutamia yksityiskohtaisia huomioita ostotarjouksia koskevan luvun säännösten ehdotettuihin muotoiluihin. Huomiot koskivat AML 11:2:n, 10:n, 23.3:n, 24.2,1:n ja 29:2:n säännöksiä.

Lisäksi **Finanssivalvonta** esitti yksityiskohtaisia huomioita liputusvelvollisuutta koskevan AML 9 luvun säännöksistä. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan esitettyjen muutosten lisäksi myös AML:n 9 luvun 1 §:n 2 momentin ensimmäinen virke tulisi päivittää siten, että lukua sovelletaan myös kohdeyhtiönä olevaan liikkeenlaskijaan, jonka osakkeet ovat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena liikkeenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön. Finanssivalvonta katsoo, että sääntelyn selkeyden ja johdonmukaisuuden näkökulmasta AML:n 9 luvun 10 §:ssä (kohdeyhtiön julkistamisvelvollisuus) olisi tarpeen huomioida, mitä "julkistamisella" tarkoitetaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattujen yhtiöiden osalta. Finanssivalvonta kiinnittää huomiota siihen, että "julkistaminen" on määritelty AML:n 2 luvun 11 §:ssä, ja sillä tarkoitetaan säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle ja asianomaiselle säännellylle markkinalle 10 luvun 3 ja 4 §:ssä tarkoitetulla tavalla, eikä se siten koske monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattuja yhtiöitä. Finanssivalvonta kiinnittää myös huomiota siihen, että AML:n 9 luvun 11 §:n 2 momentissa viitataan julkistamisessa käytettävän kielen osalta AML:n 10 luvun 4 §:n mukaiseen säänneltyjen tietojen kielivaatimukseen, mikä ei koske monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattuja yhtiöitä.