



15.11.2022

ARVOPAPERIMARKKINALAIN 11 LUVUN 24 JA 25 §:N SOVELTAMINEN

Asia

Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 24 ja 25 §:n hinnoittelusäännösten soveltaminen

Hakemus

Borenius Asianajotoimisto Oy (hakija) on 27.10.2022 pyytänyt ostotarjouslautakunnan kantaa arvopaperimarkkinalain (AML) hinnoittelusäännösten tulkinnasta. Hakija pyytää ostotarjouslautakuntaa erityisesti arvioimaan hinnoittelusäännösten (tarjousvastikkeen vähimmäismäärää koskeva AML 11:24 sekä korotus- ja hyvitysvelvollisuutta koskeva AML 11:25) soveltuvuutta rahoituslaitoksen sellaisten itsenäisten yhteisöjen kauppoihin, joiden katsotaan AML 11:5:n sanamuodon mukaisesti toimivan yksissä tuumin tarjouksen tekijän, tai konsortioon osallistuvan yhteisön, kanssa, mutta joiden sijoituspäätöksiin tai äänestyskäyttäytymiseen emoyritys ei erillisten säännösten nojalla voi vaikuttaa.¹

Hakemus koskee mahdollista transaktiota, jossa hakijan asiakas, pohjoiseurooppalainen rahoituslaitos, jonka kotipaikka on EU:ssa, saattaisi osallistua suomalaisesta pörssiyhtiöstä tehtävään julkiseen käteisostotarjoukseen konsortion jäsenenä.

Hakijan mukaan tällä hetkellä korotusvelvollisuudesta ja hyvitysvelvollisuudesta voidaan poiketa vain Finanssivalvonnan myöntämän poikkeusluvan nojalla, johon sovelletaan 30 päivän valitusaikaa. Tämä ei ole ihanteellista Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkaalle toiminnalle, koska se estää tiettyjen ostotarjousten toteutumisen ja näin ollen estää suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeenomistajia sellaisesta arvonekehityksestä, joka olisi mahdollista, mikäli pääomamarkkinajärjestelmämme toimisi tehokkaasti, kuten se toimii naapurimaissamme.

Hakija esittää näkemyksensä, että suomalainen yksissä tuumin toimimista koskeva sääntö tekee käytännössä mahdottomaksi suurten rahoituslaitosten toimia tarjouksen tekijänä tai konsortion jäsenenä suomalaisessa julkisessa ostotarjouksessa, koska ne eivät voi kontrolloida itsenäisten tytäryhtiöidensä kaupankäyntiä. Tämä olisi erittäin haitallista Suomen arvopaperimarkkinoille kokonaisuudessaan ja estäisi myös esimerkiksi vähittäisosakkeenomistajia

¹ Hakijan mukaan tällaisia säännöksiä ovat esimerkiksi MiFID II, UCITS/AIFMD, Solvenssi II/IDD ja tietyt kansalliset säännökset, kuten säätöitä koskevat säännökset.



15.11.2022

maksimoimasta omistustensa arvoa, koska yksi sofistikoitunut mahdollisten tarjouksen tekijöiden ryhmä ei voisi osallistua suomalaisiin julkisiin ostotarjouksiin.

Hakijan mukaan erinäiset lait, säännökset ja menettelytavat kieltävät rahoituslaitoksen emoyritystä vaikuttamasta sellaisten sen yhteisöiden kaupankäyntiin tai äänestyskäyttäytymiseen, joissa soveltuvien sääntöjen ja säännösten mukaisesti kaupankäyntitoimintaa hallinnoidaan itsenäisesti, mutta jotka muodollisesti kuuluvat rahoituslaitoskonserniin. Rahoituslaitoksen itsenäiset yhteisöt voivat myös käydä kauppaa kohdeyhtiön osakkeilla parhaaksi näkemällään tavalla, koska niiden lojaliteettivelvollisuus kohdistuu kyseisen yhteisön sijoittajiin ja asiakkaisiin. Esimerkkejä tällaisista itsenäisistä yhteisöistä, joihin sovelletaan erillistä lainsäädäntöä, joka kieltää emoyritystä vaikuttamasta kaupankäyntitoimintaan, ovat eläkerahastot ja -yhtiöt, säätiöt, sijoitusrahastot ja henkivakuutusyhtiöt.

Yritys vaikuttaa näiden yhteisöjen päätöksentekoon tai estää näitä käymästä kauppaa kohdeyhtiön osakkeilla rikkoisi hakijan mukaan muita lakeja ja säännöksiä, joita rahoituslaitoksen on noudatettava. AML 11:5:n mukaisen yksissä tuumin toimivan henkilön muodollinen ja laaja suomalainen tulkinta aiheuttaa sen ongelman, että rahoituslaitos ei pysty noudattamaan soveltuvia itsenäisiä kaupankäyntisääntöjä yrittäessään kontrolloida kaupankäyntiä tytäryhtiöissään tai sellaisissa yhteisöissä, joissa soveltuvien sääntöjen ja säännösten mukaisesti kaupankäyntitoimintaa tai äänestyskäyttäytymistä hallinnoidaan itsenäisesti.

Hakija huomauttaa myös, että huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista (liputusilmoitus) koskeva sääntely tukee näkemystä, että itsenäisen tytäryhtiön kaupankäyntitoiminta olisi jätettävä julkisten ostotarjousten hinnoittelusääntöjen ulkopuolelle. AML 9:8a:n mukaan itsenäisten rahastoyhtiöiden tai sijoituspalvelun tarjoajien tekemiä kauppvoja ei oteta huomioon laskettaessa emoyrityksen omistus- ja ääniosuutta liputusilmoitusta varten. Tämä edellyttää, että emoyhtiö ei suoraan tai välillisesti vaikuta tytäryhtiönsä kaupankäyntitoimintaan.

Hakija on hakemuksessaan myös kuvannut voimassa olevan sääntelyn sisältöä sekä ruotsalaisia sääntöjä yksissä tuumin toimivista henkilöistä ja ruotsalaista poikkeuskäytäntöä.

Toimivalta

Ostotarjouslautakunnan työjärjestyksen 3 §:n c-kohdan mukaan ostotarjouslautakunnan tehtäviin kuuluu ratkaisusuositusten sekä soveltamisohjeiden antaminen ostotarjouskoodista ja muista pörssiyhtiöitä koskeviin yritysjärjestelyihin liittyvistä kysymyksistä. Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden 9/2013 kohdan 7.3.2 (18) mukaan Finanssivalvonta voi arviossaan ostotarjousvastikkeen vähimmäismäärään vaikuttavista erityisistä syistä ottaa huomioon myös mahdollisen AML:n 11 luvun 28 §:n 1 momentissa tarkoitettun toimieliimen antaman lausunnon tarjousvastikkeesta.



15.11.2022

Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus

Ostotarjouslautakunta katsoo, että:

- 1) **AML 11:24:n soveltaminen:** Sellaisen tarjouksen tekijän tai ostotarjouskonsortion osapuolen määräysvaltapäätöksiin kuuluvan oikeushenkilön, jonka hallinnoimiin osakkeisiin ja ääniin sovelletaan AML 9:8a:ssä tai AML 9:8c:ssä tarkoitettua poikkeusta liputusvelvollisuudesta, tekemät hankinnat tulisi AML 11:24:ssä tarkoitettuna erityisen syyn nojalla jättää ottamatta huomioon säännöksessä tarkoitettua tarjousvastikkeen vähimmäismäärää määritettäessä.

Myös silloin, jos tarjouksen tekijässä tai ostotarjouskonsortion osapuolella taikka sen 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, tällaisen yksikön tai oikeushenkilön tekemät hankinnat tulisi AML 11:24:ssä tarkoitettuna erityisen syyn nojalla jättää ottamatta huomioon säännöksessä tarkoitettua tarjousvastikkeen vähimmäismäärää määritettäessä. Arvio menettelyjen riittävydestä tulee tehdä kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

- 2) **AML 11:25:n soveltaminen:** Finanssivalvonnalla on AML 11:26:n nojalla toimivalta myöntää erityisestä syystä poikkeus AML 11:25:ssä tarkoitettua korotus- tai hyvitysvelvollisuudesta.

Sellaisen tarjouksen tekijän tai ostotarjouskonsortion määräysvaltapäätöksiin kuuluvan oikeushenkilön, jonka hallinnoimiin osakkeisiin ja ääniin sovelletaan AML 9:8a:ssä tai AML 9:8c:ssä tarkoitettua poikkeusta liputusvelvollisuudesta, tekemät hankinnat tulisi AML 11:26:ssä tarkoitettuna erityisen syyn nojalla jättää ottamatta huomioon AML 11:25:ssä tarkoitettua korotus- tai hyvitysvelvollisuutta määritettäessä.

Yksittäistapauksessa tehtävän arvion perusteella AML 11:26:ssä tarkoitettu erityinen syy myöntää poikkeus korotus- tai hyvitysvelvollisuudesta voi koskea myös hankintaa, jonka tekee sellainen tarjouksen tekijän tai ostotarjouskonsortion osapuolen määräysvaltapäätöksiin kuuluva oikeushenkilö, jonka kaupankäyntiin ja äänivallan käyttöön sovelletaan säännöksiä, jotka riittävän tehokkaasti velvoittavat kyseisen oikeushenkilön toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan eturistiriitoja tai kieltävät muutoin emoyhtiötä vaikuttamasta päätöksiin kaupankäynnistä ja äänivallan käytöstä.

Ratkaisusuosituksen perustelut

Yleistä hakemuksesta ja ratkaisusuosituksesta

Hakemus koskee mahdollista ostotarjousta, eikä hakija ole nimennyt mahdollisen tarjouksen osapuolia tai esittänyt yksityiskohtaista kuvausta hakemuksen kohteena olevasta mahdollisesta ostotarjouksesta. Ostotarjouslautakunnan ratkaisusuositus on siksi annettu myös



15.11.2022

yleisellä tasolla. Osa hakemuksessa kuvatuista seikoista edellyttää lisäksi erillistä arviointia kussakin yksittäistapauksessa.

Ostotarjouslautakunta esittää ratkaisusuosituksessa näkemyksensä voimassa olevan sääntelyn sisällöstä. Lautakunta esittää kuitenkin jäljempänä ratkaisusuosituksen perusteluissa poikkeuksellisesti myös näkemyksiään sääntelyn kehittämistarpeista.

Yksissä tuumin toimivien henkilöiden määritelmä ja muu finanssialan sääntely

Yksissä tuumin toimivat henkilöt määritellään AML 11:5:ssä. Varsinainen yksissä tuumin toimimisen määritelmä sisältyy pykälän 1 momenttiin. Määritelmä vastaa ostotarjousdirektiivin (2004/25/EY) 2(1)(d) artiklan määritelmää. Sen sijaan AML 11:5:n 2 momentissa kuvatut tyyppitilanteet yksissä tuumin toimivista henkilöistä eivät sellaisenaan perustu ostotarjousdirektiiviin. Momentin 1 kohdan mukaan osakkeenomistajan ja tämän määräysvallassa olevien yhteisöjen ja säätiöiden sekä näiden eläkesäätiöiden ja eläkekassojen katsotaan aina toimivan yksissä tuumin. Perusteita, joilla henkilöiden katsotaan toimivan yksissä tuumin, on tarkennettu Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden 9/2013 luvussa 4.5.

Finanssimarkkinoiden asiakkaansuojan vahvistamiseksi finanssimarkkinoiden toimijat on EU-lainsäädännössä usein velvoitettu toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan mahdollisia eturistiriitoja. Tällaisia velvollisuuksia on säädetty muun muassa rahoitusmarkkinadirektiivissä (MiFID II), sijoitusrahastodirektiivissä (UCITS) ja vaihtoehtoisten rahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä (AIFMD) sekä niiden nojalla annetuissa komission delegoiduissa asetuksissa.

Liputussääntelyssä finanssimarkkinoiden toimijoiden velvollisuus toimia asiakkaan edun mukaisesti on otettu huomioon siten, että rahastoyhtiön emoyrityksen ei tarvitse laskea omistus- ja ääniosuuksiaan yhteen rahastoyhtiön hallinnoimien omistus- ja ääniosuuksien kanssa, jos osakkeisiin liittyvää äänioikeutta käytetään emoyrityksestä riippumattomalla tavalla. Sama koskee sijoituspalvelun tarjoajan omaisuudenhoitosopimusten nojalla hallinnoimia omistus- ja ääniosuuksia (AML 9:8a ja 9:8c).

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ((EU) 2014/596) 9(1) artiklassa puolestaan säädetään tilanteista, joissa rahoitusvälineiden hankintaa tai luovutusta ei katsota kielletyksi sisäpiirikaupoiksi, vaikka oikeushenkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa. Edellytyksenä sille, ettei kyse ole kielletyistä sisäpiirikaupoista on mm. se, että oikeushenkilö on ottanut käyttöön ja pannut täytäntöön riittävät ja tehokkaat sisäiset järjestelyt ja menettelyt ja ylläpitänyt niitä sen varmistamiseksi tehokkaasti, ettei luonnollisella henkilöllä, joka teki oikeushenkilön puolesta päätöksen hankkia tai luovuttaa rahoitusväline, johon tieto liittyy, eikä muullakaan luonnollisella henkilöllä, jolla on voinut olla vaikutusvaltaa päätökseen, ole ollut hallussaan sisäpiiritietoa.



15.11.2022

Ostotarjouksen julkistamista edeltävät hankinnat (AML 11:24)

AML 11:24.3:n mukaan kaikista kohdeyhtiön osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista tehtävän vapaaehtoisen ostotarjouksen tarjousvastike on oltava vähintään korkein ostotarjouksen tekijän tai tämän kanssa yksissä tuumin toimivan henkilön ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksama hinta. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä. Yksissä tuumin toimivien henkilöiden määritelmän johdosta ostotarjouksen vähimmäishintaan vaikuttavat lähitökohtaisesti myös hankinnat, jotka on tehnyt tarjouksen tekijän määräysvalta-yhteisö. AML 11:24:n säännös korostaa tasapuolisen kohtelun vaatimusta (HE 6/2006, s. 49).

Finanssikonserneissa arvopaperikauppaa käydään useissa eri yksiköissä tai konserniyhtiöissä. Osa yksiköistä ja konserniyhtiöistä tekee kaupankäyntipäätökset itsenäisesti ilman, että emoyhtiöllä on mahdollisuutta vaikuttaa päätöksentekoon. Finanssialan lainsäädäntö velvoittaa usein toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan mahdollisia eturistiriitoja. Finanssikonsernin sisällä on eturistiriitojen hallitsemiseksi otettu käyttöön järjestelyjä ja menettelyjä eri toimintojen erottamiseksi ja tiedonkulun rajoittamiseksi (ns. kiinan muurit).

Ostotarjouslautakunta katsoo, että AML 11:24:n soveltamisen näkökulmasta ostotarjouksen julkistamista edeltävät hankinnat, jotka finanssikonsernin yksikkö tai konserniyhtiö on tehnyt itsenäisesti ilman tietoa mahdollisesta valmisteltavana olevasta ostotarjouksesta, tulisi voida jättää ottamatta huomioon tarjousvastikkeen vähimmäismäärää määritettäessä. Tällaisten hankintojen jättäminen ottamatta huomioon ei myöskään olisi vastoin tasapuolisen kohtelun vaatimusta.

Selkein tilanne on silloin, kun hankinnan tekee oikeushenkilö, johon sovelletaan poikkeusta liputusvelvollisuudesta (AML 9:8a ja 9:8c). Liputussääntely nimenomaisesti kieltää poikkeusta soveltavaa emoyhtiötä vaikuttamasta äänivallan käyttöön kohdeyhtiössä. Vaikka liputuspoikkeuksen sanamuoto rajoittuukin vain äänivallan käyttöön vaikuttamiseen eikä ulotu kaupankäyntipäätöksiin, sijoituspalvelun tarjoajalla ja rahastoyhtiöllä on lakisääteinen velvollisuus toimia asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistaa, ehkäistä ja hallita eturistiriitoja.

Ostotarjouslautakunta pitää perusteltuna, että myös muun tyyppiset finanssikonsernin eri yksiköissä tai konserniyhtiöissä itsenäisesti tehdyt kaupankäyntipäätökset voitaisiin jättää ottamatta huomioon AML 11:24:n mukaista tarjousvastikkeen vähimmäismäärää määritettäessä. Edellytyksenä on kuitenkin, että kyseisessä 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. Arvio menettelyjen riittävydestä tulee tehdä kussakin yksittäistapauksessa erikseen.

Tilannetta on kuitenkin arvioitava toisin, jos tieto mahdollisesta ostotarjouksesta sekä tarjouksen tekijästä tai ostotarjouskonsortion jäsenistä julkistetaan ennen varsinaisen ostotarjouksen julkistamista. Tasapuolisen kohtelun näkökulmasta ei ole perusteltua, että



15.11.2022

esimerkiksi tarjouksen tekijän tai ostotarjouskonsortion osapuolen kaupankäyntiä omaan lukuun voitaisiin tämän jälkeen jatkaa ilman, että hankintoja otettaisiin huomioon tarjousvastikkeessa. Toisaalta siltä osin kuin tarjouksen tekijän tai ostotarjouskonsortion osapuolen määräysvalta yhteisöä sitoo lakisääteinen velvollisuus toimia asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistaa, ehkäistä ja hallita eturistiriitoja, AML 11:24:ssä tarkoitettujen erityisten syiden on mahdollista edelleen katsoa olevan olemassa sillä perusteella, ettei emoyhtiö voi eikä saa vaikuttaa kaupankäyntipäätöksiin.

Ostotarjouksen julkistamisen jälkeiset hankinnat (AML 11:25)

Myös AML 11:25:n säännös korotus- ja hyvitysvelvollisuudesta korostaa AML 11:7:n tasapuolisen kohtelun vaatimusta (HE 6/2006, s. 49). AML 11:25:n säännöksiin ei erikseen sisälly AML 11:24:ää vastaavaa mahdollisuutta ottaa korotus- tai hyvitysvelvollisuuden arvioinnissa huomioon erityiset syyt. Finanssivalvonta voi kuitenkin AML 11:26:n nojalla myöntää erityisestä syyistä poikkeusluvan myös korotus- tai hyvitysvelvollisuudesta. Poikkeusluvan myöntämisen edellytyksenä on, ettei poikkeus ole vastoin AML 1:2–4:n yleisiä säännöksiä eikä AML 11:7:n ja 11:8:n eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita.

Ostotarjouslautakunta katsoo, että AML 11:25:n soveltaminen on ongelmallista tilanteissa, joissa finanssikonserniin kuuluva yhtiö tekee kaupankäyntipäätökset itsenäisesti ja on lain nojalla velvollinen toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan eturistiriitoja. Tällaisessa tilanteessa finanssikonsernin emoyhtiöllä korotus- ja hyvitysvelvollisuudesta johtuen perusteltu intressi pyrkiä estämään tytäryhtiöiden kaupankäynti kohdeyhtiön arvopapereilla. Toisaalta tytäryhtiöillä on asiakkaansuojasääntelystä johtuen perusteltu intressi toimia asiakkaidensa etujen mukaisesti ja käydä kauppaa kohdeyhtiön arvopaperilla, jos asiakkaiden etu niin edellyttää. Tilanteet, joissa olisi asiakkaiden edun mukaista hankkia kohdeyhtiön osakkeita tarjousvastiketta paremmin ehdoin, lienevät kuitenkin käytännössä harvinaisia.

Sääntelyn johdonmukaisuuden näkökulmasta ostotarjouslautakunta pitää perusteltuna, että ostotarjouksen julkistamista edeltävien hankintojen tavoin hankinnat, jotka tekee oikeushenkilö, johon sovelletaan poikkeusta liputusvelvollisuudesta (AML 9:8a ja 9:8c), eivät synnyttäisi myöskään korotus- tai hyvitysvelvollisuutta.

Liputuspoikkeuksen kattamien rahastoyhtiöiden ja sijoituspalvelun tarjoajien lisäksi eri finanssisektorin toimijoihin sovelletaan sääntelyä, joka velvoittaa kyseisen oikeushenkilön toimimaan asiakkaan edun mukaisesti sekä tunnistamaan, ehkäisemään ja hallitsemaan eturistiriitoja. Ostotarjouslautakunta toteaa, että sääntelyn tarkoitus huomioon ottaen korotus- tai hyvitysvelvollisuudesta tulisi olla mahdollista poiketa myös silloin, kun tällainen muu sääntely kieltää riittävän tehokkaasti emoyhtiötä vaikuttamasta kaupankäyntiin tai äänivallan käyttöön. Arvio täytyy kuitenkin tehdä kunkin yksittäistapauksen osalta erikseen.



15.11.2022

Edellä kuvatut poikkeukset korotus- tai hyvitysvelvollisuudesta eivät ostotarjouslautakunnan näkemyksen mukaan olisi vastoin AML 1 luvussa, 11:7:ssä, 11:8:ssa tai ostotarjousdirektiivin 3 artiklassa säädettyjä periaatteita.

Lopuksi

Ostotarjouslautakunta katsoo, että voimassa olevan AML:n yksissä tuumin toimivien henkilöiden määritelmä on epäjohdonmukainen suhteessa muuhun finanssisektorin sääntelyyn. Eryteisesti finanssikonsernien osalta tämä voi johtaa epätarkoituksenmukaisiin tilanteisiin niin tarjousvelvollisuuden, ostotarjouksen hinnoittelun kuin ostotarjouksen edistämismääräystenkin näkökulmasta.

Epäjohdonmukaisuus olisi ostotarjouslautakunnan näkemyksen mukaan ratkaistavissa esimerkiksi ulottamalla AML 11:5:3:ssa tarkoitettu tapauskohtainen arviointi koskemaan myös pykälän 2 momentin 1 ja 2 kohtia. Vaihtoehtoisesti pykälän 2 ja 3 momentti olisi mahdollista kumota ja jättää yksissä tuumin toimivien henkilöiden määritelmä pykälän 1 momentin yleisen määritelmän ja AML 11:31:ssä säädetyn Finanssivalvonnan määräyksenantovaltuuden varaan.

Asia on ratkaistu ostotarjouslautakunnan täydessä kokouksessa. Ratkaisusuosituksen valmisteluun ovat osallistuneet puheenjohtaja Juhani Mäkinen sekä jäsenet Kim Karhu ja Juha Karttunen. Esittelijänä on toiminut lautakunnan sihteeri Ville Kajala.

Helsingissä 15.11.2022

Juhani Mäkinen
ostotarjouslautakunnan puheenjohtaja

Ville Kajala
ostotarjouslautakunnan sihteeri