

Asia: VN/10557/2023

Lausuntopyyntö luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Lausunnonantajan lausunto

Voitte kirjoittaa lausuntonne alla olevaan tekstikenttään

Keskuskauppakamari kiittää mahdollisuudesta lausua luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain (AML) muuttamisesta (HE-luonnos). Keskuskauppakamari esittää lausuntonaan kunnioittavasti seuravan.

Yleistä

HE-luonnoksessa ehdotetaan muutettavaksi arvopaperimarkkinalain 9 lukua huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta (ns. liputusvelvollisuus) sekä 11 lukua julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta siten, että lukujen säännöksiä sovellettaisiin jatkossa säännellyn markkinan ohella myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

HE-luonnoksen mukaan 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.

AML:n 11 luvun muuttamiseen liittyvät ehdotukset perustuvat Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (AMY) vuonna 2022 tekemään aloitteeseen sekä AMYn ostotarjouslautakunnan 15.11.2022

antamaan ratkaisusuositukseen 1/2022. AML:n 9 luvun muutokset on valmisteltu valtiovarainministeriön omasta aloitteesta.

Keskuskauppakamari pitää erittäin kannatettavana, että arvopaperimarkkinalainsäädännön ajantasaisuutta seurataan ja lainsäädäntöä tarvittaessa muutetaan. Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuuden ja kansainvälisen kilpailukyvyn näkökulmasta on tärkeää, että sääntely ottaa huomioon markkinoiden kehityksen, on mahdollisimman yhdenmukaista tärkeimpien verrokkimaiden kanssa ja että luottamusta arvopaperimarkkinoiden asianmukaiseen toimintaan suojataan oikeasuhtaisesti.

Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

Keskuskauppakamari kannattaa säännellyllä markkinalla tehtävää julkista ostotarjousta sekä tarjousvelvollisuutta koskevien AML 11 luvun säännösten soveltamisalan laajentamista ostotarjouksiin, joiden kohdeyhtiön osakkeet ovat liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa. Sääntelyn kehittämisen tarve on tältä osin tunnistettu ostotarjouskoodin valmistelun yhteydessä. Keskuskauppakamari viittaa AMYn aloitteessa esitettyihin perusteluihin sääntelyn tarpeesta.

Yksissä tuumin toimiminen

Keskuskauppakamari kannattaa tavoitetta selkiyttää oikeustilaa AML:n 11 luvun 5 §:ssä tarkoitettujen yksissä tuumin toimivien henkilöiden osalta. Voimassa olevan säännöksen aiheuttamien ongelmien osalta Keskuskauppakamari viittaa AMYn ostotarjouslautakunnan ratkaisusuosituksessa 1/2022 esitettyyn.

Keskuskauppakamari toteaa kuitenkin, että ehdotetut säännökset eivät vaikuttaisi täysin onnistuneilta. Ehdotettu uusi 11 luvun 5 §:n 3 momentti on epäselvä sen suhteen, onko emoyhtiön tullut tehdä 9 luvun 8 a §:ssä tarkoitettu ilmoitus tai saada 8 c §:ssä tarkoitettu poikkeuslupa ennen kuin ehdotettua säännöstä voidaan soveltaa. Keskuskauppakamari pitää perusteltuna, että säännöksessä edellytettäisiin ilmoitusta tai Finanssivalvonnan myöntämään poikkeuslupaa. Finanssivalvonta julkaisee verkkosivuillaan luettelon saamistaan liputuspoikkeusta koskevista ilmoituksista ja myöntämistään poikkeusluvista, jolloin markkinaosapuolilla olisi selkeä käsitys siitä, mitä tahoja ei ainakaan katsota emoyhtiön kanssa yksissä tuumin toimiviksi.

Keskuskauppakamari ehdottaa myös, että 5 §:n 4 momentiksi siirtyvä nykyinen 3 momentti ulotettaisiin koskemaan koko 5 §:n 2 momenttia. Tämä mahdollistaisi ostotarjouslautakunnan ratkaisusuosituksessa 1/2022 viitatus tapauskohtaisen harkinnan niissä tapauksissa, joissa

emoyhtiön määräys- tai vaikutusvaltaa tytäryhteisön sijoitus- tai äänestyspäätöksiin on rajattu muulla kuin AML 9 luvun 8 a tai 8 c §:ssä tarkoitetulla tavalla.

Liputusvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä

Keskuskauppakamari pitää ehdotuksen tavoitetta sinänsä ymmärrettävänä ja pidemmällä aikavälillä tavoiteltavana, mutta suhtautuu varauksellisesti tapaan, jolla liputusvelvollisuus ehdotetaan ulotettavaksi monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään.

Omistus- ja määräysvaltarakenteiden ja niissä tapahtuvien muutosten läpinäkyvyys on omiaan alentamaan sijoituskohteelta vaadittavaa riskipreemiota ja siten alentamaan yritysten pääoman hankinnan kustannuksia. Ehdotus olisi myös omiaan yhdenmukaistamaan markkinakäytäntöä, sillä jo nykyisin eräät First North Finlandilla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt ovat ottaneet yhtiöjärjestyksiinsä liputusvelvollisuutta vastaavia määräyksiä.

Keskuskauppakamarin näkemyksen mukaan ehdotuksen vaikutuksia ja vaihtoehtoisia toteutustapoja ei ole kuitenkaan käsitelty HE-luonnoksessa riittävästi. Vaikka liputusvelvollisuudessa ensisijainen toimintavelvoite onkin liputusvelvollisella osakkeenomistajalla, liputusilmoitusten vastaanottamisesta ja julkistamisesta aiheutuu hallinnollista taakkaa myös kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on julkistettava tieto ilman aiheutonta viivytystä, mikä edellyttää sitä, että kohdeyhtiöt järjestävät sisäiset prosessinsa ilmoitusten ripeään käsittelyyn ja julkistamiseen kaikilla tiedottamiskielillä. Esimerkiksi niissä tilanteissa, joissa liputusilmoitus tulee kohdeyhtiölle myöhään illalla, tieto liputusilmoituksesta pyritään usein julkistamaan seuraavana kaupankäyntipäivänä vielä ennen kaupankäynnin alkua.

Keskuskauppakamari viittaa pääministeri Petteri Orpon hallitusohjelmaan, jonka mukaan "[h]allitus sitoutuu siihen, että yritysten hallinnollinen taakka ei hallituskauden aikana kasva. Hallitus sitoutuu koko valtioneuvoston tasolla "yksi sisään, yksi ulos" periaatteeseen, jolla huolehditaan, että uutta sääntelyä esittäessä velvoitteita kevennetään muualta." Kirjaus on Keskuskauppakamarin näkemyksen mukaan merkityksellinen erityisesti ehdotetun liputussääntelyn osalta, koska sitä koskeva sääntelyaloite ei ole tullut markkinaosapuolilta.

Keskuskauppakamarin näkemyksen mukaan ehdotettu liputusvelvollisuus olisi toteutettavissa hallitusohjelman sitoumusta kunnioittaen myös ilman yrityksille aiheutuvaa hallinnollista taakkaa siirtämällä liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus sekä pörssiyhtiöiden että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osalta kohdeyhtiöltä Finanssivalvonnalle. Avoimuusdirektiivi (2004/109/EY) nimenomaisesti sallii tällaisen julkistamistavan ja näin menetellään pörssiyhtiöiden osalta esimerkiksi Ruotsissa. Julkistamisesta yhtiöille aiheutuvaa hallinnollista taakkaa olisi mahdollista keventää myös sallimalla

liputusilmoituksia koskevan tiedon julkistaminen avoimuusdirektiivin mukaisesti ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kolmen kaupankäyntipäivän kuluessa liputusilmoituksen saamisesta.

Keskuskauppakamari toteaa käsityksensä, että liputusilmoitusten sekä johdon liiketoimia koskevien ilmoitusten julkistamisen siirtäminen Finanssivalvonnan tehtäväksi olisivat konkreettisia voimassa olevan EU-sääntelyn rajoissa toteutettavissa olevia keinoja keventää pörssiyhtiöiden hallinnollista taakkaa ja siten alentaa listautumiskynnystä hallitusohjelman tavoitteiden mukaisesti. Asiaa olisi syytä selvittää tarkemmin joko ns. ESAP-asetuksen tai valmisteilla olevan Listing Act -sääntelykokonaisuuden kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä. Siksi myös arvio liputusvelvollisuuden ulottamisesta monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään voisi olla perusteltua lykätä tehtäväksi samassa yhteydessä.

Keskuskauppakamari kiinnittää huomiota myös siihen, että liputusvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ei ehdotuksen mukaan myöskään poistaisi osin päällekkäistä tosiasiallista edunsaajaa koskevaa ilmoitusvelvollisuutta, mikä johtaisi tosiasiallisesti siihen, että monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää koskeva sääntely olisi tältä osin jopa tiukempaa kuin pörssiyhtiöitä koskeva sääntely. Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osalta ulkomaalaisomistuksen osuus on usein myös pörssiyhtiöitä alhaisempi, jolloin suurimmat osakkeenomistajat käyvät yleensä käytännössä ilmi julkisesta osakasluettelosta.

Yksityiskohtaisia huomioita ehdotetuista säännöksistä

Ehdotetun AML 11 luvun 10 §:n 1 momentin osalta Keskuskauppakamari kiinnittää valtiovarainministeriön huomiota siihen, että viittaus liikkeeseenlaskijaan on liian suppea. Säännöksen ensimmäinen virke voisi kuulua esimerkiksi: ”Jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa...”. Vastaavaa muotoilua voisi käyttää myös monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää koskevassa toisessa virkkeessä. Keskuskauppakamari esittää myös harkittavaksi, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän osalta säännöksessä viitattaisiin AML 10 luvun säännösten sijaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa ja sen nojalla annetussa komission täytäntöönpanoasetuksessa säädettyyn sisäpiiritiedon julkistamistapaan, sillä näitä säännöksiä sovelletaan muutenkin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Myös AML 11 luvun 23 ja 24 §:ien säännöksiä on tarpeen muokata AML 11 luvun yleisen soveltamisalan laajentamisen johdosta. Näiden säännösten osalta lienee tarpeen kuitenkin ottaa huomioon ostotarjousdirektiivistä mahdollisesti aiheutuvat rajoitukset säännellyllä markkinalla tehtäviin ostotarjouksiin liittyen. Tästä syystä saattaa olla tarpeen esittää säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävien ostotarjousten hinnoittelua koskevat säännökset erillään toisistaan.

Keskuskauppakamari kannattaa ehdotettua AML 11 luvun 31 §:ään kirjattua Finanssivalvonnan määräysenantovaltuuden laajentamista. Hallituksen esityksen perusteluissa olisi hyvä viitata tältä osin myös ESMAn julkaisemaan asiakirjaan ”Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive” (ESMA/2014/677-REV), jossa käsitellään tilanteita, joita ei tyypillisesti katsota yksissä tuumin toimimiseksi.

Kajala Ville
Keskuskauppakamari