

Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto

30.8.2023

Asia: lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Pörssisäätiön lausunto valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolle ehdotetuista muutoksista koskien First North -yhtiöiden ostotarjouksia ja liputusvelvollisuutta

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 toisiinsa ja niitä on arvioitava lainsäädäntömuutoksia tehdessä yhtenä kokonaisuutena.

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

Ostotarjousääntelyn 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 ostotarjousääntelyn 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 lainsäätäjällä 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 pidettävä 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 tarjousentekijä kohtelee kaikkia osakkeenomistajia tasapuolisesti.

Erytisen 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 näennäyttämään 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 suojaimekanaan. 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 sijoituspäätöksensä *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 osakeomistuksista ja äänioikeuksien omistuksista 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 varsinkin 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.

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

Liputusvelvollisuuden ulottaminen FN-yhtiöihin lisää maltillisesti näiden yhtiöiden hallinnollista taakkaa, mutta on oletettavaa, että pitkällä aikavälillä 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 pörssi-yhtiöiden 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.

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

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