Suomen Pörssisäätiö
sari.lounasmeri@porssisaatio.fi
050 372 5925

jesse.collin@porssisaatio.fi
040 569 1518

Eduskunnan talousvaliokunta
tav@eduskunta.fi

23.2.2024

Asia: Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalainmuuttamisesta

Pörssisäätiön lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle koskien ostotarjouksien ja liputusvelvollisuuden sääntelystä First North -kauppapaikalla

Tiivistelmä
Pörssisäätiö pitää ehdotettuja muutoksia tervetulleina.

Suomessa First North -kasvumarkkina on saavuttanut laajaa suosiota ja se on kasvanut jo niin isoksi, että First North -yhtiöistä on tehty julkisia ostotarjouksia. Julkiset ostotarjoukset ja niitä tyypillisesti seuraavat vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyt vaikuttavat merkittävällä tavalla osakkeenomistajien yksityisomistuksen sisältöön ja sijoittajan suojaan. Kyse on myös yhtiön kannalta usein ainutlaatuisesta tapahtumasta. Pääomamarkkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta on tärkeää, että ostotarjoustilanteissa sääntely on mahdollisimman yhdenmukaista pörssiyhtiöiden ja First North -yhtiöiden välillä.

Liputusvelvollisuuden nojalla markkinat saavat signaalin määräysvallan mahdollisesta keskittymisestä ja tulevasta ostotarjouksesta. Tällöin markkinat voivat hinnoitella määräysvallan keskittymisen ja mahdollisen tulevan ostotarjouksen osakkeen kaupankäyntihintaan. Tämä johtaa oikeampaan hinnanmuodostukseen ostotarjoustilanteessa.

Ilman liputusvelvollisuutta ostotarjouksen tekijä pystyy kasvattamaan julkisuudelta piilossa osakeomistustansa ja mahdollisesti pystyy tekemään alihintaisen ostotarjouksen yhtiöstä. Toisin sanoen liputusvelvollisuutta koskeva sääntely muodostaa kiinteän vastinparin ostotarjousten sääntelylle.

Liputusvelvollisuus muodostaa kevyen hallinnollisen taakan First North -yhtiöille. First North -yhtiöiden likviditeetti on pienempää kuin päämarkkinan yhtiöiden, joten liputusilmoituksia todennäköisesti tulee harvemmin kuin pörssiyhtiöissä. Lisäksi on hyvä huomata, että Yhdistyneessä kuningaskunnassa on Euroopan tehokkaimmat pääomamarkkinat. Siellä monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä on Suomen päämarkkinaa tiukemmat liputusvelvollisuudet ja myös ostotarjouksia koskevaa sääntelyä on sovellettava.

Tausta

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

Esityksen tavoitteena on ostotarjous- ja liputussääntelyn 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.

Pörssisäätiön lausunto
Pörssisäätiö kiittää lausuntopyynnöstä. Pörssisäätiö edistää arvopaperisäästämistä ja arvopaperimarkkinoita.

Pörssisäätiö pitää ehdotettuja muutoksia erittäin tervetulleina ja positiivisina. Nasdaq First North -kasvumarkkina on saavuttanut sellaisen kypsyyden tason, että ostotarjouksia ja liputusvelvollisuutta koskevan sääntelyn ulottamista kyseisellä markkinapaikalla toimiviin yhtiöihin on pidettävä erittäin tervetulleena tai välttämättömänä.

Viime aikoina ostotarjoukset First North -yhtiöistä ovat yleistyneet, joten sijoittajansuojan ja markkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta jäljempänä esitetyin perustein on erittäin tärkeää, että vapaaehtoisista ja pakollisista ostotarjouksista monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä säädetään laissa.

Vastaavasti on pidettävänä 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.

Ehdotetut muutokset ovat omiaan parantamaan sijoittajien suojaa, tehostamaan arvopapereiden hinnanmuodostusta ja parantamaan markkinoiden tehokkuutta.

Ostotarjoussääntelyn laajentaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle
Hallituksen esityksen luonnoksessa ehdotetaan arvopaperimarkkinalakia muutettavaksi siten, että 11 luvun ostotarjouksia koskevia säännöksiä sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena oleviin osakkeisiin ja tiettyihin osakkeeseen oikeuttaviin arvopapereihin.

Tällä hetkellä edellä mainittu tarkoittaa käytännössä ostotarjoussääntelyn ulottamista yhtiöihin, joiden liikkeeseen laskema osake tai osakkeisiin oikeuttava arvopaperi on kaupankäynnin kohteena *Nasdaq First North* -kauppapaikalla (jäljempänä ”FN-yhtiö”).

Edellisen kerran ostotarjouksia koskevaa sääntelyä on perusteellisemmin arvioitu arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen yhteydessä säädettäessä nykyistä arvopaperimarkkinalakia vuonna 2012. Tuolloin FN-yhtiöitä oli vain muutamia, eikä niistä ollut tehty julkisia ostotarjouksia. Ostotarjouksia koskevaa sääntelyä ei tuolloin ulotettu FN-yhtiöihin ensinnäkin niiden vähäisen määrän takia. Toiseksi lainsäätäjä oli huolissaan FN-yhtiöiden hallinnollisesta taakasta.

Tällä hetkellä FN-yhtiöitä on jo yli 50 kappaletta. FN-yhtiöistä on tehty useita julkisia ostotarjouksia.

Ostotarjouksia, niin vapaaehtoisia kuin pakollisia, koskevan sääntelyn ulottamista monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle on pidättävä erittäin tervetulleena.

Ostotarjoustilanne on useimpien yhtiöiden kannalta ainutlaatuinen tai vähintään erittäin harvinainen tilanne, joten ostotarjouksia koskevan sääntelyn ulottaminen FN-yhtiöille ei merkittävästi lisää näiden hallinnollista taakkaa. Osakkeenomistajien, ja erityisesti yksityissijoittajien, kannalta ostotarjoustilanne on merkittävä tapahtuma, jolla on laajoja sijoittajansuojaan kytkeytyviä ulottuvuuksia. Edelleen onnistunutta ostotarjousta tyypillisesti seuraava osakeyhtiölain mukainen vähemmistöosakkeiden lunastustilanne tarkoittaa käytännössä yksityisomaisuuteen kohdistuvaa pakkolunastusta.

Osakkeenomistajien kannalta on erityisen tärkeää, että ostotarjoustilanteessa noudatettavat menettelytavat perustuvat lakiin ja ovat ennakoitavia. Sijoittajansuojan kannalta on myös olennaista, että tarjoustilanteessa tarjouksentekijä kohtelee kaikkia osakkeenomistajia tasapuolisesti.

Erityisen tärkeänä on pidettävä pakollista ostotarjousta koskevan sääntelyn ulottamista FN-yhtiöihin. Määräysvallan keskittyminen osakeyhtiössä johtaa tyypillisesti laajakantoisiin seurauksiin yhtiöiden hallinnon kannalta. Määräysvaltaa hankkineen tahon intressissä voi olla hankkia haltuunsa yhtiön koko osakekanta. Ilman velvollisuutta tehdä pakollinen ostotarjous, määräysvaltaa itselleen keskittävä taho voi pyrkiä näännyttämään vähemmistöosakkeenomistajia esim. vaikeuttamalla osingonjakoa tai ajamalla yhtiön vähemmistöosakkeenomistajien kannalta epäsuotuisia yrityskauppoja. Tällaisessa tilanteessa vähemmistöosakkeenomistajien voi olla vaikea käyttää *exit-oikeuttansa*, jota pidetään julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeenomistajan keskeisimpänä suojamekanismina. Edellä mainitun kaltainen enemmistöosakkeenomistajan toiminta voi johtaa tilanteeseen, ettei osakkeille löydy muita varteenotettavia ostajia kuin enemmistöosakkeenomistaja. Tällöin osakkeenomistajat saattavat joutua myymään tälle osakeomistuksensa alle käyvän hinnan. Tämä on omiaan heikentämään luottamusta markkinoiden toimintaan ja on omiaan näkymään sijoittajien vaatimissa riskipreemioissa sijoittaessa FN-yhtiöihin. Tämä heikentää FN-yhtiöiden liikkeeseen laskemien arvopapereiden hinnanmuodostusta ja vaikuttaa edelleen yhtiöiden pääomakustannuksiin kerätessä uutta pääomaa markkinoilta.

Velvollisuudella tehdä pakollinen ostotarjous varmistetaan se, että määräysvallan ylittäessä laissa säädetyt raja-arvot, enemmistöosakkeenomistajan on tarjouduttava lunastamaan muiden osakkeenomistajien omistamat osakkeet käypään hintaan. Tällöin osakkeenomistajilla on aito mahdollisuus arvioida sijoituspäätöstänsä *ex post* muuttuneissa olosuhteissa.

Edellä mainittua problematiikkaa kärjistää tällä hetkellä erityisesti se, etteivät monet yksityissijoittajat ole välttämättä riittävän hyvin perillä säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välisistä eroista. Tällöin pakollisen ostotarjousvelvollisuuden puuttuminen voi tulla useille sijoittajille yllätyksenä, mikä myös voi heikentää luottamusta markkinoiden toimintaan. Luottamuksen heikkeneminen tyypillisesti heikentää markkinoiden tehokasta toimintaa.

Huomioiden viime vuosina merkittävästi kasvanut FN-yhtiöiden määrä, sekä edellä mainitut huomiot, Pörssisäätiön näkemyksen mukaan pakollisia ja vapaaehtoisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn ulottamista monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle on pidettävä erittäin tervetulleena, ellei jopa välttämättömänä. Kysymystä ei pysty ratkaisemaan itsesääntelyllä, koska vapaaehtoisuuteen perustuvalla itsesääntelyllä ei ole mahdollista asettaa AML 11 luvun velvoitteita vastaavia velvoitteita yksityisille toimijoille.

Liputusvelvollisuuden laajentaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle
Pörssisäätiö pitää huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoitusvelvollisuuden, eli niin kutsutun liputusvelvollisuuden laajentamista FN-yhtiöihin erittäin tervetulleena.

Pörssisäätiö korostaa myös, että liputusvelvollisuus kytkeytyy olennaisesti ostotarjousten sääntelyyn. Ilman liputusvelvollisuutta ostotarjouksia koskeva sääntely ja markkinamekanismit eivät välttämättä toimi asianmukaisesti.

Liputusvelvollisuuden nojalla niin yhtiö kuin muut markkinatoimijat saavat tiedon merkittävistä osakeomistuksia ja äänioikeuksien omistuksia koskevista muutoksista. Määräysvallan keskittymisellä on tyypillisesti olennainen vaikutus liikkeeseen lasketun arvopaperin hintaan.

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 myöhäisessä vaiheessa, jolloin arvopaperimarkkinat eivät ole voineet hinnoitella määräysvallan keskittymistä ja tulevaa ostotarjousta optimaalisesti arvopaperin hintaan. Tämä on omiaan heikentämään markkinoiden tehokasta toimintaa ja luottamusta arvopaperimarkkinoihin.

Eräässä FN-yhtiöstä tehdyssä ostotarjouksessa eräs osakkeenomistaja oli onnistunut kasvattamaan julkisuudelta piilossa omistuksensa noin 20 prosenttiin yhtiön kaikista osakkeista ennen ostotarjouksen tekemistä. On pidettävä erittäin haitallisena, jos tällaiset niin kutsutut *creeping takeover* -tapaukset yleistyvät.

Liputusvelvollisuuden ulottaminen FN-yhtiöihin lisää maltillisesti näiden yhtiöiden hallinnollista taakkaa, mutta on oletettavaa, että pitkällä aikavälille myös yhtiöille itselleen koituu muutoksesta enemmän hyötyä kuin haittaa. On myös yhtiön edun mukaista ja liiketoiminnan käytännön johtamaisen 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.

Huomionarvoista on myös se, että Suomessa pörssiyhtiöiden liputusvelvollisuus mukailee avoimuusdirektiivin vähimmäisvaatimuksia ja on varsin kevyt verrattuna keskeisiin eurooppalaisiin markkinoihin. Suomessa AML 9:5 edellyttää, että osakkeenomistajan on ilmoitettava omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle (liputusilmoitus), kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30,

50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä (liputusraja).

Esimerkiksi Saksassa, Yhdistyneessä kuningaskunnassa, Saksassa, Espanjassa ja Italiassa liputusraja on kolmessa prosentissa. Yhdistyneessä kuningaskunnassa, jonka pääomamarkkinat ovat Euroopan tehokkaimpina pidetyt, liputusraja on kolmessa prosentissa ja sen jälkeen prosentin välein. Yhdistyneen kuningaskunnan pääomamarkkinoita pidetään yleisesti oikeustaloustieteellisessä ja taloustieteellisessä tutkimuksessa ainoina eurooppalaisina pääomamarkkinoita, jotka toimivat aidosti tehokkaasti. Huomionarvoista on, että Yhdistyneen kuningaskunnan monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä on sikäläistä päämarkkinaa vastaavat liputusvelvollisuudet, jotka ovat tiukemmat kuin Suomessa päämarkkinalla.

Lisäksi huomionarvoista on se, että jo nyt jotkin FN-yhtiöt ovat kokeneet tarpeelliseksi määrätä liputusvelvollisuudesta yhtiöjärjestyksessänsä. Joidenkin yhtiöiden ratkaisut mukailevat arvopaperimarkkinalain säännöksiä, kun taas jossain tapauksissa yhtiöjärjestyksellä on päädytty mukailemaan Lontoon AIM -markkinapaikan liputusvelvollisuuksia. Edellä mainittu aiheuttaa sijoittajille ylimääräisiä selonottokustannuksia ja hallinnollista taakkaa, koske ne joutuvat tarkistamaan mahdollisen liputusvelvollisuuden kunkin yhtiön yhtiöjärjestyksestä.

Liputusvelvollisuudella (tai sen puuttumisella) on vaikutusta ostotarjouksen hinnoitteluun, millä puolestaan on välillinen vaikutus vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyyn (OYL 18 luku). Jos lunastusmenettelyä on edeltänyt julkinen ostotarjous, noudatetaan lunastuksessa ostotarjousdirektiiviin perustuvaa hintaolettamasääntöä, eli lunastushinnan katsotaan lähtökohtaisesti olevan sama kuin ostotarjouksessa tarjottu vastike. Jos ostotarjouksia ja liputusvelvollisuuksia koskevassa sääntelyssä on merkittäviä eroja pörssiyhtiöiden ja First North -yhtiöiden välillä, tämä voi johtaa epäyhdenmukaiseen tulkintakäytäntöön vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä.

Yksissä tuumin toimiminen

Yksissä tuumin toimimista koskevaa muutosehdotusta on pidettävä pääasiassa teknisenä ja käytännön toimintaa selkeyttävänä. Pörssisäätiö suhtautuu muutosehdotukseen positiivisesti.

Annamme mielellämme lisätietoa lausunnostamme.

Sari Lounasmeri
toimitusjohtaja

Jesse Collin
lakijohtaja