

**Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta**

**ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ**

Esityksessä ehdotetaan muutettavaksi arvopaperimarkkinalakia. Esityksen mukaan huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista sekä julkista ostotarjousta ja tarjousvelvollisuutta koskevia säännöksiä muutettaisiin siten, että niitä sovellettaisiin säännellyn markkinan ohella myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Esityksen tavoitteena on säännösten soveltamisalaa laajentamalla parantaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden sijoittajien sijoittajansuojaa sekä kaupankäynnin avoimuutta. Lisäksi tavoitteena on selkiyttää oikeustilaa yksissä tuumin toimivien henkilöiden osalta siltä osin kuin niitä koskevien säännösten soveltaminen johtaisi markkinakäytännössä havaittuihin ongelmiin ja epätarkoituksenmukaiseen lopputulokseen yhdessä muusta rahoitusmarkkinalainsäädännöstä seuraavien eturistiriitojen hallitsemisvelvoitteiden noudattamisen kanssa.

Ehdotettu laki on tarkoitettu tulemaan voimaan 1.3.2024.

---

## SISÄLLYS

ESITYKSEN PÄÄASIALLINEN SISÄLTÖ .....	1
PERUSTELUT .....	3
1 Asian tausta ja valmistelu .....	3
1.1 Tausta .....	3
1.2 Valmistelu .....	5
2 Nykytila ja sen arviointi .....	5
3 Tavoitteet .....	6
4 Ehdotukset ja niiden vaikutukset .....	7
4.1 Keskeiset ehdotukset .....	7
4.1.1 Ostotarjoussääntely .....	7
4.1.2 Yksissä tuumin toimiminen .....	8
4.1.3 Liputussääntely .....	9
4.2 Pääasialliset vaikutukset .....	9
4.2.1 Vaikutukset yritysisiin .....	9
4.2.2 Vaikutukset sijoittajiin .....	11
4.2.3 Vaikutukset viranomaisiin .....	13
5 Muut toteuttamisvaihtoehdot .....	14
5.1 Vaihtoehdot ja niiden vaikutukset .....	14
5.1.1 Ostotarjoussääntely .....	14
5.1.2 Liputusvelvollisuus .....	17
5.2 Ulkomaiden lainsäädäntö ja muut ulkomailla käytetyt keinot .....	20
5.2.1 Ostotarjoussääntely .....	20
5.2.2 Liputussääntely .....	21
6 Lausuntopalaute .....	23
7 Säännöskohtaiset perustelut .....	28
8 Lakia alemman asteinen sääntely .....	30
9 Voimaantulo .....	30
10 Suhde perustuslakiin ja säätämisyjärjestys .....	31
LAKIEHDOTUS .....	35
Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta .....	35
LIITTEET .....	41
RINNAKKAISTEKSTI .....	41
Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta .....	41
ASETUSLUONNOS .....	50
Valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta annetun valtiovarainministeriön asetuksen muuttamisesta .....	50

## PERUSTELUT

### 1 Asian tausta ja valmistelu

#### 1.1 Tausta

##### *Ostotarjoussääntely*

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, jäljempänä *AMY*, on 15.7.2022 päivätyllä aloitteellaan ehdottanut valtiovarainministeriölle arvopaperimarkkinalain (746/2012), jäljempänä myös *AML*, ostotarjouksia koskevan 11 luvun muuttamista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jäljempänä myös *MTF*, tehtävien julkisten ostotarjousten ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin liittyvän tarjousvelvollisuuden osalta. *AMY* toimii *AML* 11 luvun 28 §:ssä tarkoitettuna julkisissa ostotarjouksissa noudatettavaa menettelyä koskevan suosituksen itsesääntelyllisenä elimenä ja sen tehtävänä on yleisemminkin edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä.

*AMY* on ehdottanut julkisia ostotarjouksia monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä koskevan *AML* 11 luvun 27 §:n kumoamista ja luvun yleisen soveltamisalan muuttamista siten, että luvun säännökset julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta soveltuisivat säännellyn markkinan ohella myös Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä tehtäviin vapaaehtoiisiin ja pakollisiin ostotarjouksiin.

Aloitteen taustalla on ostotarjouskoodin uudistamista varten maaliskuussa 2021 *AMY*n hallituksen asettaman työryhmän työn aikana ja erityisesti työryhmän ehdotuksen perusteella lausuntopalautteessa ilmennyt tarve tarkastella laintasoisen ostotarjoussääntelyn soveltamisalan laajentamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Työryhmän toimeksiannon mukaan ostotarjouskoodin uudistustyössä on ollut määrä ottaa huomioon sen antamisen jälkeiset lainsäädännön muutokset sekä arvioida muita koodin muutostarpeita koodin soveltamiskäytännöstä saatujen kokemusten valossa. Koodin uudistustyössä on lisäksi ollut määrä arvioida tarvetta kehittää itsesääntelyä keskenään kilpailevien yritysjärjestelyjen osalta sekä laajentaa ostotarjouskoodin soveltamisalaa Nasdaq Helsingin pörssin ylläpitämällä Nasdaq First North Growth Market Finland -markkinapaikalla, jäljempänä *First North Finland*, tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Lisäksi työryhmän on tullut arvioida keinoja edistää ostotarjouskoodin soveltamiskäytännön läpinäkyvyyttä sekä ostotarjouslautakunnan lausuntokäytännön muodostumista.

Lausuntopyyntö luonnoksesta ostotarjouskoodin muuttamiseksi julkaistiin marraskuussa 2021. Luonnoksessa ehdotettiin, että ostotarjouskoodin suositukset soveltuisivat jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Lisäksi koodiin ehdotettiin uusia *MTF*-suosituksia, jotka olisivat koskeneet monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista tehtäviä ostotarjouksia ja tarjousvelvollisuutta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. *MTF*-suositukset olisivat seuranneet sisällöltään *AML* 11 luvun keskeisiä säännöksiä ja ne olisivat perustuneet niin sanottuun aitoon itsesääntelyyn, sillä *AML* 11 luvun säännösten mukainen lakiin perustuva noudata tai selitä -menettely soveltuu vain julkisiin ostotarjouksiin, joiden kohteena on säännellyllä markkinalla listattu yhtiö.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä ostotarjouksia koskevan itsesääntelyn laatiminen oli koettu tarpeelliseksi, koska *First North Finland* -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden lukumäärä on kasvanut merkittävästi ostotarjouskoodin antamisen

jälkeen. Ehdotetuilla ostotarjouskoodin suosituksilla monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjen ostotarjousten tarjousprosessi ja sen läpinäkyvyys sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajien suoja pyrittiin saattamaan lähemmäksi pörssiyhtiöistä tehtäviä ostotarjouksia. Lisäksi suosituksissa ehdotettiin arvopaperimarkkinallain tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten ulottamista itsesääntelyn kautta koskemaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä.

Lausuntoaika koodiluonnoksesta päättyi tammikuussa 2022. AMY sai koodiluonnoksesta yhteensä 12 lausuntoa. Lausunnot antoivat valvova viranomainen, oikeudellisia neuvonantajia, taloudellisia neuvonantajia, sijoittajia sekä hallituksen jäseniä edustavat yhteisöt sekä yksi First North Finland -liikkeeseenlaskija ja yhden pörssi-yhtiön edustaja.

Valtaosa lausunnonantajista suhtautui myönteisesti AMYn ehdotukseen siitä, että säännellyllä markkinalla tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskevat menettelytapa- ja tiedonantovelvollisuussäännökset laajennettaisiin soveltumaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Sen sijaan itsesääntelyyn perustuvan tarjousvelvollisuuden osalta lausunnonantajien näkemykset jakoutuivat. Osa lausunnonantajista katsoi, että tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä olisi sinänsä omiaan parantamaan sijoittajansuojaa, mutta tarjousvelvollisuudesta tulisi säätää laissa. Moni lausunnonantaja katsoi, että itsesääntelyssä annettava suositus ei olisi riittävän tehokkaasti täytäntöön pantavissa ja sisältäisi riskin siitä, ettei suositusta noudatettaisi. Suosituksen noudattamiseen liittyvä oikeudellinen epävarmuus voisi myös vähentää sijoittajien kiinnostusta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä kohtaan. Kaksi lausunnonantajaa vastusti tarjousvelvollisuussääntelyn ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään ylipäättäen.

AMY on esittänyt valtiovarainministeriölle toimittamassaan aloitteessa pitävänsä arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan ja siihen kohdistuvan luottamuksen kannalta tärkeänä, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely on riittävää ja ajantasaista. AMY painottaa, että markkinapaikan kasvu ja sen nykyinen merkitys arvopaperimarkkinoilla on muuttunut viime vuosina merkittävästi. AMY on pitänyt ostotarjoussääntelyn tehokkuuden ja täytäntöön pantavuuden näkökulmasta lain tasoista sääntelyä itsesääntelyn suosituksiin nähden selvästi tehokkaampana varsinkin silloin, kun kyse on taloudellisesti merkittävistä velvoitteista, kuten osakkeenomistajan tarjousvelvollisuudesta. Sääntelyn selkeyden ja johdonmukaisuuden näkökulmasta olisi AMYn mukaan perusteltua, että julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säädettäisiin laissa säänneltyä markkinaa vastaavassa laajuudessa. Valtiovarainministeriössä on päätetty ryhtyä lainsäädännön muutoksiin AMYn aloitteen perusteella.

#### *Liputussääntely*

AMYn aloitteeseen ei ole sisällynyt ehdotusta huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista (niin kutsuttu liputusvelvollisuus) koskevan AML 9 luvun säännösten muuttamisesta. Valtiovarainministeriössä on kuitenkin katsottu, että myös liputussääntely olisi ostotarjoussääntelyn ohella perusteltua ulottaa monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, jotta sijoittajat voisivat paremmin havainnoida omistuksen ja äänivallan keskittymistä ja siten mahdollisen ostotarjouksen mahdollisuutta.

## 1.2 Valmistelu

Lainsäädäntöehdotukset on valmisteltu valtiovarainministeriössä.<sup>1</sup>

## 2 Nykytila ja sen arviointi

### *Ostotarjoussääntely*

Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteena on edistää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan muun muassa luomalla järjestelmälliset menettelytavat ostotarjousten toteuttamiselle sekä turvaamalla sijoittajien tiedonsaanti ja tasapuolinen kohtelu. Tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten tavoitteena puolestaan on suojata osakkeenomistajia tilanteessa, jossa määräysvalta tai huomattava vaikutusvalta kohdeyhtiössä keskittyy tai siirtyy.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjä julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset annettiin alun perin direktiivin (2004/39/EY)<sup>2</sup> kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä (HE 43/2007 vp). Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviä julkisia ostotarjouksia koskevat AML:n säännökset ovat olleet muuttumattomina vuodesta 2007 lukien, ja niitä on viimeksi tarkasteltu arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä vuonna 2012. Kokonaisuudistuksen yhteydessä kumotun arvopaperimarkkinalain (495/1989) 3 a luvun 14 §:n säännös julkisista ostotarjouksista siirrettiin käytännössä sellaisenaan voimassa olevan AML 11 luvun 27 §:ään. Säännöksessä säädetään ostotarjouksissa noudatettavasta menettelystä vapaaehtoisissa ostotarjouksissa. Säännöksen mukaan ostotarjouksen tekijää velvoittaa tasapuolisen kohtelun vaatimus, vaatimus antaa olennaiset ja riittävät tiedot, jotta arvopaperin haltijat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta sekä tarjouksen julkistamis- ja tiedoksitoimittamisvelvollisuus. Tiedonantovelvollisuus on säänneltyyn markkinaan verrattuna kevennetty. Tarjoukseen ei sisälly Finanssivalvonnan hyväksymismenettelyä, vaan tarjous on toimitettava Finanssivalvonnalle ainoastaan tiedoksi. Tarjouksiin sovelletaan soveltuvin osin säännellyllä markkinalla sovellettavia hinnoittelusäännöksiä. Tarjousvelvollisuutta koskevia säännöksiä ei sovelleta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä miltään osin.

Aiemmin lainvalmistelussa on katsottu, että koska monenkeskisen kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijat ja näistä arvopapereista tehtävät ostotarjoukset ovat todennäköisesti huomattavasti pienempiä kuin liikkeeseenlaskijat ja vastaavat tarjoukset säännellyllä markkinalla, olisi ostotarjoussäännösten soveltaminen kokonaisuudessaan liian raskas tälle markkinalle (HE 43/2007 vp, s. 90 ja HE 32/2012 vp, s. 151). Kokonaisuudistuksen aikoihin First North Finland -markkinapaikalla, joka on toistaiseksi ainoa suomalainen monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, oli kaupankäynnin kohteena vain kolmen yrityksen osakkeet, kun tällä hetkellä markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä on jo 51.

<sup>1</sup> <https://vm.fi/hanke?tunnus=VM039:00/2023>

<sup>2</sup> Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/39/EY, annettu 21. huhtikuuta 2004, rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta. Direktiivi 2004/39/EY on laadittu uudelleen direktiivillä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu) ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.

AMYn ostotarjouskoodin uudistustyötä aloitettaessa First North Finland -markkinapaikalla ei ollut tehty vielä yhtään julkista ostotarjousta, mutta koodin valmistelun aikana ostotarjouksia tehtiin kolme. Kesäkuuhun 2023 mennessä ostotarjouksia oli tehty yhteensä neljä. Tällä hetkellä First North Finland -yhtiöt noudattavat voimassa olevaa ostotarjouskoodia 2022<sup>3</sup> vapaaehtoisuuteen perustuen.

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on lähtökohtaisesti tarkoitettu säänneltyä markkinaa kevyemmin säännellyksi markkinapaikaksi. Arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeva EU-sääntely soveltuu monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoihin vain rajoitetusti. Kevyemmän sääntelyn tavoitteena on alentaa listautumiskynnystä säänneltyyn markkinaan verrattuna ja siten kannustaa myös pieniä ja keskisuuria yhtiöitä listautumaan. Direktiivi 2004/25/EY, jäljempänä *ostotarjousdirektiivi*, johon AML 11 luvun säännökset pääosin perustuvat, soveltuu vain säännellyllä markkinalla tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Suurin osa AML:n julkisten ostotarjousten menettelytapoja ja tiedonantovelvollisuutta koskevasta sääntelystä kohdistuu ostotarjouksen tekijään.

Eräät First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt ovat sisällyttäneet yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä osakkeenomistajan tarjousvelvollisuudesta. Näiden yhtiöiden yhtiöjärjestysmääräysten sisällöt poikkeavat toisistaan. Siten yhtiöjärjestysmääräyksiin perustuvat osakkeenomistajien velvollisuudet ovat omiaan aiheuttamaan sijoittajille lisääntyviä selonottokustannuksia.

#### *Liputussääntely*

Liputusvelvollisuudesta säädetään AML 9 luvussa. Säännöksillä on pantu täytäntöön direktiivin 2004/109/EY, jäljempänä *avoimuusdirektiivi*, vaatimukset. AML 9 luvun 5 §:n mukaan osakkeenomistajan tulee ilmoittaa 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*). Kohdeyhtiöön kohdistuu puolestaan liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus, joka perustuu avoimuusdirektiivin 12 artiklan 6 kohtaan, ja joka on pantu täytäntöön AML 9 luvun 10 §:ssä.

Liputussääntelyn tavoitteena on edistää markkina-avoimuutta pörssiyritysten omistus- ja vallankäyttörakenteiden sekä niihin liittyvien muutosten osalta. Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoitusvelvollisuutta sovelletaan osakkeisiin, jotka ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Liputusvelvollisuutta ei nykytilanteessa sovelleta miltään osin monenkeskisellä markkinalla. Eräät First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevat yhtiöt ovat kuitenkin sisällyttäneet yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä osakkeenomistajan liputusvelvollisuudesta. Käytäntö on omiaan johtamaan epäyhtenäiseen markkinakäytäntöön ja lisäämään sijoittajien selonottokustannuksia.

### **3 Tavoitteet**

Esityksen tavoitteena on parantaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden sijoittajien sijoittajansuojaa säätämällä tällaisella markkinapaikalla velvollisuudesta tarjoutua ostamaan kohdeyhtiön sijoittajilta osakkeet ja tietyt osakkeisiin oikeuttavat

---

<sup>3</sup> <https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/>

arvopaperit määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä. Myös ostotarjouksiin liittyvät menettelytapasäännökset yhdenmukaistettaisiin säännellyllä markkinalla noudatettavia säännöksiä vastaaviksi. Lisäksi AML 9 luvun mukainen liputusvelvollisuus laajennettaisiin koskemaan tällaista markkinapaikkaa, jotta määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittyminen olisi riittävän läpinäkyvää.

Uudistusten tavoitteena on sijoittajansuojaa ja markkina-avoimuutta parantamalla saada monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osakkeista entistä houkuttelevampia sijoituskohteita. Tällä voidaan nähdä olevan myönteisiä vaikutuksia arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkaaseen toimintaan ja sitä kautta kansantalouteen.

## **4 Ehdotukset ja niiden vaikutukset**

### **4.1 Keskeiset ehdotukset**

#### **4.1.1 Ostotarjoussääntely**

AML 11 luvun 1 §:n soveltamisalasäännöstä ehdotetaan muutettavaksi siten, että luvun säännöksiä sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista ja tietyistä osakkeeseen oikeuttavista arvopapereista tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin ostotarjouksiin sovellettaisiin useita sellaisia menettelytapasäännöksiä, joita ei tällä hetkellä tällaisella markkinalla sovelleta. Esimerkiksi ostotarjouksen tekijän tiedonantovelvollisuus muuttuisi tarjousasiakirjan myötä määrämuotoisemmaksi ja sen julkistaminen edellyttäisi jatkossa Finanssivalvonnan hyväksyntää. Tarjousasiakirjan sisältö- ja julkistamisvaatimuksiin sovellettaisiin myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä soveltuvin osin valtiovarainministeriön asetusta tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012).

Lisäksi esimerkiksi AML 11 luvun säännökset kohdeyhtiön hallituksen ostotarjousta koskevasta lausunnosta, kilpailevasta ostotarjouksesta tai kohdeyhtiön oikeudesta hakea Finanssivalvonnalta määräaika, johon mennessä ostotarjousta suunnittelevan henkilön tulee joko julkistaa ostotarjous tai ilmoittaa, ettei tule tekemään julkista ostotarjousta (niin sanottu *put up or shut up* -sääntö), soveltaisivat jatkossa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Muutosten seurauksena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä sovellettaisiin jatkossa myös tarjousvelvollisuutta eli velvollisuutta tarjoutua ostamaan kaikki kohdeyhtiön liikkeeseen laskemat osakkeet ja niihin oikeuttavat arvopaperit ääniosuuden kasvaessa yli 30 tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä.

AML 11 luvun 28 §:ää koskien suositusta julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista ei ehdoteta muutettavaksi. MTF-yhtiöille ei siten aseteta velvollisuutta kuulua 28 §:ssä tarkoitettuun toimielimeen, käytännössä Arvopaperimarkkinayhdistykseen. Säännökseen perustuvassa voimassa olevassa ostotarjouskoodissa 2022 huomioidaan MTF-liikkeeseenlaskijat, mutta koodin suositusten noudattaminen perustuu tällä hetkellä vapaaehtoisuuteen. Jatkossa koodin velvoittavuustaso monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kuitenkin muuttuisi sitä kautta, että AML 11 luvun 9 §:n 3

momentissa velvoitetaan ostotarjouksen tekijä ja 13 §:n 3 momentissa kohdeyhtiö ilmoittamaan yhtäältä sitoutuminen koodiin sekä toisaalta mahdollinen sitoutumattomuus perusteluineen.

#### 4.1.2 Yksissä tuumin toimiminen

AML 11 luvun 5 §:ään yksissä tuumin toimimisesta ehdotetaan muutoksia, joiden taustalla vaikuttavat tietyt markkinakäytännössä havaitut ongelmat, jotka seuraavat AML 11 luvun 5 §:n ja muun rahoitusmarkkinasääntelyn eturistiriitoja koskevan sääntelyn välisestä ristiriidasta. AML 11 luvun 5 §:n 2 momentin 1 kohdan mukaan yksissä tuumin toimivia henkilöitä ovat osakkeenomistaja ja tämän määräysvallassa olevat yhteisöt ja säätiöt sekä näiden eläkesäätiöt ja eläkekassat. Säännös perustuu ostotarjousdirektiivin 2 artiklan 2 kohtaan. Muualla rahoitusmarkkinalainsäädännössä finanssimarkkinatoimijat on kuitenkin finanssimarkkinoiden asiakkaansuojan vahvistamiseksi velvoitettu toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan mahdollisia eturistiriitoja. Näissä tilanteissa emoyhtiöllä ei ole mahdollisuutta puuttua tytäryhtiönsä sijoituspäätöksiin. Tällaisista velvollisuuksista on säädetty muun muassa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä (2014/65/EU)<sup>4</sup>, sijoitusrahastodirektiivissä (2009/95/EY)<sup>5</sup> ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetussa direktiivissä (2011/61/EU)<sup>6</sup> sekä niiden nojalla annetuissa komission delegoiduissa asetuksissa.

AML 11 luvun 5 §:ään tehtävillä muutoksilla pyritään selkiyttämään oikeustilaa siltä osin kuin säännöksen soveltaminen johtaisi muun rahoituslainsäädännön kanssa ristiriitaan. Vaikka ostotarjousdirektiivin 2 artiklan 2 kohdassa säädetään, että sovellettaessa 2 artiklan 1 kohdan d alakohdassa tarkoitettua yksissä tuumin toimivien määritelmää, pidetään toisen oikeushenkilön määräysvallassa olevia oikeushenkilöitä tällaisen toisen henkilön kanssa ja keskenään yhdessä toimivina henkilöinä, mahdollistaa 4 artiklan 5 kohdan toinen alakohta poikkeamaan tästä, kunhan 3 artiklan 1 kohdan mukaisia yleisiä periaatteita noudatetaan. Esimerkiksi Ruotsissa edellä kuvattu ristiriita on ratkaistu itsesääntelyssä siten, ettei tarjoushinnan korotus- tai hyvitysvelvollisuutta sovelleta tällaisissa tilanteissa.<sup>7</sup>

Ristiriita esitetään ratkaistavaksi lisäämällä AML 11 luvun 5 §:ään uusi 3 momentti, jossa säädettäisiin siitä, ettei henkilöitä, joihin sovelletaan AML 9 luvun 8 a tai 8 c §:n poikkeusta pidettäisi tarjouksen tekijän kanssa yksissä tuumin toimivana. Poikkeuksen soveltamisen edellytyksenä olisi pidettävä sitä, että 9 luvun 8 a §:ssä tarkoitettu yhteisö on tehnyt 8 a §:n 3

---

<sup>4</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu) ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.

<sup>5</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (uudelleenlaadittu) (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti).

<sup>6</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.

<sup>7</sup> Ks. *Aktiemarknadens Självregleringskommitté*, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM [https://regelkommitten.se/userfiles/pdf/regler\\_svenska/takeover-regler/Takeover-reglerna\\_2021-01-01.pdf](https://regelkommitten.se/userfiles/pdf/regler_svenska/takeover-regler/Takeover-reglerna_2021-01-01.pdf), s. 37.



momentin mukaisen ilmoituksen Finanssivalvonnalle, ja milloin kyseessä on 8 c §:ssä tarkoitettu yhteisö, että yhteisölle on myönnetty 8 c §:ssä tarkoitettu poikkeuslupa.

Koska markkinakäytännössä voi ilmetä tarve arvioida lain olettasäännöksistä poikkeavasti tilanteita, joihin AML 9 luvun 8 a ja 8 c §:n säännökset eivät sovellu, mutta joissa emoyhtiön määräys- tai vaikutusvaltaa on tytäryhtiön sijoitus- tai äänestyspäätösten osalta rajattu, ehdotetaan AML 11 luvun 5 §:n nykyisen 3 momentin mukaisen Finanssivalvonnan tapauskohtaisen arvioinnin ulottuvan jatkossa kaikkiin 2 momentissa tarkoitettuihin yksissä tuumin toimimista koskeviin tilanteisiin. Jatkossa tästä säädettäisiin pykälän 4 momentissa.

Finanssivalvonta voisi lisäksi tarvittaessa antaa AML 11 luvun 31 §:n nojalla tarkempia määräyksiä perusteista, joilla säännöksessä tarkoitettujen henkilöiden ei katsota toimivan yksissä tuumin. Nykyään määräyksenantovaltuus kattaa sanamuodon mukaisesti vain perusteet, joilla henkilöiden katsotaan toimivan yksissä tuumin. AML 11 luvun 31 §:n sanamuotoon ehdotetaan siksi lisättävän, että Finanssivalvonta voi antaa määräyksiä myös niistä perusteista, joilla henkilön ei katsota toimivan yksissä tuumin.<sup>8</sup>

#### 4.1.3 Liputussäätely

AML 9 luvun soveltamisalaa ehdotetaan muutettavaksi siten, että sen säännöksiä huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta sovellettaisiin jatkossa myös Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä. Liputusvelvollisuuden laajentamisella monenkeskiselle markkinalle tavoitellaan sijoittajien tasapuolisen tiedon saamisen turvaamista yhtiön omistus- ja äänivaltarakenteesta, jolla voi olla olennainen vaikutus yhtiön osakkeen arvoon. Liputusvelvollisuuden puuttuminen on ollut omiaan mahdollistamaan haitallisena pidettävän käytännön, jossa ostotarjouksen tekijä on voinut kasvattaa omistustaan kohdeyhtiössä julkisuudelta piilossa (niin kutsutut *creeping takeover* -ostotarjoukset). Siten liputusvelvollisuuden laajentamisella pyritään parantamaan kaupankäynnin avoimuutta myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

## 4.2 Pääasialliset vaikutukset

### 4.2.1 Vaikutukset yrityksiin

#### *First North Finland -yhtiöt*

Suomessa on tällä hetkellä yksi monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, First North Finland, jossa kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä ehdotetut muutokset koskisivat. First North Finland -markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena oli kesäkuussa 2023 51 yhtiötä. Yhtiöiden markkina-arvojen vaihteluväli on melko suuri, noin 2 miljoonaa — 1,8 miljardia euroa, keskiarvon ollessa noin 113 miljoonaa ja mediaanin noin 51 miljoonaa euroa<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) on antanut julkisen tiedonannon niistä tilanteista, joissa henkilöiden ei lähtökohtaisesti katsota toimivan yksissä tuumin.

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev\\_public\\_statement\\_concerning\\_shareholder\\_cooperation\\_and\\_acting\\_in\\_concert.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf)

<sup>9</sup> Tilanne 4/2023. Mikäli First North Finlandin markkina-arvoltaan suurinta yhtiötä ei huomioitaisi, markkina-arvojen keskiarvo olisi huomattavasti alhaisempi, noin 79 miljoonaa euroa.

First North Finland -markkinapaikalla on tyypillisesti markkina-arvoltaan säännellyn markkinan yhtiöitä pienempiä<sup>10</sup> kasvuyrityksiä, joihin sovelletaan säänneltyä markkinaa kevyempiä vaatimuksia esimerkiksi tilinpäätöskäytäntöjen suhteen. First North Finland -yhtiöiden likviditeetti on monesti säännellyn markkinan yhtiöitä heikompaa, sillä säännellyn markkinan yhtiöiden osakkeilla käydään tyypillisesti enemmän kauppaa. Useat yhtiöt ovat kasvaessaan siirtyneet First North Finland -markkinapaikalta säännellylle markkinalle. AMYN selvitysten mukaan noin joka kolmannella First North Finland -yhtiöstä suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 30 prosenttia ja noin joka kymmenennellä suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 50 prosenttia.<sup>11</sup> First North Finland -yhtiöiden omistus on siis paikoin melko keskittynyttä.

Ostotarjousta koskevat säännökset soveltuvat kohdeyhtiöihin vain ostotarjoustilanteessa, eivätkä siten aiheuta jatkuvaluonteista hallinnollista taakkaa kohdeyhtiöille. Kun otetaan huomioon, että ostotarjousprosessi on yksittäinen ja melko harvinainen tapahtuma yhtiön elinkaaren aikana, arvioidaan sääntelymuutoksista yhtiöille seuraavan hallinnollisen taakan jäävän vähäiseksi. Koska tarjousvelvollisuus monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä koskisi vain tilanteita, joissa määräysvalta tai huomattava vaikutusvalta kohdeyhtiössä syntyisi tai siirtyisi sen jälkeen, kun yhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, vaikutukset listautumiskynnykseen jäisivät todennäköisesti rajallisiksi.

Liputussääntelyn ulottaminen First North Finland -yhtiöihin parantaisi yhtiöiden läpinäkyvyyttä ja tiedonantoa. First North Finland -yhtiöt tulisivat tältä osin samankaltaisemmiksi säännellyn markkinan yhtiöihin nähden, mikä saattaa sijoittajien näkökulmasta alentaa sijoituskohteelta vaadittavaa riskipreemiota ja lisätä yhtiöiden houkuttelevuutta sijoituskohteena. Tällä voi pitkällä aikavälillä olla pääoman kustannuksia laskeva vaikutus, mikä saattaisi parantaa yhtiöiden toimintaedellytyksiä.

Liputusilmoitusten julkistamisesta yhtiölle aiheutuvat kustannukset riippuvat siitä, miten julkistaminen on yhtiössä päätetty käytännössä toteuttaa. Tiedossa on, että osalla yhtiöistä on vuosimaksuperusteinen sopimus tiedotteen teknisestä julkistamisesta, kun taas toiset käyttävät palvelua tiedote/maksu -perusteisesti. Liputusilmoituksen julkistamisvelvollisuudesta yhtiöille aiheutuvien kustannusten ei kuitenkaan arvioida olevan niin merkittäviä, että ne todennäköisesti aiheuttaisivat Suomen kannalta epäedullista kilpailuasemaa muihin maihin verrattuna.

Liputusvelvollisuuden monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään ulottamisen osalta on syytä kuitenkin huomata, että liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, koskee kaupparekisterilain (564/2023) ja rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetun lain (444/2017) mukainen edunsaajien ilmoitusvelvollisuus, joka täyttyy kun luonnollinen henkilö omistaa suoraan tai välillisesti suuremman kuin 25 prosentin osuuden oikeushenkilön osakkeista, käyttää suoraan tai välillisesti suurempaa kuin 25 prosentin osuutta oikeushenkilön äänioikeuksista tai käyttää

---

<sup>10</sup> Säännellyn markkinan yhtiöiden markkina-arvojen keskiarvo on noin 1,9 miljardia ja mediaani noin 237 miljoonaa (tilanne 31.5.2023).

<sup>11</sup> Luvut kuvaavat AMYN 7/2022 laatiman aloitteen aikaista tilannetta. Tilanne 30.9.2023 vastaa edelleen AMYN aloitteen aikaista tilannetta. Luvuissa ei ole otettu huomioon mahdollista AML 11 luvun 5 §:n mukaista yksissä tuumin toimimista. Selvytyden vuoksi todettakoon, että yhtiöt, joissa suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 50 prosenttia sisältyvät myös yhtiöihin, joissa suurimman osakkeenomistajan omistusosuus on yli 30 prosenttia.

muulla tavoin tosiasiallisesti määräysvaltaa oikeushenkilössä. Ilmoitusvelvollisuuden ulkopuolelle on rajattu yhtiöt, jotka ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Koska direktiiviin perustuva säänneltyä markkinaa koskeva poikkeus<sup>12</sup> ei kata monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä, näihin yhtiöihin kohdistuisi liputussääntelyn muutosten seurauksena osin laajemmat velvollisuudet kuin säännellyn markkinan yhtiöihin. Säännellyn markkinan yhtiöihin sovellettavaa poikkeusta olisikin muutosten seurauksena tarkoituksenmukaista laajentaa siten, että se koskisi myös liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Edunsaajien ilmoitusvelvollisuus perustuu kuitenkin direktiiviin, jota ollaan parhaillaan korvaamassa suoraan sovellettavalla asetuksella. Ennen asetuksen mahdollista voimaantuloa ei ole katsottu perustelluksi ryhtyä kansallisiin lainsäädäntötoimenpiteisiin, jotka voisivat olla ristiriidassa tulevan asetuksen kanssa. Asian käsittely on EU:ssa vielä kesken.

Ilmoittajalle osin päällekkäisestä sääntelystä seuraava taakka arvioidaan kuitenkin vähäiseksi, koska edunsaajien ilmoitusvelvollisuuden täyttäminen on luonnollista henkilöä koskeva kertaluonteinen tapahtuma 25 prosentin omistusosuuden kohdalla. Liputusvelvollisuudet täyttyvät useampien prosentiosuuksien kohdalla ja ne koskevat luonnollisten henkilöiden ohella oikeushenkilöitä. Edunsaajan ilmoitusvelvollisuudella myös turvataan eri tavoitteita kuin liputusilmoituksilla, joiden tarkoituksena on lähtökohtaisesti lisätä markkina-avoimuutta kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä tapahtuvista omistus- ja ääniosuuksien muutoksista.

#### 4.2.2 Vaikutukset sijoittajiin

##### *Tarjousvelvollisuus*

Lakiin perustuva tarjousvelvollisuus olisi itsesääntelyssä annettavaa ostotarjouskoodisuositusta tehokkaammin täytäntöönpantavissa, mikä olisi omiaan edistämään sääntelyn noudattamista ja ennakoitavuutta sekä sijoittajansuojaa.

Lakiin otettavalla siirtymäsäännöksellä varmistettaisiin se, ettei tarjousvelvollisuus koskisi tilanteita, joissa tarjousvelvollisuusraja on ylitetty ennen lain voimaantuloa. Lisäksi säädettäisiin kolmen kuukauden mittaisesta siirtymäajasta, jotta yhtiöiden, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, osakkeenomistajat pystyvät sopeutumaan muuttuneeseen sääntelyyn sekä mitoittamaan omistustaan sellaiseksi, ettei tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen voisi tulla niille lainmuutoksen yllättävänä seurauksena. Tarjousvelvollisuutta ei voitaisi tällöin pitää tarjousvelvollisen kannalta yllättävänä sääntelymuutoksena, koska tarjouksen tekijällä olisi mahdollisuus ottaa huomioon uudet sääntelystä seuraavat velvollisuudet ja suhteuttaa ääniosuuttaan yhtiössä tarjousvelvollisuuden raja-arvot huomioiden. Näkemystä tukee perustuslakivaliokunnan lausunnossaan 1/2003 toteama siitä, että ”- - Osakkeen kaltaiseen juridistekniseen instrumenttiin perustuvassa - - toiminnassa on aiheellista varautua myös lainsäädännöllisiin muutoksiin” (PeVL 1/2003 vp, s. 3).

Julkisten ostotarjoustien menettelytapavaatimusten ja tiedonantovelvollisuuksien selkeytyminen sekä pakollisten että vapaaehtoisten ostotarjoustien osalta voisi edistää sijoittajansuojaa ja sijoittajien luottamusta monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, mikä olisi myös omiaan

---

<sup>12</sup> Direktiivin (EU) 2015/849 3 artiklan 6 kohdan a alakohdan ensimmäinen alakohta.

alentamaan monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevilta yhtiöiltä vaadittavaa riskipreemiota. AMYn aloitteen mukaan muutokset voisivat myös yhtenäistää käytäntöjä ja lisätä ennakoitavuutta, kun sääntelyn tulkinnassa voitaisiin hyödyntää esimerkkeinä säännellyllä markkinalla tehtäviä ostotarjouksia.

Monet EU-säädökset, joiden tavoitteena on parantaa sijoittajansuojaa, kuten markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) 596/2014, soveltuvat jo nyt monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, tosin säännellyn markkinan yhtiöitä rajoitetummin. Julkisista ostotarjouksista ja tarjousvelvollisuudesta säättäminen lähentäisi sijoittajansuojan tasoa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä suhteessa säänneltyyn markkinaan entisestään.

#### *Yksissä tuumin toimiminen*

AML 11 luvun 5 §:n säännösten selkeyttämisellä voidaan nähdä olevan sijoittajien selvennuskustannuksia ja sääntelyn noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia laskeva vaikutus. Muutosten jälkeen olisi selvää, että määräysvaltasuhteesta huolimatta henkilöitä, joihin sovelletaan AML 9 luvun 8 a tai 8 c §:n poikkeusta, ei pidettäisi tarjouksentekijän kanssa yksissä tuumin toimivana.

Yksissä tuumin toimimisen määritelmää sovelletaan tarjoushinnan määrittämisen ohella myös tarjousvelvollisuuden arvioinnissa. Toteutettavien ostotarjousten määrään muutoksella ei kuitenkaan arvioida olevan vaikutusta. Tiedossa ei ole, että AML 9 luvun 8 a ja 8 c §:n liputuspoikkeusten soveltamisalaan kuuluvat henkilöt olisivat yksissä tuumin toimimiseen perustuen ylittäneet tarjousvelvollisuusrajoja. Lisäksi Finanssivalvonnalla on ollut mahdollisuus myöntää tällaisissa tapauksissa poikkeus tarjousvelvollisuudesta 11 luvun 26 §:n nojalla, mikäli se on katsonut sen tarkoituksenmukaiseksi. Mahdollisten poikkeuslupahakemusten tekemisestä aiheutuvat kustannukset poistuisivat niiltä osin kuin AML 9 luvun 8 a ja 8 c §:n mukaisten liputuspoikkeusten tapauksista säädettäisiin tarjousvelvollisuuspoikkeus suoraan lain tasolla.

#### *Liputusvelvollisuus*

Liputusvelvollisuuden ulottamisella First North Finland -yhtiöihin olisi samankaltaisia sijoittajansuojaa parantavia vaikutuksia kuin ostotarjoussääntelyn laajentamisella. Sijoittajien tiedonsaanti paranisi, mikä saattaisi parantaa luottamusta First North Finland -yhtiöitä kohtaan. Liputusvelvollisuus mahdollistaisi paremmin First North Finland -yhtiöiden omistusrakenteiden kehityksen seuraamisen.

Yksittäisille sijoittajille aiheutuisi jonkin verran kustannuksia liputusilmoituksen tekemisestä kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle. Ilmoitus tehdään kuitenkin Finanssivalvonnan internetsivuilta löytyvällä liputuslomakkeella, eikä se tyypillisesti ole säännöllisesti toistuva toimenpide. Tästä johtuen liputusvelvollisuuden laajentamisesta sijoittajalle aiheutuvien kustannusten arvioidaan olevan melko maltillisia. Kuitenkin sijoittajille, jotka sijoittavat rajan yli, voi aiheutua suhteessa enemmän kustannuksia kansallisen sääntelyn selvittämisestä.

First North Finland -markkinapaikkaa vastaavilla Ruotsin, Tanskan ja Islannin First North -markkinapaikoilla ei sovelleta liputussääntelyä. Liputusvelvollisuuden ulottaminen First North Finland -markkinapaikalle lisäisi siten sijoittajien velvollisuuksia Suomessa muihin Pohjoismaihin verrattuna ja saattaisi jollain tasolla heikentää suurten sijoittajien sijoitushalukkuutta First North Finland -yhtiöihin. Toisaalta sääntely parantaisi kaupankäynnin läpinäkyvyyttä, mikä voisi olla omiaan parantamaan markkinapaikan houkuttelevuutta sijoituskohteena. Tältä osin on myös otettava huomioon, että Suomessa etenkin piensijoittajat

eivät aina välttämättä miellä juurikaan eroa First North Finland -markkinapaikan ja säännellyn markkinan välillä First North Finland -markkinapaikan kasvun vuoksi. First North -markkinapaikoilla voi markkina-arvolla mitattuna olla listattuna suurempia yhtiöitä kuin säännellyllä markkinalla.

Liputusilmoitusten mahdollista määrää on hankalaa tarkasti arvioida, sillä siihen vaikuttavat monet seikat, kuten yhtiön nykyinen omistusrakenne – sen keskittyneisyys tai hajautuneisuus, arvopaperin likviditeetti, mahdolliset tulevaisuudessa toteutettavat suunnatut osakeannit sekä mahdollisesti esityksessä ehdotettu tarjousvelvollisuus, jolla voi olla vaikutusta siihen, haluaako osakkeenomistaja kasvattaa omistus- tai ääniosuuttaan yhtiössä. Tämän hetkisten<sup>13</sup> First North Finland -yhtiöiden omistus- ja äänivaltarakenteiden perusteella on kuitenkin mahdollista tehdä jonkinlaista arviota siitä, kuinka suurta joukkoa osakkeenomistajia nämä velvollisuudet koskisivat. Arviossa on kuitenkin syytä muistaa, että on yhtä lailla mahdollista, että osakkeenomistaja, jonka omistus- ja ääniosuus on esimerkiksi kaksi prosenttia, kasvattaa omistustaan tai äänimääräänsä tulevaisuudessa siten, että liputusrajat rikkoutuvat ilman, että osakkeenomistajia, jolla vastaava määrä on tällä hetkellä esimerkiksi 4,5 prosenttia, kasvattaa omistustaan ja äänimääräänsä. Yhtä lailla on mahdollista, että molemmat kasvattavat osuuttaan siten, että liputusrajat rikkoutuvat molemmilla. Toisaalta on todennäköisempää, että esimerkiksi rajan passiivinen ylittyminen tai alittuminen toteutuu herkemmin silloin, kun omistus- ja ääniosuus on lähempänä säädettyä liputusrajaa. Näin ollen liputusrajoja lähellä olevien omistus- ja ääniosuuksien lähemmästä tarkastelusta voi olla hyötyä, kun arvioidaan liputusilmoitusten potentiaalista määrää.

Rajattuna kunkin yhtiön viiteen suurimpaan osakkeenomistajaan<sup>14</sup> potentiaalisia liputusvelvollisia olisi nykyisin säännellyllä markkinalla sovellettavien liputusrajojen<sup>15</sup> mukaisesti First North Finland -markkinapaikalla seuraavasti:

	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	30 %	50 %
Liputusrajan ylittäviä <sup>16</sup> osakkeenomistajia	34	4	6	4	0	0	0
Liputusrajan alittavia osakkeenomistajia	20	14	7	2	1	0	0

<sup>13</sup> Tilanne 30.9.2023.

<sup>14</sup> Luvuissa on huomioitu enintään viisi sellaista First North Finland -yhtiön osakkeenomistajaa, jonka omistus- tai ääniosuus on säädettyä liputusrajaa edeltävän tai seuraavan prosenttiyksikön sisällä. Osassa yhtiöitä tällaisia osakkeenomistajia on ollut enemmän tai vähemmän kuin viisi.

<sup>15</sup> Taulukossa ei ole tarkasteltu 50 prosenttia korkeampia liputusrajoja, koska sellaisten liputusrajojen perusteella tehtävien liputusilmoitusten määrä arvioidaan hyvin vähäiseksi. Potentiaalisia 2/3-ajan perusteella ilmoittavia arvioidaan olevan mahdollisen liputusrajan alituksen osalta yksi. 90 prosentin rajan osalta ilmoittavia ei arvioida nykytilanteen valossa olevan.

<sup>16</sup> Sellaisia osakkeenomistajia, joilla osakkeenomistus oli tasan 5 prosenttia, oli yksi. Näin ollen sellaisten osakkeenomistajien, jotka voivat saavuttaa tai ylittää 5 prosentin rajan voidaan arvioida olevan 33.

Yhtiöstä 13:ssa voidaan arvioida olevan hallintarekisteröityjä osakkeita. Hallintarekisteröityjen osakkeiden osakkeenomistajat eivät ilmene yhtiön julkisesta osakasluettelosta. Liputusilmoituksilla tiedot huomattavista hallintarekisteröidyistä omistuksista tulisivat sijoittajien ja yhtiön saataville.

#### 4.2.3 Vaikutukset viranomaisiin

Ostotarjoussääntelyn muuttamisella oletetaan olevan Finanssivalvonnan työmäärää jonkin verran kasvattava vaikutus, sillä tarjousasiakirja edellyttää Finanssivalvonnan hyväksyntää. Lisäksi Finanssivalvonnalla on mahdollisuus vaikuttaa esimerkiksi tarjouksen tekemisen määräaikaan ja tarjouksen voimassaoloaikaan. Finanssivalvonta voi myös myöntää poikkeuksen tarjousvelvollisuudesta. Kun kuitenkin otetaan huomioon First North Finland -markkinapaikalla tähän mennessä tehtyjen ostotarjousten lukumäärä (neljä kappaletta) sekä se, että ostotarjousprosessi on yksittäinen ja melko harvinainen tapahtuma, voidaan Finanssivalvonnan työmäärän lisääntyminen arvioida lähtökohtaisesti kohtalaisen vähäiseksi. Toisaalta työmäärään voi kasvattavasti vaikuttaa se, että ostotarjouksiin saattaa usein liittyä hankalia tulkintakysymyksiä. Kasvaneen resurssitarpeen arvioidaan tältä osin olevan noin 0,5 henkilötyövuotta.

Ehdotetut muutokset yksissä tuumin toimimista koskien kasvattavat jonkin verran Finanssivalvonnan työmäärää johtuen mahdollisten määräyksien antamisesta sekä käsiteltäväksi tulevien poikkeuslupien todennäköisestä määrän kasvusta. Määräyksiä laatiminen voidaan kuitenkin arvioida työmäärältään vähäiseksi, sillä kyseessä olisi aina kertaluonteinen määräyksen päivitys. Määräyksiä antamista tietyistä aiheista arvioidaan tapauskohtaisesti, eikä kyseessä ole säännöllinen toimenpide.

Liputusilmoitusten lisääntyvällä määrällä on Finanssivalvonnan työmäärää jonkin verran kasvattava vaikutus, mikä johtuu lisääntyneestä liputusvelvollisuuden noudattamisen valvonnan tarpeesta sekä liputusvelvollisuuteen liittyvien tulkintakysymysten todennäköisestä määrän kasvusta. Toisaalta Finanssivalvonnan työmäärän lisääntymistä rajoittaa se, että liputusilmoitusten julkistaminen on säädetty kohdeyhtiön velvollisuudeksi.

Kokonaisuudessaan ehdotettavien muutosten voidaan arvioida aiheuttavan Finanssivalvonnalle noin 0,8 henkilötyövuoden resurssitarpeen.

## 5 Muut toteuttamisvaihtoehdot

### 5.1 Vaihtoehdot ja niiden vaikutukset

#### 5.1.1 Ostotarjoussääntely

##### *Tarjousvelvollisuuden perustuminen itsesääntelyyn*

Tarjousvelvollisuuden perustumista itsesääntelyyn, eli ostotarjouskoodiin, voisi puoltaa se, että monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on tarkoitettu kevyemmin säännellyksi markkinapaikaksi kuin säännelty markkina. Kun kuitenkin otetaan huomioon First North Finland -markkinapaikan kasvanut merkitys, ei itsesääntelyyn perustuvalla tarjousvelvollisuudella olisi todennäköisesti saavutettavissa riittävää ennakoitavuutta ja oikeusvarmuutta. Kysymys on käytännössä siitä, miten voidaan varmistaa itsesääntelyyn perustuvan tarjousvelvollisuuden toteuttaminen ja täytäntöönpano. Tulkinna k kautta

laintasoisena normina voisi tulla kysymykseen lähinnä AML 1 luvun 2 §:n mukainen kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti, sillä AMYn ostotarjouskoodin voidaan katsoa ilmentävän hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Ei ole kuitenkaan pidettävä selvänä, että suositusluonteisen koodin noudattamatta jättäminen tarkoittaisi aina hyvän arvopaperimarkkinatavan rikkomista.

Sääntelyvaihtoehtojen valinnassa huomiota on kiinnitettävä erityisesti ostotarjoussääntelyn suojafunktion. Ostotarjoussääntelyn tavoitteena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia, ja erityisesti vähittäissijoittajia, joiden tuntemus eri markkinapaikkojen sääntelyllisistä eroista voi olla rajallinen. Lisäksi sijoittajat voisivat luottaa itsesääntelyyn perustuvan ostotarjouskoodin suositusten olevan velvoittavampia kuin ne tosiasiansa ovat. Tehokkaan sijoittajansuojan toteutumisen kannalta itsesääntelyä perustellumpana vaihtoehtona on siten pidettävä tarjousvelvollisuudesta säätämistä velvoittavassa lainsäädännössä.

Lisäksi AML:n seuraamusjärjestelmän (AML 15 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohta) soveltuminen edellyttäisi tarjousvelvollisuudesta säädettyä lain tasolla. Myöskään AML 16 luvun 1 §:n vahingonkorvaussäännös ei soveltuisi, ellei menettelyn katsottaisi täyttävän AML 1 luvun 2 §:n mukaisen hyvän arvopaperimarkkinatavan rikkomisen edellytyksiä.

#### *Tarjousvelvollisuuden sääntelemättä jättäminen*

Sääntelemättä jättämistä voitaisiin perustella sillä, että tarjousvelvollisuudesta säätäminen voisi heikentää kannustimia hankkia määräysvalta yhtiössä. Joissakin tilanteissa merkittävän osakkeenomistajan osaaminen voisi koitua kaikkien osakkeenomistajien hyväksi. Toisaalta markkinoiden houkuttelevuuden ja sijoittajansuojan kannalta voidaan pitää perusteltuna, että sijoittajat tietävät erityisen irtautumisoikeuden olemassaolosta määräysvallan tai merkittävän vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä. Lisäksi on otettava huomioon, että kysymys on velvollisuudesta tehdä tarjous vähemmistöön jääville osakkeenomistajille, mutta osakkeenomistajan valinnassa on, haluaako tämä jäädä yhtiöön vai saada osakkeensa ostetuiksi. Vähemmistöön jäävällä osakkeenomistajalla ei toisin sanoen ole lakiin perustuvaa velvollisuutta myydä osakkeitaan tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereitaan, ellei tarjouksen tekijä saavuta osakeyhtiölain (624/2006), jäljempänä OYL, 18 luvun 1 §:ssä tarkoitettua osuutta kohdeyhtiön osakkeista ja äänistä. AMYn työryhmässä kysymyksen sääntelemättä jättämistä ei ole pidetty toivottavana ratkaisuna First North Finland -markkinan kasvaneen merkityksen ja sijoittajansuojanäkökohtien vuoksi.

Kysymyksen jättäminen vapaaehtoisuuden ja mahdollisesti kasvavien yhtiöjärjestysmääräysten varaan voisi lisäksi olla ongelmallista siksi, että samalla markkinapaikalla olisi kaupankäynnin kohteena yhtiöitä, joiden osakkeenomistajiin kohdistuvat velvollisuudet voisivat vaihdella huomattavasti. Sijoittajan tosiasiallinen selonottovelvollisuus yhtiön osakkeenomistajaan kohdistuvien velvollisuuksien sisällöstä olisi omiaan kasvattamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin liittyviä transaktiokustannuksia ja siten vähentämään markkinan houkuttelevuutta sijoituskohteena. Lisäksi yhtiöjärjestyksen noudattamisen valvonta on käytännössä liikkeeseenlaskijan hallituksen tehtävä, mikä kasvattaa liikkeeseenlaskijalle aiheutuvaa hallinnollista taakkaa. Finanssivalvonta ei voi myöskään toimivaltansa rajoissa valvoa yhtiöjärjestyksen määräysten noudattamista ja velvoittaa tarjousvelvollista toteuttamaan yhtiöjärjestysmääräykseen perustuvaa tarjousvelvollisuutta.

Lisäksi OYL:n mukaisista luovutusrajoituksista poikkeavien yhtiöjärjestysmääräysten eli niin sanottujen myrkkypillereiden hyväksyttävyyttä ei voida pitää täysin selvänä. OYL 3 luvun 6 §:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan rajoittaa oikeutta luovuttaa ja hankkia osake vain luvun 7

ja 8 §:n mukaisesti. OYL 3 luvun 7 §:ssä säädetään lunastuslausekkeesta ja 8 §:ssä suostumuslausekkeesta. Edelleen OYL 1 luvun 9 §:n toisen virkkeen mukaan yhtiöjärjestykseen ei voida ottaa määräystä, joka on osakeyhtiölain tai muun lain pakottavan säännöksen taikka hyvän tavan vastainen. Korkein oikeus on ratkaisussa KKO 2005:122 ottanut myrkkypillereiden hyväksyttävyyteen kantaa ja todennut, että tällaisten määräysten hyväksyttävyyttä on arvioitava tapauskohtaisesti. Siten ei voida pitää selvänä, että tällaiset määräykset olisivat aina OYL:n mukaisia. Laissa säädettävä tarjousvelvollisuus poistaisi tarpeen määrätä yhtiöjärjestyksessä osakkeenomistajan lunastusvelvollisuudesta, eikä asiaan liittyisi yhtiöjärjestysmääräysten OYL:n mukaisuuteen liittyvää oikeudellista epävarmuutta. Lisäksi yhtiöjärjestysmääräyksen muotoiluista voisi riippua, olisiko vähemmistöosakkeenomistaja velvollinen myymään osakkeensa lunastusrajan ylittyessä vai olisiko vähemmistöosakkeenomistajalla harkintansa mukaan mahdollisuus jäädä yhtiön osakkeenomistajaksi.

#### *Tarjousvelvollisuusrajan asettaminen*

Tarjousvelvollisuusraja on tarkoituksenmukaista asettaa sellaiseksi, että se täyttää sillä laissa tavoitellut vaikutukset, käytännössä siis rajaksi, joka johtaa määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan keskittymiseen tai siirtymiseen. Ostotarjousdirektiivi koskee 1 artiklan 1 kohdan mukaan ainoastaan säänneltyä markkinaa. Ostotarjousdirektiivi jättää säänneltyäkin markkinaa koskien tarjousvelvollisuusrajan asettamisen tietyltä osin kansalliseen harkintaan. Ostotarjousdirektiivin 5 artiklan 1 kohdassa asetetaan jäsenvaltioille velvollisuus asettaa tarjousvelvollisuus sellaiselle henkilölle, jonka osuus yksin tai toisen henkilön kanssa yhdessä toimien antaa arvopaperien hankinnan seurauksena henkilölle kyseisen yhtiön äänivallasta suoraan tai välillisesti prosentuaalisen ääniosuuden, joka antaa henkilölle määräysvallan yhtiössä. Tämä määräysvalta on 50 prosenttia kohdeyhtiön arvopaperien tuottamista äänistä. Ennen ostotarjousdirektiivin täytäntöönpanoa tarjousvelvollisuus oli vuoden 1989 arvopaperimarkkinalain 6 luvun 2 §:ssä ja myöhemmin 6 §:ssä asetettu kahteen kolmasosaan äänistä (HE 157/1988 vp, s. 57 ja HE 318/1993 vp, s. 37).

Ostotarjousdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä on kansallisesti valittu 50 prosentin tarjousvelvollisuusrajan ohella vaihtoehtoinen 30 prosentin tarjousraja. Jälkimmäisen rajan voidaan katsoa mukailevan kansainvälisiä esimerkkejä. Taustalla on erityisesti Iso-Britannian ja Ruotsin mallit (HE 6/2006 vp, s. 24–25). Sijoittajien kannalta 30 prosentin rajan on katsottu merkittävän merkittävää vaikutusvallan keskittymistä tai siirtymistä pörssiyhtiössä.

Koska ostotarjousdirektiivi ei koske monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, on tarjousvelvollisuusrajan – ja ylipäätään tarjousvelvollisuuden – asettaminen tällaiselle markkinalle puhtaasti kansallisessa harkinnassa. Linjakkaana voidaan kuitenkin markkinapaikkojen samankaltaisuudesta johtuen pitää sitä, että samat periaatteet eli lähinnä sijoittajansuojan toteutuminen määräysvallan tai merkittävän vaikutusvallan keskittyessä tai siirtyessä, toteutuvat samalla tavalla näillä markkinapaikoilla. Ottaen huomioon, etteivät sijoittajat Suomessa aina välttämättä miellä juurikaan eroa säänneltyä markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välillä, voidaan pitää perusteltuna, että tarjousvelvollisuusraja asetetaan samalle tasolle kuin se on säädetty säänneltyä markkinan yhtiöiden osalta. Näin tarjousvelvollisuus syntyisi, kun osakkeenomistajan osuus kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä ylittää 30 tai 50 prosenttia. Muunlainen ratkaisu voisi olla omiaan aiheuttamaan sekaannusta sijoittajien keskuudessa.

#### *Tarjousvelvollisuuden rajaaminen pk-yritysten kasvumarkkinalle*

Tarjousvelvollisuussäännösten soveltamisalaa olisi mahdollista rajata siten, että niitä sovellettaisiin vain pk-yritysten kasvumarkkinalla, joka on rahoitusvälineiden markkinat -



direktiivissä tarkoitettu erityinen rekisteröintiä edellyttävä monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä. Esimerkiksi Ranskassa on päädytty siihen, että ostotarjoussääntelyä sovelletaan vain pk-yritysten kasvumarkkinalla. Myös Ruotsissa ne markkinapaikat, joihin itsesääntelyyn perustuvaa ostotarjoussääntelyä tällä hetkellä sovelletaan, ovat sellaisia monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä, jotka on rekisteröity pk-yritysten kasvumarkkinaksi.

First North Finland -markkinapaikka, joka on ainoa monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä Suomessa, on rekisteröity pk-yritysten kasvumarkkinaksi. Tarjousvelvollisuussääntelyn rajaaminen koskemaan vain pk-yritysten kasvumarkkinaa mahdollistaisi sen, että Suomessa voisi toimia monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, jolla tarjousvelvollisuussääntelyä ei sovellettaisi. Tällaisilla markkinapaikoilla noudatettaisiin jatkossa nykytilaa vastaavasti, tai mahdollisesti laajemmilla menettelytapavaatimuksilla, vapaaehtoisissa ostotarjouksissa AML 11 luvun 27 §:ssä säädettyä menettelyä. Näin Suomessa voisi olla omistuksen keskittymisen mahdollistavia markkinapaikkoja. On kuitenkin otettava huomioon, että kun arvopaperit otetaan kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäynnissä, ne tulevat julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Sijoittajansuojan tarve monenkeskisessä kaupankäynnissä ei siten ole vähäisempi kuin pk-yritysten kasvumarkkinalla, joka on erityinen monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä. Tällainen sääntelyvalinta voisi myös johtaa monenkeskisten markkinapaikkojen ylläpitäjien kannalta epäriiluun kilpailuasetelmaan markkinoilla. Tällä hetkellä vapaaehtoisin ostotarjouksiin sovellettavassa AML 11 luvun 27 §:ssä ei tehdä eroa monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ja pk-yritysten kasvumarkkinan välillä. Sijoittajansuojanäkökohdat sekä sääntelyn selkeys- ja johdonmukaisuussyyt eivät puolla tarjousvelvollisuuden soveltamisalan rajaamista koskemaan vain pk-yritysten kasvumarkkinaa.

#### *Tarjousvelvollisuudesta myönnettävistä erityisistä poikkeuksista säättäminen lain tasolla*

Finanssivalvonnan mahdollisuudesta myöntää hakemuksesta poikkeus tarjousvelvollisuudesta säädetään AML 11 luvun 26 §:ssä. Poikkeuksen myöntäminen edellyttää erityistä syytä. Laissa olisi mahdollista säätää esimerkinomaisesti tilanteista, joissa poikkeus tarjousvelvollisuudesta voitaisiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä myöntää. Ranskassa finanssimarkkinaviranomaisen, *L'Autorité des marchés financiers (AMF)*, yleisessä määräyskokoelmassa säädetään erityisistä MTF-yhtiöitä koskevista poikkeuksista. AMF:lla on mahdollisuus myöntää monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä poikkeus tarjousvelvollisuudesta, jos tarjousvelvollisuusrajan rikkoutuminen on seurausta maksullisesta merkintäetuoikeusannista tai suunnatusta osakeannista.

Vastaavanlaisia erityisiä poikkeuksia ei ehdoteta lisättäväksi arvopaperimarkkinalakiin. Poikkeuksen myöntämisen edellytyksiä ei ole voimassa olevassa AML 11 luvun 26 §:ssä rajattu muuten kuin siten, että sille on oltava erityinen syy ja ettei poikkeus ole vastoin AML 1 luvun 2–4 §:n yleisiä säännöksiä (kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti, kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla) eikä 11 luvun 7 ja 8 §:n (sijoittajien tasapuolinen kohtelu ja velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista) eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita. Lisäksi Finanssivalvonnalla on AML 11 luvun 31 §:n mukaisen määräystenantovaltuuden perusteella mahdollisuus antaa tarkempia määräyksiä poikkeusten myöntämisen perusteista. Finanssivalvonnan määräystenantovaltuuden voidaan katsoa vastaavan sääntelymenettelyä, jota erityisistä poikkeuksista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säättämiseen on Ranskassa käytetty.

#### 5.1.2 Liputusvelvollisuus

##### *Liputusvelvollisuuden sääntelemättä jättäminen*

Liputusvelvollisuus perustuu avoimuusdirektiivin 9, 10 ja 13 artiklan 1 kohtaan. Liputusvelvollisuudella turvataan se, että sijoittajat saavat tiedon omistus- ja ääniosuuksien keskittymisestä. Liputusvelvollisuus koskee direktiivin mukaan vain säänneltyä markkinaa. Näin ollen liputusvelvollisuuden ulottaminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään perustuu puhtaasti kansalliseen harkintaan.

Tiedossa on, että First North Finland -yhtiöt ovat alkaneet ottaa yhtiöjärjestyksiinsä määräyksiä liputusvelvollisuudesta.<sup>17</sup> Lainsäädäntöön perustuva liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus ei ulotu yhtiöjärjestysmääräyksellä aikaansaatuun liputusvelvollisuuteen. Liputusvelvollisuuden perustuminen yhtiöjärjestysmääräykseen on omiaan lisäämään sijoittajien selonottokustannuksia ja aiheuttamaan eroja yhtiöiden käytännöissä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Liputusilmoitusten puuttuminen myös heikentää sijoittajien mahdollisuutta arvioida ostotarjousten todennäköisyyttä, sillä huomattavan omistustai ääniosuuden keskittyminen ei tule liputusilmoituksella sijoittajan havaittaviin. Kun ostotarjoussääntely ehdotetaan ulotettavaksi koskemaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, on pidettävä perusteltuna, että samalla parannetaan liputussääntelyllä sijoittajien mahdollisuutta havaita ostotarjouksen mahdollisuus. Liputusvelvollisuuden puuttuminen lisää myös riskiä omistusosuuden kasvattamiselle julkisuudelta piilossa (niin sanotut *creeping takeover* -tilanteet). Kun markkinoilla ei tällaisissa tilanteissa pystytä havaitsemaan tarjouksen tekijän ostotarjousaikaiteja ajoissa, on se omiaan vaikuttamaan tarjoushintaan laskevasti.

#### *Liputusvelvollisuuden rajaaminen*

Liputusrajat perustuvat avoimuusdirektiiviin. Direktiivin mukaiset liputusilmoitusten raja-arvot on pantu täytäntöön direktiivin mukaisia raja-arvoja mukaillen AML 9 luvun 5 §:ssä. Koska direktiivi ei velvoita säätämään liputusvelvollisuutta koskemaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, ovat liputusvelvollisuusrajat liputusvelvollisuuden ohella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kansallisesti harkittavissa. Näin ollen liputusvelvollisuusraja voitaisiin asettaa sellaiseksi, että se kattaisi esimerkiksi vain tarjousvelvollisuusrajan ylittymisen. Näin ollen liputusvelvollisuutta voitaisiin rajata siten, että liputusvelvollisuus koskisi vain tilanteita, joissa osuus saavuttaa tai ylittää 30 tai 50 prosenttia kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä. Sijoittajat saavat kuitenkin tiedon tarjousvelvollisuuden ylittymisestä sillä perusteella, että tarjousvelvollisella on velvollisuus julkistaa tarjousvelvollisuuden syntyminen. Lisäksi on otettava huomioon, että tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen lasketaan eri tavalla kuin 30 ja 50 prosentin rajan liputusvelvollisuus. Tarjousvelvollisuusrajan ylittymisessä ei oteta huomioon kohdeyhtiön hallussa olevia yhtiön omia osakkeita, kun taas liputusvelvollisuuden yhteydessä nämä lasketaan osakkeiden kokonaismäärään mukaan. Näin ollen yhtiöissä, joissa yhtiön hallussa on yhtiön omia osakkeita, tarjousvelvollisuuden julkistaminen täyttyy matalammalla tasolla kuin 30 tai 50 prosentin rajan liputusvelvollisuus. Pelkästään tarjousvelvollisuusrajan ylittymiseen perustuvalla liputusvelvollisuudella ei siten olisi sijoittajien kannalta informaatioarvoa.

Mahdollista olisi säätää monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä sovellettavista liputusrajoista siten säännelystä markkinasta poikkeavasti, ettei esimerkiksi alimpia liputusrajoja sovellettaisi tällaisilla markkinapaikoilla. Esimerkiksi Belgiassa liputusrajat

---

<sup>17</sup> Kesäkuussa 2023 51:stä First North Finland -yhtiöstä seitsemällä yhtiöllä oli yhtiöjärjestyksissä määräyksiä liputus- ja tarjousvelvollisuudesta.

alkavat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä 15:stä prosentista, kun taas säännellyllä markkinalla ensimmäinen liputusraja on viidessä prosentissa.

Kun otetaan huomioon, etteivät etenkin piensijoittajat aina välttämättä miellä juurikaan eroa First North Finland -markkinapaikan ja säännellyn markkinan välillä, on pidettävä perusteltuna, että niillä sovelletaan samanlaisia, lainsäädäntöön perustuvia liputusvelvollisuusrajoja. Muunlainen ratkaisu voisi olla omiaan aiheuttamaan sekaannusta sijoittajien keskuudessa. Esitysluonnoksesta annetun lausuntopalautteen perusteella enemmistö sidosryhmistä, jotka ottivat liputusilmoitusten raja-arvoihin kantaa, kannattivat sitä, että Suomessa sovellettaisiin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä vastaavia liputusrajoja kuin säännellyllä markkinalla. Siten liputusvelvollisuuden ehdotetaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä alkavan säännelyä markkinaa vastaavasti viidestä prosentista, jonka jälkeen liputusrajat ovat säännelyä markkinaa vastaavasti 10, 15, 20, 25, 30, 50 ja 90 prosenttia sekä kaksi kolmasosaa kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä.

#### *Liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus*

AML 9 luvun 10 §:n mukaan kohdeyhtiön saatua liputusilmoituksen, sen on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava liputusilmoituksessa olevat tiedot. Säännös perustuu avoimuusdirektiivin 12 artiklan 6 kohtaan. Direktiivin 12 artiklan 7 kohta kuitenkin mahdollistaa poikkeamaan kohdeyhtiölle säädettävästä julkistamisvelvollisuudesta, jos toimivaltainen viranomaisella julkistaa ilmoituksen saatuaan ilmoitukseen sisältyvät tiedot.

Liputusilmoitukset tehdään kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle. Tällä hetkellä säännellyn markkinan yhtiöt toimittavat niille tehdyt liputusilmoitukset säännellyn markkinan ylläpitäjän eli Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämään tiedotevarastoon (HE 32/2012 vp, s. 133–134). AML:n mukaan liikkeeseenlaskijan olisi toimitettava sille tehdyt liputusilmoitukset myös Finanssivalvonnalle. Finanssivalvonta kuitenkin katsoo, että AML:n mukainen velvoite täyttyy, kun liikkeeseenlaskija toimittaa tiedot tiedotevarastoon, josta ne ovat Finanssivalvonnan saatavilla.<sup>18</sup>

Mikäli liputusilmoitukset toimitettaisiin jatkossa suoraan esimerkiksi Finanssivalvonnan ylläpitämään tiedotevarastoon, ja Finanssivalvonnan olisi ne julkistettava, tulisi Finanssivalvonta todennäköisesti perimään tästä jonkinlaisia toimenpidemaksuja, jotka liittyvät etenkin tiedotevaraston perustamiseen ja ylläpitämiseen. Koska tiedotevarastotehtävää ei tässä yhteydessä esitetä muutettavaksi, muutoksia ei esitetä myöskään nykytilan mukaiseen kohdeyhtiön julkistamisvelvollisuuteen. Siten liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus olisi jatkossa säännellyn markkinan yhtiöiden ja MTF-yhtiöiden vastuulla.

Julkistamisvelvollisuutta voitaisiin toisaalta keventää nykyisestä. AML 9 luvun 10 §:n mukaan, kun kohdeyhtiö saa liputusilmoituksen, sen on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava liputusilmoituksessa olevat tiedot. Avoimuusdirektiivin 12 artiklan 6 kohta kuitenkin mahdollistaa sen, että kohdeyhtiö julkistaa liputusilmoituksen viimeistään kolmen kaupankäyntipäivän kuluessa liputusilmoituksen saamisesta. Avoimuusdirektiivin mahdollistamasta määräajasta säättäminen AML:n säännöksessä voisi pidentää liputusilmoituksen julkistamiseen kohdeyhtiöissä käytettävissä olevaa aikaa ja siten keventää

---

<sup>18</sup> <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>. Ks. kohta ”Säännelyjen tietojen julkistaminen ja jakelu”.

kohdeyhtiön hallinnollista taakkaa. Toisaalta muutos olisi omiaan heikentämään sijoittajien tiedonsaannin ajantasaisuutta nykyisestä.

Avoimuusdirektiivin mukainen liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus koskee säännellyn markkinan yhtiöitä eli ei yhtiöitä, joiden arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Mikään ei kuitenkaan estä kansallisesti omaksumasta avoimuusdirektiivin mahdollistamaa lähestymistapaa liputusilmoitusten julkistamisen määräajasta myös monenkeskisessä kaupankäynnissä olevia yhtiöitä koskien. Mahdollista on myös se, että liputusilmoitusten julkistamisen määräaika olisi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä pidempi kuin säännellyllä markkinalla.

Sääntelyn ei nyky muodossaan arvioida olevan hallinnollisen taakan kannalta kohtuuton säännellyn markkinan yhtiöille. Liputusilmoitusten julkistamisen säätäminen kohdeyhtiön velvollisuudeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä lisää tällaisella markkinapaikalla olevien yhtiöiden hallinnollista taakkaa vähän. Toisaalta tällaiset yhtiöt julkistavat tietoja jo nyt markkinoille, joten tiedottamiskanavat ovat yhtiöille jo olemassa. Sillä, tuleeko julkistamisen tapahtua ilman aiheetonta viivytystä vai kolmen kaupankäyntipäivän kuluessa, ei arvioida olevan suurta vaikutusta yhtiön hallinnolliseen taakkaan. Määräajan pidentämisellä voi kuitenkin olla vaikutusta markkinoiden tehokkuuteen, kun tieto olisi sijoittajien käytettävissä myöhemmin. Näin ollen liputusilmoitusten julkistaminen ehdotetaan säädettävän monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kohdeyhtiön velvollisuudeksi vastaavalla tavalla kuin säännellyllä markkinalla. Siten julkistamisen tulisi sekä säännellyllä markkinalla että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tapahtua ilman aiheetonta viivytystä siitä, kun yhtiö on saanut liputusilmoituksen.

## **5.2 Ulkomaiden lainsäädäntö ja muut ulkomailla käytetyt keinot**

### **5.2.1 Ostotarjoussääntely**

#### *Ruotsi*

Ruotsin julkisista ostotarjouksista osakemarkkinoilla annetussa laissa (*lag (2006:451) om offentlig uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*) säädetään säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osakkeista tehtävistä ostotarjouksissa noudatettavan menettelyn peruseriaateista, pakollisista ostotarjouksista ja kohdeyhtiön puolustautumisoikeuksista. Lisäksi Ruotsin arvopaperimarkkinalain (*lag (2007:528) om värdepappersmarknaden*) mukaan säännellyn markkinan ylläpitäjällä on oltava säännöt säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden osakkeista tehtäviä ostotarjouksia varten.

Tietyillä monenkeskisillä markkinapaikoilla<sup>19</sup> kaupankäynnin kohteena oleviin yhtiöihin kohdistuvia ostotarjouksia ja tarjousvelvollisuutta sääntelee Ruotsissa nykyisin *Aktiemarknadens Självregleringskommitté (ASK)*. ASK:n sääntöjen mukaan menettely vastaa pitkälti säännellyllä markkinalla ostotarjouksissa noudatettavaa menettelyä. Tarjousvelvollisuusraja on näiden sääntöjen III luvussa asetettu vastaavaksi kuin Ruotsin ostotarjouslaissa säännellyllä markkinalla, ollen 30 prosenttia äänistä.

---

<sup>19</sup> Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME and Spotlight Stock Market.  
[https://regelkommitten.se/takeover-regler/g%C3%A4llande-regler\\_23](https://regelkommitten.se/takeover-regler/g%C3%A4llande-regler_23)

### *Tanska*

Tanskassa vapaaehtoisia ja pakollisia ostotarjouksia koskeva sääntely soveltuu ainoastaan säännellyllä markkinalla.

### *Ranska*

Ostotarjouksissa noudatettavasta menettelystä määrätään Ranskan finanssimarkkinaviranomaisen, *L'Autorité des marchés financiers (AMF)*, yleisessä määräyskokoelmassa<sup>20</sup>. Ranskassa menettely ostotarjouksissa pk-yritysten kasvumarkkinalla<sup>21</sup> vastaa pitkälti menettelyä säännellyllä markkinalla. Tarjousvelvollisuusraja on säännellyllä markkinalla sovellettavan 30 prosentin tarjousrajan sijasta kuitenkin 50 prosenttia omistus- tai ääniosuudesta. AMF:lla on mahdollisuus myöntää monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä poikkeus tarjousvelvollisuudesta. Poikkeukset liittyvät tilanteisiin, joissa tarjousvelvollisuusrajan rikkoutuminen on seurausta maksullisesta merkintäetuoikeusannista tai suunnatusta osakeannista.

### *Saksa*

Saksassa vapaaehtoisista ja pakollisista ostotarjouksista säädetään laissa arvopapereiden hankinnasta ja yritysvaltauksista (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*). Säännöksiä sovelletaan vain säännellyllä markkinalla.

### *Yhdistynyt kuningaskunta*

Yhdistyneen kuningaskunnan ostotarjouskoodia (*UK Takeover Code*<sup>22</sup>) sovelletaan sekä säännellyllä markkinalla että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä vastaa koodissa sitä mitä EU:n rahoitusvälineiden markkinat -asetuksessa (EU) 600/2014<sup>23</sup> monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä tarkoitetaan. Tarjousvelvollisuusraja sekä säännellyllä markkinalla että monenkeskisessä kaupankäynnissä on 30 prosentissa yhtiön osakkeiden tuottamista äänistä.

### *Belgia*

Belgiassa monenkeskisessä kaupankäynnissä tehtäviin ostotarjouksiin sovelletaan lakisääteisiä vaatimuksia. Monenkeskisessä kaupankäynnissä tarjousvelvollisuusraja on asetettu 50 prosenttiin säännellyllä markkinalla noudatettavan 30 prosentin sijasta.

---

<sup>20</sup> <https://www.amf-france.org/en/eli/fr/aai/amf/rg/20230730/notes>. MTF-ostotarjousten osalta ks. luku V.

<sup>21</sup> Määräyskokoelman 235-1 artiklan mukaan ostotarjousnäköisiä sovelletaan 524-1 artiklassa tarkoitettuun markkinaan, eli pk-yritysten kasvumarkkinaan. Pk-yritysten kasvu-markkina (*SME Growth Market*) on rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä tarkoitettu erityinen rekisteröity monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä. First North Finland -markkinapaikka on myös rekisteröity pk-yritysten kasvumarkkinaksi.

<sup>22</sup> <https://code.thetakeoverpanel.org.uk/tp>

<sup>23</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.

## *Viro*

Viron arvopaperimarkkina- ja osakekauppa (Väärtpaberituruseadus) ei ostotarjous- ja osakekaupan osalta tehdä eroa säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäynnin välillä. Ostotarjous- ja osakekauppoja sovelletaan kaikkiin Virossa rekisteröityihin julkisiin yhtiöihin, joiden osakkeilla käydään kauppaa markkinapaikoilla Virossa. Tarjousvelvollisuus on henkilöllä, joka käyttää kohdeyhtiössä määräävää vaikutusvaltaa.

### 5.2.2 Liputussääntely

#### *Ruotsi, Tanska ja Islanti*

Ruotsissa, Tanskassa tai Islannissa liputussääntelyä ei sovelleta Fisrt North -markkinapaikalla.

#### *Ranska*

Ranskassa huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista koskevan sääntelyn yleisistä puitteista säädetään *Code de Commercen* L233-7 artiklassa. Säännöksen mukaan henkilön, jonka omistus- tai ääniosuus saavuttaa, ylittää tai alittaa 5, 10, 15, 20, 25, 30 prosenttia, 1/3, 50 prosenttia, 2/3 taikka 90 tai 95 prosenttia yhtiön osakepääomasta tai äänimäärästä, on ilmoitettava omistus- tai ääniosuudestaan yhtiölle ja finanssimarkkinaviranomaiselle (*Autorité des marchés financiers, AMF*).

Artiklan II kohdan mukaan finanssimarkkinaviranomainen voi yleisessä määräyskokoelmassaan määrätä, että silloin kun rahoitusvälineet ovat kaupankäynnin kohteena muualla kuin säännellyllä markkinalla, vain osaa artiklassa tarkoitetuista liputusraja-arvoista on sovellettava. AMF:n määräyskokoelman mukaan ilmoitusten raja-arvot ovat pk-yritysten kasvumarkkinalla<sup>24</sup> 50 ja 90 prosenttia. Liputusilmoitusten raja-arvot ovat siten selvästi säännellyllä markkinalla sovellettavia raja-arvoja kevyemmät. Käytännössä liputusraja on Ranskassa asetettu matalimmillaan pakollista ostotarjousvelvollisuusrajaa vastaavasti 50 prosentin tasolle.

#### *Saksa*

Saksassa liputusvelvollisuudesta säädetään Saksan arvopaperikauppalaisissa (*Wertpapierhandelsgesetz*). Liputusvelvollisuutta sovelletaan Saksassa vain säännellyllä markkinalla.

#### *Yhdistynyt kuningaskunta*

Yhdistyneessä kuningaskunnassa sovelletaan liputusvelvollisuuksia monenkeskisellä AIM-markkinapaikalla (*London Stock Exchange's Market for Small and Medium Size Growth*

---

<sup>24</sup> 223-15-1 artiklan mukaan menettely soveltuu määräyskokoelman 524-1 artiklassa tarkoitettuun markkinaan, eli pk-yritysten kasvumarkkinaan. Pk-yritysten kasvumarkkina (*SME Growth Market*) on rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä tarkoitettu erityinen rekisteröity monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä.

*Companies*) AIM-sääntöihin<sup>25</sup> perustuen. AIM-sääntöjen mukaan niin sanottuihin DTR-yhtiöihin sovelletaan FCA:n (*The Financial Conduct Authority*) DTR-säännöstöä (*Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook*)<sup>26</sup>. DTR-säännöstössä säädetään osakkeenomistajan liputusvelvollisuudesta siten, että osakkeenomistajan, jonka omistus- tai ääniosuus liikkeeseenlaskijassa saavuttaa, ylittää tai alittaa 3 prosenttia, on ilmoitettava tästä liikkeeseenlaskijalle. Liputusvelvollisuus on tämän jälkeen prosenttiyksikön välein. AIM-sääntöjen perusteella liikkeeseenlaskijan on julkistettava sille tehdyt liputusilmoitukset. Käytännössä DTR-yhtiöt ovat yhtiöitä, joiden kotipaikka on Yhdistyneessä kuningaskunnassa. AIM-sääntöjen mukaan yhtiöiden, joihin ei sovelleta DTR-säännöstöä, olisi ryhdyttävä kohtuullisiin toimenpiteisiin, jotta ne voivat täyttää liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuuden. Tällaisissa tapauksissa AIM-säännöissä suositellaan, että liputusvelvollisuuksista otetaan määräyksiä yhtiön yhtiöjärjestykseen.

### *Belgia*

Liputusvelvollisuudet soveltuvat Belgiassa sellaisilla monenkeskisillä kaupankäyntijärjestelmillä, jotka on erikseen määritelty kuninkaallisella asetuksella. Tällä hetkellä liputusvelvollisuudet soveltuvat *Euronext Growth* -markkinapaikalla.<sup>27</sup> Liputusrajat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ovat kevyemmät kuin säännellyllä markkinalla. Säännellyllä markkinalla liputusvelvollisuudet alkavat viidestä prosentista ja liputusvelvollisuus on tämän jälkeen viiden prosenttiyksikön välein. Niillä monenkeskisillä markkinoilla, joilla liputusvelvollisuuksia kuninkaalliseen asetukseen perustuen sovelletaan, liputusilmoitusten raja-arvot ovat 15, 25, 30, 50, 75 ja 95 prosenttia.

### *Viro*

Liputussäännökset soveltuvat Virossa säännellyn markkinan ohella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Liputusvelvollisuusrajat ovat molemmilla markkinapaikoilla samat eli 5, 10, 15, 20, 25 tai 50 prosenttia taikka 1/3 tai 2/3 äänistä liikkeeseenlaskijassa.

### *Puola*

Puolassa sovelletaan liputusvelvollisuuksia sekä säännellyllä markkinalla että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Liputusrajat ovat molemmilla markkinapaikoilla samat, eli 5, 10, 15, 20, 25, 33, 33 1/3, 50, 75 tai 90 prosenttia äänistä kohdeyhtiössä. Liputussäännöksiä ei kuitenkaan sovelleta monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä yhtiöihin, joiden kotipaikka ei ole Puolassa, ja joiden liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta. Puolan sääntely on esimerkki sääntelystä, jossa on päädytty liputussääntelyn yhdenmukaistamiseen eri markkinapaikoilla. Puolassa ei kuitenkaan toisaalta sovelleta ostotarjoussääntelyä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

---

<sup>25</sup>

[https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/AIM%20Rules%20for%20Companies%20%2801012021%29\\_1.pdf](https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/AIM%20Rules%20for%20Companies%20%2801012021%29_1.pdf)

<sup>26</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf>

<sup>27</sup> Tilanne 20.9.2023.

## 6 Lausuntopalaute

### *Yleisesti lausuntokierroksesta*

Hallituksen esitysluonnoksesta järjestettiin lausuntokierros 8.8.—18.9.2023. Lausuntoa pyydettiin 22:lta yksilöidyltä taholta. Näistä lausuntoon vastasi 19 tahoa. Lausuntoja annettiin kaikkiaan 21 kappaletta.

Lausuntopyyntöön vastasivat Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Borenius Asianajotoimisto Oy, Elinkeinoelämän keskusliitto, Finanssiala ry, Finanssivalvonta, Helsingin hallinto-oikeus, Helsingin yliopisto / Oikeustieteellinen tiedekunta, 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 / Johtamisen ja talouden tiedekunta, työ- ja elinkeinoministeriö sekä valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto.

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

Lausuntopyyntö, lausuntoyhteenveto ja lausuntopyyntöön vastanneiden yksityiskohtaiset lausunnot ovat nähtävillä julkisessa palvelussa osoitteessa [valtioneuvosto.fi/hankkeet](https://valtioneuvosto.fi/hankkeet) tunnuksella VM039:00/2023.

### *Ostotarjouksia koskevien menettelytapasäännösten ulottaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle*

Kaikki lausunnonantajat yhtä yksityishenkilöä lukuun ottamatta kannattivat AML 11 luvun menettelytapasäännösten ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Lausunnoissa korostettiin First North Finland -markkinapaikan kasvanutta merkitystä Suomen arvopaperimarkkinoilla. Sääntely olisi omiaan parantamaan sijoittajansuojaa, markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta ja markkinoiden toimivuutta. Sääntelyn täytäntöönpantavuuden, tehokkuuden ja ennakoitavuuden kannalta lain tasoista sääntelyä pidettiin perusteltuna.

Lausunnoissa nostettiin esille se, että First North Finland -yhtiöistä on viime aikoina tehty julkisia ostotarjouksia. Ehdotetut muutokset eivät lausunnonantajien mukaan lisää merkittävästi kohdeyhtiöiden hallinnollista taakkaa, sillä ostotarjoukset ovat kertaluonteisia tapahtumia. Suurin osa velvollisuuksista kohdistuu kohdeyhtiön sijaan ostotarjouksen tekijään. Lisäksi tuotiin esille, että kaikki sijoittajat eivät välttämättä miellä eroa monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ja säännellyn markkinan välillä. Osa ehdotuksia kannattaneista lausunnonantajista viittasi lausuntonsa yhteydessä yleisemmin Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n sääntelyaloitteessa esitettyihin perusteluihin.

### *Tarjousvelvollisuuden ulottaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle*

Tarjousvelvollisuuden ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kannatettiin laajasti. Perustelut olivat pitkälti samoja kuin edellä menettelytapasäännösten yhteydessä on kuvattu eli First North Finland -markkinapaikan kasvanut merkitys, sijoittajansuoja sekä lain tasoisen sääntelyn tarve.

*Suomen Asianajajaliitto* kyseenalaisti lausunnossaan sen, onko esitysluonnoksessa käsitelty riittävästi tarjousvelvollisuutta puoltavia ja vastustavia argumentteja. Se katsoi kuitenkin, että tarjousvelvollisuuden ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään puoltaa



sääntelyn yhdenmukaistaminen säännellyn markkinan sääntelyn kanssa sekä se, että Ruotsissa vastaavalla markkinalla sekä tietyillä muilla monenkeskisillä markkinapaikoilla sovelletaan tarjousvelvollisuutta, kun 30 prosentin äänioikeusraja saavutetaan. Suomen Asianajajaliitto toi myös esille, ettei sääntelyllä lisättäisi juurikaan yhtiöiden hallinnollisia kustannuksia.

*Tampereen yliopisto / Johtamisen ja talouden tiedekunta* esitti, että esitysluonnoksessa olisi ollut perusteltua käsitellä tarkemmin sitä, mikä olisi sopiva tarjousvelvollisuusraja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Sen mukaan olisi myös tullut tarkastella, onko First North Finland -yhtiöillä sellaisia lisärahoitustarpeita, jotka johtavat säännellyn markkinan yhtiöitä useammin tarjousvelvollisuusrajojen ylittymiseen. Tampereen yliopisto ei kuitenkaan katsonut, että ehdotettavalla sääntelyllä olisi tullessaan voimaan merkittävää vaikutusta suomalaisten monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien yleiseen houkuttelevuuteen.

*Tarjousasiakirjaa koskevan valtiovarainministeriön asetuksen soveltaminen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä*

*Finanssivalvonta* kiinnitti lausunnossaan huomiota siihen, että tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista on säädetty tarkemmin valtiovarainministeriön asetuksella 1022/2012. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan esityksessä olisi asianmukaista selventää, että asetusta sovelletaan jatkossa myös julkisiin ostopapereihin monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Asetuksen päivitystarpeet olisi Finanssivalvonnan mukaan myös tarpeen arvioida. Esimerkiksi asetuksen vaihtotarjouksia koskevan 12 §:n mukaan tarjottaessa arvopaperivastiketta on annettava lisäksi AML 4 luvun 1 §:ssä tarkoitetun esitteen sisältövaatimusten mukaiset tiedot. Koska AML 4 luvun 1 § on kumottu, tulisi asetuksessa viitata AML 3 luvun 1 §:ään, jossa nykyään säädetään esitteen julkaisemismuutoksista ja viitataan esiteasetukseen. Lisäksi vaihtotarjoukseen voi soveltaa edellä mainittujen säännösten johdosta EU:n esiteasetuksen 2017/1129 1 artiklan 4 kohdan f alakohdan esitepoikkeus edellyttäen, että laaditaan komission delegoidun asetuksen 2021/528 mukainen vapautusasiakirja. Finanssivalvonta toi tältä osin esille, että vapautusasiakirjan sisältövaatimukset voivat esitesääntelystä johtuen olla laajemmat esimerkiksi silloin, kun vastikkeena tarjotaan osakkeita, jotka ovat samanlaisia monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä jo kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden kanssa verrattuna tilanteeseen, jossa vastikkeena tarjotaan osakkeita, jotka ovat samanlaisia säännellyllä markkinalla jo kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden kanssa.

Esityksessä tunnustetaan Finanssivalvonnan esittämät mahdolliset muutostarpeet valtiovarainministeriön asetukseen 1022/2012. Viittaus kumottuun AML 4 luvun 1 §:ään on vanhentunut, ja viittauksen tulisi olla AML 3 luvun 1 §:ään. Asetusta on syytä muuttaa tältä osin samalla kun asetukseen tehdään muutoksia, joilla huomioidaan ostopapereiden sääntelyn laajentuminen monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Muiden muutostarpeiden perusteellisempi arviointi esitetään siirrettäväksi mahdolliseen EU:n *Listing Act* -säädöskokonaisuuden ([U 106/2022 vp](#)) täytäntöönpanon yhteyteen. Tältä osin on syytä huomata, että komission *Listing Act* -ehdotuksessa esiteasetuksen mukaisia säännellyille markkinalle sovellettavia esitepoikkeuksia koskien sellaisten arvopapereiden liikkeeselaskua, jotka ovat samanlaisia kaupankäynnin kohteena jo olevien arvopapereiden kanssa, ehdotetaan laajennettavaksi pk-yritysten kasvumarkkinalle (ks. U 106/2022 vp, s. 4-5). Tällä hetkellä säädöskokonaisuuden käsittely EU:ssa on vielä kesken.

*Yksissä tuumin toimiminen*

Kaikki lausunnonantajat, jotka ottivat nimenomaisesti kantaa muutosehdotukseen selkiyttää yksissä tuumin toimimista koskevaa AML 11 luvun 5 §:ää, kannattivat ehdotuksen tavoitteita. *Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Finanssivalvonta ja Keskuskauppakamari* esittivät kuitenkin tarkennusta siten, että säännös tulisi sovellettavaksi vain tilanteissa, joissa yhtiö on tehnyt AML 9 luvun 8 a §:n mukaisen ilmoituksen poikkeuksen soveltamisesta tai saanut 8 c:ssä tarkoitetun Finanssivalvonnan myöntämän poikkeusluvan. Lisäksi kyseisissä lausunnoissa ehdotettiin säännöksen 4 momentiksi siirtyvän nykyisen 3 momentin ulottamista koskemaan koko 2 momenttia, jotta Finanssivalvonta voisi tapauskohtaisesti myöntää poikkeuksen myös muissa kuin AML 9 luvun 8 a ja 8 c §:ssä tarkoitetuissa tilanteissa. Finanssivalvonta esitti myös, että AML 11 luvun 5 §:n 2 momenttiin lisättäväksi ehdotettu sana ”lähtökohtaisesti” vähentäisi sääntelyn selkeyttä ja voisi johtaa haastaviin tulkintatilanteisiin. Sen mukaan kyseisen momentin sanamuotoa ei tulisi muuttaa.

*Borenius Asianajotoimisto Oy ja Suomen Asianajajaliitto* esittivät, että säännöksessä tulisi huomioida myös tilanteet, joissa sovellettavilla laeilla tai määräyksillä taikka riittävillä sisäisillä toimenpiteillä on varmistettu, että tarjouksentekijä ei pysty vaikuttamaan sen määräysvallassa olevien yhteisöjen ja säätiöiden kaupankäyntitoimintaan. Molemmat katsoivat, että tilanteista, joissa 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, tulisi säätää lain tasolla. Suomen Asianajajaliitto esitti harkittavaksi, onko johdonmukaista kytkeä yksissä tuumin toimimisen määritelmä ilmoitukseen liputusvelvollisuudesta poikkeamisesta.

Esityksessä ei ehdoteta lisättäväksi arvopaperimarkkinalakiin säännöksiä siitä, että oikeushenkilöitä, joissa on otettu käyttöön ja pantu täytäntöön riittävät ja tehokkaat sisäiset järjestelyt ja menettelyt sen varmistamiseksi, ettei kaupankäyntipäätöksiä tekevällä tai niihin vaikuttavalla ole hallussaan tietoa mahdollisesta ostotarjouksesta, ei katsottaisi yksissä tuumin toimiviksi. Ehdotettu säännös laajentaisi poikkeuksen soveltamisalaa liiallisesti, sillä se koskisi kategorisesti kaikkia tilanteita, joissa oikeushenkilö on omilla sisäisillä toimenpiteillään pyrkinyt varmistumaan siitä, ettei kaupankäyntipäätöksiä tekevällä tai niihin vaikuttavalla ole tietoa mahdollisesta ostotarjouksesta. Finanssivalvonnalla ei siten olisi käytössään tietoa niistä toimijoista, jotka soveltaisivat poikkeusta, mikä vaikeuttaisi merkittävästi sen valvontatyötä. Näissä tilanteissa voitaisiin kuitenkin hakea AML 11 luvun 5 §:ään ehdotetun 4 momentin mukaista poikkeusta Finanssivalvonnalta.

AML 11 luvun 5 §:n 2 momentin säännökseen ei myöskään ehdoteta lisättäväksi sanaa ”lähtökohtaisesti”, sillä se voisi tarpeettomasti lisätä yksissä tuumin toimimisen käsitteeseen liittyviä tulkintaepäselvyyksiä. Säännöksen 2 momentin olettamasaännöksestä säädettävä lain tasoinen poikkeus (ehdotettu 3 momentti) ja Finanssivalvonnan tapauskohtaisen arvioinnin laajentaminen nykyisestä (ehdotettu 4 momentti) eivät välttämättä edellytä sanan ”lähtökohtaisesti” lisäämistä 2 momentin olettamasaännökseen. Jo nyky muodossaan 2 momentin olettamasaännöksen 3 kohdasta voidaan pykälän 3 momentin mukaisesti poiketa, vaikka 2 momentti ei sisällä sanaa ”lähtökohtaisesti”.

#### *Liputusvelvollisuuden ulottaminen monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle*

Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista koskevien säännösten ulottamista monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kannatettiin laajasti. Osassa lausunnoista esitettiin huolia siitä, että ehdotetulla sääntelyllä poikettaisiin pohjoismaisesta linjasta. Lisäksi katsottiin, että kohdeyhtiölle liputusilmoitusten julkistamisesta seuraava hallinnollinen taakka tulisi pääministeri Petteri Orpon hallituksen hallitusohjelman kirjausten valossa poistaa tai

minimoida. Hallinnollinen taakka voitaisiin poistaa säätämällä liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus Finanssivalvonnan tehtäväksi. Hallinnollista taakkaa voitaisiin minimoida pidentämällä liputusilmoitusten julkistamisen määräaika. Muutosten tulisi lausuntojen perusteella koskea yhtä lailla säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteeksi otettuja yhtiöitä. Näissä lausunnoissa katsottiin myös, että liputussäntelyä koskevat ehdotukset tulisi siirtää arvioitavaksi EU:n ESAP-asetuksen tai Listing Act -sääntelykokonaisuuden kansallisen täytäntöönpanon yhteyteen.

Esityksessä ei ehdoteta liputusilmoitusten julkistamisen siirtämistä liikkeeseenlaskijoilta Finanssivalvonnan tehtäväksi. Vaikka lausuntopalautteen mukaan tämä voisi vähentää liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista taakkaa, on otettava huomioon, että muutos johtaisi todennäköisesti kustannusten kohdentumiseen eri tavalla. Liputusilmoitukset tehdään kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle. Tällä hetkellä säännellyn markkinan yhtiöt toimittavat niille tehdyt liputusilmoitukset säännellyn markkinan ylläpitäjän eli Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämään tiedotevarastoon (HE 32/2012 vp, s. 133–134). Lisäksi AML:n mukaan liikkeeseenlaskijan olisi toimitettava sille tehdyt liputusilmoitukset Finanssivalvonnalle. Finanssivalvonta kuitenkin katsoo, että AML:n mukainen velvoite täyttyy, kun liikkeeseenlaskija toimittaa tiedot tiedotevarastoon, josta on Finanssivalvonnan saatavilla.<sup>28</sup> Mikäli liputusilmoitukset toimitettaisiin jatkossa suoraan Finanssivalvonnan ylläpitämään tiedotevarastoon, ja Finanssivalvonnan olisi ne julkistettava, tulisi Finanssivalvonta todennäköisesti perimään tästä jonkinlaisia toimenpidemaksuja, jotka liittyvät tiedotevaraston perustamiseen ja ylläpitämiseen.

Liputusilmoitusten tarpeellisuutta ja sääntelyn toteuttamista koskevan arvion siirtämistä ESAP-tai Listing Act -säädöskokonaisuuden mahdollisen täytäntöönpanon yhteyteen ei ole pidetty perusteltuna, koska tällöin ostotarjoussäntelyä sovellettaisiin MTF-markkinalla ilman velvollisuutta huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamiseen. Tällöin ostotarjoussäntelyn mekanismit eivät toimisi tarkoituksenmukaisella tavalla, kun mahdollinen ostotarjouksen uhka ei olisi sijoittajien havaittavissa.

Lausunnoissa on myös esitetty, että liikkeeseenlaskijan hallinnollista taakkaa voitaisiin keventää pidentämällä liputusilmoitusten julkistamisen määräaika avoimuusdirektiivin mahdollistamaan kolmeen kaupankäyntipäivään. Tällä hetkellä kohdeyhtiöllä on liputusilmoituksen saatuaan velvollisuus julkistaa siihen sisältyvät tiedot ilman aiheetonta viivytystä. Määräajan pidentämisellä olisi välttämättä vaikutusta markkinoiden tiedonsaannin ajantasaisuuteen. Vaikka tietoa ei pidettäisi rahoitusvälineen hinnan kannalta sillä tavalla olennaisena, että kysymys olisi sisäpiiritiedosta, joka markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa (EU) 596/2014 liikkeeseenlaskijaa veloitetaan julkistamaan mahdollisimman pian tiedon syntymisestä, voi yhtiön omistuksissa tapahtuneilla muutoksilla olla sijoittajille merkittävää informaatioarvoa. Markkinoiden tehokkuuden kannalta ei ole perusteltua myöhentää vaadittua tiedottamisajankohtaa nykyisestä. Nykyistä käytäntöä, jonka mukaan liputusilmoitusten julkistamisen on tapahduttava ilman aiheetonta viivästystä, ei ole pidettävä liikkeeseenlaskijoiden kannalta kohtuuttomana. Liputusilmoituksen julkistaminen ei poikkea siitä, että yhtiöt ovat listayhtiöinä velvollisia julkistamaan erilaisia tiedotteita.

---

<sup>28</sup> <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>. Ks. kohta ”Säänneltyjen tietojen julkistaminen ja jakelu”.

Liputusilmoitusten julkistaminen ei ole myöskään siinä määrin toistuvaa että se aiheuttaisi merkittävää hallinnollisen taakan lisääntymistä MTF-liikkeeseenlaskijassa.

#### *Yksityiskohtaisia huomioita säännöksistä*

Lausunnoissa tuotiin esille yksityiskohtaisia huomioita tietyistä esitysluonnoksen säännösehdoista. Huomiot koskivat AML 11 luvun säännöksistä 2 §:ää (säännösten soveltaminen Euroopan talousalueella), 10 §:n 1 momenttia (julkistamisessa noudatettava menettely), 23 §:n 3 momenttia (tarjousvastike pakollisessa ostotarjouksessa), 24 §:n 2 momentin 1 kohtaa (tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa) ja 29 §:n 2 momenttia (salassapitovelvollisuus). Esitystä on 11 luvun 10 §:n 1 momenttia, 23 §:n 3 momenttia ja 24 §:n 2 momentin 1 kohtaa koskevien huomioiden osalta tarkennettu ja muutettu siten, että luvun säännökset soveltuvat myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Tarjousvastikkeesta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ehdotetaan säädettävän erillisessä pykälässä. Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävän vapaaehtoisesta ostotarjouksen tarjousvastikkeesta säätäminen nykyisessä säänneltyyn markkinaan soveltuvassa pykälässä voisi olla ostotarjousdirektiivin kannalta ongelmallista, sillä direktiivin voi tulkita asettavan rajoituksia sille, millaisella markkinapaikalla tarjousvastikkeena käytettävät arvopaperit voivat olla kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tehtävissä ostotarjouksissa.

Esityksessä ei ehdoteta muutoksia 11 luvun 2 §:ään, koska kysymyksessä on ostotarjousdirektiiviin perustuva lainvalintasäännös, jota sovelletaan vain säännellyllä markkinalla. Myöskään luvun 29 §:n 2 momenttia ei ehdoteta muutettavaksi, koska säännöksessä viitataan luvun 28 §:ään, jota ei ehdoteta sovellettavaksi kohdeyhtiöön, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

Finanssivalvonta katsoi lisäksi, että AML 9 luvun 1 §:n 2 momentin ensimmäinen virke tulisi päivittää siten, että lukua sovelletaan myös kohdeyhtiönä olevaan liikkeeseenlaskijaan, jonka osakkeet ovat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön. Esitystä on muutettu Finanssivalvonnan ehdottamalla tavalla.

Finanssivalvonta katsoi myös, että sääntelyn selkeyden ja johdonmukaisuuden näkökulmasta AML 9 luvun 10 §:ssä (kohdeyhtiön julkistamisvelvollisuus) olisi tarpeen huomioida, mitä ”julkistamisella” tarkoitetaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattujen yhtiöiden osalta. Finanssivalvonta kiinnitti huomiota siihen, että ”julkistaminen” on määritelty AML 2 luvun 11 §:ssä, ja sillä tarkoitetaan säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle ja asianomaiselle säännellylle markkinalle 10 luvun 3 ja 4 §:ssä tarkoitettulla tavalla, eikä se koske monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattuja yhtiöitä. Finanssivalvonta kiinnitti huomiota myös siihen, että AML 9 luvun 11 §:n 2 momentissa viitataan julkistamisessa käytettävän kielen osalta AML 10 luvun 4 §:n mukaiseen säänneltyjen tietojen kielivaatimukseen, mikä ei koske monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listattuja yhtiöitä. Finanssivalvonnan näkemykset on otettu esityksessä huomioon tarkentamalla AML 2 luvun 11 §:n sekä 9 luvun 11 §:n 2 momentin säännöksiä.

## **7 Säännöskohtaiset perustelut**

### **2 luku Määritelmät**

**8 §. Kohdeyhtiö.** Pykälää ehdotetaan muutettavaksi siten, että kohdeyhtiön määritelmä kattaisi myös liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena Suomessa liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Pykälän esittämistapaan tehtäisiin myös tekninen muutos esittämällä 9 ja 11 luvussa sovellettavat kohdeyhtiön määritelmät omissa kohdissaan.

**11 §. Julkistaminen.** Pykälän mukaista julkistamisen määritelmää ehdotetaan muutettavaksi, jotta määritelmässä huomioitaisiin ehdotetut muutokset AML 9 luvun 10 §:ään ja 11 luvun 10 §:ään. Säännöksen mukaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä julkistamisen tulisi tapahtua AML 10 luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitettulla tavalla. Tämä tarkoittaisi sitä, ettei tietoja olisi toimitettava AML 10 luvun 3 §:n 2 momentissa tarkoitettuun tiedotevarastoon. Myöskään AML 10 luvun 4 §:n mukaisia kielivaatimuksia ei sovellettaisi tietojen julkistamiseen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Tiedot olisi niiden julkistamisen yhteydessä toimitettava monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle. Menettely vastaisi sitä, mitä AML 10 luvun 3 §:n 2 momentissa säädetään tietojen toimittamisesta säännellyn markkinan ylläpitäjälle.

## 9 luku **Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen**

**1 §. Soveltamisala.** Pykälää ehdotetaan muutettavaksi siten, että huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisen ja julkistamisen soveltamisala kattaisi myös liikkeeseenlaskijat, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

**3 §. Kohdeyhtiö.** Pykälää ehdotetaan muutettavaksi siten, että kohdeyhtiön määritelmä kattaisi myös liikkeeseenlaskijan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

**11 §. Liputusilmoituksessa sekä sen julkistamisessa käytettävä kieli.** Pykälän 2 momentin sanamuotoa ehdotetaan muutettavaksi, jotta olisi selvää, että säännöksen mukainen kielivaatimus kohdistuisi jatkossakin vain kohdeyhtiöön, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Säännöksen mukaista kielivaatimusta ei siten sovellettaisi kohdeyhtiöön, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

## 11 luku **Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus**

**1 §. Yleinen soveltamisala.** Pykälän 1 ja 2 momenttia ehdotetaan muutettavaksi siten, että luvun säännökset soveltuisivat jatkossa myös liikkeeseenlaskijoihin, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Pykälän 3 momentti ehdotetaan kumottavaksi, sillä siinä viitataan kumottavaksi ehdotettavaan 27 §:ään.

**5 §. Yksissä tuumin toimivat henkilöt.** Pykälään ehdotetaan lisättäväksi uusi 3 momentti, jonka mukaan yksissä tuumin toimivina ei pidettäisi sellaisia säännöksen 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä, joihin sovelletaan arvopaperimarkkinalain 9 luvun 8 a tai 8 c §:n säännöksiä. Uuden 3 momentin soveltaminen edellyttäisi sitä, että 9 luvun 8 a §:ssä tarkoitettu yhteisö on tehnyt 8 a §:n 3 momentin mukaisen ilmoituksen Finanssivalvonnalle, ja milloin kyseessä on 8 c §:ssä tarkoitettu yhteisö, että yhteisölle on myönnetty 8 c §:ssä tarkoitettu poikkeuslupa. Uuden 3 momentin seurauksena nykyinen 3 momentti siirtyisi 4 momentiksi. Uusi 4 momentti ulotettaisiin koskemaan koko 2 momenttia. Näin ollen Finanssivalvonta voisi

jatkossa myöntää säännöksessä tarkoitettun poikkeuksen 2 momentin 3 kohdan ohella myös 1 ja 2 kohdassa tarkoitetuille henkilöille.

**10 §.** *Julkistamisessa noudatettava menettely.* Pykälän 1 momenttia ehdotetaan muutettavaksi siten, että menettelyt tietojen julkistamiseksi ja saatavilla pitämiseksi vastaisivat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä mahdollisimman pitkälle säännellyllä markkinalla ostotarjoustietojen julkistamista ja saatavilla pitämistä. Momenttiin ehdotetaan siksi lisättäväksi, että kun liikkeeseenlaskijan osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, tiedot on julkistettava ja pidettävä saatavilla 10 luvun 3 §:n 1 momentin ja 5 §:n 1 momentin mukaisesti.

**11 §.** *Tarjousasiakirja.* Pykälän 1 momenttia ehdotetaan muutettavaksi siten, että säännös kattaisi myös tarjousasiakirjan julkistamisen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä silloin, kun kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

**19 §.** *Pakollinen ostotarjous.* Pykälää pakollisesta ostotarjouksesta ehdotetaan muutettavaksi siten, että tarjousvelvollisuus soveltuisi myös osakkeenomistajaan, jonka ääniosuus kasvaa yli tarjousvelvollisuusrajan liikkeeseenlaskijassa, jonka osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

**23 §.** *Tarjousvastike pakollisessa ostotarjouksessa.* Pykälän 3 momenttia ehdotetaan muutettavaksi siten, että siitä ilmenisi yhtiön, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, osakkeista ja niihin oikeuttavista arvopapereista tehtävän pakollisen ostotarjouksen käyvän hinnan määrittämisen lähtökohdat.

**24 §.** *Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa säännellyllä markkinalla.* Ehdotettavan uuden 24 a §:n seurauksena pykälän otsikko ehdotetaan muutettavaksi. Säännöksessä säädettäisiin tarjousvastikkeesta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa säännellyllä markkinalla.

**24 a §.** *Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.* Pykälä olisi uusi ja se vastaisi sisällöltään tarjousvastikkeesta vapaaehtoisessa ostotarjouksessa säännellyllä markkinalla säädettyä.

**27 §.** *Julkinen ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.* Pykälä ehdotetaan kumottavaksi, sillä luvun 1 §:n soveltamisalasäännökseen ehdotettavan muutoksen mukaisesti koko lukua julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta sovellettaisiin jatkossa myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin.

**31 §.** *Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus.* Pykälän 1 momenttia ehdotetaan muutettavaksi ulottamalla Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus myös niihin perusteisiin, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden ei katsota toimivan yksissä tuumin.

## 15 luku **Hallinnolliset seuraamukset**

**2 §.** *Seuraamusmaksu.* Pykälän 1 momentin 5 kohtaa ehdotetaan muutettavaksi poistamalla siitä viittaus kumottavaksi ehdotettavaan 11 luvun 27 §:ään ja lisäämällä siihen viittaus uuteen 11 luvun 24 a §:ään.

## **8 Lakia alemman asteinen sääntely**

AML 11 luvun 30 §:n 1 ja 2 momentti sisältävät valtiovarainministeriölle annetun asetuksenantovaltuuden. Momenttien nojalla on annettu valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012).

Ehdotettavat muutokset AML 11 lukuun edellyttävät muutoksia kyseiseen valtiovarainministeriön asetukseen, jotta siinä huomioidaan säännellyllä markkinalla tehtävien ostotarjousten ohella ostotarjoukset, joissa kohdeyhtiönä on liikkeeseenlaskija, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Niiltä osin kuin voimassa olevan asetuksen 7 §:n 9 kohdassa, 8 §:n 1 momentin 4 kohdassa ja 9 §:n 5 kohdassa viitataan säänneltyyn markkinaan, olisi säännöksiä sovellettava myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

## **9 Voimaantulo**

Ehdotetaan, että laki tulee voimaan 1.3.2024. Säännöksiä ei kuitenkaan sovellettaisi ennen lain voimaantuloa julkistettuihin ostotarjouksiin, joissa tarjouksen tekijä tarjoutuu julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi otettuja osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita. Tällaisiin ostotarjouksiin sovellettaisiin lain voimaan tullessa voimassa olleita säännöksiä.

Ehdotetun kolmen kuukauden siirtymäajan vuoksi lain 11 luvun 19 §:ssä säädetty osakkeenomistajan velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous tulisi tällöin voimaan 1.6.2024 siltä osin kuin se koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Tällöin ei otettaisi huomioon ennen velvollisuuden voimaantuloa tapahtuneita tarjousvelvollisuusrajan ylityksiä. Osakkeenomistajalla, jonka ääniosuus kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä on 11 luvun 19 §:n voimaan tullessa yli 30 prosenttia, ei olisi mainittuun pykälään perustuvaa velvollisuutta tehdä julkista ostotarjousta ennen kuin osakkeenomistajan ääniosuus kasvaa yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä sovellettavan liputusvelvollisuuden osalta säädettäisiin kahden kuukauden siirtymäajasta. Siten osakkeenomistajan, jonka omistus- ja ääniosuus on ennen lain voimaantuloa tai sen jälkeen saavuttanut, ylittänyt tai alittanut 9 luvun 5 §:ssä säädetyn liputusrajan kohdeyhtiössä, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, olisi kahden kuukauden kuluessa lain voimaantulosta ilmoitettava osuutensa kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle. Sen jälkeen osakkeenomistajan olisi ilmoitettava osuutensa kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle aina kun osakkeenomistajan omistus- ja ääniosuus saavuttaa, ylittää tai alittaa 9 luvun 5 §:ssä säädetyn liputusrajan.

## **10 Suhde perustuslakiin ja säätämisyjärjestys**

*Omaisuuksien suoja*

Tarjousvelvollisuus on tarjouksen tekijän kannalta merkittävä varallisuus oikeudellinen kysymys, joten ehdotuksella on liittynyt Suomen perustuslain (731/1999) 15 §:ssä säädettyyn omaisuuden suojaan. Perustuslakivaliokunta on ottanut osakkeenomistajien omaisuuden suojaan kantaa lausunnossaan PeVL 1/2003 vp, joka käsitteli rajausta moniäänisten osakkeiden tuottamien osakeoikeuksien käyttämiseen. Lausunnossa perustuslakivaliokunta katsoi, että pörssiyrityksen osakkeiden omistukseen liittyy jo sinänsä monia riskejä. Osakkeen kaltaiseen juridistekniseen instrumenttiin perustuvassa toiminnassa on perustuslakivaliokunnan mukaan aiheellista varautua myös lainsäädännöllisiin muutoksiin. Lisäksi perustuslakivaliokunta totesi, että on yleisesti perusteltua pyrkiä edistämään arvopaperimarkkinoiden toimivuutta. Tällä on välillisesti myönteinen vaikutus kaikkien osakeyhtiöiden osakkaiden varallisuusasemaan, minkä lisäksi hyvin toimivat markkinat myös vahvistavat osakeomistusta yhtenä sijoitustoiminnan muotona. Kyseisen sääntelyn hyväksyttävyyttä kiinnitettiin viime kädessä sekin perustuslaissa jokaiselle turvattuun omaisuuden suojaan. Näin perustuslakivaliokunta antoi merkitystä myös vähemmistöosakkeenomistajien varallisuusarvoisten oikeuksien suojaamiselle. Perustuslakivaliokunta antoi merkitystä lisäksi sille, ettei esitetty muutos olisi koskenut osakkeenomistajien oikeusasemaa taannehtivasti.

Tällä esityksellä ehdotettu sääntely parantaisi vähemmistöön jäävien osakkeenomistajien suojaan vapaaehtoisissa ostotarjouksissa ja tarjousvelvollisuustilanteissa. Toisaalta tarjousvelvollisuus soveltuisi vain tulevaisuudessa tapahtuviin tarjousvelvollisuusrajan ylityksiin ja vasta kolmen kuukauden kuluttua lain voimaantulosta, jolloin osakkeenomistajalla on mahdollisuus sopeutua muuttuneeseen sääntelyyn ja mitoittaa omistussuutensa sellaiseksi, ettei tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen tule sille yllätyksenä. Ehdotettu ostotarjoussääntely ei siten vaikuttaisi osakkeenomistajan oikeusasemaan taannehtivasti.

Liputusvelvollisuudesta monenkeskisessä kaupankäynnissä säädettäisiin siten, että osakkeenomistajan olisi kahden kuukauden kuluessa lain voimaantulosta ilmoitettava kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle omistus- ja ääniosuutensa, joka on saavuttanut, ylittänyt tai alittanut AML 9 luvun 5 §:ssä säädetyn liputusvelvollisuusrajan. Liputusvelvollisuudella olisi mahdollisesti taannehtivia vaikutuksia, sillä omistus- ja ääniosuuden ilmoittaminen kohdistuisi myös osuuteen, joka on hankittu ennen lain voimaantuloa. Voidaan kuitenkin katsoa, ettei omistus- ja ääniosuuden ilmoittaminen kuulu omaisuuden suojan ydinalueelle. Ennen omistus- ja ääniosuuden julkisuudella on merkitystä yksityiselämän suojan ja tarkemmin henkilötietojen julkisuuden kannalta. Kun omistus- ja ääniosuudet ovat kuitenkin julkisia säännellyllä markkinalla, voidaan katsoa, ettei omistus- ja ääniosuuksien julkisuus monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä ole suhteetonta lailla tavoiteltuihin tavoitteisiin nähden, joita ovat markkinoiden läpinäkyvyys ja arvopaperin luotettava hinnan muodostus.

#### *Oikeusturva*

Ehdotuksilla voidaan tunnistaa liittynyt perustuslain 21 §:ään. Kun julkisista ostotarjouksista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä säädetään lain tasolla, varmistetaan se, että ostotarjousasia käsitellään viranomaisessa. Tällä on merkitystä erityisesti tarjousvelvollisuuden kannalta, joka on tarjousvelvollisen kannalta merkittävä varallisuus oikeudellinen kysymys. Kun ostotarjouksiin sovelletaan AML 11 lukua kokonaisuudessaan, varmistetaan, että tarjousvelvollisella on esimerkiksi oikeus hakea AML 11 luvun 26 §:n mukaisesti Finanssivalvonnalta poikkeusta tarjousvelvollisuudesta. Lisäksi varmistetaan se, että Finanssivalvonnan tekemiin päätöksiin voidaan hakea muutosta.

#### *Hallinnolliset seuraamukset*



Lakiehdotukseen sisältyvät Finanssivalvonnan valtuudet määrätä AML 15 luvun 2 §:n nojalla Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008) 40 §:n 1 momentin mukainen seuraamusmaksu AML 9 ja 11 luvun säännösten rikkomisesta eivät ole luonteeltaan uusia. Säännökset ovat tiettyjä liputussääntelyyn vuonna 2015 tehtyjä muutoksia lukuun ottamatta olleet perustuslakivaliokunnan arvioitavana arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen yhteydessä (PeVL 17/2012 vp). Vuonna 2015 liputussääntelyyn tehdyillä muutoksilla on pantu täytäntöön avoimuusdirektiivin muutoksen (direktiivi 2013/50/EU)<sup>29</sup> mukaiset vaatimukset muun muassa lisäämällä liputusvelvollisuuden piiriin tietyt rahoitusvälineet, jotka oikeuttavat hankkimaan osakkeita tai johtavat sitä vastaavaan taloudelliseen asemaan. Muutosten ei ole katsottu merkitsevän muutosta tai laajennusta liputusilmoitusten perustavoitteisiin (HE 11/2015 vp, s. 51).

Ehdotuksella laajennettaisiin sitä henkilöpiiriä, johon nykyiset seuraamusvaltuudet ulottuvat. Jo nyt seuraamusmaksu on voitu määrätä sellaiselle monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ostotarjouksen tekeväälle, joka rikkoo AML 11 luvun 27 §:ää. Kyseisessä säännöksessä on otettu huomioon tasapuolisen kohtelun vaatimus, joka vastaa AML 11 luvun 7 §:ssä säädettyä vaatimusta (HE 32/2012 vp, s. 151). Lisäksi ostotarjoukseen monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä sovelletaan säänneltyä markkinaa vastaavasti, mitä AML 11 luvun 24 §:n 1 ja 3 momentissa säädetään tarjousvastikkeesta ja 25 §:ssä hankinnoista tarjousaikana ja sen jälkeen. Kuitenkin tarjousta koskeva tiedonantovelvollisuus on monenkeskisessä kaupankäynnissä nykymuodossaan vapaamuotoinen ja kevyempi säänneltyyn markkinaan verrattuna (vrt. AML 11:11). Tarjous ei myöskään edellytä Finanssivalvonnan hyväksyntää (vrt. AML 11:11).

Jatkossa seuraamusmaksu voitaisiin määrätä ostotarjoussäännösten rikkomisista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä samassa laajuudessa kuin mitä voimassaolevassa laissa säädetään säänneltyyn markkinan osalta. Seuraamusmaksu voi seurata tasapuolisen kohtelun vaatimuksen (AML 11:7), tarjouksen edistämismuutoksen (AML 11:8), ostotarjouksen julkistamisen ja tiedoksi antamisen (AML 11:9), julkistamismenettelyn (AML 11:10), tarjousasiakirjaa koskevan säännöksen (AML 11:11), kohdeyhtiön lausuntoa koskevan säännöksen (AML 11:13), asioiden yhtiökokouksen päätettäväksi siirtämistä koskevan säännöksen (AML 11:14), ostotarjouksen hyväksymisen sitovuutta koskevan säännöksen (AML 11:16), kilpailevaa tarjousta koskevan säännöksen (AML 11:17), ostotarjouksen tuloksen julkistamisvelvollisuuden (AML 11:18), tarjousvelvollisuuden (AML 11:19), tarjousvelvollisuuden julkistamisen (AML 11:22), pakollisessa ostotarjouksessa noudatettavan tarjousvastikkeen (AML 11:23), vapaaehtoisessa ostotarjouksessa noudatettavan tarjousvastikkeen (ehdotettu AML 11:24a) ja tarjousaikana tai sen jälkeen tapahtuneita hankintoja koskevan sääntelyn (AML 11:25) rikkomisesta.

Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen yhteydessä on katsottu, että edellä lueteltujen säännösten rikkominen on omiaan vaarantamaan julkisen ostotarjouksen ja

---

<sup>29</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2013, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY ja direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun komission direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta ETA:n kannalta merkityksellinen teksti.

tarjousvelvollisuuden asianmukaisen toteutumisen sekä osakkeenomistajien edut, ja niiden rikkominen on pääosin rangaistavaa rikoslain 51 luvun 5 §:ssä säädettyinä arvopaperimarkkinoita koskevana tiedottamisrikoksena. Lisäksi julkiset ostotarjoukset ovat kertaluonteisia transaktioita, joiden arvo on tyypillisesti satoja miljoonia euroja ja joissa rikoshyödyn mittaaminen on erittäin vaikeaa. Näistä syistä on katsottu, että säännösten rikkomisesta on säädettävä mahdollisuus määrätä tarpeeksi nopeasti riittävän ankara hallinnollinen seuraamus (HE 32/2012 vp, s. 168). Vaikka ostotarjouksen arvo ei monenkeskisessä kaupankäynnissä aina olisikaan aivan yhtä suuri kuin säännellyllä markkinalla, on näissä transaktioissa kuitenkin kysymys huomattavista varallisuusarvoisista intresseistä.

Liputussääntelyn rikkomisesta mahdollisesti seuraavat seuraamukset olisivat monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä toimiville kokonaisuudessaan uusia. Kun kuitenkin ostotarjouksia ja liputusvelvollisuutta koskeva sääntely ehdotetaan ulotettavaksi säänneltyä markkinaa vastaavassa laajuudessa monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään, on säännösten ohjausvaikutuksen ja täytäntönpantavuuden kannalta perusteltua, että säännösten noudattamisen rikkomisista määrättävien hallinnollisten seuraamusten käyttöalaa laajennetaan vastaavasti. Seuraamussäännöksillä turvataan markkinoiden luottamusta ja tehokkuutta. Toimivilla arvopaperimarkkinoilla on katsottu olevan välillinen vaikutus sijoittajien omaisuuden suojaan (PeVL 1/2003 vp), minkä vuoksi hallinnollisilla seuraamuksilla voidaan katsoa olevan myös perustuslailla turvattua omaisuuden suojaa suojaava tarkoitus.

Säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän välillä mahdollisesti vaikuttavat erot, joilla voi olla vaikutusta tekijälle määrättävän oikeasuhtaisen seuraamusmaksun määrään, voidaan ottaa huomioon Finanssivalvonnasta annetun lain 41 §:n mukaisesti. Säännöksen mukaan seuraamusmaksun määrä perustuu kokonaisarviointiin. Seuraamusmaksuun voidaan hakea muutosta (AML 18:1), millä turvataan perustuslain 21 §:ssä säädettyä oikeusturvaa.

#### *Asetuksen- ja määräystenantovaltuudet*

Voimassa olevan AML 11 luvun 31 §:n 1 momentin mukaan Finanssivalvonta voi antaa määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan toimivan yksissä tuumin. Perustuslakivaliokunta on pitänyt määräystenantovaltuutta perustuslain 80 §:ssä tarkoitettua lainsäädäntövallan siirron kannalta hyväksyttävänä (PeVL 17/2012 vp).

Esityksessä ehdotetaan laajennettavaksi AML 11 luvun 31 §:n 1 momentissa säädettyä Finanssivalvonnan määräystenantovelvollisuutta siten, että Finanssivalvonta voisi antaa määräyksiä myös perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden ei katsota toimivan yksissä tuumin. Määräystenantovaltuuden laajennuksen ei ole katsottava muuttavan määräystenantovaltuuden alaa merkittävästi. Määräystenantovaltuuden tarkoituksena on antaa tarkempia määräyksiä siitä, milloin henkilöiden katsotaan toimivan yksissä tuumin. Määräyksillä on katsottu varmistettavan markkinatoimijoiden oikeusturvaa (HE 32/2012 vp, s. 155). Määräystenantovaltuuden laajennuksella on samanlainen tarkoitus määrittää tarkemmin yksissä tuumin toimivien henkilöiden määritelmän soveltamisalaa rajaamalla määritelmän ulkopuolelle sellaiset tilanteet, joissa määritelmän soveltamista ei ole pidettävä säännöksen tarkoituksen mukaisena.

Voimassa olevan AML 11 luvun 30 §:n 1 ja 2 momentissa säädetään valtiovarainministeriön asetuksenantovaltuudesta. Säännös on nyky muodossaan perustuslain 80 §:n mukainen (PeVL 17/2012 vp). Asetuksenantovaltuutta ei ehdoteta muutettavaksi.

Valtiovarainministeriö on antanut kyseisen valtuuden nojalla valtiovarainministeriön asetuksen tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta (1022/2012). Ehdotettavat muutokset AML 11 luvun soveltamisalaan edellyttävät, että valtiovarainministeriön asetusta tarkennetaan siten, että sen tiettyjä säännöksiä sovelletaan jatkossa säännellyllä markkinalla tehtävien ostotarjousten ohella ostotarjouksiin, joissa kohdeyhtiönä on liikkeeseenlaskija, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Täsmennykset asetukseen ovat luonteeltaan teknisiä ja seurausta ehdotetusta AML 11 luvun soveltamisalan laajentamisesta. Ehdotettavien muutosten on siten katsottava kuuluvan AML 11 luvun 30 §:n 1 momentin mukaisen asetuksenantovaltuuden alaan.

Edellä esitetyn perusteella arvioidaan, että lakiehdotukset voidaan hyväksyä tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä.

*Ponsi*

Edellä esitetyn perusteella annetaan eduskunnan hyväksyttäväksi seuraava lakiehdotus:

## Laki

### arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*kumotaan* arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 luvun 1 §:n 3 momentti ja 27 §,  
*muutetaan* 2 luvun 8 ja 11 §, 9 luvun 1 ja 3 §, 11 §:n 2 momentti, 11 luvun 1 §, 5 §:n 3 momentti, 10 §:n 1 momentti, 11 §:n 1 momentti, 19 §, 23 §:n 3 momentti, 24 §:n otsikko ja 31 §:n 1 momentti ja 15 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohta, sellaisina kuin niistä ovat 9 luvun 1 §:n 2 momentti laissa 1278/2015 sekä 15 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohta laissa 511/2019, sekä  
*lisätään* 11 luvun 5 §:ään, sellaisena kuin se on osaksi laissa 519/2016, uusi 3 momentti, jolloin muutettu 3 momentti siirtyy 4 momentiksi, ja 11 lukuun uusi 24 a § seuraavasti:

#### 2 luku

#### Määritelmät

#### 8 §

#### *Kohdeyhtiö*

*Kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan tämän lain:

- 1) 9 luvussa avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa sekä sellaista liikkeeseenlaskijaa, jonka osake on liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä; ja
- 2) 11 luvussa sen 1 §:ssä tarkoitetun julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa.

#### 11 §

#### *Julkistaminen*

*Julkistamisella* tarkoitetaan tässä laissa säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle sekä asianomaiselle säännellylle markkinalle tai monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle. Jos liikkeeseenlaskijan arvopaperi on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, säännellyt tiedot on julkistettava 10 luvun 3 ja 4 §:ssä tarkoitetulla tavalla. Jos liikkeeseenlaskijan arvopaperi on kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, tiedot on julkistettava mainitun luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitetulla tavalla sekä toimitettava monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle.

#### 9 luku

#### Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen

#### 1 §

#### *Soveltamisala*

Tässä luvussa säädetään huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta liikkeeseenlaskijassa, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa.

Tätä lukua sovelletaan kohdeyhtiönä olevaan pörssiyhtiöön ja liikkeeseenlaskijaan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön. Tätä lukua sovelletaan myös muuhun liikkeeseenlaskijaan, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on 7 luvun 3 a §:n 1 momentin mukaan Suomi, ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön.

### 3 §

#### *Kohdeyhtiö*

*Kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan tässä luvussa pörssiyhtiötä, liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella sekä muuta 1 §:n 2 momentissa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja johon kohdistuva omistus- ja ääniosuus on ilmoitettava ja julkistettava tämän luvun säännösten mukaisesti.

### 11 §

#### *Liputusilmoituksessa sekä sen julkistamisessa käytettävä kieli*

---

Kohdeyhtiön, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, liputusilmoituksen julkistamisessa käytettävään kieleen sovelletaan 10 luvun 4 §:ää.

### 11 luku

#### **Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus**

### 1 §

#### *Yleinen soveltamisala*

Tätä lukua sovelletaan tarjouduttaessa vapaaehtoisesti (*vapaaehtoinen ostotarjous*) tai 19 §:n velvoittamana (*pakollinen ostotarjous*) julkisesti ostamaan Suomessa säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Tätä lukua sovelletaan myös osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista tehtäviin tarjouksiin, jos:

1) osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja niihin oikeuttavien arvopaperien liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla; tai

2) osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja niiden liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla.

## 5 §

### *Yksissä tuumin toimivat henkilöt*

---

Edellä 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä ei kuitenkaan pidetä yksissä tuumin toimivina, jos niihin sovelletaan 9 luvun 8 a tai 8 c §:ää.

Finanssivalvonta voi hakemuksesta erityisestä syystä päättää, että 2 momentissa tarkoitettuja henkilöitä ei ole pidettävä yksissä tuumin toimivina.

## 10 §

### *Julkistamisessa noudatettava menettely*

Jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa on tarjousasiakirjan julkistamista lukuun ottamatta noudatettava, mitä 10 luvussa säädetään julkistettavien tietojen julkistamismenettelystä, tiedoksi antamisesta ja saatavilla pitämisestä. Jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, tiedot on julkistettava ja pidettävä saatavilla mainitun luvun 3 §:n 1 momentin ja 5 §:n 1 momentin mukaisesti. Ostotarjouksen tekijän ja tarjousvelvollisen on lisäksi annettava julkistettavat tiedot tiedoksi kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on annettava julkistettavat tiedot tiedoksi ostotarjouksen tekijälle.

## 11 §

### *Tarjousasiakirja*

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.

## 19 §

### *Pakollinen ostotarjous*

Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (*tarjousvelvollisuusraja*) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (*tarjousvelvollinen*), on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

## 23 §

### *Tarjousvastike pakollisessa ostotarjouksessa*

---

Jos tarjousvelvollinen tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva ei ole tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkinut tarjouksen kohteena olevia arvopapereita, käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidetään säännellyn markkinan kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana. Sama koskee monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän kaupankäyntiä, jos tarjousvelvollisuus kohdistuu liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena oleviin liikkeeseenlaskijan osakkeisiin tai osakkeisiin oikeuttaviin arvopapereihin. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä.

---

### 24 §

#### *Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa säännellyllä markkinalla*

---

### 24 a §

#### *Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä*

Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa voidaan maksaa rahana, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä. Ostotarjouksen tekijä voi vapaaehtoisessa ostotarjouksessa päättää tarjousvastikkeesta vapaasti, jollei 2 ja 3 momentista tai 7 §:stä muuta johdu.

Rahavastikkeen tarjoamista ainakin vaihtoehtona edellytetään, jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista ja jos:

1) vastikkeena tarjottavat arvopaperit eivät ole kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, eikä niitä myöskään ostotarjouksen yhteydessä haeta tällaisen kaupankäynnin kohteeksi; tai

2) ostotarjouksen tekijä tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva on hankkinut tai hankkii rahavastiketta vastaan kohdeyhtiön arvopapereita, jotka oikeuttavat vähintään viiteen prosenttiin kohdeyhtiön äänimäärästä, ajanjaksona, joka alkaa kuusi kuukautta ennen ostotarjouksen julkistamista ja päättyy tarjouksen voimassaoloajan päättyessä.

Jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista, tarjousvastiketta määritettäessä lähtökohtana on pidettävä korkeinta ostotarjouksen tekijän tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa olevan ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa hintaa. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä. Tällaisiin tarjouksiin sovelletaan 23 §:n 4 momenttia tietojen toimittamisesta Finanssivalvonnalle.

### 31 §

#### *Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus*

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan tai ei katsota toimivan yksissä tuumin, 20 §:n 1 momentin 4 kohdassa

tarkoitettujen sopimuksen tai muun järjestelyn perusteista sekä 26 §:ssä tarkoitettujen poikkeusten myöntämisen perusteista.

---

## 15 luku

### Hallinnolliset seuraamukset

#### 2 §

##### *Seuraamusmaksu*

Finanssivalvonnasta annetun lain 40 §:n 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä, joiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta määrätään seuraamusmaksu, ovat:

---

5) 11 luvun 7—11, 13, 14, 16—19, 22—24, 24 a ja 25 §:n säännökset julkisesta ostotarjouksesta tai tarjousvelvollisuudesta;

---

Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .

Ennen tämän lain voimaantuloa julkistettuihin ostotarjouksiin, joissa tarjouksen tekijä tarjoutuu julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi otettuja osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita, sovelletaan tämän lain voimaan tullessa voimassa olleita säännöksiä.

Tämän lain 11 luvun 19 §:ssä säädetty osakkeenomistajan velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous tulee voimaan X päivänä Ykuuta 2024, siltä osin kuin se koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Tällöin ei oteta huomioon ennen velvollisuuden voimaantuloa tapahtuneita tarjousvelvollisuusrajan ylityksiä. Osakkeenomistajalla, jonka ääniosuus kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä on velvollisuuden voimaan tullessa yli 30 prosenttia, ei ole mainittuun pykälään perustuvaa velvollisuutta tehdä julkista ostotarjousta ennen kuin osakkeenomistajan ääniosuus kasvaa yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä.

Osakkeenomistajan, jonka omistus- ja ääniosuus on ennen lainvoimaantuloa tai sen jälkeen saavuttanut, ylittänyt tai alittanut tällä lailla muutettavan lain 9 luvun 5 §:ssä säädetyn liputusrajan kohdeyhtiössä, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, on kahden kuukauden kuluessa tämän lain voimaantulosta ilmoitettava osuutensa kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle, ja sen jälkeen aina kun osakkeenomistajan omistus- ja ääniosuus saavuttaa, ylittää tai alittaa mainitussa pykälässä säädetyn liputusrajan.

---

Helsingissä 15.2.2024



**Pääministeri**

**Petteri Orpo**

Elinkeinoministeri Wille Rydman

## **Laki**

### **arvopaperimarkkinalain muuttamisesta**

Eduskunnan päätöksen mukaisesti  
*kumotaan* arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 luvun 1 §:n 3 momentti ja 27 §,  
*muutetaan* 2 luvun 8 ja 11 §, 9 luvun 1 ja 3 §, 11 §:n 2 momentti, 11 luvun 1 §, 5 §:n 3 momentti, 10 §:n 1 momentti, 11 §:n 1 momentti, 19 §, 23 §:n 3 momentti, 24 §:n otsikko ja 31 §:n 1 momentti ja 15 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohta, sellaisina kuin niistä ovat 9 luvun 1 §:n 2 momentti laissa 1278/2015 sekä 15 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohta laissa 511/2019, sekä *lisätään* 11 luvun 5 §:ään, sellaisena kuin se on osaksi laissa 519/2016, uusi 3 momentti, jolloin muutettu 3 momentti siirtyy 4 momentiksi, ja 11 lukuun uusi 24 a § seuraavasti:

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

2 luku

#### **Määritelmät**

8 §

*Kohdeyhtiö*

*Kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan tämän lain 9 luvussa avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa ja 11 luvussa sen 1 §:ssä tarkoitettua julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa.

11 §

*Julkistaminen*

*Julkistamisella* tarkoitetaan tässä laissa säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle ja asianomaiselle säännellylle markkinalle 10 luvun 3 ja 4 §:ssä tarkoitettulla tavalla.

2 luku

#### **Määritelmät**

8 §

*Kohdeyhtiö*

*Kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan tämän lain:

1) 9 luvussa avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa *sekä sellaista liikkeeseenlaskijaa, jonka osake on liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä; ja*  
2) 11 luvussa sen 1 §:ssä tarkoitettua julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa.

11 §

*Julkistaminen*

*Julkistamisella* tarkoitetaan tässä laissa säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle *sekä* asianomaiselle säännellylle markkinalle *tai monenkeskiselle kaupankäyntijärjestelmälle. Jos liikkeeseenlaskijan arvopaperi on*

*kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, säännellyt tiedot on julkistettava 10 luvun 3 ja 4 §:ssä tarkoitetulla tavalla. Jos liikkeeseenlaskijan arvopaperi on kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, tiedot on julkistettava mainitun luvun 3 §:n 1 momentissa tarkoitetulla tavalla sekä toimitettava monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle.*

9 luku

9 luku

**Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen**

**Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen**

1 §

1 §

*Soveltamisala*

*Soveltamisala*

Tässä luvussa säädetään huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta liikkeeseenlaskijassa, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.

Tässä luvussa säädetään huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamisesta ja julkistamisesta liikkeeseenlaskijassa, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa.

Tätä lukua sovelletaan kohdeyhtiönä olevaan pörssiyhtiöön ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön. Tätä lukua sovelletaan myös muuhun liikkeeseenlaskijaan, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on 7 luvun 3 a §:n 1 momentin mukaan Suomi, ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön.

Tätä lukua sovelletaan kohdeyhtiönä olevaan pörssiyhtiöön ja liikkeeseenlaskijaan, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella sekä kohdeyhtiön osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön. Tätä lukua sovelletaan myös muuhun liikkeeseenlaskijaan, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on 7 luvun 3 a §:n 1 momentin mukaan Suomi, ja sen osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön.

3 §

3 §

*Kohdeyhtiö*

*Kohdeyhtiö*

*Voimassa oleva laki*

*Kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan tässä luvussa pörssiyhtiötä ja muuta 1 §:n 2 momentissa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja johon kohdistuva omistus- ja ääniosuus on ilmoitettava ja julkistettava tämän luvun säännösten mukaisesti.

11 §

*Liputusilmoituksessa sekä sen julkistamisessa käytettävä kieli*

Kohdeyhtiön julkistaessa liputusilmoituksen tiedot käytettävään kieleen sovelletaan 10 luvun 4 §:ää.

11 luku

**Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus**

1 §

*Yleinen soveltamisala*

Tätä lukua, 27 §:ää lukuun ottamatta, sovelletaan tarjouduttaessa vapaaehtoisesti (*vapaaehtoinen ostotarjous*) tai 19 §:n velvoittamana (*pakollinen ostotarjous*) julkisesti ostamaan säännellyllä markkinalla Suomessa kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Tätä lukua, 27 §:ää lukuun ottamatta, sovelletaan myös osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista tehtäviin tarjouksiin, jos:

1) osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla Suomessa ja niihin

*Ehdotus*

*Kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan tässä luvussa pörssiyhtiötä, *liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella* sekä muuta 1 §:n 2 momentissa tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja johon kohdistuva omistus- ja ääniosuus on ilmoitettava ja julkistettava tämän luvun säännösten mukaisesti.

11 §

*Liputusilmoituksessa sekä sen julkistamisessa käytettävä kieli*

Kohdeyhtiön, *jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, liputusilmoituksen julkistamisessa käytettävään kieleen sovelletaan 10 luvun 4 §:ää.*

11 luku

**Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus**

1 §

*Yleinen soveltamisala*

Tätä lukua sovelletaan tarjouduttaessa vapaaehtoisesti (*vapaaehtoinen ostotarjous*) tai 19 §:n velvoittamana (*pakollinen ostotarjous*) julkisesti ostamaan Suomessa säännellyllä markkinalla *tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä* kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Tätä lukua sovelletaan myös osakkeisiin oikeuttavista muista arvopapereista tehtäviin tarjouksiin, jos:

1) osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa säännellyllä markkinalla *tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai*

*Voimassa oleva laki*

oikeuttavien arvopaperien liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla; tai

2) osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla Suomessa ja niiden liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla.

*Jollei 1 tai 2 momentista muuta johdu, 27 §:ää sovelletaan tarjouduttaessa julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.*

5 §

*Yksissä tuumin toimivat henkilöt*

Finanssivalvonta voi hakemuksesta erityisestä syystä päättää, että edellä 2 momentin 3 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä ei ole pidettävä yksissä tuumin toimivina.

10 §

*Julkistamisessa noudatettava menettely*

Tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa on tarjousasiakirjan julkistamista lukuun ottamatta noudatettava, mitä 10 luvussa säädetään julkistettavien tietojen julkistamismenettelystä, tiedoksi antamisesta ja saatavilla pitämisestä. Ostotarjouksen tekijän ja tarjousvelvollisen on lisäksi annettava julkistettavat tiedot tiedoksi kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on annettava julkistettavat tiedot tiedoksi ostotarjouksen tekijälle.

*Ehdotus*

suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja niihin oikeuttavien arvopaperien liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla; tai

2) osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa säännellyllä markkinalla tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja niiden liikkeeseenlaskija on sama kuin näillä osakkeilla.

*(3 mom. kumotaan)*

5 §

*Yksissä tuumin toimivat henkilöt*

*Edellä 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja henkilöitä ei kuitenkaan pidetä yksissä tuumin toimivina, jos niihin sovelletaan 9 luvun 8 a tai 8 c §:ää.*

Finanssivalvonta voi hakemuksesta erityisestä syystä päättää, että 2 momentissa tarkoitettuja henkilöitä ei ole pidettävä yksissä tuumin toimivina.

10 §

*Julkistamisessa noudatettava menettely*

*Jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tässä luvussa säädettyjen tietojen julkistamisessa on tarjousasiakirjan julkistamista lukuun ottamatta noudatettava, mitä 10 luvussa säädetään julkistettavien tietojen julkistamismenettelystä, tiedoksi antamisesta ja saatavilla pitämisestä. Jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä*

*liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, tiedot on julkistettava ja pidettävä saatavilla mainitun luvun 3 §:n 1 momentin ja 5 §:n 1 momentin mukaisesti. Ostotarjouksen tekijän ja tarjousvelvollisen on lisäksi annettava julkistettavat tiedot tiedoksi kohdeyhtiölle. Kohdeyhtiön on annettava julkistettavat tiedot tiedoksi ostotarjouksen tekijälle.*

11 §

*Tarjousasiakirja*

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla.

11 §

*Tarjousasiakirja*

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla *tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella.*

19 §

*Pakollinen ostotarjous*

Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (*tarjousvelvollisuusraja*) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle (*tarjousvelvollinen*), on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

19 §

*Pakollinen ostotarjous*

Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä (*tarjousvelvollisuusraja*) sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle *tai liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä* (*tarjousvelvollinen*), on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

23 §

*Tarjousvastike pakollisessa ostotarjouksessa*

-----  
Jos tarjousvelvollinen tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva ei ole tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkinut tarjouksen kohteena olevia arvopapereita, käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidetään tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana säännellyn markkinan kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä.

-----

24 §

*Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa*

23 §

*Tarjousvastike pakollisessa ostotarjouksessa*

-----  
Jos tarjousvelvollinen tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva ei ole tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkinut tarjouksen kohteena olevia arvopapereita, käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidetään säännellyn markkinan kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana. Sama koskee monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän kaupankäyntiä, jos tarjousvelvollisuus kohdistuu liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella kaupankäynnin kohteena oleviin liikkeeseenlaskijan osakkeisiin tai osakkeisiin oikeuttaviin arvopapereihin. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä.

-----

24 §

*Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa säännellyllä markkinalla*

24 a §

***Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä***

*Tarjousvastike vapaaehtoisessa ostotarjouksessa voidaan maksaa rahana, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä. Ostotarjouksen tekijä voi vapaaehtoisessa ostotarjouksessa päättää tarjousvastikkeesta vapaasti, jollei 2 ja 3 momentista tai 7 §:stä muuta johdu.*

Rahavastikkeen tarjoamista ainakin vaihtoehtona edellytetään, jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista ja jos:

1) vastikkeena tarjottavat arvopaperit eivät ole kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, eikä niitä myöskään ostotarjouksen yhteydessä haeta tällaisen kaupankäynnin kohteeksi; tai

2) ostotarjouksen tekijä tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa oleva on hankkinut tai hankkii rahavastiketta vastaan kohdeyhtiön arvopapereita, jotka oikeuttavat vähintään viiteen prosenttiin kohdeyhtiön äänimäärästä, ajanjaksona, joka alkaa kuusi kuukautta ennen ostotarjouksen julkistamista ja päättyy tarjouksen voimassaoloajan päättyessä.

Jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista, tarjousvastiketta määritettäessä lähtökohtana on pidettävä korkeinta ostotarjouksen tekijän tai tähän 5 §:ssä tarkoitettussa suhteessa olevan ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa hintaa. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä. Tällaisiin tarjouksiin sovelletaan 23 §:n 4 momenttia tietojen toimittamisesta Finanssivalvonnalle.

27 §

(27 § kumotaan)

**Julkinen ostotarjous monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä**

Joka tarjoutuu julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi otettuja osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita, ei saa asettaa ostotarjouksen



*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

*kohteena olevien arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan.*

*Ostotarjouksen tekijän on annettava kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille olennaiset ja riittävät tiedot, joiden perusteella arvopaperin haltijat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta.*

*Ostotarjous on julkistettava sekä toimitettava tiedoksi arvopaperien haltijoille, monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjälle ja Finanssivalvonnalle. Ennen tarjouksen julkistamista ostotarjouksen tekijän tulee varmistua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen muuntyyppisen vastikkeen suorittamisen.*

*Julkiseen ostotarjoukseen sovelletaan, mitä 24 §:n 1 ja 3 momentissa ja 25 §:ssä säädetään.*

31 §

*Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus*

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan toimivan yksissä tuumin, 20 §:n 1 momentin 4 kohdassa tarkoitettun sopimuksen tai muun järjestelyn perusteista sekä 26 §:ssä tarkoitettujen poikkeusten myöntämisen perusteista.

15 luku

**Hallinnolliset seuraamukset**

2 §

*Seuraamusmaksu*

Finanssivalvonnasta annetun lain 40 §:n 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä, joiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta määrätään seuraamusmaksu, ovat:

31 §

*Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus*

Finanssivalvonta voi antaa tarkempia määräyksiä perusteista, joilla 5 §:ssä tarkoitettujen henkilöiden katsotaan *tai ei katsota* toimivan yksissä tuumin, 20 §:n 1 momentin 4 kohdassa tarkoitettun sopimuksen tai muun järjestelyn perusteista sekä 26 §:ssä tarkoitettujen poikkeusten myöntämisen perusteista.

15 luku

**Hallinnolliset seuraamukset**

2 §

*Seuraamusmaksu*

Finanssivalvonnasta annetun lain 40 §:n 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä, joiden laiminlyönnistä tai rikkomisesta määrätään seuraamusmaksu, ovat:

*Voimassa oleva laki*

5) 11 luvun 7—11, 13, 14, 16—19, 22—25 ja 27 §:n säännökset julkisesta ostotarjouksesta tai tarjousvelvollisuudesta;

*Ehdotus*

5) 11 luvun 7—11, 13, 14, 16—19, 22—24, 24 a ja 25 §:n säännökset julkisesta ostotarjouksesta tai tarjousvelvollisuudesta;

*Tämä laki tulee voimaan päivänä kuuta 20 .*

*Ennen tämän lain voimaantuloa julkistettuihin ostotarjouksiin, joissa tarjouksen tekijä tarjoutuu julkisesti ostamaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta kaupankäynnin kohteeksi otettuja osakkeita tai osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita, sovelletaan tämän lain voimaan tullessa voimassa olleita säännöksiä.*

*Tämän lain 11 luvun 19 §:ssä säädetty osakkeenomistajan velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous tulee voimaan X päivänä Ykuuta 2024, siltä osin kuin se koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella. Tällöin ei oteta huomioon ennen velvollisuuden voimaantuloa tapahtuneita tarjousvelvollisuusrajan ylityksiä. Osakkeenomistajalla, jonka ääniosuus kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä on velvollisuuden voimaan tullessa yli 30 prosenttia, ei ole mainittuun pykälään perustuvaa velvollisuutta tehdä julkista ostotarjousta ennen kuin osakkeenomistajan ääniosuus kasvaa yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä.*

*Osakkeenomistajan, jonka omistus- ja ääniosuus on ennen lainvoimaantuloa tai sen jälkeen saavuttanut, ylittänyt tai alittanut tällä lailla muutettavan lain 9 luvun 5 §:ssä säädetyn liputusrajan kohdeyhtiössä, jonka osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, on kahden kuukauden kuluessa tämän lain voimaantulosta ilmoitettava osuutensa kohdeyhtiön*

*Voimassa oleva laki*

*Ehdotus*

*äänimäärästä tai osakkeiden  
kokonaismäärästä kohdeyhtiölle ja  
Finanssivalvonnalle, ja sen jälkeen aina kun  
osakkeenomistajan omistus- ja ääniosuus  
saavuttaa, ylittää tai alittaa mainitussa  
pykälässä säädetyn liputusrajan.*

## Valtiovarainministeriön asetus

### tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta annetun valtiovarainministeriön asetuksen muuttamisesta

valtiovarainministeriön päätöksen mukaisesti

*muutetaan* tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta annetun valtiovarainministeriön asetuksen (1022/2012) 7 §:n 9 kohta, 8 §:n 1 momentin 4 kohta, 9 §:n 5 kohta, 12 § ja

*lisätään* 7 §:ään uusi 9 a kohta, 8 §:n 1 momenttiin uusi 4 a kohta ja 9 §:ään uusi 5 a kohta seuraavasti:

#### 7 §

##### *Tiedot ostotarjouksesta*

Tarjousasiakirjassa on kerrottava tiedot ostotarjouksesta, kuten:

9) jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, tieto siitä, onko ostotarjouksen tekijän tarkoituksena hakea ostotarjouksen kohteena olevilla arvopapereilla säännellyllä markkinalla käytävän kaupan lopettamista ostotarjouksen toteutuessa taikka muuntaa eri osakelajeja;

9 a) jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, tieto siitä, onko ostotarjouksen tekijän tarkoituksena hakea ostotarjouksen kohteena olevilla arvopapereilla monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä käytävän kaupan lopettamista ostotarjouksen toteutuessa taikka muuntaa eri osakelajeja;

#### 8 §

##### *Tiedot ostotarjouksen hinnoitteluperusteista*

Tarjousasiakirjassa on kerrottava tiedot ostotarjouksen hinnoitteluperusteista, kuten:

4) jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana kaupankäynnissä säännellyllä markkinalla tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo;

4 a) jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella, tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettu keskiarvo;

#### 9 §

### *Ostotarjouksen ehdot*

Tarjousasiakirjassa on kerrottava ostotarjouksen ehdot ja muut tiedot ostotarjouksesta, kuten:

5) jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ja vastikkeena tarjotaan arvopapereita, tieto siitä, onko näitä arvopapereita tarkoitus hakea otettavaksi kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla;

5 a) jos kohdeyhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä liikkeeseenlaskijan hakemuksesta tai suostumuksella ja vastikkeena tarjotaan arvopapereita, tieto siitä, onko näitä arvopapereita tarkoitus hakea otettavaksi kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä;

### 12 §

#### *Vaihtotarjoukset*

Jos ostotarjouksen vastikkeena tarjotaan osakkeita, niihin oikeuttavia todistuksia tai muita oman pääoman ehtoisia arvopapereita, on näistä arvopapereista, niiden liikkeeseenlaskijasta, niiden mahdollisesta takaajasta sekä kohdeyhtiöstä ja ostotarjouksen toteutuessa syntyvästä konsernista annettava lisäksi arvopaperimarkkinalain 3 luvun 1 §:ssä tarkoitetun esitteen sisältövaatimusten mukaiset tiedot.

Jos ostotarjouksen vastikkeena tarjotaan muita kuin 1 momentissa tarkoitettuja arvopapereita, on näistä arvopapereista, niiden liikkeeseenlaskijasta sekä niiden mahdollisesta takaajasta annettava lisäksi arvopaperimarkkinalain 3 luvun 1 §:ssä tarkoitetun esitteen sisältövaatimusten mukaiset tiedot.

Tämä asetus tulee voimaan päivänä kuuta 20 .